

자사주취득과 소각의 배당효과*

연구위원 강소현

최근 국내 주식시장에서 배당에 대한 요구가 증가하고 있다. 배당에 대한 기대증가와 함께 또 다른 배당수단이라 불리는 자사주취득에 대한 관심도 증가할 것으로 보인다. 그런데 실제 취득된 자사주 중 극히 일부만이 소각되고 있어, 자사주취득의 배당효과는 영구적이지 않고 일시적인 수준에 그칠 가능성이 크다. 자사주 소각이 저조한 원인은 여러 가지가 있을 수 있으나 많은 경우 기업이 자사주를 주주환원이 아닌 주가관리나 자금조달 수단으로 활용하고 있기 때문이라 판단된다. 기업의 특성에 따라 자사주취득의 배당효과를 면밀히 분석하고 필요한 경우 취득한 자사주를 소각하여 주주에 대한 확실한 이익환원이 이루어질 수 있도록 해야 한다.

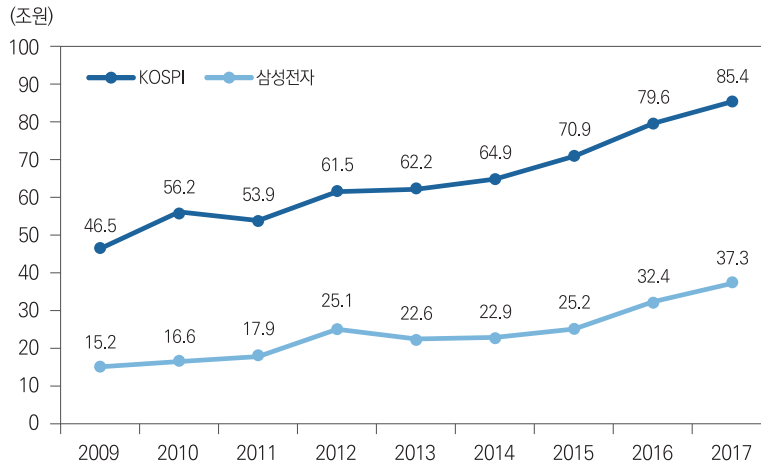
국내 상장사 자사주 현황

삼성전자는 올해 초 9조 3천억원의 자사주를 매입한 뒤 소각하겠다는 계획을 발표하였다. 2016년에도 삼성전자는 이미 662만주, 약 8.8조원의 자사주를 소각하였다. 이는 지난 11월 '주주가치 제고방안'을 발표하면서 2016년과 2017년 잉여현금흐름의 50%를 주주환원에 활용할 것이라고 밝힌 방안의 연장선상에 있다. 일각에서는 삼성전자의 자사주 소각에는 총수일가의 기업지배력을 강화하려는 의도가 있다고 지적하고 있으나 이와는 별개로 주주 입장에서 배당의 효과를 갖는 자사주매입과 소각은 긍정적인 측면을 가지는 것이 사실이다.

삼성전자뿐만 아니라 최근 KOSPI 상장사들의 자사주취득이 증가하는 경향을 보이고 있다. 2010년 이후 KOSPI지수 기준 기업들이 해마다 자사주취득을 증가시키고 있다. 그 결과 자사주 규모가 2010년 56.2조원에서 2017년 85.4조원으로 50%p 이상 상승하였다. 특히 2015년 이후 자사주취득의 확장세가 두드러지는데 2015년 말부터 15개월 사이에 14.5조원의 자사주가 증가하였다.

* 본고의 견해와 주장은 필자 개인의 것이며, 자본시장연구원의 공식적인 견해가 아님을 밝힙니다.

KOSPI 상장기업 및 삼성전자 자사주 규모 추이



주 : 1) 매년 말 기준 자사주 수에 종가를 곱하여 산출
 2) 2017년은 3월 21일 기준 수치임
 자료: FnGuide, 자본시장연구원

자사주취득 및 소각의 배당효과

이론적인 측면에서 자사주취득은 두 가지 경로를 통해 주가를 상승시키는 효과를 유발한다. 기업의 자사주취득은 신호효과를 가진다. 시장은 기업이 자사주를 증가시키는 배경에는 기업이 현재 주가가 저평가 되어있다고 판단하였거나 해당기업이 적대적 기업인수 대상이 될 가능성이 있는 것이라 해석한다. 투자자들은 이러한 해석 하에 주가상승의 여지가 있다고 판단하고 자사주취득 기업 주식에 대한 수요를 증가시킨다. 수요증가는 실제 주가상승으로 이어질 가능성이 높다. 자사주취득이 주가상승을 유발하는 보다 직접적인 경로는 공급감소이다. 기업이 시중에 유통되고 있는 주식을 자사주로 취득할 경우 유통주식 수는 그만큼 감소한다. 수요가 동일하다고 하더라도 공급이 줄어들기 때문에 가격이 상승할 여지가 있다. 이렇게 자사주취득은 주가를 상승시켜 주주에게 자본이득을 올릴 기회를 제공하기 때문에 배당의 효과를 지닌다고 평가된다. 또한 취득된 자사주는 배당청구권이 없기 때문에 향후 기업이 배당을 지급할 경우 실제 주당 배당액이 증가하는 효과가 발생한다.

그렇다면 취득된 자사주를 보유하는 것과 취득 후 소각하는 것은 어떤 차이가 있을까? 소각은 기업이 사들인 주식을 없애서 주식 수를 영구적으로 줄이는 행위이다. 자사주취득과 취득 후 소각은 주식 수를 감소시킨다는 점에서는 차이가 없다. 그런데 자사주취득은 유통주식 수를 줄이는 반면 소각은 발행주식 수를 줄인다는 점에서 구분된다. 즉, 자사주취득이 시중에 거래되는 주식을 감소시키기는 하나 향후 기업이 필요와 판단에 따라 되팔게 되면 주식 수는 다시 증가한다. 따라서 자사주취득 자체만으로는 주식 수 감소 효과가 일시적인 것에 그칠 가능성이 높다. 그런데 소각된 자사주는 재매도가 불가능하기 때문에 그 효과가 영구적이다. 즉, 앞에서 언급했다시피 자사주취득은 배당효과를 가지는데 기업



이 취득한 자사주를 영구적으로 사내에 보유하지 않는 이상 자사주취득은 일시적 효과를 가지며 소각은 영구적 배당효과를 가져온다고 할 수 있다.

국내 기업을 대상으로 한 실증분석 결과에서도 취득한 자사주를 소각하는 경우 주가상승효과가 더 큰 것으로 나타났다. 김수정·이윤구·설원식(2005)은 2001년부터 2003년 사이 자사주 이익소각 공시와 일반 목적의 자사주매입 공시의 효과를 비교하였다. 그 결과 이익소각 기업의 누적 평균 초과수익률이 단순히 자사주를 매입한 기업의 수익률에 비하여 높은 것으로 나타났다. 또한 정성창·김영환(2007)은 이익소각이 주주의 부에 더 큰 영향을 미치는 것을 발견하였다.¹⁾

자사주취득 후 소각 현황 및 원인

2015년 이후 유가증권시장 상장기업이 취득한 자사주 중 소각 비중을 살펴보면 소각률이 상당히 높은 편이다. 직접취득과 신탁을 통한 취득을 모두 합한 자사주 총 취득규모는 22.2조원이며 소각규모는 17.1조원이다. 이는 2015년 이후 취득한 자사주 대비 76.6%에 해당하는 것으로 상당히 많은 양이 소각되었다고 볼 수 있다. 그러나 이러한 높은 소각률은 삼성전자 한 종목에서 기인한 바가 크다. 삼성전자를 제외한 유가증권시장 상장기업의 취득대비 소각률을 살펴보면 7.3%로 급격하게 감소한다. 전체 취득된 자사주 12.1조원 중 9천억원 상당의 주식만이 소각되는데 그쳤다.

유가증권시장 자사주취득 및 소각 현황

(단위: 건, 조원)

| | | 삼성전자 포함 | | 삼성전자 제외 | |
|-------|-------|---------|-------|---------|------|
| | | 공시 건수 | 금액 | 공시 건수 | 금액 |
| 취득 | 직접 | 132 | 20.7 | 123 | 10.5 |
| | 신탁 | 116 | 1.5 | 116 | 1.5 |
| | 합계(A) | 248 | 22.3 | 239 | 12.1 |
| 소각(B) | | 39 | 17.1 | 29 | 0.9 |
| B/A | | 15.7% | 76.6% | 12.1% | 7.3% |

주 : 1) 2015년 1월~2017년 3월 21일까지의 자사주취득 및 소각 공시를 대상으로 함
 2) 취득기간이 아직 종료되지 않은 경우 2017년 3월 21일 기준 실제 체결된 물량만을 반영함
 자료: 한국거래소 KIND, 자본시장연구원

1) 자사주의 소각 효과와 관련된 실증분석 연구들은 대부분 2000년 초중반을 대상으로 하고 있어 최근에도 동일한 결과가 나타날 것이라 단언하기 어렵다. 그러나 몇 가지 점에서 자사주 소각의 효과가 더 증폭되었거나 최소한 감소하지 않았을 것으로 추측된다. 첫째, 2000년대에 비하여 최근에 주주환원에 대한 목소리가 높아지면서 주주들의 배당요구와 관심이 증가하였다. 둘째, 주식시장에서 개인의 비중이 감소하고 기관투자자의 비중이 증가하였다. 셋째, 여전히 주식시장에 참여하고 있는 개인투자자들은 기존 개인투자자들과 다른 성향을 보인다. 2000년대 개인투자자에 비하여 현재의 개인투자자는 연령대가 높아졌으며 거래회전율이 낮아졌다. 이러한 측면에서 보았을 때 주주들의 배당에 대한 관심과 선호가 증가하였으며 자사주 소각의 배당효과도 주식시장에서 더 명확하게 드러날 것이라 예측된다.

자사주취득 후 소각되는 정도에 영향을 미치는 요인은 법적 측면, 관례적 측면 등 여러 방면에서 고찰해볼 수 있다. 우선 법적 제약이 존재하는가를 살펴볼 필요가 있다. 만일 소각에 대한 규제가 엄격하여 자사주취득에 비하여 소각이 상대적으로 용이하지 않은 상황이라면 이러한 규제가 자사주 소각이 저조한 근거가 될 수 있다. 그런데 현재 법적 제약은 크지 않은 것으로 보인다. 2011년 개정된 상법에 따르면 주식의 소각은 크게 자본금감소에 의한 소각(상법 제343조1항 본), 자기주식의 소각(상법 제343조1항 단), 상환주식의 소각(상법 345조1항)으로 나뉜다. 자본금감소를 유발하는 소각의 경우 채권자에 대한 보호가 필요하기 때문에 주주총회의 특별결의를 거쳐 소각이 이루어진다. 그러나 자기주식의 소각은 단지 발행 주식수만 감소시킬 뿐 회사재산에 영향을 주는 것이 아니므로 자본금감소에 의한 소각보다 완화된 규정이 적용된다. 즉, 자사주 소각은 주주총회가 아닌 이사회 결의만으로 가능하다.²⁾

두 번째로 자사주취득 방법에서 원인을 찾아볼 수 있다. 자사주를 취득하는 방법은 직접매입과 간접매입으로 나뉜다. 직접매입은 자기계산으로 직접 자사주를 매입하는 방법이며, 간접매입은 신탁계약을 통해 매입하는 방법이다(자본시장법 제165의3). 신탁계약에 의한 취득, 즉 자사주펀드는 기업의 의뢰를 받은 투자신탁회사가 신탁회사의 명의로 주식을 매입하고 기업은 해당 주식투자자에 대한 수익자의 권리를 가진다. 법적인 의미에서 신탁계약을 통한 자사주취득은 소각의 대상이 될 수 없다고 해석된다. 신탁계약의 자사주는 운용수익을 분배받는 수익자의 위치에 있을 뿐 자기주식의 소유권을 가지고 있다고 볼 수 없는 것이다. 기업은 자기주식 신탁계약의 만기가 도래하거나 신탁계약을 해지하였을 때에야 비로소 자기주식을 현물로 반환받게 된다. 게다가 관례적으로 신탁계약이 직접취득에 비하여 긴 시간이 소요되기 때문에³⁾ 신탁계약을 통한 자사주는 원활한 소각에 제약으로 작용한다.

이러한 특성 탓에 신탁계약을 통한 간접취득이 최근 자사주 소각 현황을 일정부분 설명할 수 있을 것으로 예상된다. 그러나 신탁계약이 주도적인 영향을 미쳤을지는 의문이다. 직접취득 규모 대비 신탁취득 규모가 상당히 작기 때문이다. 2015년 이후 자사주 직접취득 총액은 20.7조원인데 비하여 신탁취득은 1.5조원에 불과하여 13.8배 차이를 보였다.⁴⁾ 따라서 취득방법이 낮은 소각 현황에 미쳤을 영향은 제한적인 수준에 머물렀을 가능성이 크다.

마지막으로 기업의 자사주 활용도 측면에서 접근해볼 필요가 있다. 자사주의 취득만을 고려하면 주주에 대한 환원효과 또는 배당효과가 크다고 해석할 수 있으나 취득한 자사주 중 일부는 처분되어 다시 시장으로 들어온다는 점을 고려하면 자사주취득에 대한 평가는 달라질 수 있다. 기업이 자사주취득을

2) 이사회 결의로 소각할 수 있는 자기주식 범위는 액면주식 여부, 배당가능이의 범주 포함 여부 등에 따라 달라진다는 다양한 견해가 존재한다. 소각가능 자사주 범주가 소각 여부에 영향을 미칠 수 있으나 이에 따른 영향이 크지 않을 것으로 판단하여 구체적 분석은 생략한다.

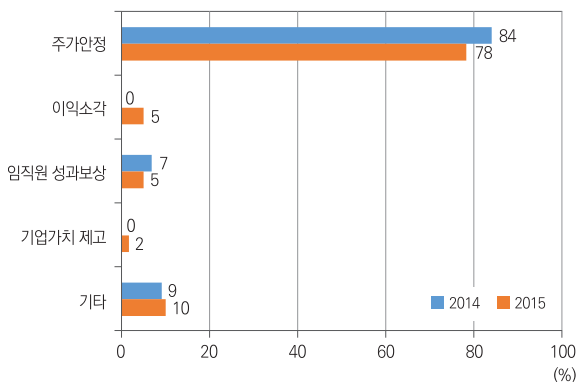
3) 2015년부터 2017년 3월 중순까지의 자사주취득을 대상으로 취득 방법에 따른 취득 소요기간을 살펴보면 신탁취득에 평균적으로 9.8개월이 소요된 반면 직접취득은 2.7개월밖에 걸리지 않았다.

4) 같은 기간 삼성전자의 자사주취득 방법을 살펴보면 신탁계약을 통한 사례는 없으며 모두 직접취득에 해당된다. 삼성전자를 제외한 직접취득 규모는 10.5조원으로 삼성전자를 제외하고도 직접취득과 간접취득은 6.9배의 차이를 보인다.

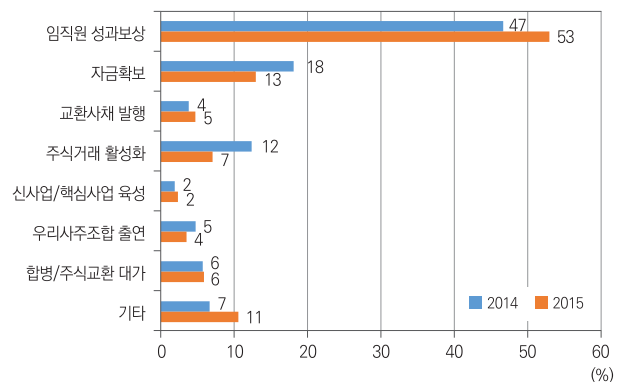
주주환원이 아닌 주가관리나 자금조달 수단으로 활용하고 있을 가능성이 높은 것이다. 기업은 주식시장이 침체하고 주가가 하락하는 경우 자사주매입을 통해 주가하락을 방지한다. 반대로 주가가 상당한 수준까지 상승해 있는 경우 취득한 자사주를 처분함으로써 지분이득을 취하는 수단으로 활용하는 것이 가능하다.

이러한 자사주의 쓰임새는 실제 공시내역에서 쉽게 확인해 볼 수 있다. 국내 상장기업의 경우 자사주취득 시 공시를 하도록 규정하고 있는데 이 때 취득 목적을 명시해야 한다. 항목별로 살펴보면 대부분 '주가안정'을 목적으로 자사주를 취득하고 '운영자금 확보' 또는 '임직원 성과급 지급'을 목적으로 자사주를 처분하고 있음을 알 수 있다. 구체적 수치를 살펴보면 자사주취득 시 '주가안정'이 차지하는 비중이 2014년과 2015년 각각 84%, 78%로 대부분을 차지하고 있다. 또한 자사주처분 중 운영자금과 임직원성과급 지급을 합하면 2014년과 2015년 각각 65%, 66%에 달한다. 다시 말해 기업은 자사주를 임의처분 가능한 기업의 자산 중 하나로 인식하고 있으며⁵⁾ 자사주는 실질적으로 주주환원의 의미보다는 자금운용의 재량권을 높이는 목적으로 활용되고 있다는 것을 의미한다.

자사주취득 목적별 비중



자사주처분 목적별 비중



주 : 공시 건수 기준
 자료: 한국거래소, 자본시장연구원

주주환원정책 관점에서 자사주취득의 바람직한 방향

최근 국내 주식시장에서 배당에 대한 관심이 꾸준히 증가하고 있다. 경제 발전 정도의 특성상 저금리 기조가 지속되고 인구노령화는 급속하게 진행되며 기업 지배구조개선 요구가 지속적으로 증가할 것으로, 향후 배당에 대한 시장의 기대와 요구는 더욱 높아질 것이다. Floyd Li & Skinner(2015)의 연구에 의하면 미국에서도 1980년대 이후 감소하던 배당이 2002년을 기점으로 다시 증가하기 시작하였는

5) 법 기조 상 자기주식의 본질적 의미를 규정하는 방법에는 자산설과 미발행주식설이 있다. 이 중 자산설은 자기주식을 일종의 기업 자산으로 보아야 한다는 입장으로, 현재 국내 기업의 자사주운용은 자산설에 근거를 두고 있다고 할 수 있다.

데, 이 때 배당증가와 함께 자사주매입도 크게 증가하였다. 1990년대 중반 이전에는 자사주매입은 경기 불안기에 일시적으로 배당을 지급하는 수단으로 활용되었으나 이후에는 자사주가 경기순행적인 행태를 보여 배당의 일시적 대체수단이 아닌 일상적인 수단으로 인식되고 활용된다는 것을 알 수 있다. 그런 의미에서 국내에서도 배당의 또 다른 수단이라 불리는 자사주취득에 대한 관심과 활용이 증가할 것으로 보인다.

그런데 국내 특성상 자사주취득을 액면 그대로 배당으로 받아들이기에는 무리가 있다. 취득된 자사주 중 극히 일부만이 소각되고 있어, 대부분의 자사주취득이 일시적인 효과를 유발하는데 그치고 있기 때문이다. 하지만 모든 기업에 자사주 소각 비율을 증가시키도록 일률적으로 강제하는 것은 무리가 있다. 기업이 취득한 자사주를 우선 전량 소각하고, 이후 신규사업 투자나 성과급 지급 등 자금이 필요한 상황이 발생할 때마다 신주를 발행하여 자금을 조달할 수도 있다. 그러나 취득한 자사주를 처분하는 것에 비하여 신주발행은 더 많은 비용을 필요로 하므로 기업운영상 비합리적인 선택일 수 있다.

향후 국내 주식시장에서 자사주취득의 배당효과나 기업의 자사주운영 정책을 평가할 때 각 기업의 특성을 면밀히 살펴볼 필요가 있다. 이익창출이 안정적이고 자금유출입 변동성이 낮은 기업의 경우 자사주 소각을 주주환원정책으로 적극적으로 활용할 필요가 있다. 또한 주주는 이러한 특성의 기업에 대해서는 취득된 자사주를 소각하여 영구적인 배당효과를 누릴 수 있도록 소각을 요구하여야 한다. 반대로 불규칙적인 자금 유출입이 예상되는 기업의 경우 소각으로 인해 발생하는 명시적, 암묵적 비용에 대한 추가적인 분석과 판단이 필요하다. 기업 특성을 기반으로 한 자사주취득과 소각의 배당효과를 인지하여 기업이 주주환원정책을 설계하고 투자자가 이에 합리적으로 반응할 때 자본시장의 효율성이 더 높아질 것이라 생각된다.

참고문헌

- 김수정·이윤구·설원식, 2005, 이익소각 공시가 주주의 부에 미치는 영향, 『대한경영학회지』 제18권 제 1호.
- 정성창·김영환, 2007, 이익소각 목적의 자기주식 취득과 기업의 가치, 『한국증권학회』 36집 1호.
- Floyd, Eric, N. Li, & D. J. Skinner, 2015, Payout policy through the financial crisis: The growth of repurchase and the resilience of dividends, *Journal of Financial Economics* 118(2).