



상장기업 자기주식 취득 및 처분 현황과 쟁점

자본시장연구원
연구위원 강소현

목 차

1

자기주식 취득 및 처분 제도

2

자기주식 취득 및 처분 현황 비교

3

직접취득과 간접취득 특성 차이

4

자기주식 취득 및 처분 주가반응

5

쟁점 및 개선방안

1

자기주식 취득 및 처분 제도

자기주식의 정의 및 기능

○ 자기주식이란 회사가 자신이 발행한 주식을 회사 자신이 취득하는 법률적 상태

- › 회사가 자기의 명의로 계산으로 회사의 주식을 취득하여 스스로 주주가 됨
- › 자기주식 취득과 처분에 따른 손익은 회사에 귀속

○ 자기주식 기능

- › 1) 주주의 이익제고
 - 배당을 대체하는 주주환원수단
 - 주가 저평가 신호수단 및 수익 취득
- › 2) 자금조달 등 재무전략으로 활용
 - 재무구조개선
 - 과다 보유현금 활용
- › 3) 기업구조조정수단
 - 적대적 M&A 방어
 - 기업구조조정 시 신주발행에 갈음하여 이용

자기주식 취득 및 처분 제도 연혁

○ 자본시장법(구 증권거래법)은 1990년대 중반 이후 자기주식 취득 폭넓게 허용

- › [취득] 1994년 특별법 제정으로 상장회사의 배당가능이익 한도 내 자기주식 취득 허용
- › [처분] 처분관련 명문 규정은 부재
 - 취득한 자기주식에 대해 처분의무나 소각의무를 규정하지 않음

○ 상법은 2011년 자기주식 취득 원칙적 금지에서 허용으로 개정

- › 자기주식 취득을 통상적 재무활동으로 인정
 - 자본시장법에서 허용한 자기주식 취득 허용 규정을 비상장회사로 확대 적용

~2011 개정상법 이전

- › [취득] 원칙적으로 자기주식의 취득을 금지
 - 예외적 허용(주식소각, 합병·영업전부양수, 단주처리, 주식매수청구권 행사 등)
- › [처분] 예외적으로 취득을 허용한 경우라도 보유기간 엄격하게 규정

2011~ 개정상법 이후

- › [취득] 배당가능이익 한도 내에서 일정한 방법에 따라 자기주식의 취득을 허용
 - 거래소 직접취득, 모든 주주에게 균등한 조건으로 취득(주주에 통지·공고 후 취득, 공개매수)
- › [처분] 자기주식 보유기간에 대한 제한을 삭제하여 처분시기는 회사가 자유로이 결정

자기주식 취득 및 처분 구분



- 자본시장법에서 자기주식 취득은 직접취득과 간접취득으로 구분
 - › 1992년 자사주 펀드를 통한 간접취득 제도 도입
 - ‘증시안정을 위한 종합대책’의 일환
 - 편리한 주가 관리와 지분확보 목적
 - › 1994년 직접취득 도입
 - › 1999년 신탁계약 간접취득 허용
 - 자사주 개별적 관리 용이

- 상법상 취득한 자사주는 다양한 목적으로 활용 허용
 - › 이익배당 지급
 - › 상환주식 상환
 - › 교환사채나 상환사채 상환
 - › 대물변제
 - › 합병, 분할, 주식의 포괄적 교환, 이전 등 조직개편 대가(2015년 도입)

2

자기주식 취득 및 처분 현황 비교

자기주식 취득 및 처분 추이 1

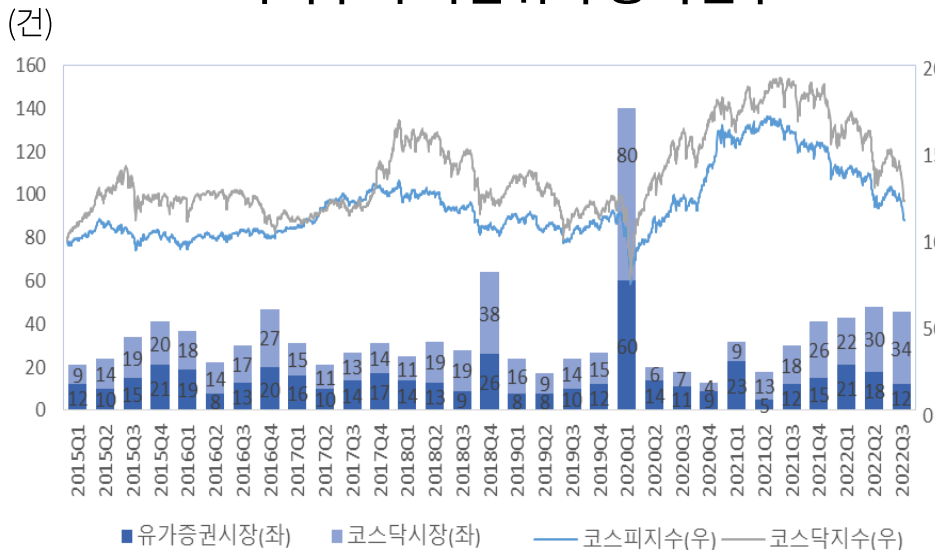
● 자기주식 취득은 2015년 이후 주가변화에 따라 등락하는 양상보이며 코로나19 발생 당시 급증

‣ 2020년 초 코로나19 발발 당시 시장 안정화 조치로 상장기업의 자사주 취득 요건 완화 정책이 시행되어 자사주 취득 기업 증가

● 2020년 4분기 이후 자기주식 처분 증가

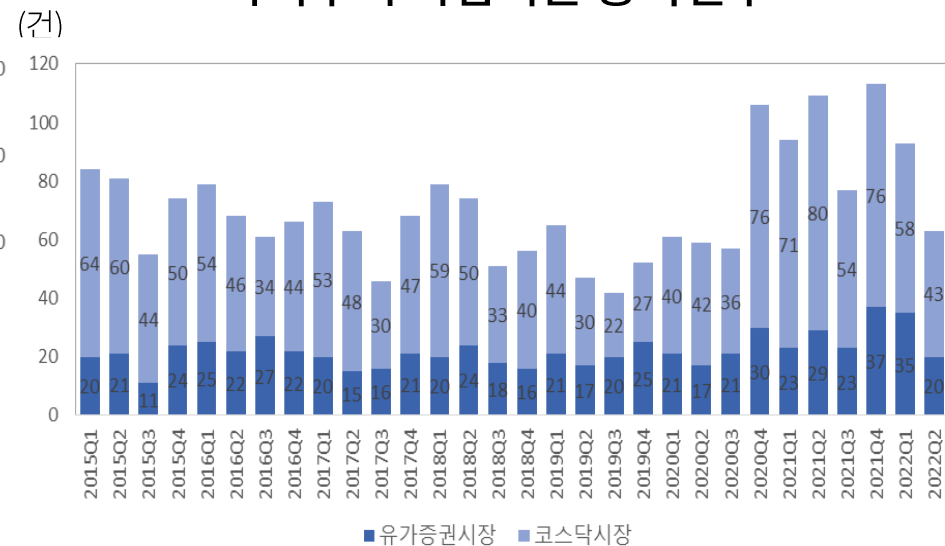
‣ 주가회복과 2020년 1분기 취득 자기주식의 6개월 처분금지기간 종료 영향

자기주식 직접취득 공시건수



주: 2015년 1월부터 2022년 9월 공시 기준

자기주식 직접처분 공시건수



주: 2015년 1월부터 2022년 5월 공시 기준

자기주식 취득 및 처분 추이 2

❶ 취득 자사주의 상당부분은 소각되지 않고 처분되거나 보유

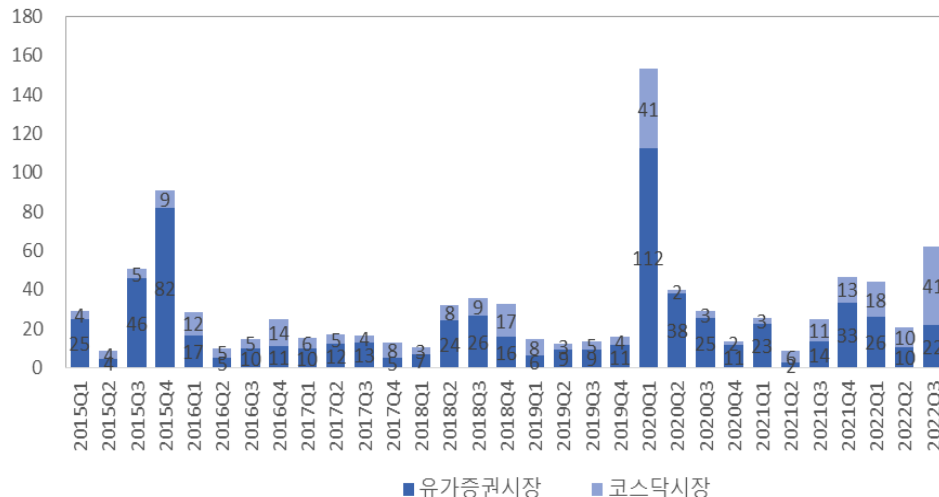
2015년 1월부터 2022년 5월 공시 기준

직접 취득 8억8,100만주

처분 9억600만주

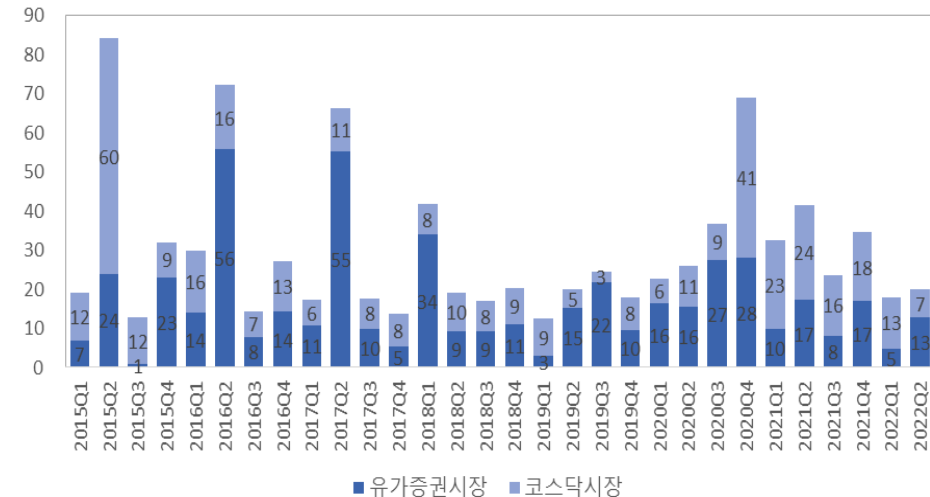
(백만주)

자기주식 직접취득 공시수량



(백만주)

자기주식 직접처분 공시수량



자기주식 취득 및 처분 목적 비교

- 자기주식 취득 목적은 주가안정
자기주식 처분 목적은 다양

취득 목적의 대부분은
주가안정 및 주주가치 제고

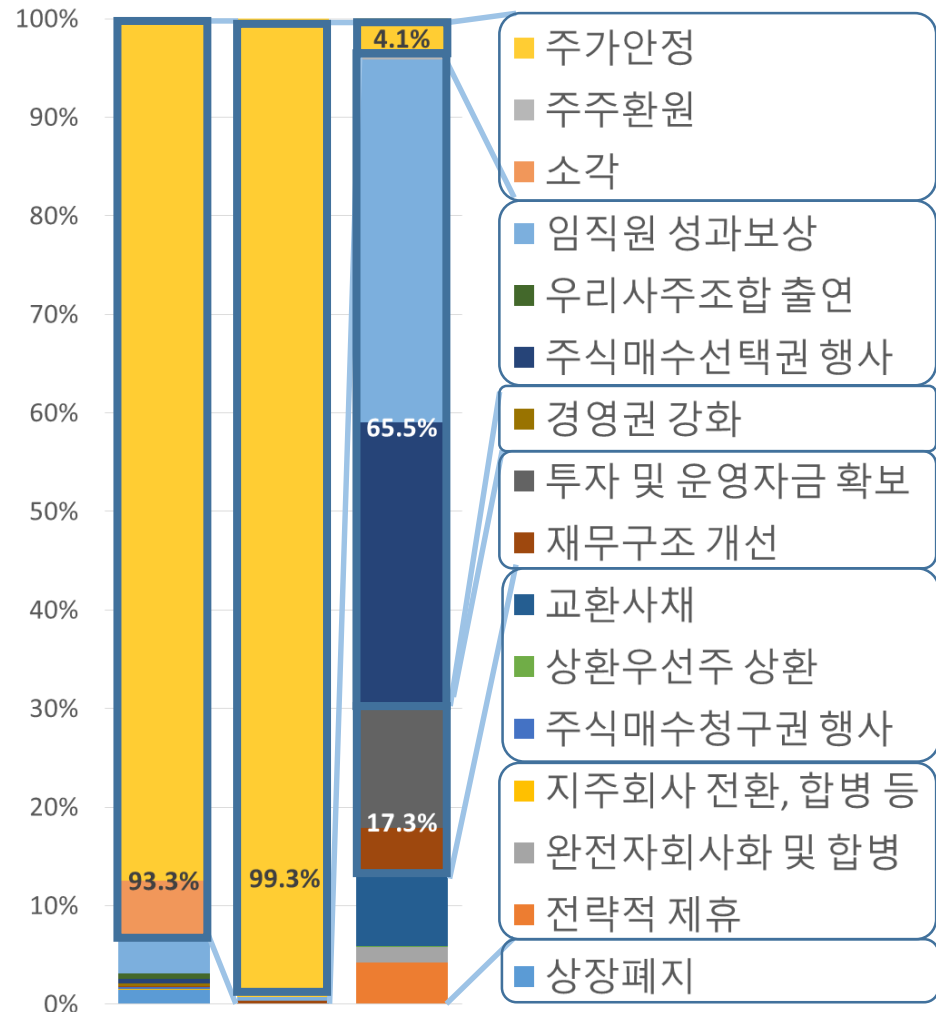
- ➡ 기업 저평가에 대한 신호로 해석
- ➡ 투자자는 주가 상승을 기대

처분 목적은 임직원 성과보상,
재무구조개선, 조직개편 등 다양

- ➡ 기업의 자율적 처분 결정
- ➡ 투자자의 처분에 대한 정보와 인식 부족

취득목적 주주환원에 집중
취득한 자사주는 다양하게 활용

공시 목적별 자기주식 취득 처분 공시 비중



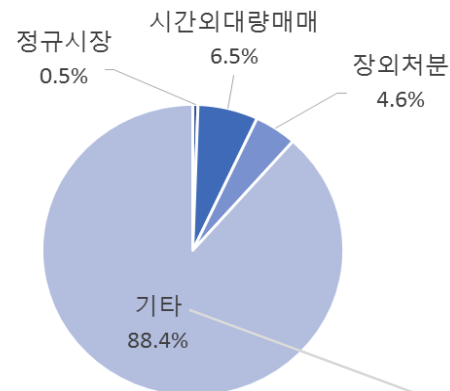
직접취득 간접취득 직접처분

직접취득과 직접처분 규정 비교

자본시장법 취득과 처분 규정 비교

내용	취득	처분
한도	배당가능이익 범위 내	-
가능 여부	원칙적 허용	원칙적 허용
방법	[직접취득] <ul style="list-style-type: none"> • 거래소에서 취득 • 공개매수 취득 • 신탁계약 해지·종료 후 반환 [간접취득] <ul style="list-style-type: none"> • 신탁회사 명의 취득 	-
결정	이사회	이사회
시점	다음의 경우 금지 <ul style="list-style-type: none"> • 합병 결의 후 1개월 • 유상증자 기준일 1개월 전부터 청약일 • 준비금 자본전입 결의일부터 신주배정기준일 • 시장조성기간 • 미공개중요정보 공개 전 • 처분 후 3개월 	(좌동) <ul style="list-style-type: none"> • 취득 후 6개월
이행기간	3개월 이내	3개월 이내

자기주식 처분 시장 구분



주: 2015년 1월~2022년 5월 공시 주식 수 기준

임직원, 우리사주조합 직접이체
합병 대가로 특정인에 지급

3

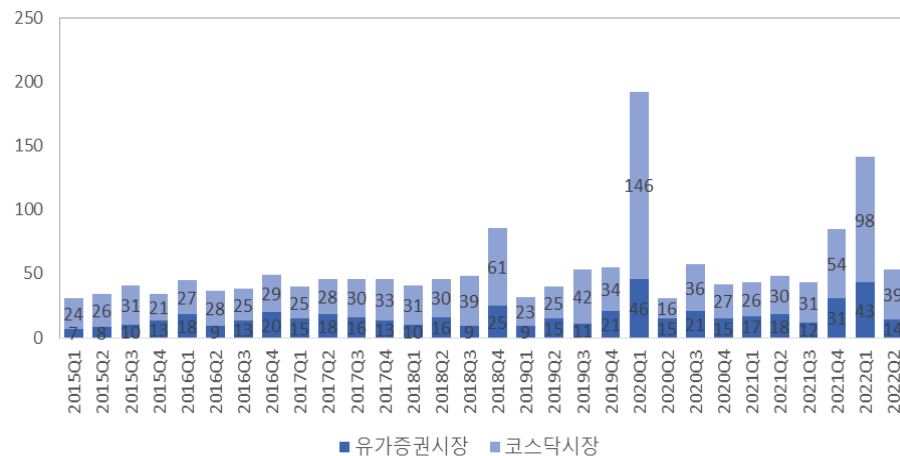
직접취득과 간접취득 특성 차이

자기주식 간접취득 추이

- 신탁계약 공시 건수는 코로나 이후 증가 추세를 보이며 계약금액은 크게 증가
 - › 코스닥의 높은 간접취득 선호도
 - 공시 건수 기준, 코스닥 간접취득은 유가 간접취득의 2.2배, 코스닥 직접취득의 2.1배
 - › 신탁계약규모는 유가증권 상장기업이 코스닥에 비해 큼
 - 코스닥 신탁계약 총액은 유가증권의 2/5
 - › 코스닥의 소규모 간접취득 취득 증가

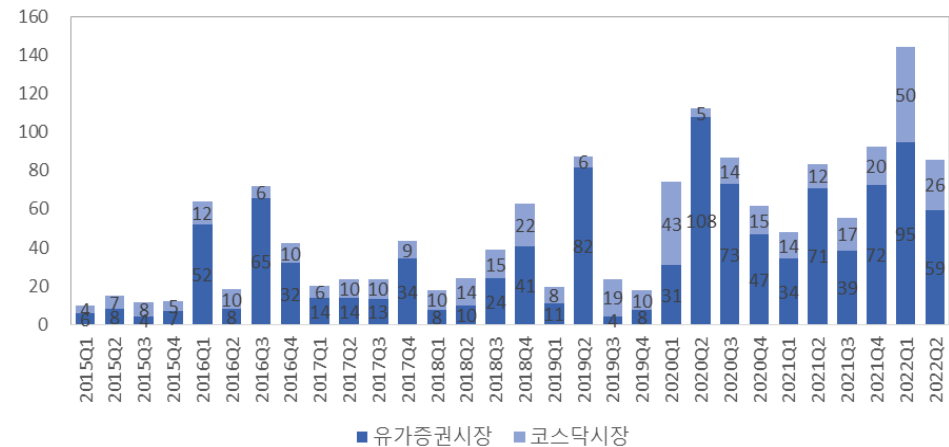
자기주식 신탁계약 공시 건수

(건)



자기주식 신탁계약 계약금액

(백억원)



직접취득과 간접취득 규정 비교 1

○ 간접취득은 직접취득에 비해 유연한 규정 적용

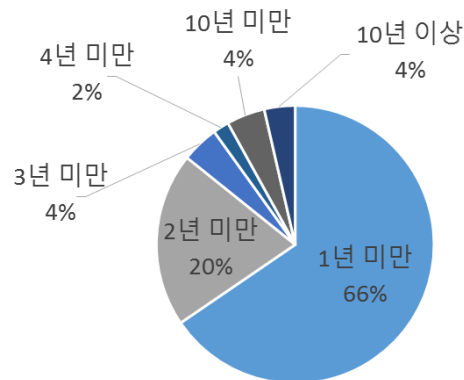
› ① 계약기간 연장 가능

- 통상 6개월 또는 1년 단위 계약 체결, 계약 연장 가능
(직접취득은 3개월 이내 취득 완료 의무)
- 계약기간 1년 이상 신탁계약이 34.5%(4년 이상 8.1% 포함)

› ② 계약 기간 내 처분 가능

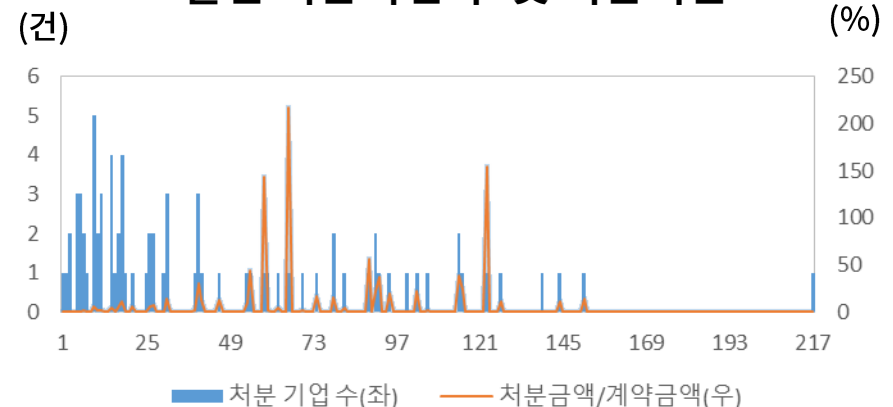
- 처분 빈도는 낮으나 처분 규모는 큼
- 실질 취득이 발생하지 않는 순처분 존재

간접취득 기간별 분포



주: 2020년 1월부터 2022년 9월까지
신탁계약 해지결과 보고서 기준

월별 처분기업 수 및 처분비율

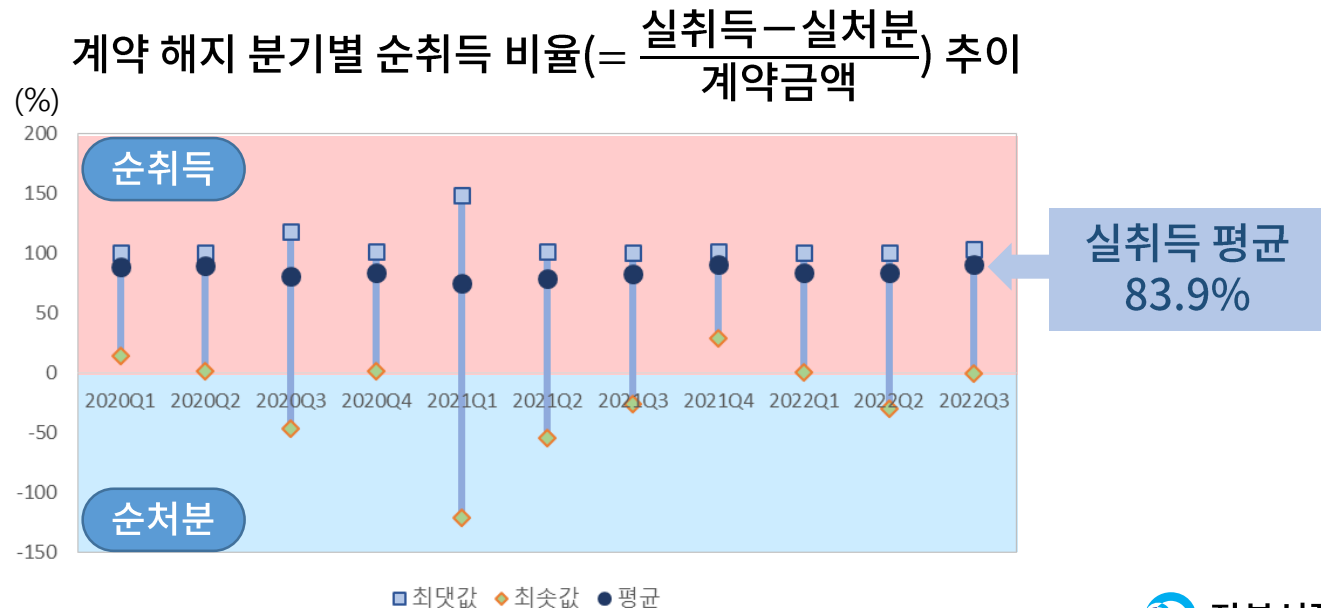


주: 취득 또는 처분 시작 월(t=1) 기준

직접취득과 간접취득 규정 비교 2

○ 간접취득은 직접취득에 비해 유연한 규정 적용

- › ③ 신탁계약 복수 체결 가능
 - 기존 신탁계약 해지 전 신규 계약 체결 가능
- › ④ 신탁금액 전액 취득 의무 없음
 - 시장상황에 맞춰 취득 여부 판단
 - 실취득률 평균 83.9%에 불과
- › ⑤ 중도 해지 및 부분 해지 가능
 - 계약금 중도 회수 및 활용 용이



간접취득 특성의 연혁적 배경

○ [배경 1] 1992년 자사주 펀드 도입 ⇒ 1999년 신탁계약 허용

- › 1992년 ‘증시안정을 위한 종합대책’의 일환으로 편리한 주가 관리와 지분확보를 위해 자사주 펀드 도입
 - 기업이 투자신탁회사의 수익증권을 매입하고 투신사가 자사주 펀드를 설정하여 형성된 자금으로 펀드에 포함된 기업들의 주식을 운용
 - 동일 종목투자 한도 20%(단, 국민주는 30%까지 가능)
 - 가입금액 비율에 따라 신탁재산에 대한 수익권만 보유, 주식 소유권 없음
- › 개별기업의 직접적인 주가 관리에 한계
- › 1999년 특정금전신탁 계약을 통한 간접취득 허용
- › 직접취득(기업가치 저평가 신호, 자사주 확보 등)과 상이한 목적

○ [배경 2] 2005년 현물반환 허용

~2005 현금반환만 가능

- › 보유한 자기주식을 전량 매각 후 현금반환 또는 신탁계약 연장
- › 자기주식 매각할 경우 시장충격과 주가하락 우려가 있어 불가피하게 계약 연장 선택

2005~ 현물반환 허용

- › 신탁계약을 통해 취득한 자기주식을 직접 반환 가능
- › 신탁계약 연장 관례화

직접취득과 간접취득 공시 의무 비교

구분		공시 종류	제출기한
직접취득	체결	자기주식 취득 결정	결의 후 1일 이내
	완료	자기주식 취득 결과보고서	완료 후 5일 이내
직접처분	체결	자기주식 처분 결정	결의 후 1일 이내
	완료	자기주식 처분 결과보고서	완료 후 5일 이내
신탁체결	체결	자기주식취득 신탁계약 체결 결정	결의 후 1일 이내
	중간	신탁계약에 의한 취득상황 보고서	체결 3개월 경과 후 5일 이내
	완료	자기주식취득 신탁계약 해지 결정 신탁계약 해지 결과보고서	해지 또는 종료 후 5일 이내

○ 신탁계약은 계약이 장기간 유지될 경우 취득 상황 파악 곤란

- › 직접취득과 직접처분은 규정에 따라 3개월 이내에 완료 후 결과보고서 제출
- › 신탁계약 취득상황은 신규 체결한 후 3개월 경과 후 중간 상황 보고서 제출
- › 그러나 계약을 연장한 경우에는 제출 의무 없음

4

자기주식 취득 및 처분 주가반응

자기주식 취득 및 처분 주가반응

○ 자기주식 취득 및 처분 이후 평균 초과수익은 양(+)

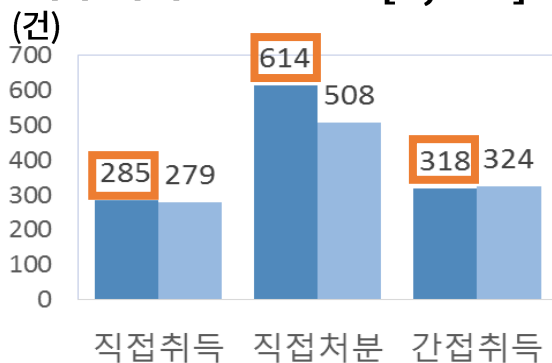
자기주식 취득 또는 처분 방식에 따른 장기 수익 (단위: %)

구분		Return [0,180]	Return [0,365]	BHAR [0,180]	BHAR [0,365]
(1)	직접취득	42.50 ^{***}	94.57 ^{***}	19.66 ^{***}	47.91 ^{***}
(2)	직접처분	34.72 ^{***}	81.92 ^{***}	18.61 ^{***}	31.29 ^{***}
(3)	간접취득	39.90 ^{***}	82.97 ^{***}	14.38 ^{***}	41.00 ^{***}
(1)-(2)		7.78	12.65	1.04	16.62 [*]
(1)-(3)		2.6	11.6	5.28	6.91

주: Return은 공시일부터 해당 시점까지 수익률을 나타내며 BHAR은 시장수익률 대비 보유초과 성과를 나타냄

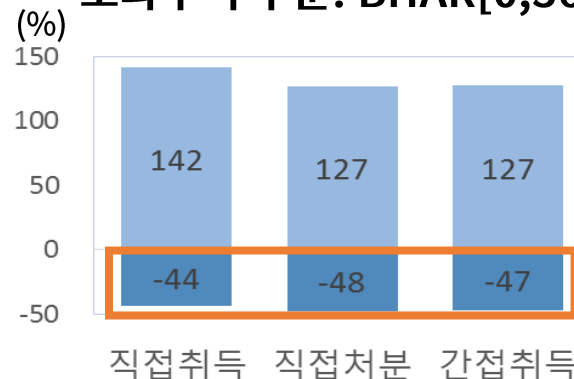
○ 공시 후 시장수익률 대비 낮은 수익이 실현된 경우 절반 차지

초과수익 구분: BHAR[0,365] 공시 수



■ (-) 초과수익 ■ (+) 초과수익

초과수익 구분: BHAR[0,365] 평균



■ (-) 초과수익 ■ (+) 초과수익

허위 정보신호효과: 이론연구

○ 기업의 자기주식 취득 및 처분 동기

- › 저평가가설(undervaluation hypothesis) 또는 정보신호가설(signaling hypothesis)
 - 내부자의 관점에서 주가가 기업의 본질가치보다 낮게 형성되어 있다고 판단할 경우, 이 사실을 외부 투자자에게 알리고자 할 것이고 그 수단으로 자사주 취득이 활용
 - 기업의 진정한 가치를 시장에 알리는 신호로서 작용
 - Lakonishok and Vermaelen(1990), Dann(1981), Vermaelen(1984)
- › 경영자 기회주의 가설(managerial opportunism)
 - 주가가 실제로는 저평가되어 있지 않거나 주식을 매입할 실질적 능력 또는 의사가 없음에도 지배주주는 자사주 취득 결정을 내릴 가능성 존재
 - 자사주 매입을 거짓으로 공시하고 주가상승을 유발(Fried, 2001)

○ 기회주의적 자기주식 거래 행위 구분

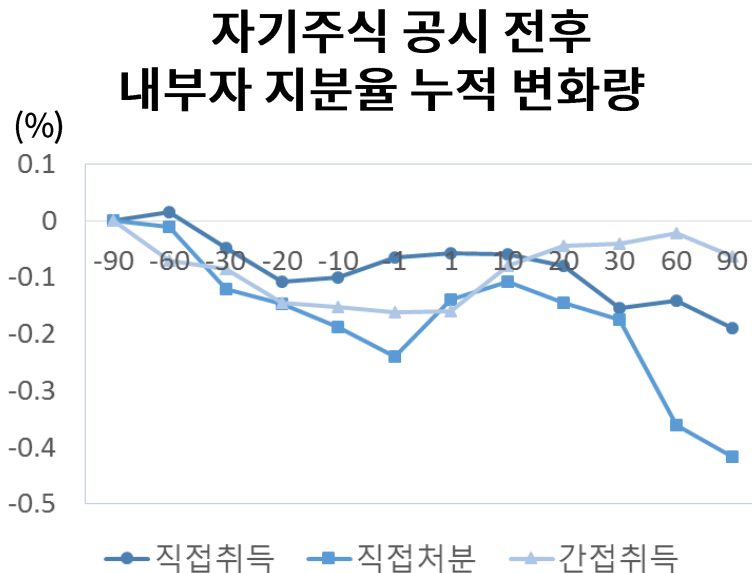
- › [기업 내부자] 최대주주, 특수관계인, 임원 등 기업의 내부자는 외부 투자자에 비해 자기 회사에 대해 더 우월한 정보를 보유, 자기주식 취득이나 처분 공시 결정과정에 직간접적으로 영향
 - 내부자가 공시 이전에 자기주식을 취득한 경우 기업이 저평가되었다는 강한 신호
 - Babenko et al.(2012), Bonaime and Ryngaert(2013), Cziraki et al.(2021)
- › [취득제도 차이] 간접취득의 경우 직접취득에 비해 제도적으로 유연하므로 공시 신뢰도 낮음
 - 김영환 · 정성찬(2008) 등
- › [외부 전문가] 공매도 비율이 높은 종목의 주가는 고평가된 상태라 판단
 - Liu and Swanson(2016)
- › [특정 사건] 이익조정, 인적분할 등

자기주식 공시 전후 기업내부자 지분변화

○ 공시 전후 기업 내부자보유지분 변동양상 확인

- › 기업내부자의 해당 회사 주식 매수, 매도 여부를 통해 기업의 실질가치와 자사주 취득 목적에 대한 부가정보 취득

○ 내부자는 자기주식 취득 또는 처분 공시 전 해당 회사 주식을 매도한 것으로 관측 (단위: 건, %p)



주: 기업 내부자 지분변화는 대표주주 및 특수관계인이 보유한 해당 기업 주식 수를 해당일의 보통주 유통주식 수로 표준화한 값의 변화량으로 정의

구분		관측치 수	[-30,-1] 내부자 지분율 변화
직접취득	내부자 증가	134	0.286***
	내부자 불변	352	0.000
	내부자 감소	78	-0.545***
직접처분	내부자 증가	137	0.473***
	내부자 불변	746	0.000
	내부자 감소	239	-0.648***
간접취득	내부자 증가	99	0.292***
	내부자 불변	481	0.000
	내부자 감소	62	-0.764***

내부자 지분 증감과 공시 효과

○ [직접취득] 내부자 지분 변화와 무관하게 주가 상승

○ [간접취득] 내부자 지분 감소한 경우 주가 상승 미관측

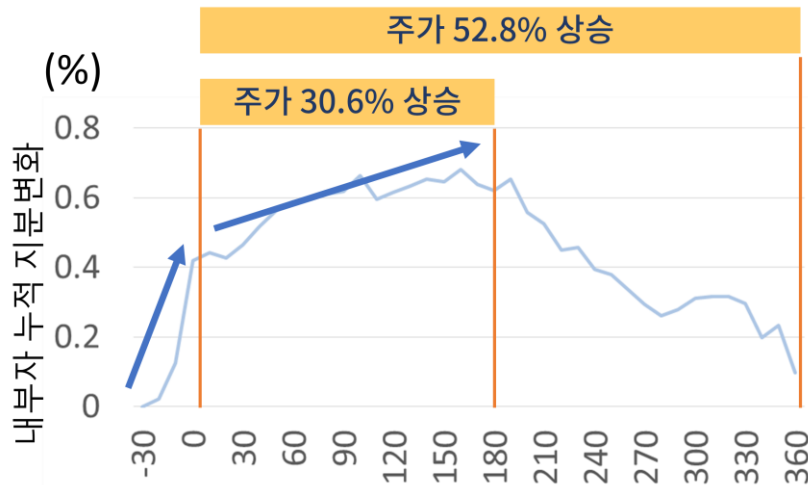
- 기업이 주가안정과 주주가치 제고 목적 하에 간접취득을 공시했으나 내부자는 기업의 행보와 달리 보유지분을 매도했을 경우, 장기적으로 주가는 유의한 변화를 보이지 않음

(단위: %)

직접취득			
구분		BHAR[0,180]	BHAR[0,365]
(1)	내부자 증가	30.56 ^{***}	52.80 ^{***}
(2)	내부자 불변	16.07 ^{***}	45.28 ^{***}
(3)	내부자 감소	17.14 [*]	51.35 ^{**}
(1)-(2)	차이	14.49 [*]	7.51
(1)-(3)	차이	13.42	1.45
간접취득			
구분		BHAR[0,180]	BHAR[0,365]
(1)	내부자 증가	10.40	51.36 ^{**}
(2)	내부자 불변	15.17 ^{***}	39.40 ^{***}
(3)	내부자 감소	14.57	36.82
(1)-(2)	차이	-4.77	11.96
(1)-(3)	차이	-4.17	14.54

내부자 거래 추이와 직접취득 허위신호 판단 1

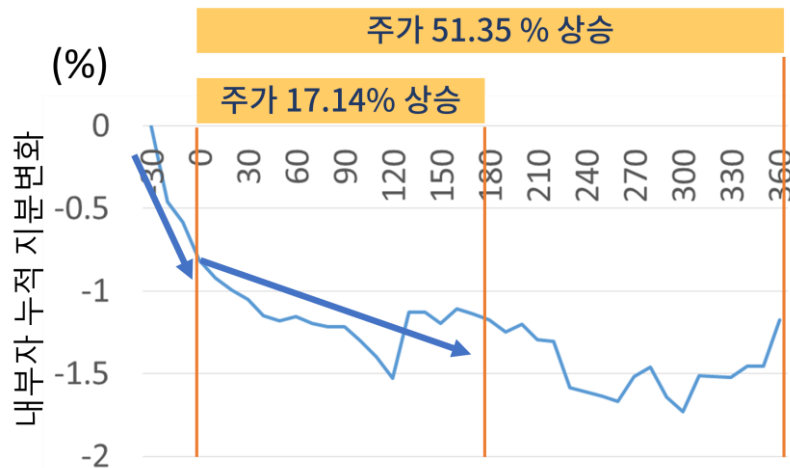
○ 기업은 **직접취득**을 공시하고 내부자는 공시 전 **매수**한 경우



- › 공시 후 주가가 상승하여 공시효과가 있는 것으로 해석
- › 내부자는 기업과 마찬가지로 지분 매수

➡ 공시신호 신뢰 가능

○ 기업은 **직접취득**을 공시했으나 내부자는 공시 전 **매도**한 경우

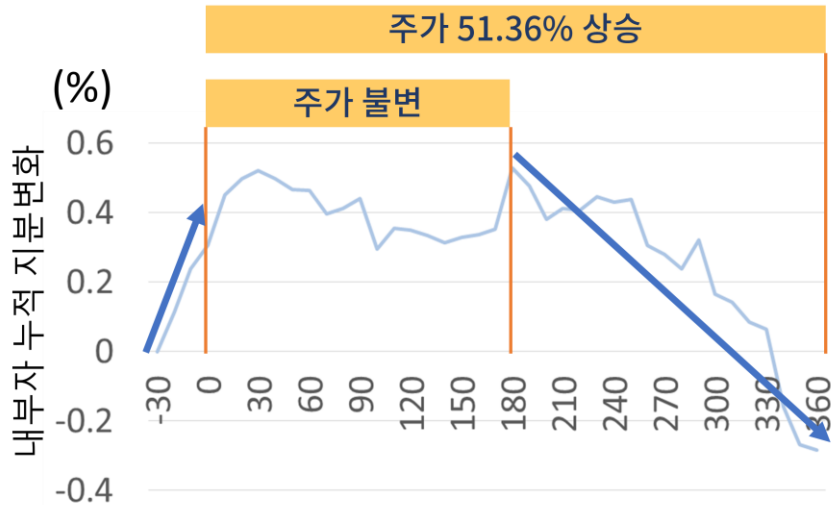


- › 공시 후 주가는 상승
- › 그러나 내부자는 지분 매도 지속
- › 기업의 실질가치에 대한 기업과 내부자간 의견 불일치

➡ 공시신호 신뢰 불가

내부자 거래 추이와 간접취득 허위신호 판단 2

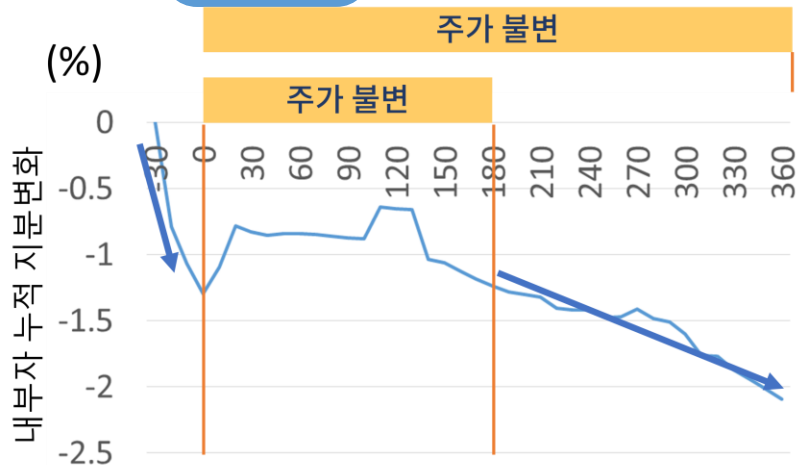
기업은 간접취득을 공시하고 내부자는 공시 전 매수한 경우



- 공시 6개월 이후에 주가 유의하게 상승
- 내부자는 6개월 이후 상당량 매도
- 시장에서 과잉 반응했을 가능성 존재

공시신호 불확실

기업은 간접취득을 공시했으나 내부자는 공시 전 매도한 경우

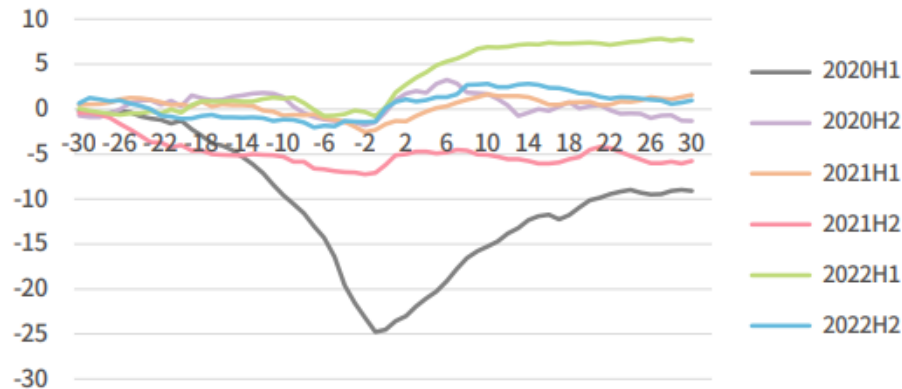


- 주가가 지수대비 유의하게 상승하지 않음
- 또한 내부자는 지분 매도 지속

공시신호 신뢰 불가

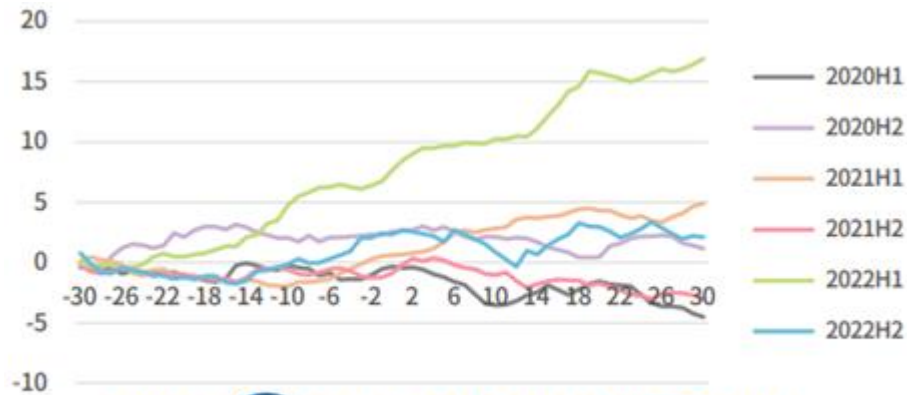
코로나 이후 간접취득 연장결정 주가반응

반기별 **신규** 간접취득 공시 전후 누적초과이익률



간접취득 **신규** 체결 ⇒ 주가 반등에 효과

반기별 **연장** 간접취득 공시 전후 누적초과이익률

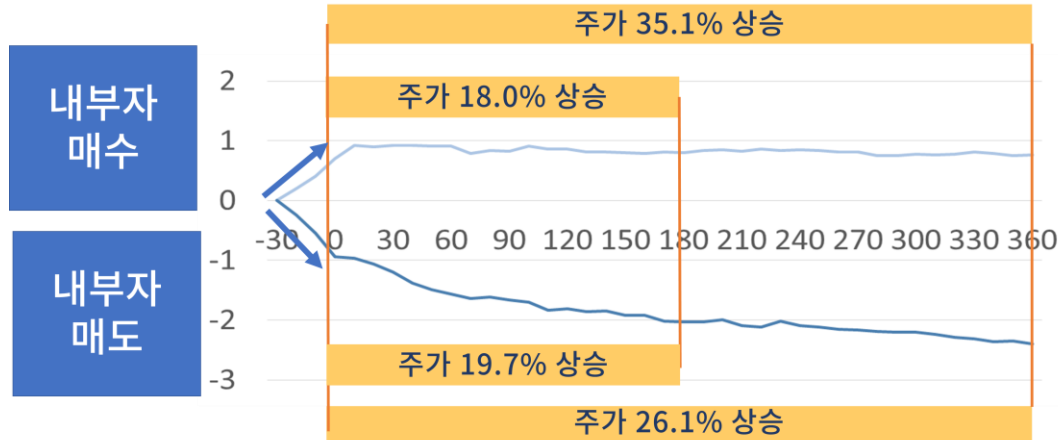


간접취득 **연장** 결정 ⇒ 주가 소폭하락, 신호효과 없음

- 주: 1) 동종산업군 대비 초과이익률
2) 2020년 1월부터 2022년 9월 공시 포함

직접처분 목적별 주가반응

- 직접처분 공시 전 내부자 지분 변화와 무관하게 주가 상승하고, 내부자는 공시 이후 큰 변화 없이 보유지분이 유지



- 자기주식 처분 목적에 따라 주가반응 상이

공시목적	내부자	관측치 수	1년 초과수익률
임직원 성과 보상	증가	87	42.53**
	감소	125	20.26*
재무구조 개선	증가	29	33.07**
	감소	79	38.02*
주가안정	증가	4	3.93
	감소	10	15.63
합병, 전략적 제휴	증가	14	4.84
	감소	23	12.71
경영권 안정	증가	1	-30.83
	감소	1	-8.59

- › 내부자 매수 상황에서 임직원에 성과 지급한 경우 긍정적 신호
- › 재무구조 개선 목적의 처분 효과는 내부자 거래와 무관
- › 주가안정, 합병, 경영권 안정 주가반응 저조

5

쟁점 및 개선방안

자기주식 취득 및 처분 쟁점과 개선방안

○ 직접취득 공시 상세화를 통한 정보 실효성 제고

현행

자기주식 취득 목적에 대한
명목상 공시



개선안

취득 목적 상세한 명시, 취득 판
단 근거, 취득 규모 결정 기준
및 절차 등 공시 요건 상세화

○ 직접처분 규제 검토

현행

자사주 소각 비중 미미
대부분 사내 보유 또는 처분
처분상대방, 처분방법 회사결정
경제적 실질과 법적 지위 괴리



개선안

자기주식 처분의 경제적 실질
을 반영하여 신주발행 관점에
서 규제

주주간 형평성 침해 또는
지배주주의 이익 악용 방지
수단 마련

자기주식 취득 및 처분 쟁점과 개선방안

○ 간접취득 규제를 직접취득에 준하는 수준으로 강화

현행

신탁계약 후 3개월 경과 시점
과 계약해지·종료 시점에
거래내역 공시

관행적인 신탁계약 연장

신탁 기간 내 처분 가능

약정금액 취득 강제성 부재



개선안

간접취득 기간 내 취득 내역
공시 빈도 상향 조정을 통한
정보의 적시 제공

관행적 신탁계약 연장을 제한

간접취득 연장공시 내역 구체
화 (연장 사유 및 필요성, 취득
계획, 취득 잔액 등 포함)

신탁기간 내 처분 시 직접처분
에 준하는 규제 적용



Thank You!