

자사주 취득 방법과 주주가치 제고 효과에 대한 소고*

연구위원 강소현

코로나 위기가 확산되어 주가가 급등락하고 자사주 매입 한도가 한시적으로 완화되면서 자사주 취득 기업이 크게 증가하였다. '주가 안정 및 주주가치 제고' 목적의 자사주 취득 결정은 투자자들 사이에서 호재로 인식된다. 그러나 모든 자사주 취득이 동일한 효과를 가지는 것은 아니다. 우선 기업이 취득한 자사주를 소각하지 않고 일정기간이 경과한 후에 시장에 처분할 경우 일시적인 효과를 유발하는 데 그칠 수 있으므로, 자사주 취득 후 처리 방법을 주의 깊게 살펴보아야 한다. 또한 동일한 조건의 공시라 할 지라도 제도적 특성으로 인해 실제 이행 결과가 달라질 수 있어 주의가 필요하다. 기업이 자사주를 직접 매수하는 방식과 달리 신탁계약을 통한 간접취득은 사실상 취득기한에 제한이 없고 공시한 신탁금액을 전액 취득하지 않아도 되며 취득한 자사주를 계약기간 내에 매도하는 것이 가능하다. 따라서 실질적인 자사주 취득 여부나 취득기간이 불확실하고 주가 부양효과가 투자자의 기대와 상이할 가능성이 높다.

특히 코로나19로 인해 주가가 급락하는 상황에서 집중적으로 이루어진 이번 자사주 취득 결정은 장기적인 주주가치 제고보다는 단기적 시세차익 등의 목적으로 일시적인 활용에 그칠 우려가 존재한다. 따라서 투자자는 자사주 취득 제도를 명확히 이해하고 자사주 취득 과정과 취득 후 처리 방법, 실제 체결 현황 등을 지속적으로 확인해야 하며 이를 바탕으로 주주가치 제고 효과를 평가해야 한다. 또한 기업의 자사주 취득이 올바른 방향으로 활용되도록 자사주 취득 관련 제도 및 공시 개선방안에 대한 지속적 논의가 요구된다.

최근 코로나19로 인해 주가가 급등락하고 시장안정화조치의 일환으로 자사주 매입 한도가 완화되면서 기업의 자사주 취득이 크게 증가하였다. 기업의 자사주 취득 결정은 투자자들 사이에서 긍정적으로 평가되는 분위기이다. 자사주 취득으로 유통주식수가 줄어 주가 하락을 방어하는 직접적인 효과가 있을 것으로 기대되는 동시에 주가 저평가 신호효과와 주주가치 제고에 대한 경영진의 적극적 의지를 보여주는 정책으로 해석되기 때문이다. 그러나 모든 자사주 취득이 동일한 특성과 효과를 가지는 것은 아니다. 자사주 취득은 주가부양 효과가 있는 것으로 알려져 있지만 특성 차이에 따라 주주가치 제고의 의미와 효과는 달라질 수 있다. 따라서 모든 자사주 취득 공시를 동일하게 취급하는 것은 부적절하며 투자자는 기업의 자사주 취득 과정과 취득 후 처리 방법, 체결 현황을 면밀히 살펴볼 필요가 있다. 본고에서는 자사주 취득 특성을 정확히 이해하고 자사주 취득의 주주가치 제고 효과를 바르게 평가하

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

기 위하여 고려해야할 사항을 살펴보고자 한다. 또한 투자자의 올바른 투자판단을 위한 정보를 효과적으로 전달하기 위한 개선방안을 논의한다.

취득한 자사주의 처분과 제한적 주주환원 효과

기업이 자사주 취득을 공시하면 일반적으로 주가는 상승한다. 주가가 상승하는 원인은 크게 두 가지로 나누어 설명 가능하다. 우선 자사주 취득은 기업 유통주식의 수급에 직접적 영향을 미친다. 기업이 취득한 자사주는 더 이상 시중에서 유통되지 않기 때문에 공급물량 감소로 나머지 주식의 가치는 올라간다. 또한 취득한 자사주에는 배당청구권과 신주인수권이 없으므로 향후 주주에게 지급되는 배당이 증가하고 유무상증자시 배정 비율이 증대되는 효과를 누릴 수 있다. 두 번째로는 자사주 취득이 주주들에게는 호재성 공시로 인식되어 투자자의 신규 매수를 유발한다. 기업이 '주가 안정 및 주주 가치 제고'를 위하여 자사주를 취득하겠다고 발표하면 투자자는 이를 긍정적으로 평가한다. 기업의 자사주 취득은 기업 내부자들이 기업 가치가 현재 저평가 상태라는 판단을 하였다는 간접적 증거로 해석된다. 또한 기업이 자기주식을 취득할 만한 여력이 있을 정도로 자금력이 충분하다는 것을 방증한다. 이러한 이유로 기업의 자사주 취득 공시 이후 주가는 상승하고 그 결과 주주들이 보유한 자산가치가 상승하게 되므로 투자자는 기업의 자사주 취득 결정을 긍정적으로 평가하게 된다.

그러나 기업이 취득한 자사주는 자동으로 영구히 소멸되는 것은 아니다. 기업이 자사주를 소각하지 않고 보유하다가 일정 기간이 경과한 후에 시장에 처분할 경우 유통주식 수는 다시 증가하게 된다. 이 경우 자사주 취득은 일시적인 효과를 유발하는 데 그치게 된다. 즉, 자사주 취득 후 소각하여 발행주식 수가 영구적으로 감소해야 주주는 지속적인 주주가치 제고를 기대할 수 있다.

따라서 자사주 취득 공시 효과를 평가할 때 투자자는 취득 후 처리 방법에 대해서 관심을 가지고 주의 깊게 살펴볼 필요가 있다. 기업이 자사주를 즉시 소각할지, 지속적으로 보유할 것인지, 단시간 내에 처분할 것인지에 따라 주주환원 효과의 강도와 기한이 달라진다. 국내 주식시장에서 자사주 취득의 경우 대다수가 소각으로 이어지지 않으므로 더 각별한 주의가 필요하다. 자사주를 저가에 매수하여 주가 상승을 유도하고 주가가 상승하면 다시 매도하여 시세차익을 올리는 투자 수단으로 자사주를 악용할 가능성이 있다. 국내 자사주 취득의 대부분이 취득 목적을 주주가치 제고라 공시하지만 자사주 취득 후 처분을 반복함으로써 주가에 과도한 영향을 미치고 투자자의 판단을 흐린다면 진정한 의미의 주주환원이라 보기 어렵다.

자사주 취득 과정의 제도적 특성이 주주환원 효과에 미치는 영향¹⁾

투자자가 주주가치 제고의 관점에서 기업의 자사주 취득을 평가할 때 자사주 취득 후 처리 방식 이외에 자사주 취득 과정도 살펴보아야 한다. 일반적으로 투자자는 자사주 취득이 공시된 후 기업이 발표한 자사주 전량을 즉각적이고 완전하게 취득할 것이라고 기대한다. 그러나 실제로는 자사주를 취득하는 데 장기간이 소요되고 전체 물량이 취득되지 않고 일부만 매수되거나 전량 매도되기도 한다.

자사주 취득의 실제 이행 결과에 차이가 발생하는 이유를 파악하기 위해서는 우선 자사주 취득 방법의 제도적 특성에 대한 이해가 선결되어야 한다. 기업이 자사주를 취득하는 가장 기본적인 방법은 i) 취득예정주식수를 공시한 뒤 거래소 또는 장외시장에서 기업이 직접 매수하는 것이다(상법 제341조 제1항제1호). 또는 기업이 은행이나 신탁회사와 계약을 체결하여 일정 금액을 신탁하고 신탁계약 금융기관이 계약기간 내에 기업을 대신하여 자사주를 취득할 수 있다(자본시장법 제165조의3제4항). 이때 ii) 자사주 취득 신탁계약이 해지되거나 계약기간이 종료되면 기업은 신탁업자가 취득한 자사주를 현물로 반환받을 수 있다(자본시장법 제165조의3제1항제2호). i)이나 ii)의 경우 기업이 자사주를 실질적으로 보유하게 되므로 직접취득이라 한다. 한편 간접취득은 iii) 신탁 계약기간 내에 신탁 금융기관이 자기주식을 취득하는 경우를 말한다. 각 취득 방법 간 차이는 다음과 같이 정리할 수 있다.

첫째, 일반적으로 기업이 시장에서 직접 매수하는 경우(i)에 비하여 신탁계약 후 현물반환(ii)에 장시간이 소요된다. 규정에 따르면 자사주를 직접취득할 경우 공시 다음 날부터 3개월 이내에 취득을 완료해야 한다(자본시장법 시행령 제176조의2제3항, 발행공시규정 제5-9조제1항).²⁾ 하지만 신탁계약 기간은 통상 6개월 이상으로 결정되며(자본시장법 시행령 176조의2제2항제6호) 기업이 원할 경우 계약기간 연장 또한 가능해서 해지까지 수년이 경과하기도 한다. 따라서 신탁계약에 의한 자사주 취득까지 실제 소요시간은 길어질 수 있다.

둘째, 직접취득(i, ii)은 결의한 취득예정주식수를 반드시 취득해야 하고 그렇지 못한 경우 제재를 받는 반면 간접취득(iii)은 강제성이 없다. 따라서 공시에 명시된 신탁계약금액만큼 실제 취득하지 않을 가능성이 존재한다.

셋째, 직접취득은 공시된 기간에 자사주 매수만 할 수 있지만 간접취득의 경우 신탁계약기간 중 취득뿐만 아니라 처분 또한 허용된다. 극단적인 예로 신탁계약을 체결하여 주식을 매입한 뒤 신탁계약을 해지하지 않고 처분하여 시세차익을 얻는 행위를 신탁체결기간 내에 반복한다 할지라도 규정 위반이 아니다.³⁾

1) 김영환, 정성창, 2008, 자사주 매입방식의 결정요인과 기회주의 가설의 검증, 경영학연구 37(5), 1205-1232.
한국상장회사협의회, 2020 상장회사 자기주식 취득·처분 및 소각 실무해설, 상장협자료 2020-10.
2) 신탁계약에 의한 현물반환의 경우 직접적인 자사주 취득은 신탁계약의 종료 또는 해지 후에 이루어지므로 신탁계약 종료 또는 해지 공시가 3개월의 기산점이 된다.
3) 단, 신탁업자가 취득(처분)한 자사주를 신탁계약기간 내에 처분(취득)하는 경우 취득(처분) 1개월 이후에 가능하다.

넷째, 기업은 신탁업자가 취득한 주식을 현물로 반환받을 수 있을 뿐만 아니라 현금반환도 허용된다. 따라서 기업이 현금반환을 요청할 경우 '자기주식 취득 신탁계약 체결'로 공시됨에도 불구하고 결국 기업의 실질적인 주식 취득은 발생하지 않는다.

요컨대 기업이 시장에서 직접 취득하는 경우 공시 다음 날부터 3개월 이내에 공시한 목표 물량을 전량 매수해야 한다. 그러나 간접취득의 경우 사실상 취득기한에 제한이 없고 공시한 신탁금액을 전액 취득하지 않아도 되며 실제 자사주를 취득하였다 하더라도 계약기간 내에 매도하는 것 또한 가능하다. 이러한 유동적인 특성에도 불구하고 신탁취득이 주주가치 제고 수단으로 구분되는 이유는 투자자 관점에서 신탁계약 체결을 주가 부양에 대한 기업의 의지로 해석하며 신탁업자가 보유한 자금을 이용하여 주가 하락 시 자사주를 매수해주어 주가가 급락하는 것을 효율적으로 방어할 것이라 기대하기 때문이다. 그러나 자사주 취득과 관련된 연구는 취득 공시를 중심으로 이루어져 간접취득이 주가 하락을 선제적으로 방어하는 효과가 있는지에 대한 실증근거가 충분하지 않으며 실제 효과가 있다고 하더라도 주가 상승 시 재처분될 수 있기 때문에 투자자가 기대하는 주가 부양효과를 보장하기 어렵다. 즉, 기업의 직접매수와 신탁취득의 차이에 근거해보았을 때 신탁취득은 기업의 직접매수에 비해 실질적인 자사주 취득 여부가 불확실하고 주주환원의 효과가 약할 가능성이 높다.

자사주 실질적 취득 및 보유 가능성과 공시 확인 시 주의 필요

코로나19로 자사주 취득은 급격하게 증가하였다. 2020년 1월부터 8월 11일까지 자사주 직접매수와 신탁계약을 포함한 자사주 취득 공시 건수는 총 572건이었다. 기업의 직접매수에 따른 취득과 신탁계약에 의한 취득은 각각 206건과 266건이다. 자사주 취득은 주가가 하락하고 자사주 취득 일일 규모가 완화된 3월에 집중적으로 발생하였는데 총 326건으로 전체 공시의 절반이 넘는다.

〈표 1〉 코로나19 이후 자사주 취득 공시 현황

(단위: 건)

공시연도	직접매수에 의한 취득	신탁계약
2020. 01	15	4
2020. 02	21	26
2020. 03	132	194
2020. 04	21	16
2020. 05	1	6
2020. 06	5	9
2020. 07	7	8
2020. 08. 11	4	3
총합계	206	266

주 : 주가안정 및 주주가치 제고 이외의 취득 목적 공시 제외
 자료: KIND



2020년 3월의 주가 폭락 당시 공시된 수량이 최종적으로 얼마나 매수될지, 취득한 자사주를 지속적으로 보유할지 여부를 사전에 판단하는 것은 쉽지 않다. 제한적이거나 소각 공시를 살펴보면 주주환원의 측면에서 우려스러운 점이 존재한다. 직접매수에 의한 자사주 취득 공시 206건 중 소각 목적인 경우는 17건에 불과하다. 즉, 대다수의 자사주는 취득 후 보유, 처분 여부가 불분명한 상황이다.

자사주 취득 규정에 따르면 최종 취득일로부터 6개월 동안 처분이 금지되므로 3월과 4월에 집중적으로 매수되었던 자사주가 즉각적으로 시장에 매도됐을 가능성은 낮다. 또한 신탁을 통한 취득의 경우에도 6개월간 해지금지 규정으로 인해 기본 계약기간이 6개월이므로 대다수가 아직 계약기간이 종료되지 않았다. 그러나 이는 다시 말하면 코로나19의 충격으로 시장이 급락했던 시점에 집중적으로 매수하고 이후 추가 매수나 신탁 신규계약이 없었다면 6개월이 경과한 올해 말 경부터 처분이 가능하다는 것을 의미한다. 연말까지 기업의 주가가 적정가 이상으로 유지될 경우 기업은 취득한 자사주를 매도하여 시세차익을 실현하려 할 수 있다.

〈표 2〉는 매매가 체결된 년도를 기준으로 2012년 이후 최근까지 연도별 자사주 취득 및 처분 주식 수를 나타내는데, 과거에 자사주를 취득한 사례를 바탕으로 실제 최종 취득 규모를 대략적으로 가늠해 볼 수 있다. 2012년부터 2019년까지 상장기업은 자사주 11만 8천주를 취득하고 5만 8천주를 처분하였다. 즉, 취득한 주식의 절반가량이 다시 처분되었다. 2020년 8월 14일까지 취득 주식 수는 3만3천주이며 처분은 2천주에 불과하다. 현재 처분과 취득상황을 비교해보았을 때 과거의 평균적 처분 비율에 크게 못 미치는 상황이므로, 예년 정도의 순 취득률이 유지된다고 하더라도 향후 기업의 자사주 매도가 증가할 가능성이 높다.

〈표 2〉 자사주 취득 방법에 따른 연도별 취득 및 처분 주식 수 비교

(단위: 주)

취득연도	전체			직접매매			신탁계약		
	취득 (A)	처분 (B)	비율 (B/A)	취득 (C)	처분 (D)	비율 (D/C)	취득 (E)	처분 (F)	비율 (F/E)
2012	11,979	10,509	88%	7,132	6,710	94%	4,847	3,799	78%
2013	11,568	6,471	56%	7,673	4,511	59%	3,894	1,960	50%
2014	12,073	9,188	76%	7,915	8,777	111%	4,158	410	10%
2015	20,722	9,560	46%	16,777	8,868	53%	3,945	693	18%
2016	14,735	6,721	46%	5,967	5,991	100%	8,768	730	8%
2017	12,132	7,428	61%	5,279	7,034	133%	6,854	394	6%
2018	19,260	4,309	22%	9,912	4,023	41%	9,348	286	3%
2019	15,172	3,511	23%	5,341	3,060	57%	9,831	452	5%
2012~2019	117,641	57,697	49%	65,996	48,974	74%	51,645	8,724	17%
2020. 08. 14	33,099	1,964	6%	19,869	1,721	9%	13,230	243	2%

주 : 취득 및 처분 연도는 공시일이 아닌 실거래체결일 기준임

자료: KIND

〈표 2〉 F열의 자사주 신탁계약에 따른 처분은 계약기간 내에 신탁재산 운용을 위해 매도한 경우와 계약 완료로 현금반환을 위해 처분한 경우를 모두 합한 것이다. 2010년대 초반에는 신탁취득 자사주 대비 50% 이상의 분량이 처분되는 등 실질적인 취득이 이루어졌다고 보기 어려웠다. 그러나 2016년 이후 취득대비 처분 주식 수는 급격하게 축소되어 2019년까지 누적 신탁취득 자사주의 5.3%가 매도되는 데 그쳤다.

평균적 통계치에 따르면 신탁취득 자사주 중 일부만이 처분되어 큰 문제가 없는 것으로 보이나, 개별 종목에 투자하는 일반 투자자의 경우에는 주의가 필요하다. 앞서 언급했던 것과 같이 극히 일부만 최종 취득되는 등 극단적인 사례가 존재하기 때문이다.

예를 들어, A기업은 2020년 3월에 1년 만기 30억원 규모의 자기주식취득 신탁계약을 체결하였다. 3개월 후 공시된 신탁계약에 의한 취득 상황보고서에 따르면 5월까지 29억 9천만원 상당의 자사주 59만 7천주를 취득하였다. 이후 보유상황은 별도로 공시되어 있지 않다. 그런데 최근까지 실제 체결내역을 살펴보면 취득상황 공시 1개월 후인 6월부터 취득한 자사주를 지속적으로 처분한 것으로 나타났다. 8월까지 누적 처분 수량은 42만 9천주로 전체 취득 자사주의 72%가 이미 매도되었으며 실보유수량은 16만 8천주에 불과하다. 해당 신탁계약은 해지되지 않은 상황이므로 이후에도 남은 자사주가 지속적으로 매도될 가능성이 있다.

다른 사례로, 코로나19로 인한 주가 폭락 시기에 신탁계약을 체결한 B기업은 계약기간 초기에 취득한 자사주를 이미 전량 매각한 상황이다. B기업은 2020년 3월 20억원 규모의 자사주 취득 신탁계약을 체결하였다. 이후 한 달이 경과한 시점에 신탁계약금액의 절반 정도에 해당하는 9억 7천만원 상당의 주식 80만 7천주를 취득하였다. 그러나 5월말에 취득한 주식 전량을 처분하였다. 3개월 사이에 주가가 크게 올라 매도총액은 26억원이었다. 자사주 취득과 처분으로 기업은 16억원의 시세차익을 올렸으며 2개월 수익률은 160%이다.

다시 말해 2020년 8월 중순을 기준으로 올해 자사주 취득에 비하여 처분 규모가 예년 수준에 크게 못 미치는 상황이다. 3월 주가가 급락한 이후 빠르게 회복하여 지속적으로 상승하는 추세에 있었기 때문에 기존에 보유한 자사주를 적극적으로 매도하지 않았다. 또한 기업이 직접 매수하거나 신탁계약을 해지한 후 6개월간 처분이나 신탁해지가 금지되기 때문에 올해 3월과 4월에 집중적으로 취득한 자사주는 아직 처분이 허용되지 않는다. 향후 자사주 처분이 허용되는 시점 이후에 기업의 자사주 매도가 증가할 수 있으므로 주의가 필요하다.

공시 측면에서 주의해야할 점은 신탁취득의 경우 자사주 취득 현황을 파악하기 쉽지 않다는 점이다. 우선 기업이 자사주를 직접 매입하는 경우 공시된 전량 취득을 완료하면 기업은 '자기주식 취득 결과보고서'를 제출해야 한다. 공시에는 매매체결 일자별로 주문수량, 취득수량, 취득가액 등과 함께 취득 예정 내용과 실제 취득 내용의 일치 여부, 취득 후 자기주식 보유상황이 공개된다. 규정에 따라 기

업이 직접 매수하는 경우 취득 공시 후 3개월 이내에 전량을 취득해야 하기 때문에 '자기주식 취득 결과보고서'를 통해 최대 3개월 안에 전체 취득 상황을 확인할 수 있다. 그런데 신탁계약에 따른 간접취득의 경우 상황을 파악하기 쉽지 않다. 기업은 신탁계약을 체결하고 3개월이 경과한 시점에 그 동안의 취득 및 처분 내역을 '신탁계약에 의한 취득상황보고서'를 통해 보고할 의무가 있다.

그러나 신탁취득은 단기간에 취득을 완료해야할 의무가 없으며 계약연장을 통해 기한은 장기화될 수 있다. 따라서 3개월 시점의 취득상황 보고는 직접 매수를 통한 취득과 달리 실효성이 떨어진다. 신탁업자를 통해 계약기간 내에 간접취득하는 경우 공시 시점으로부터 3개월 이후에 취득 또는 처분된 자사주는 계약이 해지되기 전에는 별도로 공시되지 않아 해당사항을 파악하기 어렵다. 신탁계약기간 내 자사주 취득·처분상황 공시 의무를 강화하는 등 공시 요건을 개선할 필요가 있다.⁴⁾

결론 및 시사점

코로나19의 영향으로 자사주 취득에 나선 기업이 예년에 비하여 두 배 가량 증가하였으며 특히 3월에 집중되어 있다. 기업이 자사주 취득을 통해 적극적으로 주가방어 의지를 보이면서 3월 증권시장 급락 시기에 주가를 안정시키는 데 직간접적으로 영향을 미쳤을 것으로 예상된다. 그런데 주가가 급락하는 상황에서 이루어진 이번 자사주 취득 결정은 시세차익 실현을 위해 일시적으로 활용되는데 그칠 가능성 또한 존재한다. 즉, 기업은 취득한 자사주를 소각하지 않고 시장에 처분하여 다시 시장에 유통시킬 수 있다. 또한 자사주 취득과 관련된 규정을 기반으로 판단해보았을 때 신탁계약 체결 결정 당시 공시된 신탁금액에 해당하는 규모의 자사주 취득은 실제 이행되지 않을 가능성이 있으므로 주의가 필요하다.

따라서 투자자는 직접취득과 간접취득, 기업의 직접매수와 신탁계약 등 자사주 관련 사항에 대해 명확하게 이해할 필요가 있다. 자사주가 소각되지 않고 처분되는 경우 자사주 취득에 따른 장기적인 주주가치 제고 효과를 기대하기 힘들다. 즉, 단기투자자의 경우 자사주 취득 공시나 주식 수 감소에 따른 일시적 이득을 볼 수 있으나 그 외의 주주에게 자사주 취득의 주주환원 효과는 제한적이다. 신탁계약의 경우 기업에 다양한 자율적 의사결정 기회가 주어져 있어 기대하는 수준의 자사주 취득이 이루어지지 않을 가능성이 존재하며 이를 사전적으로 예측하기도 어려워 지속적 관심과 주의 깊은 판단이 필요하다.

또한 향후 자사주 취득과 관련된 제도 및 공시 개선방안에 대한 지속적 논의가 필요하다. 기업의 자사주 취득에 대한 투자자의 예측가능성을 제고하고 회사의 임의적 판단을 방지할 수 있도록 제도적 개선 노력이 이루어져야한다. 더불어 투자자에게 적시에 정보를 제공하여 투자자가 올바른 투자판단을 내릴 수 있도록 공시 요건 개선에 힘써야 한다.

4) 기업의 자사주 취득 현황이 별도로 공시되지는 않으나 비공개되는 것은 아니다. KIND에서 제공하는 자사주 취득/처분 체결내역에서 개별 매매체결 내역을 확인할 수 있다. 그러나 체결내역에는 공시일자는 제공되지 않으며 매매일과 체결수량 정보만 제공되기 때문에 공시 항목과 각각 대조한 후 비교하여 산출하는 과정을 거쳐야 각 공시의 이행상황을 파악할 수 있다.