

<별 첨>

주권상장법인의 자기주식(자사주) 제도개선방안

2024. 1.

공 정 시 장 과

순 서

I . 검토배경	1
II . 자기주식 제도의 문제점	2
III . 주요국가의 자기주식 제도	4
IV . 제도개선의 기본 방향	5
V . 주요 제도개선 방안	6
VI . 향후 계획	9

I. 검토 배경

- 자기주식(이하 '자사주')은 회사가 **본인이** 발행한 주식을 재취득하여 보관하는 주식으로, **금고주**(金庫株, Treasury Stock)라고도 불림
 - 과거 자사주 취득은 '자본충실의 원칙'에 따라 금지하였으나, 주주환원 등을 위해 '92년부터 상장사 중심으로 단계적 허용
 - * ('92) 간접취득 허용 → ('94) **배당가능이익 한도 내 직접취득 허용**, 주식총수의 10% 이내 → ('98) 주식총수의 1/3 이내로 확대 → ('99) 주식총수 한도 삭제
 - ※ (참고) 비상장기업은 과거 금지 → '11년 상법 개정으로 허용(배당가능이익 한도 내)
- 우리나라 기업의 경우 선진국과 달리, 자사주 매입·소각에 소극적임에 따라 주주환원이 충분히 이루어지지 않는다는 비판
 - 오히려, 기업들이 자사주를 대주주의 경영권 방어 수단으로 악용*(惡用)하고 있다는 의견이 꾸준히 제기
 - * (자사주마법) 인적분할시 자사주에도 신주배정 → 대주주의 지배력 강화 (자사주맞교환) 자사주를 제3자 처분시 의결권 부활 → 대주주 우호지분 확보

< 국가별 주주환원을 비교 (KB증권, 최근10년 기준) >

	한국	미국	선진국(美外)	중국	신흥국
배당 성향	22%	39%	50%	29%	34%
자사주 매입률	7%	51%	17%	2%	4%
주주 환원율	29%	91%	67%	31%	38%

* 배당 성향(배당액/순이익) + 자사주 매입률(자사주매입액/순이익) = 주주 환원율

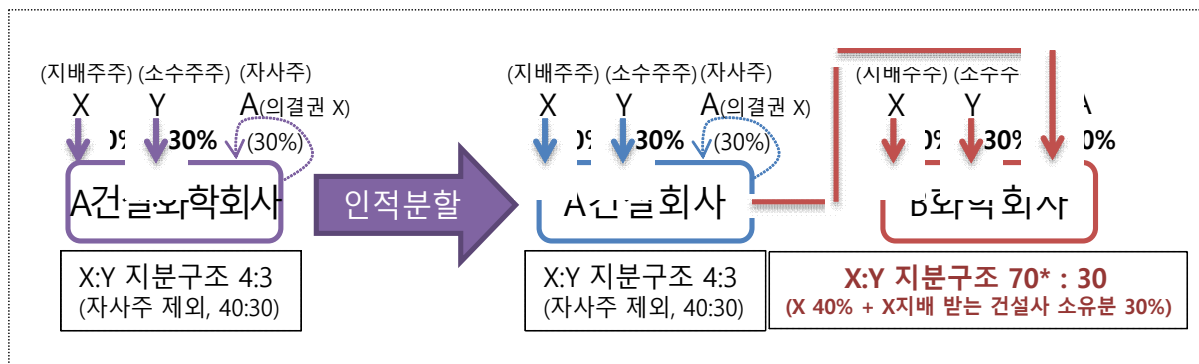
- ⇒ 자사주 제도개선을 '금융위원회 업무보고('23년)'에 포함하여 개선방안을 검토
- 연구용역 수행('23.4~6월, 서울대 금융법센터)
 - 공개 세미나('23.6.5일)를 통해 자사주 제도 현황을 파악하고, 기업 등 이해관계자 의견수렴(금융위 부위원장 축사)

II. 자기주식 제도의 문제점

◆ 인적분할시 소위 ‘자사주 마법’을 통한 최대주주의 지배력 강화

- 인적분할은 사업부문을 분리하여 신설법인 설립 후 신설법인 주식을 기존 주주에게 분배하는 기업 구조개편 방식
 - 자사주는 의결권 등 주주권이 대부분 제한되나, 인적분할의 경우 법령·판례가 명확치 않아 신주배정이 관행적으로 이루어짐
 - 이 경우 최대주주는 분할법인을 활용한 간접지배를 통하여 신설법인에 대한 지배력 추가확보 가능(→‘자사주 마법’)

< 인적분할시 자사주를 통한 지배력 강화 예시 >



- 인적분할 실태 분석('16~'22년 총 45사, 금감원) 결과, 자사주를 최대주주의 지배력 강화를 위해 활용하였을 개연성 존재
 - 상장법인의 인적분할은 대부분(33사, 73%) ‘지주전환 인적분할’*
 - * 그 외, 핵심 사업부문 자금조달 등 목적의 ‘단순 인적분할’도 존재
 - 자사주 보유법인(38사, 84%)은 모두 자사주에 신주를 배정, 최대주주는 일반주주 비용으로 신설법인 지분을 추가 확보
 - 특히, 12사(32%)는 분할 직전 자사주를 대규모 신규 취득(1년간 보유 자사주의 56%) → 지배력 강화를 위해 취득했을 개연성

◆ '자사주 맞교환'을 통한 최대주주의 우호 지분 확보

- 보유중인 자사주를 제3자에게 처분(예: 우호 법인 사이 맞교환)할 경우 의결권이 부활하여 대주주의 우호지분을 확보하는 효과
 - 최근 상장회사 간에 자사주를 맞교환하여 협력 관계를 강화하거나 경영권 안정을 도모하는 사례가 다수 등장
 - 이 경우 일반주주 주주가치를 저해할 우려가 있다는 지적

◆ 기업들은 주주환원 목적에서의 자사주 취득·소각에 소극적

- 자사주는 배당과 함께 주주와 기업 성과를 공유하는 대표적인 주주환원 정책
 - * 자사주 취득·소각시 발행주식수를 감소시켜 주당순이익(=당기순이익/주식 수)이 증가하고 주가 상승으로 이어질 수 있음
- 그러나 자사주 관련 규제 등이 미흡하여 기업들이 주주환원 목적의 자사주 취득·소각에 소극적이라는 지적
 - 다수 기업들이 주주 지지가 필요한 경우 선택적으로 소각
 - 특히, 일정기간 자사주 보유 후 시장에 재매각 되는 경우가 상당수 → 전반적인 주주환원 효과가 미흡하다는 의견 제기

◆ 자사주 취득·보유·처분 과정에서의 투명성 부족 등도 지적

- 자사주 취득 후 기업의 향후 처리 방향(처분vs소각) 등은 주가에 중대한 영향을 미치나 이에 대한 체계적인 공시가 미흡
- 자사주 보유비중의 적정성, 향후 자사주 취득·처분·활용 계획 등에 대한 충분한 정보제공 필요성 제기

Ⅲ. 주요 국가의 자기주식 제도

◆ 자사주 취득의 인정·허용 여부에서는 국가 간 차이가 있으나, 일반적으로 모든 주주권을 금지(예: 의결권, 신주배정 등)

□ (독일) 자사주 취득은 원칙적으로 금지되며, 주총결의에 의해 자본의 10%를 초과하지 않는 범위에서 예외적으로 가능

○ 자사주가 자본금의 10%를 초과하는 경우 해당 초과부분을 취득시로부터 3년 이내에 소각 또는 매각 의무 부과

○ 합병·분할시 신주배정 등을 포함한 모든 주주권 금지

□ (영국) 자사주의 취득은 허용(소각·매각 의무 부재)하되, 처분시 신주발행 절차를 적용*하도록 하고, 모든 주주권 금지

* 처분시 기존 주주의 우선적인 신주인수권도 적용

□ (일본) 영국과 유사하게 자사주의 취득은 허용하되, 처분시 신주발행 절차를 적용*하도록 하고, 모든 주주권 금지

* 다만, 처분시 기존 주주의 우선적인 신주인수권은 불인정
(→ 회사가 제3자에게 자유롭게 배정 가능)

□ (미국) 주(州)에 따라 자사주 인정여부 및 규율방식에 차이

○ 일부 주(델라웨어 등)에서는 자사주의 취득·처분을 자유롭게 허용하되, 신주배정 등을 포함한 모든 주주권을 금지

○ 일부 주(캘리포니아 등)에서는 자사주를 부정하여 자사주 취득시 별도 절차 없이도 소각된 것으로 보는 경우도 존재

IV. 제도개선의 기본 방향

- 공개세미나, 간담회, 전문가 연구용역 등을 통해 현행 자사주 제도의 개선방안에 대한 현장의 목소리를 폭넓게 수렴
- 투자자, 기업, 민간전문가 등 이해관계자들은 자사주 제도에 대해 다양하고, 때로는 서로 대립되는 의견들을 제시
 - 투자자들은 자사주 소각 의무화, 인적분할시 신주배정 금지(자사주 마법 차단) 등 보다 강화된 규율을 적용할 것을 주장
 - 자사주 처분에 대한 통제를 강화하여 대주주의 지배력 확대를 원천적으로 차단할 필요가 있다는 입장
 - 특히, 인적분할시 자사주 신주 배정의 경우, 그간 법령이 명확하지 않아 관행적으로 이뤄진 측면이 있고, 글로벌 기준에도 부합하지 않는 만큼 적극적으로 제도를 개선해야 한다는 입장
 - 반면, 기업들은 자사주가 기업의 경영과정에서 다양한 용도로 활용되고 있는 만큼, 실질적 수요를 고려해야 한다는 입장
 - * 예: 스톡옵션 행사시 자사주 지급 등
 - 특히, 외국과 달리 경영권 방어수단이 여의치 않은 우리의 경우 안정적인 경영을 위해서 자사주 제도가 필요하다는 입장
- 이에 따라, ‘투자자 보호’와 ‘기업의 실질적 수요’를 균형 있게 고려하여 자사주 제도개선 방안을 마련
 - 인적분할시 자사주에 대한 신주 배정을 금지하여 대주주의 편법적 지배력 확대를 방지하고, 제도의 글로벌 정합성을 제고
 - 아울러, 공시·상장심사 강화도 병행 추진하여, 임의적 자사주 처분에 대한 시장의 ‘감시’와 ‘견제’ 기능을 대폭 확대

➡ 이를 통해 자사주가 더 이상 대주주의 편법적 사익(私益) 추구 수단으로 악용되지 않고, 주주가치 제고라는 제도 본연의 취지대로 운용될 수 있도록 개선

V. 주요 제도개선 방안

(1) 인적분할 과정에서 일반주주의 권익 제고

□ 인적분할시* 자사주에 대한 신주배정 제한 직접 규제

* 합병에 대해서도 동일하게 신주배정 제한

- (현행) 현재 자사주에 대해서는 의결권, 배당권, 신주인수권 등 거의 모든 주주권이 정지되고 있으나, 인적분할에 대해서는 법령·판례가 명확하지 않아 자사주에 신주를 배정
 - 분할의 경우에만 이를 특별하게 취급하는 것은 바람직하지 않고, 국제적 정합성 측면에서도 맞지 않다는 주장이 제기
 - 특히, 인적분할시 자사주 마법이 발생함에 따라 회사자금이 대주주의 지배력을 높이는데 활용된다는 비판

⇒ (개선) 상장법인에 대해서는 인적분할시 신주 배정을 금지

☞ (필요조치) 자본시장법 시행령(§176의6) 개정

□ 인적분할 후 재상장시 일반주주 권익제고 방안 심사 상장심사 강화

- (현행) 인적분할 전 회사자금으로 취득한 자사주에 분할회사 신주를 배정하여 대주주의 지배력을 강화한다는 문제 제기

⇒ (개선) 인적분할 후 재상장시 일반주주 권익제고 방안 등 심사

- 인적분할 후 신설회사가 재상장을 신청하는 경우, 배당 확대 등 종합적인 투자자 보호방안에 대해 심사*

* 거래소가 투자자 보호방안(예: 투자자 의견수렴 실시 여부)을 질적 심사기준 중 ESG 경영 체계 항목으로 심사

☞ (필요조치) 거래소 가이드라인에 반영

[2] 자사주 취득·보유·처분 전 과정에 대한 공시 강화

□ 일정규모 이상 자사주 보유시 공시의무 부과 공시 강화

- (현행) 자사주 보유 비중이 높은 기업의 경우 자사주 활용 방향 등에 따라 주식 가치가 급변할 수 있으나,
 - 일부 기업은 자사주 매입 후 장기간 보유하면서도 구체적인 활용계획 등에 대한 충분한 정보제공을 하지 못하는 상황
- ⇒ (개선) 자사주 보유 비중이 일정 수준(예: 10%) 이상인 경우 이사회가 동 비중의 적정성 등을 검토하고 사업보고서에 공시
 - * (예) 자사주 보유 사유, 자사주 추가매입 계획, 자사주 소각·매각 계획 등

 (필요조치) 자본시장법 시행령(§176의2), 기업공시작성기준 개정

□ 자사주 처분시 주요사항보고서 공시 확대 공시 강화

- (현행) 제3자에 대한 자사주 처분은 신규주주 진입, 유통주식수 증가에 따른 주주가치 희석 등 기존 주주의 권익을 감소
 - 그러나 관련 '주요사항보고서'(법정공시)에는 간략하고 기계적으로 처분 목적을 서술(예: 시설자금 조달)하는 수준에 그침
- ⇒ (개선) 자사주를 처분하는 경우 공시의무 확대
 - * (예) 처분목적, 처분상대방 선정사유, 일반주주 권익영향 등 구체적 서술

 (필요조치) 증발공 규정(§5-2의2), 기업공시작성기준 개정

□ 자사주를 제외한 시가총액 정보 제공 공시 강화

- (현행) 자사주를 포함하여 시가총액을 계산¹⁾ 함에 따라 자사주를 많이 보유할수록 유통주식 대비 시가총액이 과도²⁾ 하게 나타난다는 우려가 제기

1) 우리나라는 시가총액을 상장사의 "상장주식수(자사주 포함) × 종가"로 산정

2) 예) 자사주 50% 보유시 유통주식수 기준 시가총액은 현행 시가총액의 50%에 불과

- 자사주는 자본조정항목(순자산 차감항목)으로 시가총액에 포함될 경우 시장지표와 회계지표 간 불일치로 투자정보가 왜곡된다는 주장

⇒ (개선) 자사주를 제외한 시가총액 정보를 일정주기별로 산출하여 투자자에게 제공*

* 거래소 정보데이터시스템 내 별도 화면으로 자사주 제외 시가총액을 제공하되, 정기보고서(사업/분·반기)를 기준으로 분기별 업데이트

☞ (필요조치) 거래소 정보데이터시스템 개편

(3) 기타 자사주 관련 규제 개선

□ 신탁 취득시에도 직접 취득과 동일한 규제 적용 규제 합리화

○ (현행) 자사주를 신탁으로 취득할 경우, 직접 취득할 때 대비 규제 등이 완화되어 있어 규제차익이 발생하고 기업들이 신탁 취득방식을 악용할 유인 우려

- 직접취득의 경우 취득예정수량에 미달하여 자사주 취득시 사유서를 제출하고, 1개월 경과 후에야 새로운 자사주 취득이 허용되지만, 신탁취득은 동 규제(“패널티”)가 적용되지 않음

⇒ (개선) 자사주를 신탁으로 취득하는 경우에도 동일 규제 적용

* 신탁도 당초 공시된 자사주 신탁계약금액에 취득금액이 미달한 상태로 해지할 경우 직접취득과 동일한 패널티(사유서 제출, 취득금액이 당초 공시금액 미만인 경우 새로운 신탁계약 체결은 1개월 경과 후 허용) 부과

☞ (필요조치) 증발공규정(\$5-10), 기업공시작성기준 개정 필요

VI. 향후 계획

- 금번에 마련된 방안의 신속한 추진을 위해서,
 - '24년 상반기 중 자본시장법 시행령 등 개정을 목표로 후속 절차 추진

참고 1

자기주식 관련 법령상 규율

- **(취득)** 주권상장법인은 이사회 결의로 이익배당 한도까지 직접* 또는 신탁계약(간접)에 의해 자사주 취득 가능(법 §165의3②)

* ①거래소를 통한 취득, ②각 주주가 보유한 주식수에 따른 균등조건 취득만 허용

※ 특정목적(합병·영업전부양수, 주식매수청구권 행사 등에 응하기 위한 경우)에 따른 자사주 취득은 이익배당한도와 무관하게 가능(상법 §341의2)

- **(처분)** 자사주 처분수량, 처분할 상대방, 처분방법 등은 정관에 별도 규정이 없는 경우 이사회가 결정(상법 §342)

- **(소각)** 배당가능이익으로 취득한 자사주는 이사회 결의로 소각 가능(상법 §343①)

※ 특정목적에 따라 취득한 자사주는 자본금감소절차(주주총회 등)에 따라 소각

- **(공시)** 자사주 취득·처분 결의시 익일까지 주요사항보고서를 공시(법 §161조①)

- 자사주 취득·처분완료시 5일 이내에 주요사항보고서 공시
- 소각 결의시 당일에 주요경영사항으로 거래소 공시
- 정기보고서에 보유하고 있는 자사주 총수, 공시대상기간 중 자사주 취득·처분 현황 등 기재

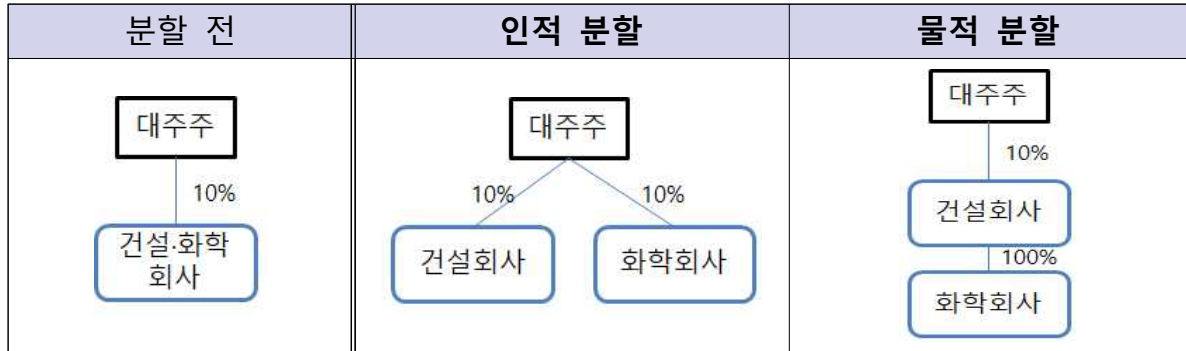
- **(의결권)** 회사가 보유한 자사주는 의결권(상법 §369②)이 없으나, 제3자에게 처분될 경우 의결권 회복

- **(회계처리)** 취득시 자본의 차감항목(자본조정)으로 계상하고, 처분시 차감항목을 제거하고, 처분이익은 자본잉여금으로 계상(자본증가)

- 소각시에는 자본조정 제거 및 이익잉여금 감소(자본총계 변화없음)

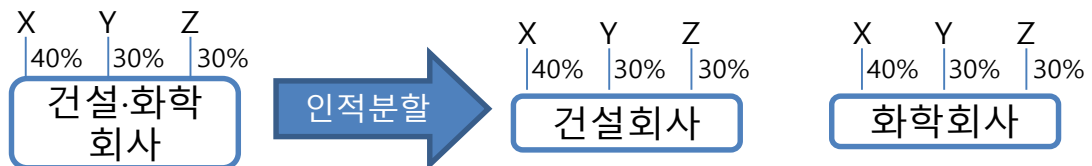
참고 2

우리나라 인적분할의 문제점



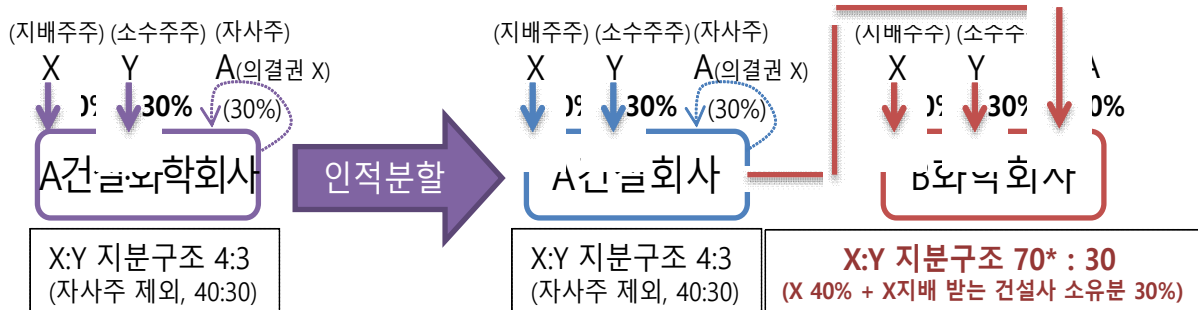
- * 인적 분할 : 분할신주가 분할회사(분할되는 회사)의 주주에 배정
- * 물적 분할 : 분할신주가 분할회사 자체에 배정

□ (전형적·이상적인 인적분할) 분할회사의 지분구조를 유지하면서 하나의 회사를 둘로 나누는 것



□ (국내 사례의 문제점) 분할회사가 소유하는 자사주에 대하여, 인적분할시 신주 배정이 이루어지면서 분할회사의 지배주주는 손쉽게 지배권을 강화(“자사주 마법”)

- * 인적분할 과정에서 기존회사의 자사주에 신설회사의 신주를 배정함으로써 지배주주의 지배력이 강화되는 현상(추가 출연 없이 지배력이 강화됨)
- (예) 분할 전 30% 자사주를 보유한 회사의 의결권 있는 지분비율이 지배주주 4(40%): 소수주주 3(30%) → 인적분할 이후 의결권 부활로, 신설회사의 의결권 있는 지분비율은 7:3로 재편



○ 특히, 지주회사 전환의 많은 사례가 인적분할 및 교환공개매수를 통해, 추가 출자 없이 지배력을 강화하는 사례 발생

참고 3

인적분할을 통한 지주회사 전환 현황 (금감원)

□ (개요) 인적분할*은 사업부문을 분리하여 신설법인 설립 후 신설법인 주식을 기존 주주에게 분배하는 기업 구조개편 방식

* (인적분할 전) 분할법인 → (인적분할 후) 분할존속법인 + 분할신설법인

○ 분할법인 자기주식에 대한 신설법인 신주 배정이 이루어져 왔으며 주식매수청구권도 부여하지 않음

* 인적분할은 이론상 주주가치 훼손이 없어 신설법인 주권 재상장시 주식매수청구권 未부여(재상장되지 않는 경우에만 처분 기회 제공 목적으로 부여)

○ 인적분할이 지주회사 전환 목적으로 사용되는 경우, 설립된 지주회사는 요건 충족*을 위해 대부분 공개매수 진행**

* 공정거래법상 지주회사가 자회사 지분 50%(상장 30%) 이상 보유 필요

** 지주회사 → 사업회사 지분 공개매수(대가 : 지주회사 신주 교부(제3자배정 유상증자))

□ (실태분석) 45건의 인적분할('16~'22, 상장기업) 중 33건(73%)이 지주전환 인적분할에 해당, 특히 '22년 대폭 증가*(2→9사)

* 물적분할 부정적 여론, 지주전환 과세 이연특례 일몰기한 도래('~23) 등 감안

○ 이 중 자사주 보유법인(38사, 84%)는 모두 자사주에 신주를 배정, 최대주주는 일반주주 비용으로 신설법인 지분을 추가 확보

* 최대주주의 분할법인 실질지분을 평균 (분할전) 39.9% → (분할후) 43.5%(+3.6%p)

- 특히 12사(32%)는 분할 직전 자사주를 신규 취득(1년간 보유 자사주의 55.5%)하여, 지배력 강화를 위해 취득하였을 개연성

○ 지주전환 33건 중 대부분(29사, 88%)은 공개매수를 진행하였고, 최대주주*는 공개매수를 통해 지주회사 지분율을 대거 확보**

* 물량 대비 최대주주 참여비율이 86.7% 수준 : 일반주주는 지주회사 주가 저평가 및 공개매수참여시 장외거래에 따른 양도소득세 납부 등으로 공개매수에 소극적

** 최대주주의 지주회사 실질지분을 평균 (분할전) 38.0% → (분할후) 56.5%(+18.5%p)

참고 4

자사주 보유 현황 (금감원)

- '23.9월말 현재 주권상장법인이 보유한 자사주는 63조원으로
시가총액 대비 보유비중은 2.7% 수준

상장기업 자사주 보유 규모 및 분포

(단위 : 조원, %, %p)

구분		'19	'20	'21	'22 (A)	'23.9 (B)	증감 (B-A)	증감률 (B/A)
전 체 규 모	자사주 보유규모(A)	58	73	82	58	63	5	8.4
	시가총액(B)	1,717	2,365	2,649	2,080	2,362	282	13.6
	비중(A/B)	3.4	3.1	3.1	2.8	2.7	-	-
상장기업수(D)		2,204	2,268	2,356	2,428	2,499	71	2.9

- 주 1) 사업연도 기준
 2) 유가증권시장, 코스닥시장 상장기업 기준
 3) 자사주 규모=자사주 수 X 주식시장 종가로 추정