

한국거래소, 금융연구원 주최
금융위원회, 금융감독원 후원

상장법인의 자기주식 제도 개선 세미나 (2023. 6. 5.(월))

자기주식 제도의 현황과 개선 과제

서울대학교 법학전문대학원
정준혁

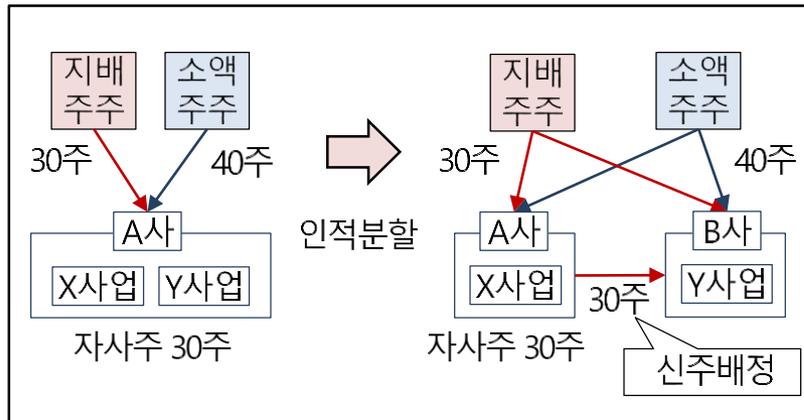


자기주식 제도에 대한 각종 문제제기

자기주식에 대한 각종 문제제기

우리나라 자기주식 제도 및 운영에 대해서는 다양한 문제제기가 이뤄짐

- 자기주식을 얼마나 취득, 보유, 처분할 것인가는 **주주의 경제적 이익** 뿐만 아니라 **회사의 지배권에도 중요한 영향**을 줄 수 있는 중요한 의사결정 사항임
 - 우리나라에서는 상당히 오래 전부터 자기주식 제도 및 운영에 대한 비판의 목소리가 존재함
 - 대표적으로 **인적분할 시 자사주에 신주를 배정함**으로써 이뤄지는 지배력의 확장, 보유 **자기주식을 지배주주나 경영진에 우호적인 제3자에게 처분**하는 것에 대한 문제제기가 이뤄짐
 - 이에 대해 다양한 상법 개정안 등이 존재하였으나 입법되지 않음
 - 최근에는 이사회가 자기주식에 대한 처분권 등을 갖는 것을 문제 삼아 자사주 보유를 금지하거나 강제로 소각해야 한다는 주장도 등장



분할전	A사의결권
지배주주	30주(43%)
소액주주	40주(57%)

분할후	A사의결권	B사의결권
지배주주	30주(43%)	60주(60%)
소액주주	40주(57%)	40주(40%)

자기주식 취득, 보유, 처분의 법제도 및 실무

자기주식 취득 - 법제 및 실무

자기주식 취득은 주주의 비례적 이익을 고려하여 이뤄짐

- 회사는 다음과 같은 두 가지 사유가 있는 경우 자기주식 취득 가능
 - ① 배당가능이익의 범위에서 이를 재원으로 하여 취득
 - ② 회사가 불가피하게 자기주식을 취득하는 경우. 예를 들어 합병소멸법인이 합병존속법인의 주식을 갖고 있는 경우, 주주가 회사에 주식매수청구권을 행사한 경우 등
 → 기업지배구조나 투자자 보호 측면에서 주로 관심을 갖는 것은 ①임
- 과거 상장회사만 배당가능이익으로 자기주식 취득 가능했으나, 2011년 개정 상법 으로 모든 회사에 허용
 - 배당가능이익이 있어야 가능하다는 점, 주주가 회사에게 주식을 주고 대가를 받는다는 점에서 이익배당이나 자본감소와 유사한 측면이 있음. 따라서 상법은 **자기주식 취득 시 주주평등의 원칙 적용**
 - 모든 주주들이 보유 주식을 회사에 처분하고 대가를 받을 수 있도록 회사가 **각 주주가 가진 주식 수에 따라 균등한 조건으로 취득**하거나 **거래소에서 취득**하도록 함 (상법 제341조 제1항)

자기주식 취득	자본감소	이익배당
배당가능이익을 재원	재원에 제한 없음	배당가능이익을 재원
회사에 주식을 주고 대금 수령	회사에 주식을 주고 대금 수령	회사로부터 배당금 수령
주식 수에 비례하여 처리 - 주주평등원칙		

자기주식 보유 - 법제 및 실무

회사가 보유하는 자기주식은 의결권이나 배당청구권이 없음

- 자기주식 취득이 이뤄지면 회사가 주주로부터 대금을 지급하고 이를 회수한 것이므로 사실상 발행되지 않았다고 보거나, 모든 권리가 정지된 것으로 보는 것이 합리적
 - 상법은 자기주식에 대해 의결권을 부정(상법 제369①). 배당청구권도 부정된다는 것이 일반적 견해
 - 그러나 **합병과 분할에 있어서는 자기주식에 대해 신주를 배정하는 실무가 존재함**

주식의 권리	자기주식에 대한 인정 여부
의결권	인정되지 않음(상법 제369①)
주주제안, 대표소송 등 각종 공익권	이사회는 주주총회 안건을 결정할 수 있고 회사를 대표하여 다른 이사에게 의무 위반으로 인한 책임을 추궁할 수 있으므로 인정할 의미 없음
배당, 잔여재산분배청구권	자기주식에 배당이나 잔여재산을 분배해도 결국 회사로 자금이 돌아가게 됨. 아무런 의미가 없음
증자 시 신주배정 및 인수	자기주식에 신주를 배정하고 회사가 이를 인수할 경우 결국 회사가 회사돈으로 신주를 인수하는 결과. 아무런 자금 유입 없음(자본충실 원칙 위반) 상법상 허용되지 않는 자기주식 취득으로 금지
무상증자, 주식배당	상법상 명문의 규정 없으나, 실무상 부정설에 따라 실시하지 않는 경우 많음
합병, 분할 시 신주배정	법령, 판례가 없고 학설의 견해가 일치되지는 않음 실무상으로도 자기주식에 대한 신주배정이 상당히 많이 이뤄짐

자기주식 처분 - 법제 및 실무

자기주식 취득과 다르게 처분은 이사회 자율에 맡김

- 주식의 취득 방법이나 주주에게 균등한 기회를 제공하도록 하는 자기주식 취득과 달리 자기주식 처분에 대해서는 법령이 별다른 요건이나 통제 장치를 두고 있지 않음
 - 자기주식 처분 시 주주에게 균등한 기회를 제공하여야 한다는 취지의 규정 X
 - **우리나라 하급심 판결 등은 자기주식 처분과 신주발행을 다르게 취급.** 자기주식 처분 시 주주에게 매수기회를 주어야 할 의무를 인정하지 않고, 주주의 신주인수권을 인정하는 신주발행 규정을 자기주식 처분에 유추 적용하지 아니함
- 지배주주나 이사회가 우호주주 확보하기 위한 수단으로 활용됨

	신주발행	자기주식처분
거래의 내용	인수인이 대금을 회사에 지급 회사는 신주를 인수인에게 교부	인수인이 대금을 회사에 지급 회사는 주식을 인수인에게 교부
주주의 신주인수권 주주평등원칙	상법에 의해 명시적으로 인정 주식 수에 비례하여 인수 기회 제공 경영상 필요가 있는 경우 제3자에게 발행 가능	상법에 별다른 규정 없음 처분 시 주주들에게 매수기회를 주어야 할 의무 존재하지 않음 (주주평등원칙 X)
경영권 분쟁 발생시	특별한 사정 없는 한 제3자에게 신 주 발행 어려움	이사회가 별다른 통제 없이 제3자에게 처분 가능

주요국가 입법례

대부분의 주요국가에서는 자기주식의 취급에 대한 논쟁이 거의 없음

- (핵심 1) 자기주식을 **발행되지 않은 것으로 보거나**, 자기주식에 **아무런 권리가 인정되지 않는다고 봄**
- (핵심 2) 주주들에 대한 신주인수권 인정 여부를 불문하고 **자기주식 처분을 신주 발행과 동일하게 취급**
→ 이사회 입장에서 **자기주식을 보유하여 활용할 실익이 크지 않음**

주요 입법례	의무 소각	자기주식의 지위
美 델라웨어	X	자기주식에 대해 아무런 권리 인정 X 주주의 신주인수권 인정 X 자기주식은 이사회가 자유롭게 처분 가능 신주를 발행하나 자기주식을 처분하나 절차 및 효과가 동일함
美 뉴욕	X	위와 동일. 신주발행 시(정관에 별도 규정 있는 경우 제외)나 자기주식 처 분 시 모두 신주인수권 부정
美 캘리포니아	O	소각 되었으므로 당연히 아무런 지위 인정되지 아니함(미발행주식)
영국	X	자기주식이 아무런 권리 없음 명시 신주발행, 자기주식 취득 모두 주주의 신주인수권 인정
독일	10% 한도 내 보유	자기주식이 아무런 권리 없음 명시. 합병소멸회사 보유 주식에 대한 존속 회사 신주 배정 금지, 분할회사 보유 자사주에 대한 신주 배정 금지 자기주식의 취득과 처분에 주주평등의 원칙(§53a)이 적용됨을 명시
일본	X	자기주식에 대해 의결권 인정 X 배당 등도 인정 안 된다고 봄 자기주식처분과 신주발행에 있어 동일한 절차 요구

검토 가능한 개선 방안과 고려 사항

방안 1 - 자기주식 강제로 소각 또는 한도 설정

자기주식을 강제 소각시키거나 10% 등 일정 한도 내에서 보유 허용 방안

- 입법례 중에는 강제로 소각 요구하는 경우, 10% 한도를 두는 경우, 요구하지 않는 경우 등 다양하게 존재
- 美 델라웨어주나 독일 등 입법례가 **자기주식 보유를 허용하더라도 크게 논란이 되지 않는 것은**
 - (1) 자기주식의 **모든 권리가 정지**되고(합병, 분할 시 신주배정 포함)
 - (2) **자기주식 처분과 신주발행이 동일하게 취급**되기 때문임

→ 소각 여부에 따라 이사회가 주주총회 승인 없이 발행할 수 있는 수권 주식 수(authorized number of shares)만 달라질 뿐, 이사회나 지배주주 입장에서 자사주를 특별히 선호할 이유가 크지 않음
- 독일은 자사주 보유를 10%까지만 허용하는데, 이는 1931년에 수립된 제도로 이사회 권한 남용 방지보다는 채권자 보호, 자본 충실 등 복합적 고려에 의한 것임
- 자기주식 관련 남용 여지를 방지하기 위해 강제 소각하자는 입장이 있을 수 있음
- 반면 스톡옵션 행사에 따른 주식 부여 등 자기주식을 지급하는 것이 간편한 경우도 존재하고, 현재 상장사들이 보유하는 자기주식을 모두 소각시키거나 일정 비율 초과하여 보유 금지 시킬 경우 시장에 미칠 영향에 대한 고려가 필요하다는 입장도 있을 수 있음
- 이외에도 다른 나라 입법례처럼 자기주식의 권리를 정지하고 자기주식 처분을 신주발행과 같게 취급하면 해결될 문제라는 입장도 존재

방안 2 - 자기주식 처분 시 신주발행 규정 준용

자기주식 처분과 신주발행을 동일하게 규율하는 방안

- 취득과 달리 자기주식 처분에는 별다른 절차, 요건 통제 없고 주주평등의 원칙 등 적용되지 않는 것이 현실
 - 주요국가들은 **신주인수권을 인정 여부와 관계 없이 자기주식 처분과 신주발행을 사실상 동일하게 취급**
- 그런데 우리나라에서는 **자기주식 처분이 사실상 유일한 경영권 방어수단으로 활용**되고 있기 때문에, 자기주식 처분을 신주발행과 동일하게 취급할 경우 경영권 방어수단이 없어진다는 견해가 있을 수 있음
 - 반면 자기주식 처분은 신주발행과 사실상 효과가 동일하기 때문에, 경영권 방어수단이 필요하다더라도 별도로 논의하는 것이 타당하고, 자기주식 처분 방식에 따라 할 것은 아니라는 견해도 존재
 - 과연 경영권 방어 수단이 필요한지, 자기주식을 통해 방어가 실효성이 있는지 등에 대한 논의 필요

<2022년말 기준 상장사 자기주식 보유 비율>

자사주 비율	유가	비율(%)	코스닥	비율(%)	합계	비율(%)
0%-5%	622	74.2%	1382	85.3%	2004	81.5%
5%-10%	96	11.5%	161	9.9%	257	10.5%
10%-15%	52	6.2%	45	2.8%	97	3.9%
15%-20%	28	3.3%	17	1.0%	45	1.8%
20%-	40	4.8%	16	1.0%	56	2.3%
합계	838	100.0%	1621	100.0%	2459	100.0%

방안 3 - 합병, 분할 포함 자기주식 권리 정지

합병, 분할 시 신주 배정 포함 자기주식 관련 권리를 정지하는 방안

- **주요국가 중 합병, 분할 포함하여 자기주식에 대해 주주권을 인정하는 사례는 발견하기 어려움**
 - 합병, 분할 시 자사주에 대한 신주배정도 명시적으로 금지하는 규정을 두는 입법례(독일)도 존재
- **과거 지주회사 전환 사례 중 인적분할을 활용한 경우가 상당히 많았고**, 자기주식에 신주를 배정하여 자회사 지분요건(상장사의 경우 30% 이상)을 맞춘 경우도 존재함
 - 따라서 인적분할을 통한 지주회사 재편을 용이하게 하기 위해 지금과 같이 자기주식에도 신주 배정을 허용해야 한다는 입장이 있을 수 있음
 - 반면 지주회사 전환이 항상 강제되는 것은 아니고 인적분할 이외에 물적분할, 주식교환 등으로도 실현 가능하므로 정지시켜야 한다는 입장도 있을 수 있음

<최근 5개년 간 공정위 지주회사 설립, 전환 중 인적분할 활용 사례>

	2017	2018	2019	2020	2021	합계
전체 지주회사 설립, 전환 건수	49	11	11	9	14	94
주권상장법인 사례수	13	6	4	4	10	37
상장사 중 인적분할 활용	6	1	0	2	4	13
상장사 중 자기주식 신주배정	6	1	0	2	1	10

출처: 공정거래위원회 지주회사 관련 보도자료, DART 등

방안 4 - 시가총액 등 계산 시 자기주식 제외

시가총액, PER 등 지표 계산 시 자기주식을 제외하는 방안

- 현재 시가총액 등 계산 시 자기주식을 포함하여 계산하는 방식이 활용되고 있음
 - 시가총액 = 주가 X 주식수(자기주식 포함)
 - 이러한 방식을 택할 경우 자기주식 비율에 따라 시가총액이 상당히 높게 산정될 수 있음. 예컨대 50%의 자기주식을 보유하면 이를 포함하지 않는 경우에 비해 시가총액이 2배가 될 수 있음
 - 이외에도 EPS, PER 등 주식 수를 기준으로 산정하는 지표 계산시 자기주식은 제외하여야 보다 정확한 정보를 전달할 수 있다는 견해도 존재
- 미국 등의 경우에는 **발행되고 유통되는 주식 수(issued and outstanding shares)**를 기준으로 계산하는 것이 일반적임
 - 자기주식은 자본조정항목(순자산 차감 항목)으로 이를 제외하는 것이 논리적인 측면이 있음
 - **산정 방법 변경 시 우리나라 주식시장 규모 등이 줄어든 것처럼 보여질 수 있다는 주장도 존재할 수 있으므로, 적절한 대응 방안 검토 필요**

방안 5 – 자기주식 관련 공시 강화

자기주식의 취득 및 처분은 중요한 투자자 정보이므로 공시 강화하는 방안

- 자기주식의 취득이나 처분은 이익배당, 자본감소, 신주발행만큼 중요한 투자자 정보임
 - 자기주식 처분과 합병, 분할 시 신주배정 여부는 시장에서 주목하는 정도에 비해 공시 수준이 다소 부족한 측면이 있음
 - 자기주식 처분의 실질을 고려하여 신주발행 시 공시에 준하는 내용으로 공시 내용을 보완하는 방안이 있을 수 있음 (자기주식 처분의 경영상 목적이 있는지, 경영권 방어 등 목적으로 이루어졌는지, 매수인과 지배주주, 경영진과의 관계는 어떠한지, 매수인과 주식을 상호 보유하는지 등)
 - 합병, 분할 과정에서 자기주식에 신주를 배정하거나, 분할 시 자기주식을 분할신설회사에 이전하는 경우에도 배정 사실(발행주식 수 등), 배정 이유, 해당 신주배정이 지배력에 미치는 영향 등을 공시하게 하는 방안 검토 가능
- 공시 강화가 실제로 투자자 보호 효과가 있는지, 아니면 기업의 공시 부담만 늘리는 것은 아닌지에 대한 비용과 효용 간 분석이 필요함
 - 해당 정보가 투자자의 투자 판단에 얼마나 중요한지 여부 등을 고려 필요

감사합니다

서울대학교 법학전문대학원
정준혁

j.chung@snu.ac.kr
02-880-7599

