



# 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

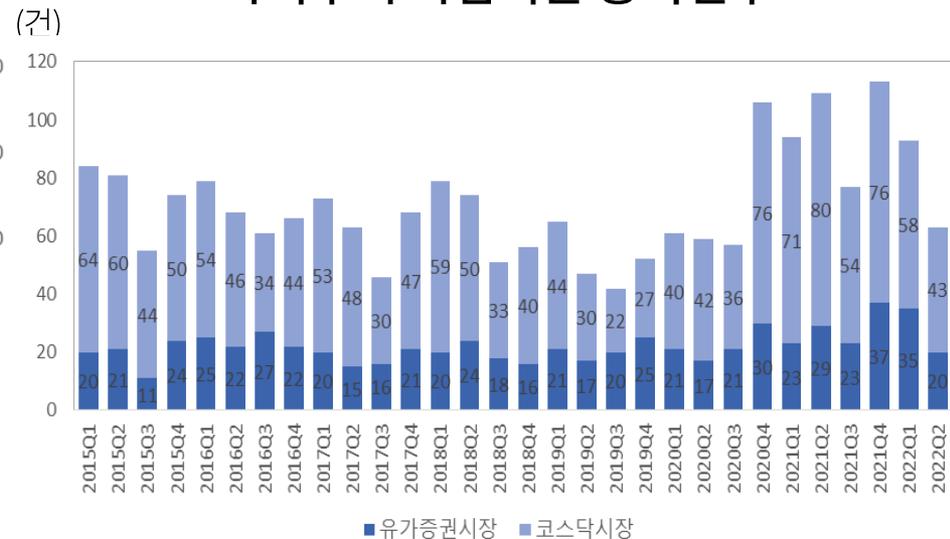
‣ 주가회복과 2020년 1분기 취득 자기주식의 6개월 처분금지기간 종료 영향

### 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

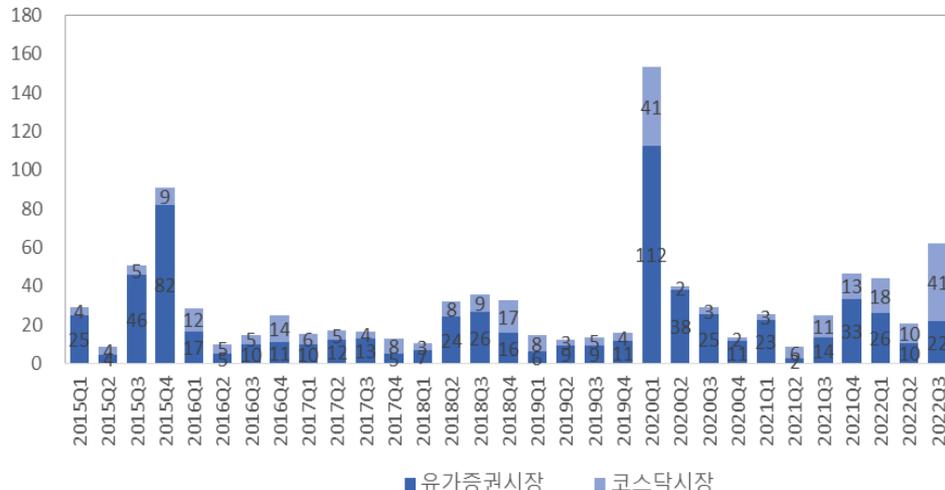
○ 취득 자사주의 상당부분은 소각되지 않고 처분되거나 보유

2015년 1월부터 2022년 5월 공시 기준

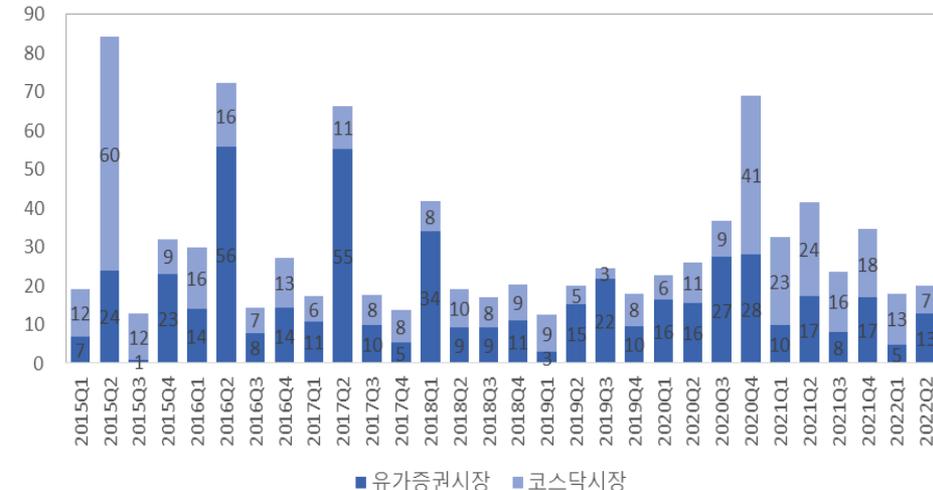
직접 취득 8억8,100만주

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

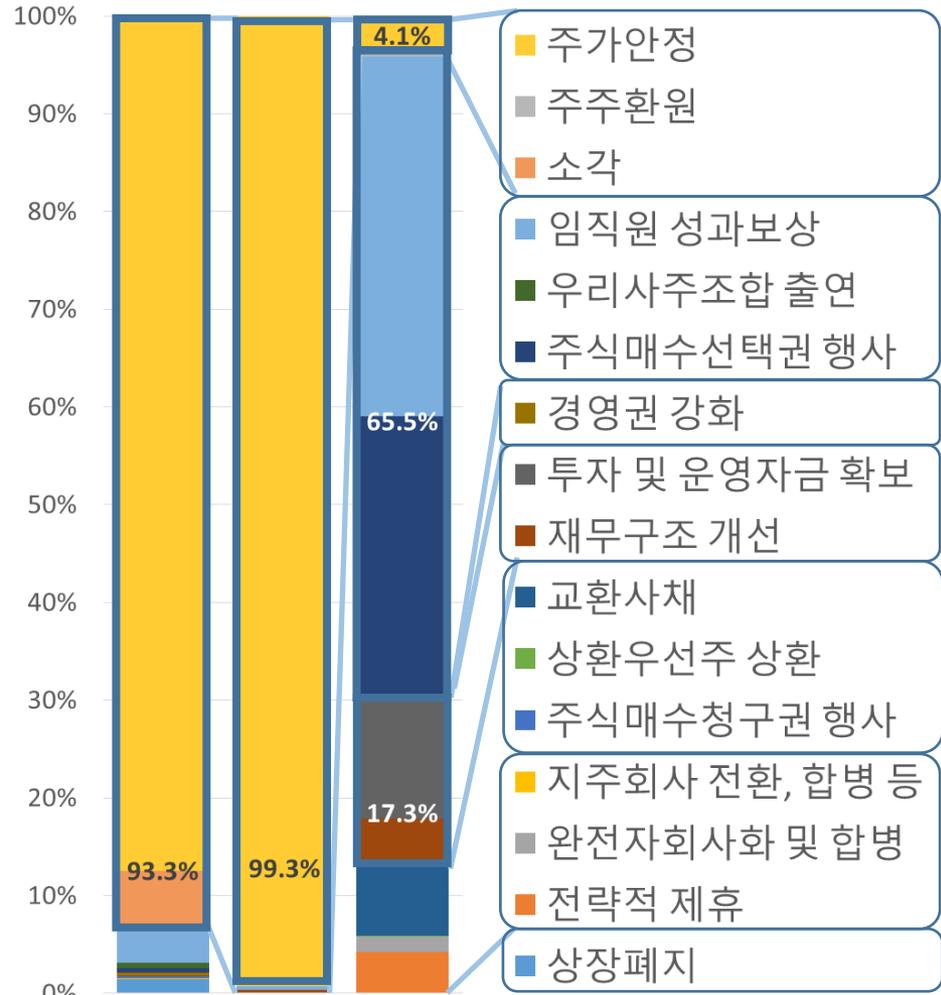
처분 목적은 임직원 성과보상,  
재무구조개선, 조직개편 등 다양

➔ 기업의 자율적 처분 결정

➔ 투자자의 처분에 대한 정보와 인식 부족

취득목적 주주환원에 집중  
취득한 자사주는 다양하게 활용

공시 목적별 자기주식 취득 처분 공시 비중



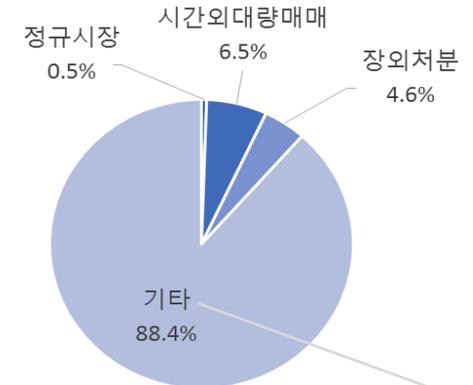
직접취득 간접취득 직접처분

# 직접취득과 직접처분 규정 비교

## 자본시장법 취득과 처분 규정 비교

| 내용    | 취득   | 처분                     |
|-------|--|------------------------|
| 한도    | 배당가능이익 범위 내  | -                      |
| 가능 여부 | 원칙적 허용   | 원칙적 허용                 |
| 방법    | [직접취득]<br>• 거래소에서 취득<br>• 공개매수 취득<br>• 신탁계약 해지·종료 후 반환<br>[간접취득]<br>• 신탁회사 명의 취득   | -                      |
| 결정    | 이사회  | 이사회                    |
| 시점    | 다음의 경우 금지<br>• 합병 결의 후 1개월<br>• 유상증자 기준일 1개월 전부터 청약일<br>• 준비금 자본전입 결의일부터 신주배정기준일<br>• 시장조성기간<br>• 미공개중요정보 공개 전<br>• 처분 후 3개월 | (좌동)<br><br>• 취득 후 6개월 |
| 이행기간  | 3개월 이내   | 3개월 이내                 |

### 자기주식 처분 시장 구분



주: 2015년 1월~2022년 5월 공시 주식수 기준

임직원, 우리사주조합 직접이체  
합병 대가로 특정인에 지급

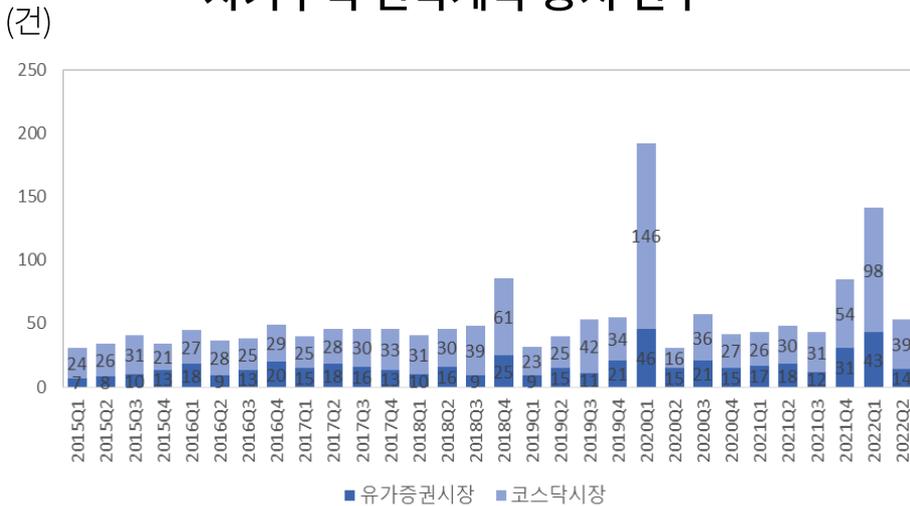
# 3

## 직접취득과 간접취득 특성 차이

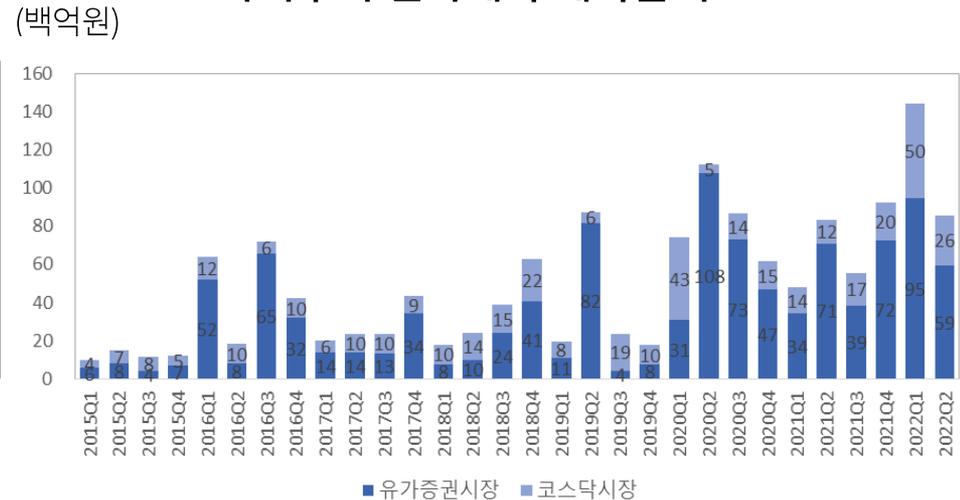
# 자기주식 간접취득 추이

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

자기주식 신탁계약 공시 건수



자기주식 신탁계약 계약금액



# 직접취득과 간접취득 규정 비교 1

## ○ 간접취득은 직접취득에 비해 유연한 규정 적용

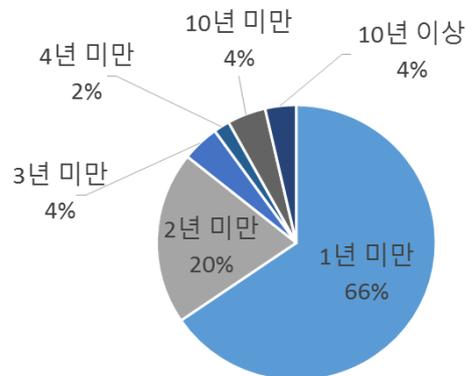
### › ① 계약기간 연장 가능

- 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

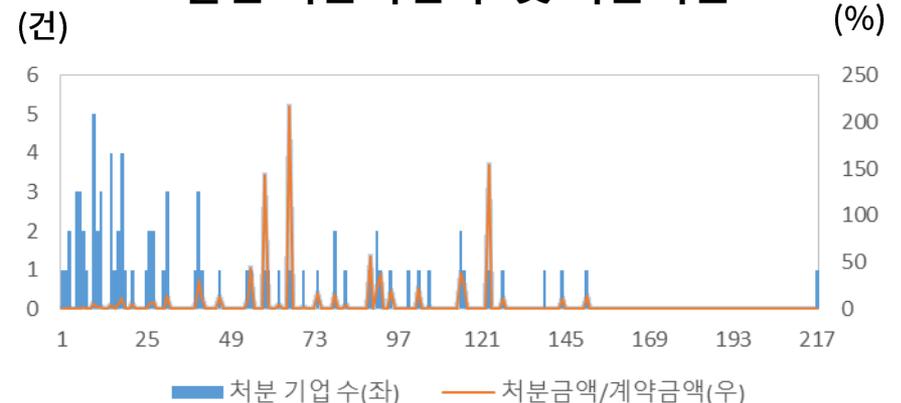
- 처분 빈도는 낮으나 처분 규모는 큼
- 실질 취득이 발생하지 않는 순처분 존재

간접취득 기간별 분포



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

월별 처분기업 수 및 처분비율

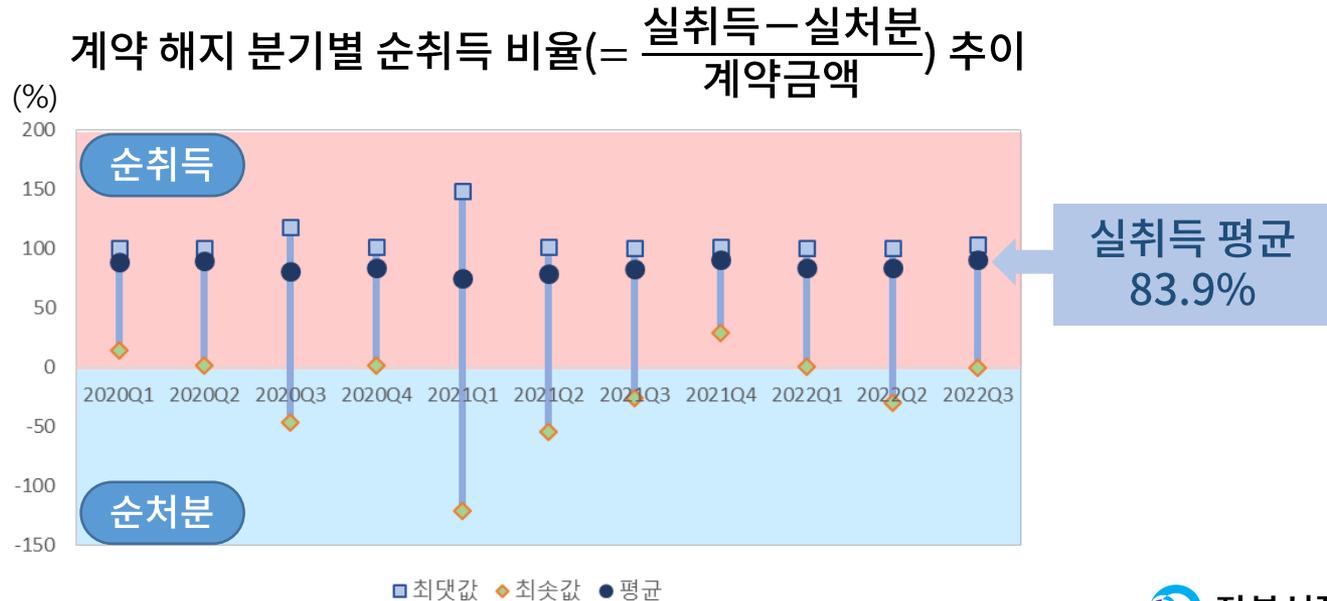


주: 취득 또는 처분 시작 월(t=1) 기준

# 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 공시의무 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<br>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(+)

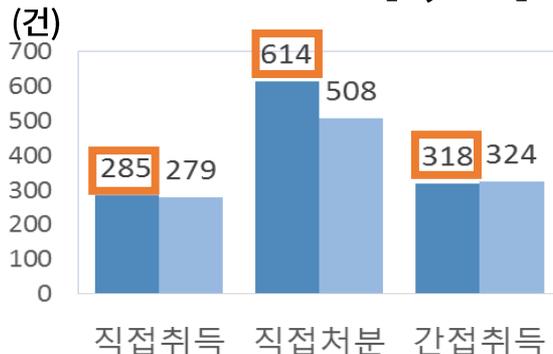
자기주식 취득 또는 처분 방식에 따른 장기 수익 (단위: %)

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

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

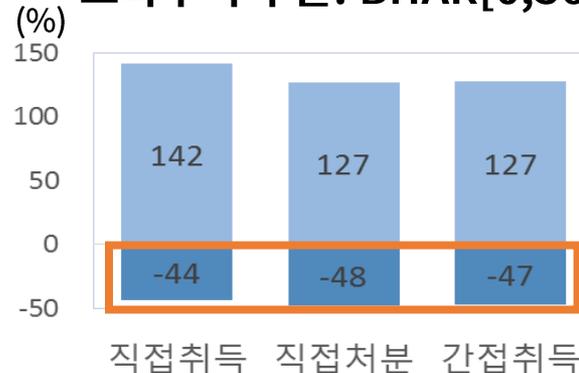
## ○ 공시 후 시장수익률 대비 낮은 수익이 실현된 경우 절반 차지

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

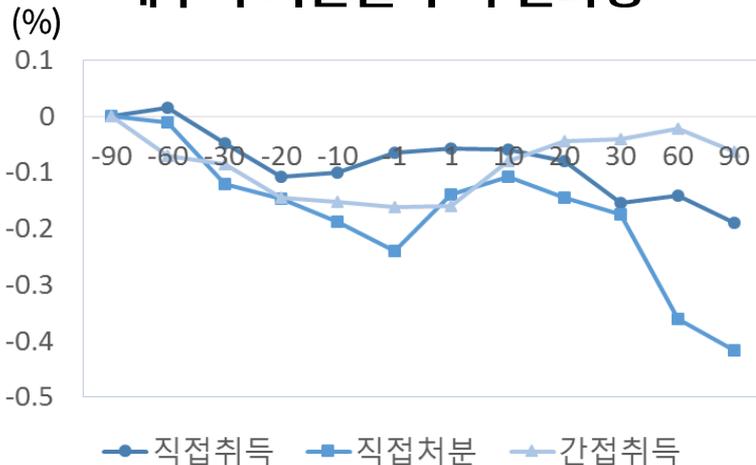
## ○ 공시 전후 기업 내부자보유지분 변동양상 확인

- › 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)

자기주식 공시 전후  
내부자 지분율 누적 변화량



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 <sup>***</sup>  |
|      | 내부자 불변 | 352   | 0.000                 |
|      | 내부자 감소 | 78    | -0.545 <sup>***</sup> |
| 직접처분 | 내부자 증가 | 137   | 0.473 <sup>***</sup>  |
|      | 내부자 불변 | 746   | 0.000                 |
|      | 내부자 감소 | 239   | -0.648 <sup>***</sup> |
| 간접취득 | 내부자 증가 | 99    | 0.292 <sup>***</sup>  |
|      | 내부자 불변 | 481   | 0.000                 |
|      | 내부자 감소 | 62    | -0.764 <sup>***</sup> |

# 내부자 지분 증감과 공시 효과

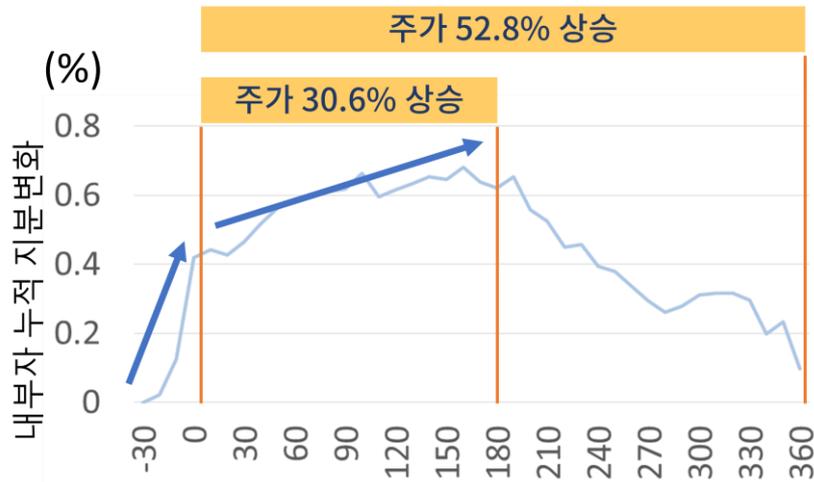
- [직접취득] 내부자 지분 변화와 무관하게 주가 상승
- [간접취득] 내부자 지분 감소한 경우 주가 상승 미관측
  - › 기업이 주가안정과 주주가치 제고 목적 하에 간접취득을 공시했으나 내부자는 기업의 행보와 달리 보유지분을 매도했을 경우, 장기적으로 주가는 유의한 변화를 보이지 않음

(단위: %)

| 직접취득    |        |                      |                      |
|---------|--------|----------------------|----------------------|
|         | 구분     | BHAR[0,180]          | BHAR[0,365]          |
| (1)     | 내부자 증가 | 30.56 <sup>***</sup> | 52.80 <sup>***</sup> |
| (2)     | 내부자 불변 | 16.07 <sup>***</sup> | 45.28 <sup>***</sup> |
| (3)     | 내부자 감소 | 17.14 <sup>*</sup>   | 51.35 <sup>**</sup>  |
| (1)-(2) | 차이     | 14.49 <sup>*</sup>   | 7.51                 |
| (1)-(3) | 차이     | 13.42                | 1.45                 |
| 간접취득    |        |                      |                      |
|         | 구분     | BHAR[0,180]          | BHAR[0,365]          |
| (1)     | 내부자 증가 | 10.40                | 51.36 <sup>**</sup>  |
| (2)     | 내부자 불변 | 15.17 <sup>***</sup> | 39.40 <sup>***</sup> |
| (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

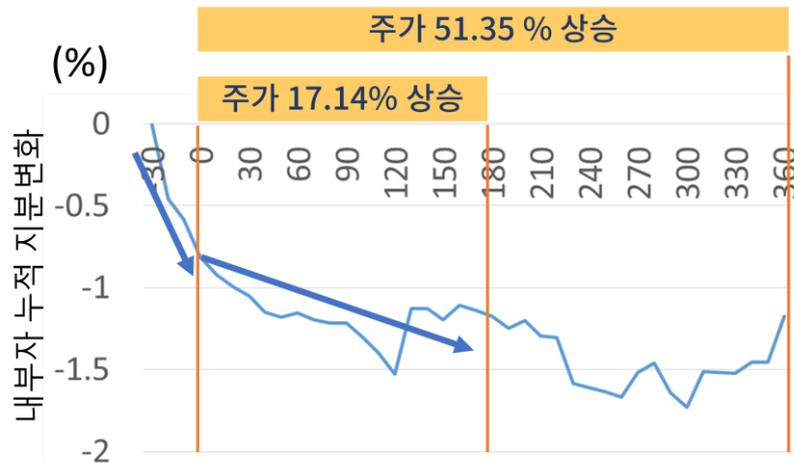
○ 기업은 **직접취득**을 공시하고 내부자는 공시 전 **매수**한 경우



- ▶ 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

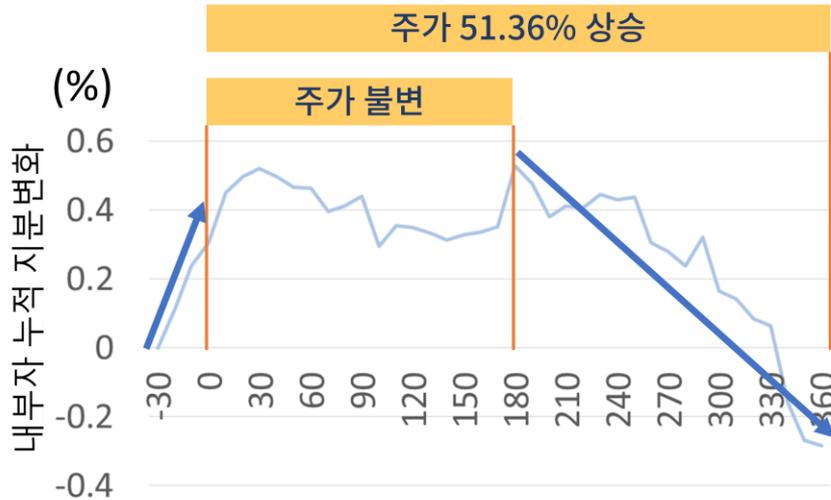


- ▶ 공시 후 주가는 상승
- ▶ 그러나 내부자는 지분 매도 지속
- ▶ 기업의 실질가치에 대한 기업과 내부자간 의견 불일치

➡ 공시신호 신뢰 불가

# 내부자 거래 추이와 간접취득 허위신호 판단 2

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



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

➡ 공시신호 불확실

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

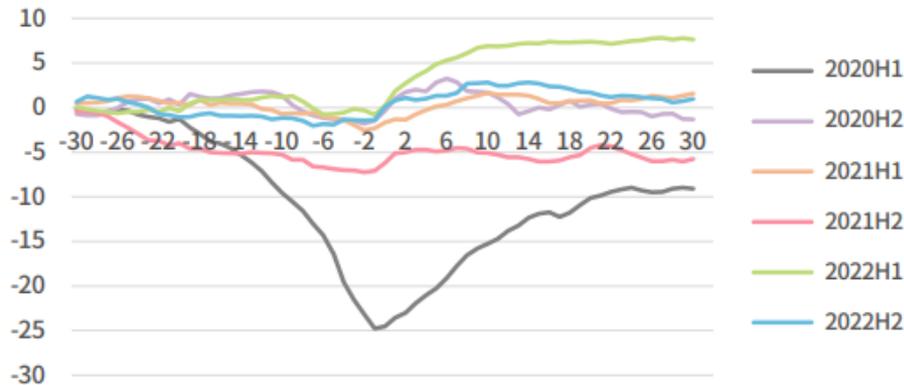


- › 주가가 지수대비 유의하게 상승하지 않음
- › 또한 내부자는 지분 매도 지속

➡ 공시신호 신뢰 불가

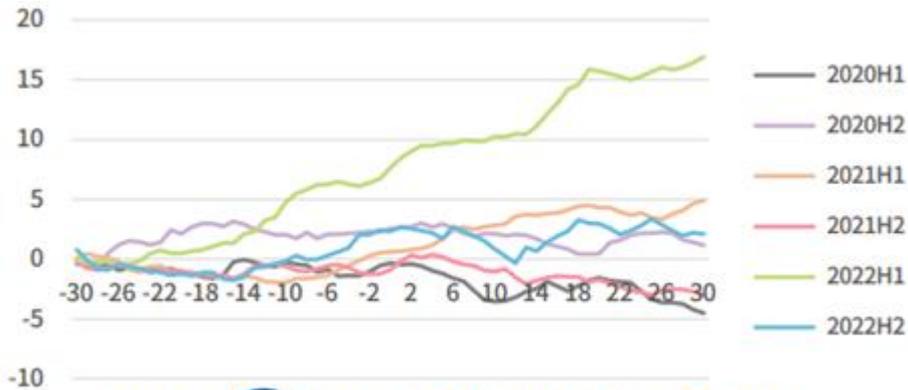
# 코로나 이후 간접취득 연장결정 주가반응

반기별 **신규** 간접취득 공시 전후 누적초과이익률



간접취득 **신규** 체결 ⇒ 주가 반등에 효과

반기별 **연장** 간접취득 공시 전후 누적초과이익률

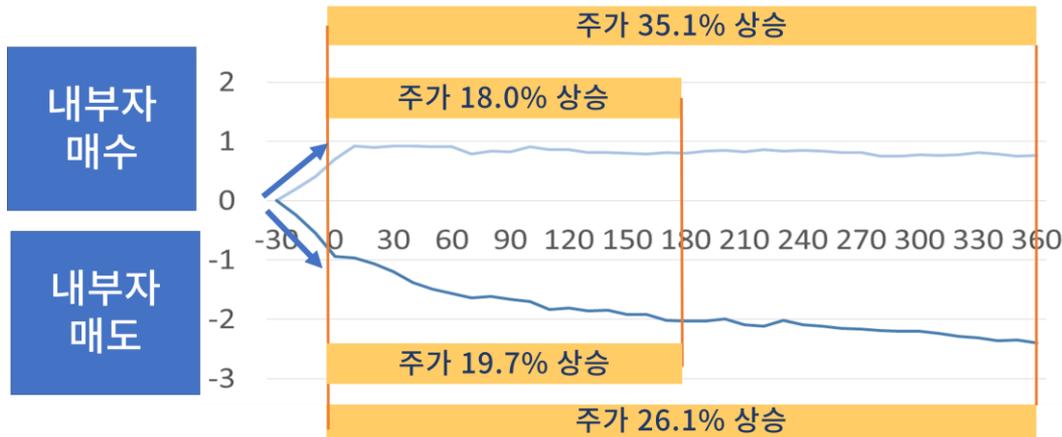


간접취득 **연장** 결정 ⇒ 주가 소폭하락, 신호효과 없음

- 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    |

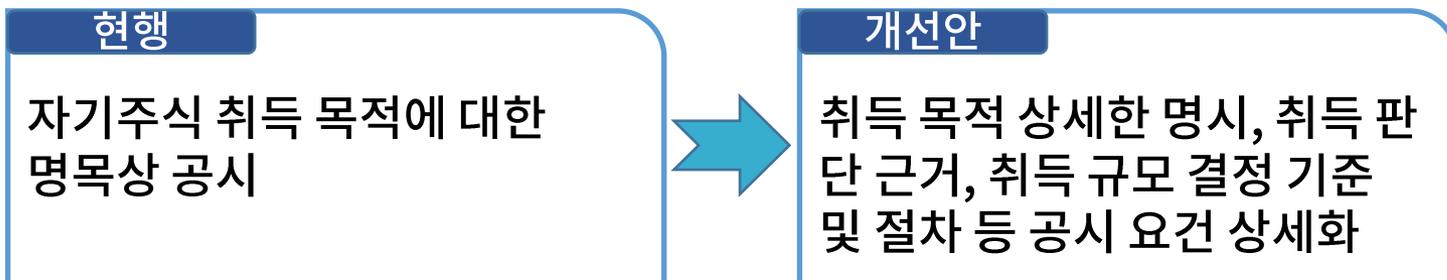
- › 내부자 매수 상황에서 임직원에 성과 지급한 경우 긍정적 신호
- › 재무구조 개선 목적의 처분 효과는 내부자 거래와 무관
- › 주가안정, 합병, 경영권 안정 주가반응 저조

# 5

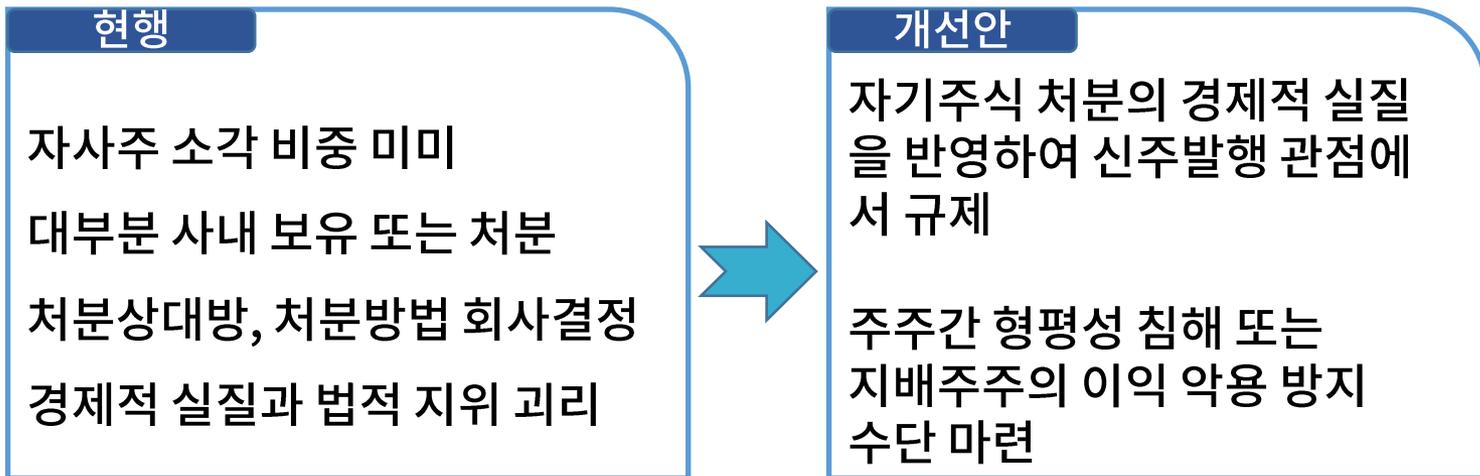
## 쟁점 및 개선방안

# 자기주식 취득 및 처분 쟁점과 개선방안

## ○ 직접취득 공시 상세화를 통한 정보 실효성 제고



## ○ 직접처분 규제 검토



# 자기주식 취득 및 처분 쟁점과 개선방안

## ○ 간접취득 규제를 직접취득에 준하는 수준으로 강화

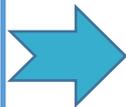
### 현행

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!**