

자사주 소각 의무화에 대한 검토

이 재 준*

目 次

- | | |
|-----------------------|--------------|
| I. 머리말 | IV. 제도적 개선방안 |
| II. 자사주 소각 의무화 상법 개정안 | V. 맺음말 |
| III. 자사주 소각 관련 쟁점 | |

I. 머리말

최근 국회발 자사주 소각 의무화 소식에 사회 각계의 논쟁이 이어지고 있다. 현 정부가 출범 전부터 줄곧 강조해 오던 주주 권익 보호 및 증시 부양의 일환으로 다양한 정책이 거론되고 있는 가운데, 자사주에 관한 문제 역시 개선의 대상으로 지목된 것이다.

사실 자사주 소각 의무화의 필요성이 대두된 것이 새로운 일은 아니다. 2012년 상법 개정을 통해 자기주식을 보유하는 것에 대한 규제가 완화됨에 따라 금고주(treasury stock)에 관해 여러가지 문제가 촉발되었다. 인적분할과 조직개편에 있어서 자사주가 활용됨은 물론, 자기주식 매각을 통해서 우호주주관계를 형성하여 지배권을 강화하는 일 역시 점차 증가하여 ACGA(Asian Corporate Governance Association)에서 금융위원회에 보낸

■ 투고일자 : 2025년 11월 30일, 심사일자 : 2025년 12월 7일, 게재확정일자 : 2025년 12월 15일.

* 부산대학교 법학전문대학원 법학과

서신¹⁾에서도 상호주에 관한 문제를 지적하기에 이르렀다.

무엇보다도 자기주식취득이 주주가치제고 및 주주환원에 기여하지 않는다는 점이 가장 큰 문제로 꼽혀왔는데, 2005년에서 2021년 사이 배당과 자사주 매입을 통한 주주환원율을 조사한 결과, 한국이 조사대상국 45위 중 40위로 최하위권에 위치하였다. 취득할 시에는 주가안정 및 주주가치제고라는 명분을 앞세우지만, 실상 취득과 처분의 목적이 불일치하는 경우가 늘어남에 따라 주주들 사이에서는 불만이 되곤 하였다. 동시에 자기주식을 대주주의 절세를 위해 활용하는 전략들이 성행하며 자사주 소각을 의무화하자는 주장에 조금씩 힘이 실리기 시작하였다.

현재 KOSPI 지수가 4800선을 돌파하며 단기간 내에 100%가 넘는 상승률을 보여주는 등 국내 증시가 호황을 누리고는 있으나, 전세계적인 AI 전환 등 산업 생태계의 구조적 변화로 인해 삼성전자와 SK하이닉스를 비롯한 일부 기업들이 상승을 주도한 점을 고려하면 오랜 시간 한국 증시 저평가의 원인으로 꼽혀오던 각종 '코리아 디스카운트'가 해결되었기 때문이라고 평가하기는 어려울 것이다.

물론 현 정부 출범 이후 이미 2회에 걸쳐 상법 개정으로 이사의 충실의무 대상을 회사뿐 아니라 주주에 대해서까지 확대하며, 감사위원 선임 시 최대주주 의결권을 제한하는 '3%룰'의 적용을 확대하고, 전자주주총회를 도입하기로 하였으며(이상 제1차 상법개정안), 이사 선임 시 집중투표제를 의무화하고 대규모 상장회사 감사위원 분리선임 수를 2인으로 확대하는 등(이상 제2차 상법개정안) 다양한 방식을 통해 '코리아 디스카운트'에 대한 돌파구를 마련하려는 움직임이 있었다. 제1차·제2차 상법개정안을 거쳐 현재 논의되고 있는 자사주 소각 의무화에 관한 개정안은 제3차 상법개정안으로, 경영상의 쟁점도 분명히 존재하지만, 주식 수와 밀접한 연관이 있다는 점에서 증시 부양과 주주가치 제고라는 과제와 관련해서는 앞선 두 차례의 개정안보다 더 직접적인 영향을 미칠 수도 있는 중요한 의제라 생각된다.

1) 상호주 보유가 일본의 경우처럼 기업 가치의 저평가에 영향을 미칠 수 있다는 지적이 담긴 2023년 9월 서신에는 이 외에도 자기주식(자사주) 보유 문제를 언급하며 자사주가 주주차기 제고를 위해 활용되기보다는 지배주주의 경영권 방어 수단으로 악용되고 있다는 지적이 담겼다.

이에 국회에서 논의되고 있는, 혹은 논의되었던 제3차 상법개정안의 내용과 세부내용을 둘러싼 핵심적인 쟁점들에 대해 검토하고자 한다. 뿐만 아니라 이와 같은 개정안이 경영환경과 증시에 미칠 영향을 검토하고, 자사주 소각과 관련된 해외 입법례를 이번 개정안과 비교하는 과정을 통해 국내에 적용할 수 있는 개선방안이 있을지 그 가능성을 타진하고자 한다.

II. 자사주 소각 의무화 상법 개정안

1. 자사주 매입 및 소각의 기대효과

제3차 상법 개정안에서 핵심적으로 논의되고 있는 '자사주 소각 의무화'란, 기업이 자기주식을 취득한 경우 이를 일정 기간 안에 소각하도록 법적으로 규정하는 것이다. 기업이 자사주를 취득해서 소각하지 않고 보유하게 된다면 이를 경영권 방어를 위해 활용하거나 지배구조 개편과 관련하여 전략적으로 사용할 수 있는 수단이 되기에 경영자 혹은 지배주주 입장에서는 유리할 수 있으나, 반대로 소액주주의 권익 보호라는 측면에 있어서는 해가 될 수 있다는 지적 하에 꾸준히 논의되어 오던 제도가 이번 개정안을 통해서 본격적으로 추진된 것이다.

주주환원 및 주주가치 제고라는 측면에서 자사주 소각에 관한 논의가 대두되는 가장 직관적인 원인은 기업의 자사주 매입이 주가 상승의 촉매가 되기 때문이다. 한동안 전 세계 시가총액 1위의 자리를 굳건히 지켰던 애플(Apple)의 주가가 꾸준히 오름세를 보인 것에는 아이폰과 다양한 스마트 디바이스로 대표되는 기업의 혁신전략뿐 아니라 적극적인 자사주 매입 정책이 거론되곤 한다. 자사주 매입을 통해서 시장에서 유통되고 있는 주식이 감소하면 주당순이익(EPS)과 자기자본이익률 등이 증가한다는 점에서 주가 부양에 도움이 된다. 적극적인 배당을 통한 주주환원도 가능하지만 배당금에 대한 과세, 배당삭감에 대한 부담²⁾에서 오는 경영상의 어려움에 더해 자사주 소각을 위한 매입 시

2) 주당배당금(DPS)을 증가시킨 후 경기 침체에 대한 대응, 대규모 투자재원 마련 등 경영상 유연성을 확보하기 위해서 배당금을 줄이고자 하더라도 배당삭감은 시장에 부정적인 신호로 강하게 작용하기 때문에 일종의 하방경직성에 대한 부담이 존재한다.

점에서 시장에 보내는 신호³⁾ 등을 고려하면 자사주 소각을 선호하는 주주들도 적지 않다.

자사주 소각을 위한 매입은 애플만의 전략이 아니고, 미국에서는 흔하게 사용되는 경영상의 판단이다. 최근 시가총액 1위 자리에 오른 엔비디아(Nvidia) 역시 2025년, 약 60억 달러의 자사주 매입을 발표하며 호재로 평가받았고, 메타(META Platforms) 역시 40억 달러 이상의 자사주 매입을 진행하였고 마이크로소프트(Microsoft)와 알파벳(Alphabet; 구글(Google)의 모회사) 역시 적극적인 자사주 매입 정책을 펼치고 있다. 앞서 언급한 미국의 빅테크 기업들의 경우 풍부한 자금력이 뒷받침되기 때문에 부릴 수 있는 일종의 사치스러운 전략이 아닌가라는 의문이 따를 수 있으나, 상대적으로 규모가 작은 기업들의 경우⁴⁾에도 자사주 매입 프로그램을 진행한다는 공시를 종종 볼 수 있다. 나스닥에 상장되어 있는 쿠팡(Coupang)의 경우에도 2025년 1분기 실적 발표와 함께 10억 달러 상당의 자사주 매입 계획을 밝히며 상장 이후 처음으로 대규모 자사주 매입을 결정하며 주주환원에 대한 의사를 밝혔다.

이러한 전략은 미국 밖, 유럽의 기업들을 통해서도 살펴볼 수 있다. 독일의 코메르츠뱅크(Commerzbank)의 경우 2025년 9월, 10억 유로 규모의 소각 목적의 자사주 매입 프로그램을 진행하겠다고 발표하였고 이와 같은 프로그램을 은행의 자본 관리 및 주주환원 전략의 일환으로 공시하였다. 스위스와 네덜란드의 다국적 기업 DSM-Firmenich 역시 발행주식 수를 약 4.5% 감소시키겠다는 목적 하에 자사주 매입 프로그램을 실행하였으며, 프랑스의 LVMH 역시 10억 유로 규모로 소각 목적 자사주 매입을 발표하였다.

이러한 자사주 매입 및 소각 프로그램이 주가 부양에 실제로 긍정적인 영향을 미치는지에 관해서는 의문부호가 붙기도 한다. 발표 당일 주가가 거시경제 환경의 영향으로 하락할 수도 있으며, 주가가 상승하더라도 그 상승분이 주식수의 감소로 인한 주당순이익(EPS)의 상승예상치에 비례하여 오르는 것도 아니고, 상승분 중 자사주 매입 프로그램

3) 소각을 위해 자사주를 매입할 때 주가가 현재 저평가 국면에 있다는 경영진의 판단으로 비추어질 수도 있으며 기업의 성장성 혹은 건전성에 대한 확신으로 평가되는 경우가 많다. 이에 대해서는 후술한다.

4) Axcelis Technologies, Fiverr International, Fresh Del Monte Produce 등.

의 기여분을 떼어내어 분석하는 것 역시 쉽지 않기 때문이다. 따라서 이를 검증하기 위한 연구가 필요한데, 자사주 매입 프로그램이 주가 부양에 긍정적인 영향을 미친다는 연구들이 다음과 같이 세계 각국에서 보고된 바 있다.

(1) 자사주 매입 공시와 주가의 단기 초과수익률

주로 이벤트 스터디⁵⁾(Event Study) 방법론을 기반으로 자사주 매입 공시가 단기적으로 주가 상승에 영향을 미치는지에 관해 검증한 연구들이 주를 이룬다. 자사주 매입 공시 이후 단기적으로 비정상수익률(abnormal returns)이 발생하는가에 관해 미국 상장기업의 공개시장 자사주 매입 공시를 기반으로 하여 공시일 전후의 누적초과수익률을 측정한 연구에서, 공시일 전후로 약2~3% 수준의 통계적으로 유의미한 초과수익률을 발견했으며, 이는 시장이 자사주 매입 공시를 긍정적인 정보로 인식하기 때문임이 입증된 바 있다.⁶⁾

이러한 현상이 미국 시장에 국한되지 않는다는 연구⁷⁾ 역시 존재한다. 자사주 매입 공시 효과가 다수의 아시아 및 유럽 국적의 기업들에서도 발견된다는 것을 공시일 기준 이벤트 스터디를 통해 밝혀낸 것인데, 대부분의 국가에서 공시 직후 양(+)의 초과수익률을 관찰할 수 있었으며, 그 범위는 약1~3%의 범위로 드러났다. 이에, 자사주 매입 공시에 따른 단기 주가 반응이 특정 시장에 국한되지 않은 전세계적으로 보편적인 현상이 드러났다.

물론, 단기적으로 발생하는 긍정적인 주가 흐름이 주주가치 제고에 해당하는지에 관해서는 이견이 있을 수 있으나, 적어도 시장이 자사주 매입을 긍정적으로 평가한다는 점을 확인하였다는 의의가 있다.

5) 특정 사건(기업 공시, 인수합병, 신제품 출시 등)이 주가나 기업 가치에 미치는 영향을 분석하는 방법론으로, 사건 전후의 주가 변동(비정상 수익률; abnormal returns)을 측정하는 방식으로 분석한다.

6) Ikenberry, Lakonishok & Vermaelen, "Market Underreaction to Open Market Share Repurchases", 39(2-3), Journal of Financial Economics 181-208 (1995).

7) Isa, M., "Market Reaction to Share Repurchase Announcements: Evidence from Multiple Markets", International Journal of Economics and Finance (2014).

(2) 자사주 매입의 신호 이론

자사주 매입과 관련하여 주가가 오르는 현상을 설명하는 방식으로 신호 이론⁸⁾ (Signaling Theory)이 사용된 바 있다. 자사주 매입은 경영진의 내부 정보 전달 수단으로 활용될 수 있다는 것이다. 경영진은 기업의 내재가치에 대해서 외부의 투자자보다 훨씬 정확하게 인지하고 있으며, 자사주 매입을 통해서 시장에 현재 기업의 주가가 저평가 국면에 있다는 신호를 신뢰 가능한 방식으로 보낸다는 것⁹⁾이다. 나아가 이러한 자사주 매입을 통해서 기업의 위험 감소 신호를 보내는 것이 기업의 밸류에이션과 관련된 단순 투자 심리 개선에 영향을 미치는 것에 그치지 않고, 자본비용 감소에 영향을 미치는 경로를 통해 주가 상승으로 이어지기도 한다는 연구¹⁰⁾ 역시 존재한다. 자사주 매입을 통해서 기업의 위험 감소 신호가 시장에 발송되면, 자본 비용 감소로 할인율이 하락하고 이에 따라 주가가 상승한다는 것이다. 그 경로에 대해서는 각기 다른 해석이 존재할 수 있으나, 요지는 자사주 매입이 시장에 기업의 상태에 대한 신호를 보내는 방식으로 활용된다는 것이다.

(3) 자사주 매입의 장기적인 주가 영향

앞서 언급한 바와 같이 자사주 매입 공시가 기업의 주가에 단기적으로 초과수익을 가져온다는 점은 입증되었지만, 장기적인 투자 관점에서도 주가에 긍정적인 영향을 미치는지 역시 관심의 대상이다.

장기적인 주가와 관련된 문제는 현재 한국의 정책적인 관심 및 국내 금융시장의 고질적인 문제와 결부되어 타국에 비해 훨씬 중요한 문제가 될 수밖에 없다고 본다. KOSPI 지수가 오랜 기간 횡보만 한다는 의미에서 ‘박스피¹¹⁾’라는 오명을 얻기도 하였고,

8) 정보가 비대칭적인 상황에서 한 주체(신호 발송자)가 다른 주체(신호 수신자)에게 자신의 숨겨진 속성을 효과적으로 전달하기 위해 보내는 신호의 역할과 그 메커니즘을 설명하는 이론. 대표적으로는 비대칭성이 강한 노동 시장 연구에서 활용된다.

9) Vermaelen, “Common Stock Repurchases and Market Signaling”, 9(2), Journal of Financial Economics 139-183 (1981).

10) Bonaimé et al., “Do Market Participants Learn from Share Repurchases?”, 82, Journal of Corporate Finance (2023).

11) 2012년에서 2016년 사이 글로벌 유동성이 확대되었음에도 불구하고 KOSPI 지수가 1,800~2,200 포인트 정도의 박스권에 갇혔던 현상에 대해 산업별 포트폴리오 관점에서 설명한 다음 연구도

이에 따라 국내외 투자자들은 한국시장을 장기적인 투자대상으로 바라보기보다는 단기적으로 차익을 실현하기 위해 참여하는 시장 정도로 여긴다는 지적이 끊이질 않았다. 주식의 장기적인 성과에 긍정적인 영향을 주는 국가 차원의 정책은 장기투자자금을 확보하는 데에 도움이 될 수밖에 없다.

자사주 매입의 장기적인 영향에 대해, 앞서 언급하였던 Ikenberry, Lakonishok, Vermaelen이 시간이 조금 더 지난 2000년에 내놓은 연구¹²⁾에 따르면 자사주 매입을 공시한 기업들은 3~4년 동안 시장 대비 연 3~4% 정도의 초과수익률을 기록하였다는 점을 발견할 수 있다. 특히 저평가되고 있던 기업들에겐 더 큰 효과가 있었던 것으로 드러났다. 이는, 시장이 매입 공시 시점에 기업의 저평가를 완전히 반영하지 못한다며 “market underreaction”이라고 해당 현상을 지적하였던 그들의 1995년 연구와 일맥상통하는데, 매입 공시 시점에 기업의 저평가를 완전히 반영하지 못하고 있던 시장이 시간이 지남에 따라 점차 자사주 매입을 반영한 균형을 찾아가려는 경향성을 확인할 수 있다.

정리해보자면, 자사주 매입이 시장에 알려진 이후 단기적인 효과도 존재하지만, 충분히 반영되지 못한 부분들은 시계열이 길어짐에 따라 차츰 반영되어 간다. 이상 자사주 매입, 혹은 그에 대한 공시가 주가 부양 및 주주가치 제고에 긍정적인 영향을 미친다는 점과 더불어 그 경로 등에 대한 연구들을 검토하였다.

2. 자사주 소각 의무화의 추진배경

앞서 언급한 바와 같이 자사주 매입 프로그램을 통해 자사주를 확보한 후에 이를 소각하는 것에 대해서 시장은 긍정적인 반응을 보이고, 때때로는 실제 매입 프로그램을 공시하는 행위만으로도 주가 부양에 도움이 되기도 한다. 극단적으로는 실제 매입이 이루어지지 않아도 주가가 상승¹³⁾하기도 한다. 실제 매입이 이루어지지 않아도 주가가 상

존재한다. M.H.Kim, Y.M.Kim, K.Yang, “Understanding BOXPI - Industry portfolio perspectives”, 81, Journal of Asian Economics (2022).

12) Ikenberry, Lakonishok & Vermaelen, “Stock Repurchase in Canada: Performance and Strategic Trading”, 55(5), Journal of Finance, 2373-2397 (2000).

13) Jacobsen & Bhattacharya, “The Share Repurchase Announcement Puzzle”, 20(2), Review of Finance, 725-758 (2016).

승하는 현상에 대해 1985년에서 2012년 사이 미국 기업들을 표본으로 자사주 매입 발표 후에 실제 매입 실행 여부와 주가의 반응을 비교하였을 때, 실제 매입 여부와 무관하게 발표 직후 유의미한 초과수익률이 관측되었으며, 이는 주식의 수급과 관련된 효과보다 신호 효과 및 투자자 주목에서 기인한다고 한다.

그렇다면 한국 역시도 자사주 매입 자체를 적극 장려하거나 매입 프로그램에 대한 공시를 경영진이 적극적으로 활용하되 실제 시행 여부나 매입 후 소각 등에 대해서는 유연성을 부여할 것이지, 자사주 매입을 공시하고 이를 통해 실제 취득한 자기주식을 나아가 “소각”까지 하는 것을 법적으로 의무화할 필요성은 어디에서 기인한 것인지에 대한 의문이 생길 수 있다.

그에 대한 본격적인 논의에 앞서 짚고 넘어가야 할 점은 해외 각국과 한국의 제도에 차이가 존재하며 그로 인해 각종 연구들의 가정에 차이가 있다는 것이다. 많은 국가들에서 자사주 매입 후 즉시 소각은 강제되고 있지 않고, 그에 따라서 취득한 주식을 소각하는 것 외에도 스톡옵션을 위해 보유하거나 M&A에 활용하는 등의 전략적인 차원에서 활용하기도 한다. 따라서 자사주 매입에 관한 긍정적인 효과를 다룬 논문들이 모두 자사주 소각의 긍정적인 효과를 밝혀낸 것이라고 단정짓기에는 무리가 있다.

다만, 기존 연구들 중 다수가 자사주 매입이 유통주식 수를 줄인다고 가정, 이에 따라서 주당순이익(EPS) 증가 및 기존 주주들의 몫 증가 등의 효과를 불러온다고 하였다. 이는 자사주 매입의 효과를 소각 효과와 사실상 동일하게 취급하며 진행된 연구가 다수임을 의미한다. 하지만, 엄밀한 관점에서는 자사주의 매입과 소각의 효과를 구분하여 볼 필요가 존재한다.

이러한 필요성에 걸맞게 기존 연구들에 비해 비교적 최근 이루어진 연구들에서는 자사주 소각의 역할과 효과를 직접적으로 다룬 경우들이 증가하고 있는 추세이다. 해당 연구들이 공통적으로 이야기하는 것은, 자사주 소각은 영구적인 주식 수 감소를 불러오기 때문에 공시된 단순 매입 규모에 비해서 더 강력한 반응을 시장에 일으킨다는 것이다. 이러한 연구결과는 자사주 매입에 이어 이에 대한 소각을 의무화하자고 주장하는

당해 상법개정안을 지지하는 좋은 근거가 될 수 있다.

(1) 자사주 소각이 가지는 우위

앞서 언급한 바와 같이 자사주 소각은 단순한 자사주 매입 혹은 그 공시에 비해서 그 효과가 더 확실하다. 단순한 매입 공시는 칩 토크¹⁴⁾(cheap talk)에 그칠 수 있고, 시장에 보내는 진정한 긍정적인 신호는 실제로 매입을 실행하고 매입 후 이를 소각하는 것이며, 이러한 매입이 임원진의 보상과는 무관하게끔 이루어지는 일련의 과정에서 온다는 것¹⁵⁾이다. 자사주의 매입 후 소각은 되돌릴 수 없기에 신호의 신뢰도를 크게 높인다는 점을 입증하였다. 신호의 질이 높아진다는 것으로, 시장의 강력한 신뢰를 확보한다는 점에서 주주가치 제고에 있어서 더 유리하다.

직접적으로 소각이라는 개념을 통해 그 효과를 분석하지는 않지만, 자사주 매입을 유형별로 분류하여 분석한 연구에서도 소각 목적의 자사주 매입이 강력하다는 점을 추론할 수 있다. 2004년 Grullon과 Michaely의 연구¹⁶⁾에서는 자사주 매입에 대해: 배당을 대체하기 수단인지, 일시적인 수급 조정을 위한 것인지, 영구적인 자본구조 변화인지로 나누어 분석하였다. 이 중에서 자사주 매입으로 인해 영구적인 자본구조 변화가 생기는 것에 대해 시장이 훨씬 큰 반응을 보인다는 점에 주목하였다. 해당 연구를 벤치마킹한 다수의 후속 연구들에서는 이 영구성을 소각과 연결하여 해석하고 있는 경향을 보인다.

자사주 매입 후 소각과 매입 후 재발행을 명시적으로 구분하여 각각의 효과를 나눈 연구¹⁷⁾를 살펴보면 실효성의 대비를 극명하게 확인할 수 있다. 자사주를 매입한 이후 해당 주식을 재발행한 기업들의 경우 장기적인 초과수익률을 누리지 못하였고, 시장에 보내는 신호 효과가 약화되는 모습을 보였다는 것이다. 이를 통해 소각 목적의 매입이

14) 상대방의 행위에 어떠한 영향도 줄 수 없는, 비용이 들지 않는 말을 의미하는 용어로, 전략적인 행동을 연구하는 게임이론에서 주로 사용되는 개념이다.

15) Fried, "Informed Trading and False Signaling with Open Market Repurchases", 93, California Law Review, 1323-1386 (2005).

16) Grullon & Michaely, "The Information Content of Share Repurchase Programs", 59(2), Journal of Finance, 651-680 (2004).

17) Dittmar & Field, "Can Managers Time the Market? Evidence Using Repurchase Price Data", 115(2), Journal of Financial Economics, 261-282 (2015).

아닌 자사주의 매입은 주가 부양 효과가 지속되지 않을 뿐 아니라 시장에서의 신호와 관련해서도 부정적인 효과로 이어진다는 점을 알 수 있다. 매입 규모 대신 순유통주식의 감소분(net reduction in shares outstanding)을 기준으로 효과를 파악하고자 한 최근 연구¹⁸⁾에서도 매입을 통해 스톡옵션을 행사하거나 RSU를 발행하는 것은 실질적인 주식 수를 줄이지 못하고, 대신 실제로 주식 수가 감소한 기업들에서만 EPS가 개선되고 나아가 장기 주가 성과 역시 개선되었다는 결과를 내놓았다.

이러한 효과를 감안하면 만성적인 코리아 디스카운트를 해소하고자 하는 정책적인 관점에서 주가를 부양하기 위한 더 확실한 방법으로 여러 연구를 통해 입증된 자사주 소각을 늘릴 수 있다는 점에서 상법개정안을 추진할 유인이 상당했을 것으로 보인다.

(2) 연행불일치의 해소

하지만 주가 부양을 위해 효과적인 수단을 꺼내겠다는 단순한 의지에서 소각을 의무화하려는 것은 아니리라 본다. 머리말에서도 간략히 언급하였지만, 국내 상장사들의 경우 자사주 매입을 공시할 때는 그 목적을 주주가치를 제고하고 주가를 부양하겠다는 달콤한 표현을 사용한다. “현재 본 기업의 주가가 저평가되어 있는 것으로 판단하여 저평가를 해소하고자 자사주를 매입한다”, “배당 외에도 주주환원을 강화하고자 매입을 시행한다”, “주가를 안정시키고 시장의 신뢰를 확보하기 위해서이다” 등등의 표현에서 그러한 의지를 살펴볼 수 있다. 다만 무려 90% 이상의 기업들이 활용하는 이러한 목적의 공시 및 발표가 표면적인 것에 그친다는 것이 문제이다.

실상을 파고들면 취득한 자사주의 실제 사용처 중 약 64%가 직원의 성과보상 및 스톡옵션 확보에 사용된다는 분석¹⁹⁾이 존재한다. 그만큼의 비중은 아닐지라도 경영권 방

18) Bonaimé, Kahle & Moore, “Employee Compensation and Share Repurchases”, Journal of Financial Economics (2020).

19) 리더스인텍스가 2025년 12월 2일을 기준으로 2658개 상장사들 대상으로 최근 5년간 자사주 취득 흐름을 분석한 결과, 자사주를 매입한 기업 비중은 매해 평균 19~24% 수준이었다. 지난해는 2591개 상장사 가운데 641개사(24.7%), 올해는 연초부터 지난달 12일까지 508개사(19.1%)가 자사주 매입을 진행했다. 이들 기업이 자사주를 취득할 때 내세운 명분은 대부분 ‘주주 가치’였다. 5년간 제출된 자사주 취득 계획 공시 2067건 가운데 1936건(93.7%)에서 ‘주주 가치 제고’가 명시됐다. 이에 비해 ‘임직원 성과 보상’은 61건(3.0%), ‘주주 가치 제고·임직원 보상을 함께 적은 경우

어 목적 및 우호지분 확보를 위해서 자사주가 사용되는 사례도 존재한다. 일부 매입분은 단기 자금 확보 목적으로 사용되기도 하는 것으로 알려졌다. 이와 같은 목적의 자사주 매입은 경영상 운용의 묘로 활용되는 것일 수도 있지만, 소액주주 등의 입장에서는 직접적으로 주주환원이라고 납득하기 어려울 것이다. 자사주가 실제 매입되어 소각되는 경우가 30% 정도에 그친다는 점을 감안하면, 현재 한국의 상장사들이 보여주고 있는 언행불일치의 정도는 상당한 것이다. 상대적으로 규모가 작은 기업들만이 행하는 불일치가 아니라는 점²⁰⁾은 해당 문제에 대한 경각심을 불러일으킨다.

이러한 현상은 개개 기업만의 문제에 그치지 않을지도 모른다. 패시브 펀드 등 글로벌 자금 중 일부는 국가 단위로 묶여 투자가 이루어진다는 점을 감안하면 한국 기업들에 대한 신뢰가능성, 나아가 한국 시장의 공시 시스템과 그 이행에 대한 감독의 신뢰성 문제로 자칫 의심이 번질 수 있다. 지정학적인 리스크를 제외하고 코리아 디스카운트의 원인으로 꼽히는 요소들을 살펴보면 대부분 기업들과 규제당국의 정책에 관련된 신뢰성 문제들을 확인할 수 있다. ‘재벌’로 대표되는 오너 중심의 지배구조로 인해 내부거래, 일감 몰아주기, 이사회에 낮은 독립성 등이 현금흐름이 주주에게 귀속되지 않을 위험성을 높이고 소액주주의 권익을 등한시하는 관습이 고착화되었다고 지적받는다. 낮은 수준의 주주환원, 순환출자, 정책과 제도의 높은 불확실성은 모두 한국 시장과 한국 기업들에 대한 글로벌 자금의 신뢰가 강하지 않다는 것을 드러낸다. 이러한 상황에서 자

는 51건(2.5%)이었다. ‘주식 교환’ 목적은 단 1건에 불과했다. 그러나 처분 목적은 달랐다. 자사주가 어떻게 쓰였는지를 보여주는 처분 공시 1666건을 분석한 결과, ‘임직원 성과 보상’이 1066건으로 64.0%를 차지했다. 이어 ‘자금 확보’가 188건(11.3%), ‘교환 사채 발행’이 172건(10.3%), ‘주식 교환’이 81건(4.9%)이었다. 대부분 주주 가치 제고보다는 기업의 재무적 필요나 우호 지분 확보를 통한 경영권 보호 성격이 강한 것들이었다. 자사주를 소각하더라도 시장 전반의 관행 자체도 매우 제한적으로 이뤄지는 것으로 조사됐다. 최근 5년간 자사주를 취득한 880개 기업(중복 제외) 가운데 한 번이라도 자사주를 소각한 기업은 315개사(35.8%)에 그쳤다. 소각량은 전체 취득량(17억673만여주)의 54.6%(9억3263만여주)로 상대적으로 높아 보이지만, 이는 소수 대기업이 대규모 소각을 단행했기 때문이었다. 실제로 소각 참여 기업 315개사 중 상위 15개사가 전체 소각 물량의 절반을 차지할 정도로 편중돼 있었다; 경향신문, “자사주 살 때 ‘주주가치’ 표방했던 기업, 팔 때는 ‘성과 보상·자금 확보’”, 2025.12.02.

20) 한진칼의 경우, 2022년 9월 ‘주주 가치 제고’를 목적으로 자사주 신탁계약을 체결해 43만 9,989주를 취득하였으나 한진칼은 해당 주식을 2025년 상반기까지 한진칼이 보유하고 있다가 2025년 8월 임직원 성과 보상을 목적으로 전량 처분하였다; 경향신문, “자사주 살 때 ‘주주가치’ 표방했던 기업, 팔 때는 ‘성과 보상·자금 확보’”, 2025.12.02.

사주 매입을 발표한 기업들이 이를 그대로 목적에 맞게 이행하는 모습을 보이도록 규제하는 것은 한국 시장과 한국 기업에 대한 신뢰성을 확보하는 수단이 될 것이다.

물론, 이렇게 될 경우 자사주 매입의 전략적인 가치와 유연성이 감소하여 매입 자체가 감소할 수도 있다는 지적²¹⁾이 존재하기는 한다. 하지만 기업들이 이미 취득한 자사주를 소각시키는 효과²²⁾가 있을 수도 있으며, 시장의 신뢰를 강화한다는 점에서 장기적인 관점에서는 득이 되는 측면이 분명히 있을 것이다. 현대 금융시스템은 신뢰를 기반으로 작동한다는 점을 절대 잊지 않아야 한다.

Ⅲ. 자사주 소각 의무화 관련 쟁점

1. 자사주 소각 상법 개정안에 대한 구체적인 논의

앞서 자사주 소각 상법 개정안을 통해 기대할 수 있는 효과들과 더불어 굳이 ‘소각’까지를 의무화하는 것의 필요성이 대두된 이유에 대해 살펴보았다. 하지만 소각을 의무화하는 개정안이 통과되더라도 어떻게 설계된 개정안이 통과될지에 따라 기업과 시장에 미치는 효과가 달라질 것이다. 실제로 국회에서는 제3차 상법개정안에 대한 논의가 시작된 이후로 자사주 소각 의무화 관련 쟁점들에 있어 각기 다른 기준을 앞세운 여러 법안들이 제시되었다. 이에, 자사주 소각 의무화를 전제로 하였을 때 어떠한 쟁점들이 존재하는지에 관해 검토할 필요성이 있다.

(1) 대상회사

개정안 통과 시 자사주 소각을 의무적으로 하게 되는 주체에 대한 논의이다. 핵심적

21) 물론, 이를 실증적으로 확인할 수 있는 연구는 전무한 수준이다. 전세계적으로 자사주 매입 후 소각을 의무화하고 있는 경우가 많지 않기 때문에 의무화 전과 후를 비교하여 그러한 제도적 변화가 실제 자사주 매입량에 어떠한 영향을 미쳤는지를 확인하는 것 역시 쉽지 않다.

22) 실제로 자사주 관련 공시 의무 강화만으로도 2024년 자사주 소각 공시 및 규모가 2023년보다 증가하였다는 분석도 존재한다; 이경연, “글로벌 ESG 동향 ①한국 - 거버넌스 중심의 개혁, 자사주 소각 증가의 배경”, 대신증권 (2024).

인 논의는 상장회사에 대해서만 자사주 소각 의무화 규정을 도입하자는 입장과, 모든 주식회사가 대상이 되어야 한다는 입장의 대립이다. 상장회사에만 해당 규정을 적용하자는 입장은 KOSPI와 KOSDAQ 등 자본시장에 참여하는 기업으로 그 대상을 한정짓자는 것인데, 사실상 자본시장에 대한 규율을 강화하고자 하는 목적으로 해석할 수 있다. 반대로 모든 주식회사에 이와 같은 규정을 적용하자는 입장은 비상장사를 포함하는 보다 일반적인 규율이 된다.

이 모든 논의의 목적이 소액주주의 보호와 주주가치 제고라는 점을 피상적으로만 보면 모든 주식회사에 적용하는 것이 타당하게 느껴질 수도 있으나, 그 실질을 눈여겨볼 필요가 있다. 사실상 자사주 남용과 관련하여 발생하는 주주의 피해는 대다수가 자본시장에 상장된 회사에서만 발생한다. 공개시장에서 주식이 거래되는 해당 기업들의 주식을 둘러싼 정보의 비대칭성이 존재하고, 이에 따라 소액주주들이 피해를 입는 경우가 많다. 소액주주들의 투자와 권익을 보호하겠다는 취지에서는 상장사로 해당 논의를 제한하는 것이 더 적절하다고 본다.

물론 최근 들어 비상장사에 대한 일반인들의 접근성이 많이 높아진 것은 사실이다. 비상장주식을 거래하기 위한 플랫폼이 K-OTC를 통해서 마련되고 있고, 비상장주식을 거래하기 위한 스마트폰 어플리케이션 광고 역시 심심치 않게 볼 수 있다. 이에 더해 2026년 내로 시행이 예정되어 있는 기업성장집합투자기구²³⁾(BDC) 제도를 고려하면 비상장사와 일반 소액주주들 간의 밀접성이 점차 높아질 것이라 어렵지 않게 예측할 수 있다. 그에 따라서 비상장사에 대한 규제 필요성도 점차 대두될 가능성이 있지만, 현재는 그 논의를 진행하기에는 다소 이르다고 판단한다.

뿐만 아니라 모든 주식회사를 상대로 해당 규정을 적용하고, 이를 적절하게 감독할 수 있다는 보장 역시 없다. 도입 초기에는 규정의 불명확성 등과 관련된 기업들의 혼란이 실무상 발생할 수 밖에 없는데, 이를 적절히 감독하고 교정하는 데에 행정적인 비용

23) Business Development Company; 비상장 벤처·혁신기업, 코넥스·코스닥 상장사 등에 자산의 60% 이상을 투자해야 한다. 특정 분야에 집중되지 않도록 벤처조합과 코스닥 투자는 각각 최대 30%까지만 투자되도록 유도한다; 한경, “비상장사 쉽게 투자··· ‘BDC’ 윤곽 나왔다”, 2025.12.04.

이 상당할 것으로 예상된다. 그 가운데 상장회사에서 모든 주식회사로 그 적용의 대상이 더 넓다면 그에 상응하는 행정력을 추가적으로 마련해야 할 것인데, 이에 실패한다면 새롭게 도입된 규정 관련 감독을 제대로 하지 못하는 상황이 발생할 수 있다. 특히 비상장사의 경우 상장사에 비해서 여러 규정들이 더 느슨하게 적용되는 경우가 많기 때문에 제대로 된 감독을 하는 데에는 추가적인 어려움이 따를 수 있다. 그럴 바에는 규제의 현실성을 고려하여 상장사만으로 범위를 좁혀²⁴⁾ 제대로 감독하고 상장사들의 주주에게 확실한 효과를 누리게 하는 것이 옳다.

비상장사까지도 규율하겠다는 안의 가장 큰 문제는 기업을 경영하는 데에 있어 너무 많은 제약을 가하게 된다는 점이다. 기업의 지배주주 혹은 경영자가 기업을 비상장자로 두는 경우에는 나름대로의 전략적 유연성을 피하기 위한 경우가 적지 않다. 가장 대표적으로 명품을 판매하는 기업들의 경우는 독창성과 헤리티지를 유지하기 위해서는 오히려 중심의 까다로운 경영이 이루어져야 한다면 경영 통제권을 확보하고자 하는 목적에서 굳이 상장을 선택하지 않는 경우들이 존재한다. 상장 시 외부의 주주들이 대거 유입되고 오히려 일가의 지분이 희석된다는 점에서 전략적 운영이라고 볼 수 있을 것이다. 이에 더해 단기 실적 압박으로부터 자유로울 수 있다. 경영자들의 경우 분기/반기 등의 실적의 압박에서 자유롭다면, 상대적으로 장기적인 경영판단을 가져갈 수 있다는 장점이 있다. 상장에 따라 추가적으로 드는 감사, 공시, IR 등의 각종 비용과 정보 비공개가 기업의 경쟁력에 영향을 미치는 특수한 상황과 관련해서도 비상장기업이 비상장으로 남고자 하는 이유를 설명할 수 있다. 기업의 고유한 상황에 따른 전략적 판단에는 자율성이 보장되어야 하는데, 모든 주식회사를 대상으로 자기주식 매입 시 소각을 의무화하게 되면 이러한 자율성을 침해하는 결과를 낳을 수 있다.

(2) 소각기간

자사주를 취득한 이후 의무적 소각까지의 기간을 얼마나 부여할 것인지의 문제 역시 그 견해가 나뉜다. 취득 즉시 소각해야 한다는 안부터 6개월 이내, 1년 이내, 대통령령

24) 물론, 비상장사 중에서도 규모가 크고 주주 구성을 고려하였을 때 자사주 소각 의무화 규정을 적용하는 것이 옳다고 판단할 만한 기업들이 존재할 수도 있다. 추후에는 이러한 기업들에 대한 규율도 논의할 수 있을 것으로 생각한다.

으로 정하는 기간 내에 등이 제시되었다. 해당 기간의 설정에 따라서 제도의 실효성과 부작용 등이 크게 달라질 수 있다는 점에서 기간 설계에 있어서는 주의가 요구된다.

자사주를 취득하는 즉시 소각해야 한다는 입장이 논리적으로는 가장 합당하다. 정말로 자사주 매입의 목적이 주주환원이었다면 굳이 오랜 기간 자사주를 보유하고 있을 이유가 없다는 것이다. 취득 시점부터 6개월, 1년 등 보유를 허용하는 기간이 길어지면 길어질수록 지배주주의 재량에 따라서 해당 자사주를 활용할 여지가 많아지고, 이로 인해 앞서 언급했던 여러 가지 병폐들이 발생할 가능성이 동반 상승한다. 주주총회 등에서 지배주주가 특히 중요하게 여기는 안전이 상정되었을 때를 위해서 자사주를 매입하여 의결권을 행사한 후에 6개월, 1년 내로 처분하기만 하면 된다는 규정에 따라서 소각을 완료하면 아무 문제가 되지 않는 것이다.

물론, 6개월에서 1년간 자사주를 보유하면서 전략적으로 기업의 이익을 챙길 수 있게 하는 제도에 일부 긍정적인 효과가 있다. 제도적 경직성을 다소 완화하는 대신 경기변동이나 재무상황에 유연하게 대처할 수 있고, 인수합병이나 스톡옵션, 구조조정과 관련해서도 보다 안정적이고 예측가능한 전략을 세울 수 있다는 점이 기업친화적으로 보인다.

다만 즉시 소각 규정 외에 보유 기간을 조금이라도 허용하는 규정의 경우에는 제도의 취지가 형해화될 수 있다. 보유 기간 1년짜리 매입을 매년 반복하는 방식 등으로 합법적인 범위 내에서 자사주를 지속적으로 보유²⁵⁾하게 된다면 사실상 큰 제한 없이 상법 개정 전과 동일한 효과를 누리게 되는 것이다.

물론 자사주 취득을 공개시장에서 적극적으로 한 것이 아니라 인수합병 등의 다른 경로를 통해서 간접적으로 취득하게 된 경우에는 일정 기간을 보장하여 이를 처분할 수 있게 해주어야 할 것이다. 이러한 경우마저 자사주를 취득하였다고 즉시 소각하라고 하

25) 물론 주가 변동에 따라서 자사주 매입이 상대적으로 용이하지 않은 시기가 존재할 수는 있다. 가령 주가가 큰 폭으로 상승한 경우에는 이러한 전략을 사용하는 것이 재무적인 부담을 가중시킬 수 있으나, 지배주주 입장에서는 사재가 아닌 기업의 유동성을 바탕으로 매입을 진행한다는 점에서 부담이 다소 완화될 여지는 있다.

는 것은 인수합병한 회사의 경영에 있어 우발적인 문제가 생길 수 있기에 일정 부분 유연성을 부여할 필요는 있다고 판단된다. 단, 이러한 예외적인 취득은 매우 엄격하게 관리해야 할 것이며 그 보유를 허용하는 기간 역시도 단기에 그쳐야 할 것이다. 원칙적인 자사주 즉시 소각만이 당초 이러한 법안을 내놓게 된 취지와 부합하며, 그 실효성 역시도 보장할 수 있는 길이다.

(3) 소각의 예외

자사주를 취득한 후 소각하지 않아도 되는 예외로 어떠한 경우들을 상정할 것인지가 문제된다. 각 의원안마다 표현하고 있는 방식은 조금씩 다르지만, 주로 거론되는 것은 임직원에 관한 보상이다. 타 의원안과 다소 차별점이 보이는 김남근 의원안의 경우에는 전환사채 및 신주인수권부사채 권리행사가 필요한 경우에도 자사주를 소각하지 않는 예외를 허용하겠다는 입장이다.

임직원 보상이라는 폭넓은 항목 안에는 주식매수선택권, 사내근로복지기금 등이 포함될 수 있지만, 가장 대표적인 스톡 옵션으로 논의를 한정하겠다. 주식기반 보상은 장기 성과 유인과 기업가치 제고를 위한 핵심적인 수단이다. 특히 기업의 주가와 경영진 등의 스톡 옵션 행사 여부를 결부시키는 경우가 많다는 점에 있어서 소액주주와도 그 이해관계가 들어맞아²⁶⁾ 경영에 있어서 대표적으로 사용되는 보상수단이다. 스톡 옵션이 실행될 경우를 대비하여 자사주를 보유하고 있는 것은 드문 일은 아닌데, 이는 스톡 옵션 제도를 운영하는 여러 방식 중 하나에 불과하다. 신주를 발행하여 주식을 교부할 수도 있고, 현금결제를 통해서 차액보상을 하는 방식 역시 가능하다. 다만 스톡 옵션 목적의 자사주 보유가 전면적으로 금지된다면 경영상 효과적인 수단으로 여겨지는 스톡 옵션 제도를 운영하려는 유인 자체가 꺾일 수도 있다는 우려가 가능하다. 앞서 나열한 바와 같이 신주 발행을 통해서 주식을 교부하게 된다면 자사주를 취득하는 것은 아니기 때문에 법률상 문제는 없지만 기존 주주들의 지분 희석이라는 문제가 발생하여 오히려 주주가치 제고를 도모하는 소각 의무화 제도의 취지가 무색해진다. 행사가와 현 주가의 차액을 현금으로 보상하는 차액보상형 제도를 운영하게 된다면 실제 주식을 교부할 필

26) 스톡 옵션 실행을 위해 단기적으로 주가를 부양하려는 의도를 가지고 경영상 무리한 판단을 내리는 경우들도 존재하지만, 그러한 사례는 이번 논의에서 배제한다.

요가 없어 자사주 취득의 필요성은 없지만 현금유출과 더불어 주가가 낮을 때 자사주를 매수해 두었다가 스톡 옵션 목적으로 사용하는 방식으로 재무적인 부담을 줄이는 등의 전략을 활용하기가 어렵다는 단점이 존재한다.

스톡 옵션 실행 조건이 발동되지 않았다는 이유로 스톡 옵션을 미집행하고 당해 목적의 자사주를 지속적으로 보유하는 등의 남용 가능성이 아예 없다고 할 수는 없지만, 이는 다른 방식으로 규제할 문제이지 스톡 옵션 목적 자사주 보유 자체를 전면적으로 금지할만한 사유가 된다고 보기는 무리가 있다. 물론, 임직원에게 보상할 만큼 자사주를 확보하고자 할 때 그 규모가 어느 정도여야 하는지에 대해서는 다시 한 번 적절한 기준을 세워 규율할 필요성이 있을 것이다. 혹은 해당 목적의 자사주의 경우 의결권을 전면 배제하고, 지급 기한을 명시하고 미집행된 스톡 옵션분의 자사주에 대해서는 즉시 소각을 하도록 세부적인 지침이 추가된다면 효과적인 경영 수단은 유지하되 자사주와 관련된 부작용은 최소화할 수 있을 것이다.

다음으로 전환사채(CB) 및 신주인수권부사채(BW) 권리 행사에 대응하기 위해서 자사주를 보유하는 경우에 대해서 검토한다. 이미 발행된 채무상품과 관련하여 계약상 권리를 이행하기 위해서 자사주를 보유하는 것은 허용하는 것이 합당하다는 논지이다. 김현정 의원안의 법령상의 의무이행이라는 예외조항 역시 이에 대한 고려가 포함된다고 볼 것이다. 자사주를 매입했다가 이러한 목적으로 활용하면 신주 발행의 필요성이 없어 기존 주주의 지분가치 희석을 완화할 수 있다. 스톡 옵션을 자사주로 대응하였을 때와 비슷한 장점을 누린다고 볼 것이다. 뿐만 아니라 미리 자사주를 확보해 둬으로써 채권자의 권리를 보장하는 측면도 있다. 스톡 옵션과 같이 채권자의 권리 행사 지연을 이유로 자사주의 보유 기간이 늘어나는 것이 문제가 될 수는 있으나 이 역시도 권리 행사기간 동안의 의결권 제한, 계약상 필요한 최대 수량 한정, 행사기간 종료 후 잔여분 즉시 소각 등의 방식을 통해서 남용을 상당 부분 방지할 수 있다.

스톡 옵션은 인적지원관리의 측면에서 보았을 때 경영상의 이점이 있고, 전환사채 혹은 신주인수권부사채 등은 기업의 재무적인 측면에서 보았을 때 활용 가치가 상당한 수단들이다. 경영 전략과 밀접하게 관련되어 있는 위 제도들의 경우에는 엄격하게 관리하

되 자사주 소각 의무화의 예외로 지정하여 경영상 제약이 없게끔 하는 것이 바람직할 것이다.

(4) 예외 인정절차

위에서 살펴본 예외들을 허용한다는 가정 하에, 이를 인정받는 절차를 어떻게 규율할 것인지에 대한 논의 역시 필연적으로 수반된다. 다만, 이에 대해서는 모든 안들이 기간과 관련된 세부적인 사항에서만 차이²⁷⁾를 보일 뿐, 주주총회 승인²⁸⁾을 통해서 예외를 인정받게 한다는 점에 있어서 큰 흐름을 같이 하므로 논의를 간단히 마무리한다.

(5) 기보유 자기주식

새롭게 취득하는 자기주식의 경우 위의 가이드라인에 따라서 규율을 받는다고 하더라도 기업들이 이미 보유하고 있는 자기주식을 어떻게 처리할 것인지에 관해서는 또 다른 논의가 필요하다. 기존에 보유하고 있던 것이라 해도 자사주를 지니고 있음으로 인해 주주가치 훼손에 대한 가능성이 남아있다면 기보유 자기주식 역시도 위험성을 빠르게 제거하기 위해 즉시 소각하도록 하는 것이 합당한 논리로 보이긴 한다. 그 경우 EPS 개선 등의 경로를 통해서 주가 부양의 효과²⁹⁾가 발생할 수 있다.

다만 여기서 고려해야할 점은 상법개정안이 시행되기 전에 선제적으로 이를 빠르게 처분하고자 하는 움직임이 있을 수 있다는 것이다. 이미 자사주 비중이 높은 종목들에

27) 대표적인 의원안을 일부 나열하자면, 다음과 같다;

김남근 의원안: 매년 정기주주총회 승인

민병덕 의원안: 자기주식 취득 후 3개월 이내 주주총회 승인

김현정 의원안: 주주총회 승인

28) 지배주주의 의결권 행사가 취지를 무색케 하는 것이 아닌지 지적이 가능하다. 다만, 예외 인정절차로 주주총회의 승인을 언급한 위 3개의 의원안 모두 주주총회 시 최대 주주 합산 3%로 의결권을 제한한다는 조항을 달아놓아 지배주주의 영향력을 제한한다. 뿐만 아니라 종전 제1차 상법개정안으로 인한 전자주주총회 도입으로 소액주주가 결집하는 것 역시 더 용이해졌다는 점은 이러한 지점에서 주주총회에서의 지배주주의 상대적인 영향력을 더욱 약화시킨다. 혹 위법한 목적의 자사주 매입 및 보유가 주주총회에서 승인을 받아도 개정안과 규제기관의 감독을 통해 부적절한 자사주 관련 활동은 제재한다.

29) 다만 현재 시장은 제3차 상법개정안에 대해 충분히 인지하고 있으며 자사주 보유 비중이 높은 기업들의 주가가 이미 상당 부분 올라 단기적인 초과수익이 가능할지는 미지수이다.

대해서는 소각에 대한 기대감으로 많은 자금이 집중적으로 유입되었는데, 이러한 상황에서 시장에 자사주를 다시 내놓게 된다면 수급적인 문제로 인해 주가의 변동성이 대폭 확대될 수 있다. 주식의 공급이 집중적으로 증가하면 발생하는 문제에 대해서는 공모주의 보호예수기간³⁰⁾ 해제를 통해서도 살펴볼 수 있다. 따라서 시장에 주는 충격을 완화하기 위해서라도 기보유 자사주에 대해서는 상대적으로 완화된 조건을 부여할 필요성은 있다. 개정안에서 부여한 소각 유예기간 동안 자사주를 다른 방식으로 활용할 수 없다면, 시장에 자사주를 재발행할 유인이 높아지므로 일정 부분 자사주의 활용을 허용하되, 단계적으로 처분 혹은 소각할 수 있도록 제도를 정비해야 한다. 자칫하면 소액주주 보호를 위해 마련한 제도를 시행하는 초기부터 소액주주의 권익이 침해되는 상황이 발생할 수 있기 때문이다.

다만, 의도적으로 오랜 기간 자사주를 보유하며 소각 및 처분 외에 다른 목적으로 적극적으로 활용하는 것에 대해서는 적절한 규제책이 필요하다. 특히 기보유 자사주를 묵인하는 기간이 길어질수록(가령, 5년 안에 소각) 해당 문제가 불거질 것이다. 따라서 기간 자체를 과도하게 길게 주는 것에는 위험성이 따른다. 만일 처분 혹은 소각의 속도로 조절하고 싶은 것이라면 4년간 기보유 자사주의 25%씩을 매년 처분 할당량으로 설정하는 등의 방안을 활용할 수 있으리라 생각된다. 결국 앞선 다양한 쟁점들과 마찬가지로 적절하고 치밀하게 설계된 보조 규제³¹⁾의 도움이 필수적이다.

2. 기타 논의

핵심적인 쟁점은 앞서 대부분 다루었으므로 그 외 고려할 만한 사항들에 대해 간략하게 언급한다. 여러 의원안 중 일부 쟁점들에 대해 대통령령에 세부적인 사항을 위임하는 부분들이 있는데, 시장의 상황에 맞게 비교적 유연하게 대처하며 균형을 찾을 수 있다는 장점이 존재하지만, 정치적인 요소 등에 의해 본 취지에 걸맞은 운영이 되지 않

30) 주로 락업이라고 일컫는 보호예수기간은 주식을 대량으로 구매하거나 회사의 많은 지분을 보유한 경우에 의무 보유기간을 설정하여 회사의 주식판매를 일정기간 동안 늦추는 것이다. 신규 상장하는 기업들의 경우 이러한 락업 물량이 대량으로 시장에 공급되기 전후로 주가 변동성의 확대되며 선제적으로 주가가 하락하는 경우도 다수 있다.

31) 이에 대해서는 독일 등에서 마련하고 있는 일정 규모 이상의 자사주 장기 보유를 규제하는 방식을 참고할 수 있을 것이다.

을 수도 있다는 점 역시 유의할 필요가 있다. 그 사이에서 균형을 찾는 일이 중요할 것이다.

자사주 소각과 관련된 제3차 상법개정안의 대부분의 논의가 여당 주도로 이루어지고 있는 상황에서 야당의 김재섭 의원은 인수·합병(M&A)으로 취득한 자사주는 예외로 하자는 법안을 발의하기도 하였다. 이에 더해 자기주식보유처분계획을 주주총회에서 3년마다 승인받도록 완화하는 것을 제의하였다. 야당의 개정안에 대한 대응으로 내놓은 해당 안을 통해 확인할 수 있는 점은 결국 예외를 어디까지 둘 것이고, 주주총회를 통해 자기주식의 활용에 대한 적절성을 어떻게 담보할 것인지 매우 정교한 설계가 필요하다는 점이다. 기업경영을 위한 자율성 확보와 확실한 규제를 통한 소액주주 권익 보호 등의 문제 사이에서 무게추의 균형을 찾는 것이 쉬운 과제는 아닐 것이다.

IV. 제도적 개선방안

1. 국내 제도의 한계

이번 제3차 상법개정안을 두고 야당과 재계에서는 우려의 목소리도 적지 않다. 자사주 소각을 의무화할 경우 기업 경영과 지배구조 등에 악영향을 미칠 수 있다는 점을 필두로 여러 가지 제도적 한계들이 거론되곤 한다.

(1) 경영권 방어 수단의 부재

가장 대표적으로 꼽히는 한계로는 자사주를 보유할 수 없게 될 경우 경영권 방어 수단이 전무하다시피 된다는 것이다. 한국은 적대적 M&A 상황에서 기업을 방어하기 위한 포이즌필³²⁾(Poison Pill)과 같은 외국식 방어 장치가 존재하지 않는다. 이에 경영권 방어를 위해 자사주를 활용할 수밖에 없는데, 자사주를 의무적으로 소각하게 하면 외부의

32) 특정 주주가 경영권에 영향을 미칠 정도로 많은 주식을 취득할 경우, 다른 주주들에게 시가보다 낮은 가격에 주식을 매입할 수 있는 권리를 부여하는 제도로, 이를 통해 특정 주주의 지분이 희석되면 경영권 인수가 어려워진다.

공격으로부터 대단히 취약해진다는 지적이 주를 이룬다.

최근 고려아연의 경영권 분쟁 사건으로 인해 포이즌필의 필요성이 수면 위로 올라오기 시작했는데, 포이즌필이 결점 없는 제도라는 것은 아니지만³³⁾, 적어도 경영권 인수 시도자를 상대로 한 협상력이 높아져 기업가치 저평가 및 적대적 인수 시도를 방지할 수 있으며 경영권 방어를 위한 기업 자원의 불필요한 소모를 줄여 장기적인 주주가치 제고에도 도움이 된다. 한국에서는 포이즌필 도입을 위한 상법 개정안³⁴⁾이 몇 차례 발의된 바 있으나, 모두 임기 만료로 폐기되었다.³⁵⁾

적어도 자사주 소각을 의무화할 것이라면 경영권 방어를 위한 최소한의 수단은 확보할 수 있도록 포이즌필을 허용하거나 기타 다른 제도들을 마련해줄 필요성에 대한 지적은 타당한 것으로 보인다.

(2) 기업 재무전략 유연성 약화

자사주를 보유하는 것은 재무 전략적인 차원에서 유용하다. 전술한 적대적 M&A 방어 수단으로 쓰이지 않더라도 전략적인 M&A에서 활용할 수 있는 수단³⁶⁾이기도 하며, 각종 사채를 발행하는 데에도 활용된다. 사업 재편 및 확장에 있어서 활용할 수 있는 수단이 줄어든다는 것은 기업 입장에서는 분명한 악재이다. 활용할 수 있는 재무전략이 줄어들어 따라 더 큰 자본조달비용에 직면한다.

(3) 주가 부양에 대한 부담 증대

그간 자사주 매입 혹은 그 공시를 통해서 기업에 대한 확신을 드러내고 주가에 대한

33) 포이즌필의 문제점으로는 기존 주주들이 경영권 인수 시도자로부터 프리미엄을 받고 주식을 매각할 기회를 상실하거나 무능한 경영진을 교체할 기회를 잃는다는 점이 거론된다. 포이즌필이 남용되면 건강한 경영권 교체 역시도 힘들어져 독단적인 경영이 지속될 수 있다는 것이다.

34) 우리 상법의 주주평등원칙에 따르면 경영권 인수를 시도하는 주주를 제외한 나머지 주주들만이 행사할 수 있는 권리를 부여한다는 포이즌필 제도는 모든 주주가 행사할 수 있는 것이 아니라는 점에서 평등원칙에 위배될 소지가 있다.

35) Legal Times, “미국의 포이즌필 판례와 한국의 포이즌필 도입 논의”, 2025.03.31.

36) 포괄적 주식교환에 자사주를 활용하는 방안이 사용되기도 한다. 다만, 최근 네이버가 두나무를 인수하는 과정에서는 신주발행을 활용한 것으로 알려졌다.

신호를 보내던 전략은 유용하게 사용되어 왔다. 하지만 공시가 반드시 매입으로 이어져야 한다던가, 매입이 반드시 소각으로 이어져야 한다는 등의 규정이 신설될 경우 기업 입장에서는 자사주 매입을 발표하기가 부담스러워진다. 이는 적절한 시기에 적절한 규모의 매입을 통해서 주가를 부양하는 빈도가 줄어들 것이고, 주가에 악영향을 미칠 수 있음을 시사³⁷⁾한다.

(4) 제도 설계의 복잡성

위낙 많은 쟁점들이 얹힌 문제인만큼 정교한 설계가 요구되지만, 처음으로 개정된 법안이 시행되는 과정에서 예외 규정에 대한 설정, 기존 자사주 처리, 주주총회에서의 승인 절차 등 구체적인 설계와 관련하여 예상치 못한 변수들이 상당수 발생할 수 있다. 시간이 지남에 따라 적절한 피드백을 통해서 법안을 다시 수정할 필요성이 생길 것이다.

국회에 제출된 다양한 안들을 살펴보면 엄밀한 금융공학적 설계에 의존해서 나온 결과라기보다는 예외 설정 및 기간 설정이 상당히 임의적이라는 느낌을 지울 수 없다. 이렇게 통과된 개정안이 실제로 시행되었을 경우 어떠한 영향이 있을지에 대해 예측이 더욱 어려운 것은 해외 사례 부족으로 인해 벤치마킹이 불가능하고, 한국 자본시장만의 특수한 상황들과 맞물려 독특하게 발생하는 효과들이 있을 수 있기 때문이다.

2. 해외 입법례

국제적으로는 법으로 자사주 소각을 의무화한 사례가 매우 드물며, 대부분 자율적 처리 또는 일부 사항에 대해서만 제한적으로 요건을 두는 선에서 자사주 소각에 관련된 규정을 적용하고 있다. 전술한 바와 같이 이로 인해 자사주 소각 의무화 규정의 도입 전후로 시장에 어떠한 충격이 발생하는지 참고할만한 자료가 극히 제한적일 뿐 아니라, 자사주 소각 의무화 자체가 글로벌 스탠다드에 부합하지 않는다는 지적의 원인이 된다.

자본시장이 가장 발달하였다고 꼽히는 미국의 경우, 연방 상법과 각 주의 법이 회사

37) 한편으로는 강한 확신 하에서만 자사주 매입 후 소각을 진행할 것이라고 판단하여 오히려 자사주 매입이 시장에 보내는 신호가 강해지는 결과로 이어질 수도 있다.

의 자기주식과 관련된 사항을 규율한다. 다만 연방 단독법 대신 주별 회사법이 적용되며 일반적으로 자기주식 관련 명시적 소각 의무 조항을 두지 않는다. Delaware 주법은 자기주식 보유를 허용하되 해당 주식은 의결권과 배당권이 없다고 명시하고 있으며, Model Business Corporation Act의 경우 자기주식은 발행주식에서 제외되며 회사가 이를 취득 혹은 처분하는 것이 가능하다고 규정하고 있다. California 주의 경우에도 취득된 자기주식을 발행되지 않은 주식으로 본다는 해석으로 인해 사실상 자사주 소각과 동일한 효과가 발생하기도 한다. 종합적으로 살펴보자면 자사주의 소각 자체를 의무화하는 규정보다는 자기주식과 관련된 남용을 방지하기 위해서 신의성실의무³⁸⁾와 주주평등의 원칙을 앞세우고 자기주식 관련 공시에 대해 SEC(미 증권거래위원회)의 규제를 바탕으로 주주들의 권익을 보호하는 시스템을 유지하고 있다.

EU 주요국들인 독일과 프랑스의 규제를 살펴본다. 독일은 회사법(Aktiengesetz)을 통해 상장회사 자기주식 처리규정을 규율하는데, 자사주의 보유 한도에 대해 회사는 자본금의 10%까지가 자기주식을 보유할 수 있으며 초과분에 대해서는 취득 후 3년 내 처분 또는 소각해야 한다고 규정하고 있다. 일정 비율과 일정 기간을 넘어서는 경우에만 발생하는 제한적인 소각 의무라고 볼 수 있다. 뿐만 아니라 자기주식에 대해서는 의결권과 배당권을 부여하지 않는다는 점에서 앞서 살펴본 미국의 자사주 관련 규정과 유사한 점이 있다. 프랑스 역시 상법(Code de commerce) 등을 통해서 자기주식 관련 사항을 규율한다. 기업이 자기주식을 취득하는 것은 허용되나 취득과 처분 과정에서 적절한 공시를 통해 투명성을 강화하는 것에 초점을 두고 있다. 대신 법적인 소각 의무를 부과하지는 않으며 자사주의 보유는 일반적으로 주주총회의 승인 하에 가능하다.

영국은 Companies Act 2006이 자기주식에 대한 규정을 포함한다. 영국은 이사회와 주주총회 결의 등 법적 절차를 거쳐서 회사가 취득한 자기주식을 보유하거나 소각하는 것이 허용된다. 미국과 독일과 마찬가지로 자기주식은 의결권과 배당권이 없으며 처분 방식은 기업의 자율에 따른다. 취득한 주식의 소각에 관해서는 주주총회 승인 등을 통해서 시행할 수 있다. 이를 전략적인 경영 판단의 영역으로 보아 법에서 일반적인 의무를

38) 가령 경영진이 자사주를 특정 이해관계자에게 불공정한 방식으로 처분할 시 이사의 신의의무 위반이 문제될 수 있다.

부과하지는 않되 주주총회와 공시 등의 절차를 통한 책임있는 관리를 요구하는 것이다.

일본은 회사법 및 관련 시행령을 통해 자기주식을 취득, 보유, 소각할 수 있도록 한다. 소각은 이사회 결의 등 내부 절차에 따라 가능하고 일반적인 법적 소각 의무는 존재하지 않는다. 일본 역시도 앞서 언급된 많은 국가들과 유사하게 자기주식 자체가 의결권과 배당권을 지니지 않는다. 기업의 자율성을 중시하는 기조로 재무 및 기업운영 전략의 일환으로 주식을 취급할 수 있게 하는 모습이다.

3. 시사점

해외 입법례를 비교하면 정재계에서 제3차 상법개정안의 자사주 소각 의무화 규정에 대해 이것이 오히려 글로벌 스탠다드에 역행하는 것이라고 지적하는 이유를 찾을 수 있다. 대부분의 국가들이 자사주 소각을 의무화하는 규정을 두고 있지 않을뿐더러, 독일처럼 관련 규정을 두고 있다고 하더라도 극히 제한적인 소각 의무화 상황이 발생했을 때만 효과가 있을 뿐 전면적인 소각 의무화 규정이 있는 것은 아니기 때문이다.

이것이 가능한 이유 중 하나는 기본적으로 회사가 취득한 자기주식의 경우 의결권과 배당권이 박탈되기 때문에 자기주식의 가치가 낮아지기 때문일 것이다. 상대적으로 활용가치가 낮은 자기주식을 굳이 취득하여 보유하고 있을 유인이 덜하다.

이에 더해 한국에서 자사주의 문제로 지적되는 지배주주의 남용과 소액주주 권리보호 미흡 등의 경우, 해외에서는 자사주의 보유라는 상태 자체를 불가능하게 함으로써 이를 해결하기보다는 자기주식의 취득과 보유 및 소각의 전 과정에 대해 투명한 공시를 강화하고 이사회와 주주총회 등에서 이를 관리·감독하는 방향으로 경영진이 자사주를 부당하게 사용할 수 없도록 제지한다. 동시에 취득한 자사주를 주주들에게 친화적인 목적으로 활용하는 것은 규제하지 않으므로 경영상의 유연성은 확보할 수 있게 된다.

경영상의 유연성은 가볍게 지나칠 수 있는 문제가 아니다. 앞서 한국이 포이즌필 제도를 갖추지 못하여 자사주 보유라는 전략마저 사용할 수 없게 되면 적대적 M&A에 대해 극도로 취약해진다는 지적을 소개하였는데, 최근 탈세계화와 재세계화 과정에서 산

업기술안보 등이 민감한 이슈로 떠오르고 있다. 국익과 직결되는 핵심적인 산업과 기술에 대해서는 국가 차원에서 강력하게 보호³⁹⁾하고 지원한다. 글로벌 경제가 경쟁적으로 재편되는 흐름 속에서 기업들의 경영권을 방어할 수 있는 수단을 부여할 수 없게 된다면 최소한 포이즌필과 같은 여타 방어수단을 제공하거나 기업결합심사에서 하는 것과 유사한 방식으로 국가의 핵심자산과 연관된 기업들에 대한 적대적 M&A 시도에 대해서는 적극적으로 규율하여 국익과 국가경제를 보호할 수 있는 제도가 마련될 필요가 있다.

앞서 검토한 국가들의 경우 자사주에 대한 활용을 폭넓게 보장하되, 관련하여 발생할 수 있는 문제점들에 대해서는 자사주를 직접 규율하는 규정이 아닌 여타 규정을 통해서 규율하고 있다. 한쪽에서 자율성을 부여하는 만큼 다른 측면에서는 규제가 이루어져 균형을 이루는 것이다. 한국 역시도 자사주 소각을 의무화하지 않는 대신 글로벌 입법례를 참고하여 그 남용을 막는 것을 검토할 수도 있을 것이지만, 자사주 소각 의무화를 채택하게 될 경우 그만큼 기업의 자율성이 경시되지 않도록 새로운 제도를 마련하여 반드시 균형을 맞추어야 한다.

V. 맺음말

제3차 상법개정안에 대해 찬성하는 이들만큼이나 많은 이들이 의문을 품고 있는 것으로 보인다. 그들의 핵심적인 의문은 자사주 소각 의무화를 법적으로 규정하고 있는 국가가 거의 없는데, 왜 한국만은 굳이 자사주 소각을 의무화하겠다는 것인지를 묻는다. 물론 자사주 소각과 관련된 여러 연구가 자사주 소각의 주가 부양 기능과 주주권익 보호 효과를 언급하고는 있지만, 경영상의 유연성을 희생하면서까지 이루어내야 하는 목적인지, 또한 현재 그토록 주주의 권익이 심하게 침해받고 있는지 묻는다면 쉽사리 답할 수

39) 2023년 일본의 Nippon Steel이 약 149억 달러에 미국의 철강회사인 U.S. Steel을 인수하겠다고 나섰다. 그러나 미국에서는 외국 기업이 자국의 핵심 산업 기업을 인수하는 거래는 CFIUS(미국 외국인투자심의위원회)가 검토하게 되고, 백악관에서도 이에 따라 U.S. Steel의 완전 인수를 승인하는 대신 미국 내 통제권을 유지하는 방식으로 파트너십 및 투자 위주로 미국 본사 유지, 미국 산업 통제권 보장, 대규모 투자 등의 조건으로 전통적 인수와는 거리가 먼 방식이 채택되었다.

는 없다.

어쩌면 코리아 디스카운트의 원인으로 지목되었던 한국 기업들의 지배구조 문제, 순환출자 문제 등등이 모두 주주권익과 관련된 문제인데, 자사주 문제 역시 이와 일맥상 통한다고 볼 수 있을 것이다. 그간 한국 증시의 밸류에이션을 억누르고 있던 주주 보호 문제들을 해결하기 위해서 법적으로 강력한 수단을 마련하겠다는 움직임이 생긴 것이다. 일부 전문가들은 증시가 꾸준한 우상향을 보이는 미국 기업들의 경우 주주 친화적인 경영이 습관화 되어있기 때문에 한국과 유사한 수준의 기업도 더욱 좋은 평가를 받는다고 하지만, 미국 역시 과거 수많은 사건들을 통해서 기업들이 사회적 책임을 다하게끔 규제당국이 적절한 제재를 가하는 방식으로 성장해왔다. 그러한 규제를 오랜 기간 내재화하여 현재는 선진적인 경영을 하는 것일수도 있겠다는 생각이 든다. 해외 입법례에서 기업들에게 자사주와 관련하여 많은 자율성을 부여함에도 괜찮은 이유가 다른 경로를 통한 규제를 적절히 가하고 있기 때문임을 확인한 것처럼, 한국 역시도 경영상의 유연성을 확보할 수 있는 대책을 마련해준다면 자사주 소각 의무화 역시도 시도할 가치가 있는 개정이라고는 생각한다.

글로벌 스탠다드도 중요하지만, 국내 현실에 맞는 K-스탠다드 역시 중요하다. 자사주와 관련하여 투자자들에게 잘못된 정보를 제공하는 공시가 문제가 되어왔다면 이번 기회에 자사주 취득의 목적을 소각을 통한 주주환원, 소각의 예외로 지정하는 몇 가지 사유로 제한하여 자사주가 주주 친화적인 경영을 위해 활용되는 빈도가 증가한다면 자연스레 한국의 경영 환경도 달라질 수 있지 않을까 기대한다. 관련하여 한국의 경영이 충분히 성숙한 단계에 접어들었다면 타 국가들과 유사하게 자사주 활용의 자율성을 보장하고 관련된 문제들은 여타 일반규정과 공시에 대한 적절한 감독 등을 통해서 규제하는 방식으로 다시 전환될 수도 있다. 그런 측면에서 앞서 통과된 상법개정안에서 이사의 충실의무를 회사에서 회사 및 주주로 확대한 것이 어떠한 영향을 미칠지도 주목된다. 이사의 충실의무가 주주에게까지 확대되었을 때 자사주를 지배주주만을 위한 방식으로 활용하는 것이 문제될 수 있는 만큼 이사의 충실의무와 관련된 여러 가지 사안들이 점차 명확하게 확립되어 자사주 관련 문제에도 장기적으로 도움이 될 수 있다.

자사주 소각 의무화에 대한 검토

현재로서는 앞서 다루었던 여러 가지 쟁점들에 관해 국회가 충분한 숙고를 거쳐 주주를 보호하는 것과 기업의 전략적 운영을 해하지 않는 것 사이에서 적절한 균형을 찾을 수 있기를 바랄 뿐이다.

참 고 문 헌

- 김우진, 임지은, “한국 기업의 자사주 처분 및 소각에 관한 실증 연구”, 46(1), 한국증권학회지, 35-60 (2017).
- 박동빈, 이동우, “2024 주주총회 리뷰(3) - 자기주식의 매입 및 소각: 최근 5년간의 주주제안을 중심으로”, 한국ESG기준원 (2024).
- 이경연, “글로벌 ESG 동향 ① 한국 - 거버넌스 중심의 개혁, 자사주 소각 증가의 배경”, 대신증권 (2024).
- 황현영, “자기주식 소각 의무화 논의와 대안”, 자본시장연구원 (2023).
- Bonaimé et al., “Do Market Participants Learn from Share Repurchases?”, 82, Journal of Corporate Finance (2023).
- Bonaimé, Kahle & Moore, “Employee Compensation and Share Repurchases”, Journal of Financial Economics (2020).
- Dittmar & Field, “Can Managers Time the Market? Evidence Using Repurchase Price Data”, 115(2), Journal of Financial Economics, 261-282 (2015).
- Fried, “Informed Trading and False Signaling with Open Market Repurchases”, 93, California Law Review, 1323-1386 (2005).
- Grullon & Michaely, “The Information Content of Share Repurchase Programs”, 59(2), Journal of Finance, 651-680 (2004).
- Ikenberry, Lakonishok & Vermaelen, “Market Underreaction to Open Market Share Repurchases”, 39(2-3), Journal of Financial Economics 181-208 (1995).
- Ikenberry, Lakonishok & Vermaelen, “Stock Repurchase in Canada: Performance and Strategic Trading”, 55(5), Journal of Finance, 2373-2397 (2000).
- Isa, M., “Market Reaction to Share Repurchase Announcements: Evidence from Multiple Markets”, International Journal of Economics and Finance (2014).
- Jacobsen & Bhattacharya, “The Share Repurchase Announcement Puzzle”, 20(2), Review of Finance, 725-758 (2016).
- M.H.Kim, Y.M.Kim, K.Yang, “Understanding BOXPI - Industry portfolio perspectives”, 81,

Journal of Asian Economics (2022).

Vermaelen, "Common Stock Repurchases and Market Signaling", 9(2), Journal of Financial Economics 139-183 (1981).

<국문초록>

최근 국회에서는 상장회사 등이 자사주를 취득한 경우 이를 일정 기간 내 소각하도록 의무화하는 제3차 상법개정안이 논의되고 있다. 해당 개정안은 장기간 한국 자본시장에서 문제로 지적되어 온 낮은 수준의 주주환원과 자기주식의 경영권 방어 수단화를 개선하여 이른바 ‘코리아 디스카운트’ 해소에 기여하는 것을 주요 정책적 배경으로 한다.

본 논문은 자기주식 소각 의무화 논의의 입법 배경과 기대효과를 검토한 후, 소각 의무화가 실제로 주주가치 제고 및 자본시장 신뢰 회복에 기여할 수 있는지를 분석한다. 이를 위해 자사주 매입 및 소각이 주가에 미치는 단·장기 영향에 관한 실증 연구들을 검토하고, 소각의 신호효과 및 영구적 주식수 감소를 중심으로 그 효과를 살펴본다.

나아가 본 논문은 국회에서 거론되는 제3차 상법개정안의 주요 쟁점으로서 적용 대상 회사의 범위, 소각 시기, 예외 인정 사유 및 절차, 기보유 자기주식의 처리 문제 등을 중심으로 법적·실무적 쟁점을 분석한다. 특히 임직원 보상, 전환사채 및 신주인수권부 사채 대응 등 경영 전략상 자기주식 활용에 대해서 일정한 예외를 허용하되, 의결권 제한과 엄격한 사후 관리가 병행되어야 함을 주장한다.

마지막으로 미국, 독일, 프랑스, 영국, 일본 등 주요국의 자기주식 규제 방식을 비교·검토하여, 전면적 소각 의무화보다는 상장회사에 한정된 단계적 의무화와 보완적 경영권 방어 제도의 도입을 병행하는 것이 보다 합리적인 입법 방향임을 제안한다.

주제어 : 자기주식, 자사주 소각, 상법 개정, 주주가치 제고, 코리아 디스카운트, 경영권 방어

<Abstract>

A Review of Mandatory Treasury Stock Cancellation

Yi, Jae Joon

The National Assembly of the Republic of Korea has recently been considering the Third Amendment to the Commercial Act, which would require certain companies to cancel treasury stocks within a prescribed period following their acquisition. The proposed amendment is grounded in policy concerns regarding the persistently low level of shareholder returns in the Korean capital market and the longstanding practice of using treasury shares as a means of managerial entrenchment, and it is intended to contribute to addressing the so-called “Korea Discount.”

This article examines the legislative background and the anticipated effects of mandating the cancellation of treasury stocks and assesses whether such a requirement is capable of enhancing shareholder value and restoring confidence in the capital market. To this end, it reviews empirical studies analyzing the short- and long-term effects of share repurchases and cancellations on stock prices, with particular attention to the signaling effect of cancellation and the permanent reduction in the number of shares outstanding.

In addition, this article analyzes the principal legal issues surrounding the Third Amendment to the Commercial Act including the scope of corporations subject to the obligation, the timing of cancellation, the grounds and procedures for permissible exceptions, and the treatment of treasury shares acquired prior to the amendment. It argues that limited exceptions should be recognized for the strategic use of treasury stocks, such as for employee compensation and for transactions involving certain bonds, provided that such exceptions are accompanied by voting rights restrictions and rigorous post oversight.

Finally, through a comparative examination of regulatory approaches to treasury stocks in major jurisdictions—including the United States, Germany, France, the United Kingdom, and Japan—this Article suggests that a phased approach to mandatory cancellation limited to listed companies, together with the adoption of supplementary mechanisms for corporate control, would represent a more balanced legislative framework.

Keywords : Treasury Stocks, Mandatory Cancellation, Commercial Act Amendment, Shareholder Value, Korea Discount, Defense of Corporate Governance