

IV. 성공적인 자사주 매입을 위한 실행방안

EXECUTIVE SUMMARY

1. 논의배경

- 배당의 특수한 형태의 하나인 자사주 매입에 대한 기업의 관심이 고조되고 있음
- 자사주 매입은 주주가치의 증대와 현금흐름을 바탕으로 이루어져야 함

2. 자사주 매입의 개요와 국제비교

- 자사주 매입의 개요
 - 자사주 매입은 저 평가된 기업의 가치를 투자자에게 알려 주가를 상승시키는 역할을 하며, M&A의 방어 수단으로서 자사주 매입을 사용함
- 韓·美간 재무의사결정 프로세스 비교
 - 미국의 자사주 매입은 현금흐름을 고려한 주주가치 극대화의 목표하에 이루어짐
 - 반면 한국은 발생이익에 기초한 투자이사결정의 구조를 가지고 있어 주주가치 증시에 대한 접근이 미흡하며 배당과 자사주 매입이 독립적으로 결정됨
- 주요국의 자사주 매입 규제
 - 미국은 자사주 매입을 원칙적으로 허용하며 취득재원에 대해서만 규제함
 - 일본의 경우는 원칙적으로 자사주 매입을 금지하며 극히 예외적인 경우만 허용함
 - 국내의 자사주 매입은 상법상 금지되어 있으나 증권거래법은 허용하고 있으며, 공개시장을 통한 매입만을 허용하고 있음
 - 공개시장을 통한 매입 외에도 선진국에서 사용되는 여러 방법들이 있으며 그 중 화란식 경매제도는 M&A방어 목적인 자사주 매입에 효율적이므로 도입을 고려해 볼만 함

3. 성공적인 자사주 매입을 위한 실행 방안

- 첫째, 재무전략의 일환으로 자사주 매입을 결정하라
- 둘째, 명확한 목표재무구조 기준에 의한 자사주 매입을 결정하라
- 셋째, 자사주 매입의 최적기는 일시적인 잉여현금흐름이 발생할 때이다
- 넷째, 자사주 매입 후 즉시 사용될 주식에 대한 자사주 매입은 주가 부양에 무용지물이다
- 다섯째, 소규모 자사주 매입은 안하는 편이 낫다
- 여섯째, 투자자들에게 신뢰를 잃지 않는 자사주 매입이 되도록 하라
- 마지막으로, 내부자거래 및 주가조작의 의혹을 배제하라

4. 시사점

- 자사주 매입은 현금흐름을 중시하는 주주가치 극대화에 초점을 맞추어야 함
- 경영자는 기업환경을 고려하여 재무전략으로서의 자사주 매입을 추진해야함
- M&A 방어 목적인 자사주 매입에는 화란식 경매제도의 도입을 추진토록 함

1. 논의배경

- 최근 자사주 매입에 대한 기업의 관심이 고조되고 있음
 - 자사주 매입(Stock Repurchasing)이란, 특수한 형태의 배당으로 상장기업들이 회사 자금으로 자기회사의 주식을 취득하는 것을 말함
 - 최근 대규모 유상증자로 인한 주식의 초과 공급 및 외부적 충격에 의한 수급 불균형 해소를 위해 자사주 매입에 대한 기업의 관심이 고조되고 있음
- 자사주 매입은 주주가치의 증대를 기본 전제로 이루어져야 할 것임
 - 주주의 이익을 최대화하는 미국식 주주자본주의 풍토가 국제적인 흐름으로 자리잡고 있으며 주주가치를 중시하는 경영은 불가피한 글로벌 스탠다드임
 - 미국 등의 선진국에서의 경영 의사결정기준은 철저하게 주주가치 증대와 현금흐름을 중시하는데 있으며, 주주중시 경영이라는 대전제 하에 자사주 매입 등을 결정하는 미국의 경영은 국내 기업에 시사하는 바가 매우 큼

2. 자사주 매입의 개요와 국제비교

○ 자사주 매입의 개요

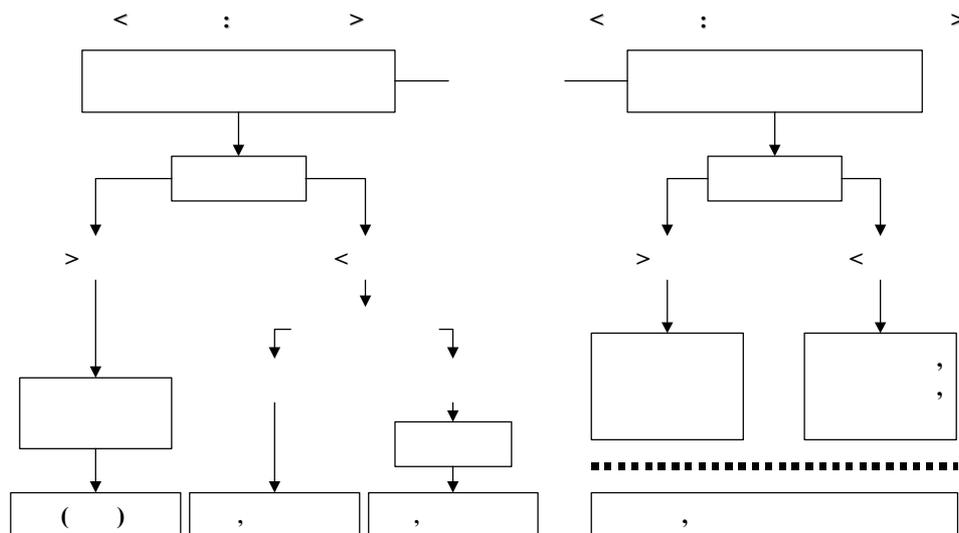
- 주가안정 및 정보신호가설로서의 자사주 매입
 - 자사주 매입은 미국을 비롯한 선진 기업들의 재무 전략으로 사용되며 주식의 신규 수요 창출로 인한 주가 안정 및 부양의 효과로 기업에는 직접자본 조달의 활로를, 주주들에게는 시세차익에 의한 자본이득의 기회를 제공함
 - 경영자들은 기업 가치가 저평가되었다는 판단 하에 자사주 매입 결정을 통해 기업의 내재가치에 대한 정보를 투자자에게 전달하여 주가를 상승시킴
 - 이것을 정보신호가설이라 하는데 국내외의 선행연구에서 자사주 매입을 공시한 대부분 기업들의 경우 공시기간 이후의 초과수익률이 존재함을 보임
- 경영권 방어수단으로서 자사주 매입
 - 자본시장 개방과 적대적 M&A 가능성의 증가로 자사주 매입이 경영권 방어 수단으로 부각되었으나 실제로는 많이 활용되지 않았음
 - 그러나 최근 49인 이하 소수 투자자들이 일정규모의 뮤추얼펀드를 조성·운용하여 적대적 M&A도 가능한 사모 뮤추얼펀드를 허용하는 등의 변화로 인하여 자사주 매입이 매수합병에 대한 보호 수단으로 확산될 전망이다

○ 韓·美간 재무 의사결정 프로세스의 비교

- 미국의 자사주 매입은 현금흐름을 중시하는 주주가치 극대화에 맞추어 짐
 - 미국 기업의 재무 의사결정은 일정한 프로세스를 가지고 있으며, 이는 주주 가치를 중시하는 기본 가정 하에 이루어짐
 - 미국 기업은 영업상 현금흐름을 기초로 투자 의사결정 및 재무구조를 설정 하며, 이로 인하여 주주 가치를 증가시키고 있음
 - 최저요구수익률 이상의 사업에만 투자한 후 투자액이 기간 현금흐름에 미치지 못하면 투자를 억제하며, 부채비율 등 명확한 재무관리 목표를 정해 놓고 목표미달 시 이를 우선적으로 고려하는 프로세스를 가지고 있음

- 우리나라는 일정한 패턴이 없으며 회계상의 이익에 기초한 투자결정을 함
 - <그림 1>과 같이 미국이 현금흐름에 기초한 투자를 함에 반하여, 국내 기업은 발생주의에 기초한 회계상의 투자이익에 기초하여 투자의사를 결정함
 - 목표 재무구조의 설정이 미흡하여 위험에 대한 단기적인 대응에만 급급함
 - 주주가치 증대보다는 신규 사업진출, 자금조달 등에만 관심이 집중되어 있으며 배당, 자사주 매입의 결정도 유행처럼 번지는 경우가 많음

<그림 1> 한·미 기업의 재무의사결정 프로세스



자료: “주주가치 창조와 기업 구조조정” 증권거래소(1998.12)

IV. 성공적인 자사주 매입을 위한 실행방안

○ 주요국의 자사주 매입 규제

- 미국은 자사주 매입을 원칙적으로 허용하며 취득 재원에 대해서만 규제함
 - 미국에서는 자사주 매입을 회사재산의 분배라는 관점에서 보기 때문에 원칙적으로 자사주 매입을 허용하였고, 실질적으로 이익배당의 규제와 거의 동일하며, 취득 재원에 대한 규제만 있음
 - 반면에 일본은 <표 1>에서와 같이 원칙적으로 자사주 매입을 금지하며 극히 예외적인 경우만 허용함
 - 일본의 경우 90년대 들어 자기주식취득을 자금조달의 관점에서 이해하려는 경향이 생기고 지속적인 주가하락에 대한 주식부양책의 필요성에 의해 자기주식 취득 규제 완화에 대한 주장이 확산됨

- 국내의 경우는 상법상 금지하고 있으나 증권거래법에서는 허용하고 있음
 - 상법상으로 자기주식매입은 회사재산의 충실의무에 위반되며 주가의 왜곡현상을 초래하는 등의 이유로 금지되어 오다가 1994년 증권거래법이 개정되면서 94년 5월부터 자사주 매입을 허용함
 - 자기주식 매입한도는 명시적인 제한을 두고 있지 않은 미국의 경우와 동일하며, 자기주식에 대해서는 의결권을 인정하지 않음

<표 1> 주요국의 자기주식 매입규제 현황

	미국	일본	한국
근거법	· 증권거래법 · 증권관리위원회규정 · 각주의 회사법	· 상법	· 상법 · 증권거래법
원칙	· 원칙적으로 인정 · 예외적으로 금지	· 원칙적으로는 금지 · 예외인정	· 원칙적으로는금지 · 예외인정
예외 (취득사유)		1)주식소각 2)합병 또는 영업의 양수 3)회사의 권리 실행 4)주식매수청구	1) 주식소각 2) 합병 또는 영업의 양수 3) 단주처리 4) 주식매수청구
의결권	불인정	불인정	불인정
취득재원	잉여금 한도액		배당가능이익
수량제한	없음	10% 이내	없음

자료: 상장협 자료(99/5)

- 국내에서 자사주 매입은 공개 시장을 통한 매입만을 허용하고 있음
 - 자사주의 공개시장 매입은 증권시장에서 일정기간 동안 일정량의 자사주를 시가에 따라 매입하는 방법임

- 이 제도는 인위적인 시세 형성과 거래방식으로 자사주 매매 체결이 원활하지 못하며, 내부자 거래 및 시세 조작의 위험이 있으며, 취득 신고서를 제출하고도 만기까지 매입하지 않아 투자자들에게 혼선을 야기할 수 있음
- 또한, 높은 프리미엄을 지불해야 하는 경우, 투자자에게는 유리하지만 M&A방어수단으로서의 자사주 매입은 기업에 자금부담을 줄 수 있음
- 그러나, 선진국의 경우 이외에 다양한 방법이 사용되고 있으며¹⁾ 특히 화란식 경매는 경매방식에 의해 가격이 결정되어 M&A 방어 목적인 자사주 매입에 기업의 자금부담을 경감시키므로 도입을 고려해 볼만 함

3. 성공적인 자사주 매입을 위한 실행 방안

- 첫째, 재무전략의 일환으로서 자사주 매입을 결정하라
 - 미국 기업의 자사주 매입 결정은 일정한 재무전략 프로세스에 따라 주주가치를 제고하는 방향으로 이루어지고 있으며, 특히 '90년대 들어와 잉여현금흐름이 풍부한 기업의 경우 대체적으로 자사주 매입 비중이 높아지고 있음
 - 국내 기업도 이러한 주주가치에 기초한 기업경영을 확립해 나가야 할 것이며 자사주 매입도 이러한 관점에서 프로세스에 따라 결정해야 할 것임
- 둘째, 명확한 목표재무구조 기준에 의하여 자사주 매입을 결정하라
 - 잉여현금흐름이 발생할 때 목표재무구조에 따라 부채가 과다하면 부채상환 등 미비한 재무구조를 우선적으로 개선하고, 이익의 주주환원을 위한 배당정책과 자사주 매입 등의 결정도 잉여현금흐름과 연관시켜 결정함
 - 최근까지 많은 국내 기업들은 주가관리를 위하여 무분별한 자사주 매입을 추구하였으나 자사주 매입으로 효과를 볼 수 있는 경우는 자사의 재무건전성과 확고한 발전 계획이 수립되어 있는 경우에만 가능함

1) 선진국에서 사용되는 자사주 매입 방법은 공개시장 매입 외 고정가격 공개 매수, 화란식 경매, 이전가능 풋옵션, 특정지분매입취득 등이 있음. 고정가격 공개매수는 기업이 매입 수량과 매입 가격, 그리고 매입 유효기간을 발표하고, 이에 상응한 주식을 공개적으로 매수하는 방법이며, 화란식 경매제도는 기업에서 일정기간 동안에 매입하고자 하는 주식의 최대량과 원하는 가격대를 발표하고, 매도를 원하는 주주는 가격대내에서 원하는 매도가격과 매도 물량을 제시하여 기업에서 희망하는 수량을 매입할 수 있도록 하는 방법임

IV. 성공적인 자사주 매입을 위한 실행방안

- 셋째, 자사주 매입의 최적기는 일시적인 잉여현금흐름이 발생할 때이다
 - 기업은 안정적으로 배당을 증가시키는 경향이 있으며, 미국의 경우 배당의 축소 발표 후 3일 동안 주가는 6%정도 하락하는 것으로 알려져 있음
 - 따라서 이례적인 잉여현금흐름 발생시 배당의 일시적인 증가 보다 자사주 매입이 효과적임²⁾

- 넷째, 자사주 매입 후 즉시 사용될 주식에 대한 자사주 매입은 주가 부양에 무용지물이다
 - 스톡옵션 또는 상여금/공로주용으로 즉시 사용하기 위한 자사주 매입은 유통 주식의 총수를 감소시키지 못하므로 피하는 것이 좋음
 - 매입한 자사주를 소각하게 되면 발행 주식 총수를 변화시켜 1주당 가치를 높이는 효과를 나타내므로 주가 부양에 효과적임

- 다섯째, 소규모의 자사주 매입은 안하는 편이 낫다
 - 98년 9월 Trimin Capital Corporation의 경우 주식의 8%를 매입하여 75%이상 주가를 상승시켰으나, 같은 시기의 CHUM社는 1% 미만의 자사주를 매입하여 주가에 영향을 미치지 못 하였음
 - 이러한 예에서 보듯이 미국의 경우는 전체 주식의 3%이하에 해당하는 자사주를 매입할 때 주가 부양의 효과가 없는 것으로 나타남

- 여섯째, 투자자들에게 신뢰를 잃지 않는 자사주 매입이 되도록 하라
 - 자사주 매입을 공표한 후 취득 만기일까지 매입을 하지 않은 경우 투자자에게 혼선을 야기 시킬 수 있으며,
 - 자사주 매입 기간 동안 유상증자를 실시하는 등 도덕적 해이로 인하여 투자자들에게 신뢰를 잃은 경우는 삼가 해야 함

- 마지막으로, 내부자거래 및 주가조작의 의혹을 배제하라
 - 자사주 매입에 대한 여러 법적 제약이 있지만 가장 주의를 기울여야 하는 부분은 내부자거래 및 주가조작에 대한 의혹임
 - 미국의 경우 3~4% 이상 주가에 영향을 줄 수 있는 내부정보가 시장에 공표되기 전에 내부에서 이용되었을 경우 혐의를 받게됨

2) 미국의 사례에서 기업 영업이익의 변동성(volatility)이 큰 기업, 또는 일시적 영업이익이 발생한 기업일수록 자사주를 매입하는 사례가 증가하고 있음

- 따라서, 기업은 일반인 또는 시장에 공표되지 않은 내부 정보가 존재할 경우 자사주 매입 시기를 미루어야 하며, 이익을 공표하기 전 10일간과 공표 후 2일간은 자사주 매입을 피하는 것이 바람직함

4. 시사점

- **자사주매입은 현금흐름을 증시하는 주주가치 극대화에 초점을 맞추어야함**
 - 기업은 목표재무구조를 설정하고 이를 기준으로 일정한 프로세스를 통하여 재무의사결정을 하도록 함
 - 이러한 맥락에서 배당 및 자사주 매입도 잉여현금흐름과 연관시켜 주주가치 극대화에 노력해야 함
- **경영자는 기업환경을 고려하여 재무전략의 하나로 자사주 매입을 추진해야 함**
 - 자사주 매입은 주가부양 또는 M&A방어를 목적으로 한 중요한 재무전략이므로 기업 내적 환경을 고려하여 적절한 시기를 선택해야 함
 - 자사주 매입 목적을 달성토록 매입량, 매입용도, 법적 요건 등을 면밀히 고려하여 일련의 재무의사결정 프로세스의 하나로 관리해야 함
- **M&A 방어 목적인 자사주 매입에는 화란식 경매제도의 도입을 추진해야함**
 - 공개시장에 의한 자사주 매입은 인위적인 시세 형성과 거래방식으로 자사주 매매 체결이 원활하지 못하며 내부자 거래 및 시세 조작의 위험이 있음
 - 높은 프리미엄을 지불해야 하는 경우, 투자자에게 유리하지만 M&A방어수단으로서 자사주를 매입하는 기업에게는 상당한 자금부담이 있음
 - 따라서, M&A방어 목적으로는 주주간 경매방식에 의해 매수가격이 결정되는 화란식 경매제도가 효율적이므로 도입을 고려해야 함

(정석영 : syc@hri.co.kr ☎ 3669-4076)

(이은철 : ecllee@hri.co.kr ☎ 3669-4080)