

[ESG]

자사주 매입 후 소각 정책 가시화 될 듯

금융위 자사주 제도에 대한 개선 방안 논의 및 정책방향 제시할 듯

금융위원회에서는 지난해 물적분할과 내부자거래, 주식양수도 방식의 인수합병(M&A) 등에서 주주 권익을 보호하는 여러 제도를 발표한 데 이어 올해의 경우도 코리아 디스카운트 해소를 위한 정책 과제를 수립하고 수행하겠다고 밝혔다.

언론기사에 따르면 올해 코리아 디스카운트 해소를 위한 정책 과제 주요 안건에 자사주 매입 후 소각 의무화와 인적분할 시 자사주에 대한 신주 배정 금지 등이 오를 것이라고 보도되었다.

이러한 언론보도에 대하여 금융위원회에서는 일반투자자의 권익을 보호하기 위해, 자사주 제도에 대한 개선 방안을 검토할 예정이나 아직까지 구체적인 정책 방향이 확정된 바 없다고 입장을 밝혔다.

이에 따라 조만간에 금융위원회에서도 자사주 제도에 대한 개선 방안 등을 논의 하여 정책방안 등을 제시할 것으로 예상된다.

자사주 매입이 소각으로 이어질 때만 주주환원 정책

우리나라에서는 지배구조 측면에서 자사주 매입이 지배주주의 경영권을 방어하기 위한 기본적인 수단으로 활용되고 있다. 자사주의 경우 보통 의결권이 제한됨에 따라 자사주 매입은 의결권을 가진 주식수를 줄임으로써 지배주주 보유 지분의 의결권을 상대적으로 강화시키는 결과를 가져온다. 또한 매입한 자사주를 소각하지 않고 가지고 있다가 지배주주에 대한 우호적인 세력에게 매도함으로써 지배력을 강화하는데 활용되고 있다.

다른 한편으로는 지주회사 전환 과정에서 회사를 지주회사와 사업회사로 인적 분할할 때 보유 중인 자사주를 자산으로 취급하여 분할된 자회사의 자사주를 모회사에 남겨둬으로써 분할과 동시에 별도의 지분취득 행위 없이 두 회사 간 지분관계가 자동적으로 형성되게 된다. 이처럼 지주회사 전환을 위한 인적분할 과정에서 자사주를 활용하여 지배주주의 지배력을 확대한다.

이와 같이 지배주주의 비용이 아니라 배당가능이익을 바탕으로 취득한 자사주를 이용하여 지배력을 강화하는 것은 지배주주와 소액주주 간의 대리인 문제를 발생시킨다.

이와는 반대로 미국 등 선진국 증시 상장회사들의 경우 자사주 매입 이후 소각을 배당보다 주가 부양 및 안정 효과가 큰 주주 환원 정책이라고 보고 이를 적극 활용한다. 이와 같이 자사주 매입이 소각으로 이어질 때 지배주주의 자사주 남용 가능성을 줄일 수 있으면서 지배구조 개선 효과가 본격화 될 수 있을 것이다.

이에 따라 SK, 삼성물산 등이 보유하고 있는 자사주를 소각해야 확실한 중장기적인 주가 부양 효과를 볼 수 있기 때문에 향후 자사주 소각 여부가 주주환원정책의 가장 결정적인 변수가 될 있을 뿐만 아니라 주가의 저평가를 탈피할 수 있는 가장 중요한 요인이 될 수 있을 것이다.

커버리지종목

종목명	투자의견	목표주가
SK(034730)	Buy	360,000 원
삼성물산(028260)	Buy	160,000 원

자사주 매입이 소각으로 이어질 때만 주주환원 정책

1. 금융위 자사주 제도에 대한 개선 방안 논의 및 정책방향 제시할 듯

금융위원회에서는 지난해 물적분할과 내부자거래, 주식양수도 방식의 인수합병(M&A) 등에서 주주 권익을 보호하는 여러 제도를 발표한 데 이어 올해의 경우도 코리아 디스카운트 해소를 위한 정책 과제를 수립하고 수행하겠다고 밝혔다.

언론기사에 따르면 올해 코리아 디스카운트 해소를 위한 정책 과제 주요 안건에 자사주 매입 후 소각 의무화와 인적분할 시 자사주에 대한 신주 배정 금지 등이 오를 것이라고 보도되었다.

이러한 언론보도에 대하여 금융위원회에서는 일반투자자의 권익을 보호하기 위해, 자사주 제도에 대한 개선 방안을 검토할 예정이나 아직까지 구체적인 정책 방향이 확정된 바 없다고 입장을 밝혔다.

이에 따라 조만간에 금융위원회에서도 자사주 제도에 대한 개선 방안 등을 논의하여 정책방안 등을 제시할 것으로 예상된다.

2. 지배주주와 소액주주 간 대리인 문제 관점에서 자사주

기업지배구조는 기업이라는 경제활동의 단위를 둘러싼 여러 이해관계자간의 관계를 조정하는 메커니즘으로서 주주와 경영진 및 경영을 장악한 지배주주와 소액주주 간의 대리인 문제를 조정하기 위한 장치도 포함된다.

특히 지배주주와 소액주주 간의 대리인 문제는 기업구조개편에서 많이 발생한다. 기업구조개편의 경우 기업 또는 사업을 매입, 매각 뿐만 아니라 합병 또는 분할 등 다양한 방법이 가능한데, 이러한 지배구조개편에 있어서 기업가치 향상 등 고유한 목적 보다는 계열분리 및 승계, 지배권 강화, 법률위험 회피 등 지배주주 이해관계만을 위한 개편 등으로 소액주주 간의 대리인 문제가 발생한다.

지배주주와 소액주주 간의 대리인 문제 등이 기업구조개편 중에서도 대표적으로 물적분할 등에서 발생되면서 최근 지배구조 문제가 이슈화 될 뿐만 아니라 주가에도 영향을 미치고 있다.

가령 기존 대기업 집단의 기업지배구조와 같은 방식으로 그 동안 카카오는 내수 위주의 문어발식 사업 확장을 위하여 핵심사업을 분할하여 자금을 조달하고 지배주주의 지분율은 희석되지 않은 채 사업에 대한 영향력을 유지하는 구조를 답습하고 있다.

한편, 자사주(treasury share)란 기업이 과거에 발행했던 주식을 다시 사들여서 보유하고 있는 주식이다. 자사주 취득(share repurchase)은 이처럼 이미 발행되어 시중에 유통되고 있는 당해 회사의 주식을 매입하는 행위를 지칭한다.

예전에는 자사주 취득을 통해 혹시 부당하게 주가를 조작할 우려가 있다는 인식이 지배적이어서 규제 당국에서 이를 엄격히 제한했었으나, 최근에는 일정한 요건을 갖춘 경우에는 자사주 취득을 널리 인정하는 편이다.

우리나라의 경우 2011 년 상법 개정으로 자사주 취득은 기업의 통상적인 재무활동으로 인정되었고, 자사주에 대해서는 보유 및 처분의 자유가 널리 허용되었다.

자사주의 경우 기업이 기존 주주들에게 현금을 주고 주식을 매입한 것이므로 자사주 취득을 배당과 마찬가지로 주주환원 정책의 하나로 이해될 수도 있다.

우리나라에서는 지배구조 측면에서 이러한 자사주가 경영권 방어 수단으로 널리 활용되고 있다. 즉, 자사주 매입이 지배주주의 경영권을 방어하기 위한 기본적인 수단을 활용되고 있다. 자사주의 경우 보통 의결권이 제한됨에 따라 자사주 매입은 의결권을 가진 주식수를 줄임으로써 지배주주 보유 지분의 의결권을 상대적으로 강화시키는 결과를 가져온다.

또한 매입한 자사주를 소각하지 않고 가지고 있다가 지배주주에 대한 우호적인 세력에게 매도함으로써 지배력을 강화하는데 활용되고 있다.

그러나 미국에서는 자사주는 발행되었지만 유통되지 않으므로 상장기업 시가총액을 계산할 때 자사주는 제외하고 유통주식수만 고려하여 산출한다. 이처럼 기업이 보유 중인 자사주는 사실상 존재하지 않는 주식이므로, 이를 처분하는 행위는 개념상 신주의 발행과 동일하다고 봐야 한다. 그러나 현행 국내법상으로 신주발행 시에는 주주의 동의 등 보다 엄격한 절차가 요구되는 반면, 자사주 처분은 비교적 자유롭게 허용되고 있다.

다른 한편으로는 지주회사 전환 과정에서 회사를 지주회사와 사업회사로 인적 분할할 때 보유 중인 자사주를 자산으로 취급하여 분할된 자회사의 자사주를 모회사에 남겨둠으로써 분할과 동시에 별도의 지분취득 행위 없이 두 회사 간 지분관계가 자동적으로 형성되게 된다.

이처럼 지주회사 전환을 위한 인적분할 과정에서 자사주를 활용하여 지배주주의 지배력을 확대할 수 있게 된다.

이와 같이 지배주주의 비용이 아니라 배당가능이익을 바탕으로 취득한 자사주를 이용하여 지배력을 강화하는 것은 지배주주와 소액주주 간의 대리인 문제를 발생시킨다.

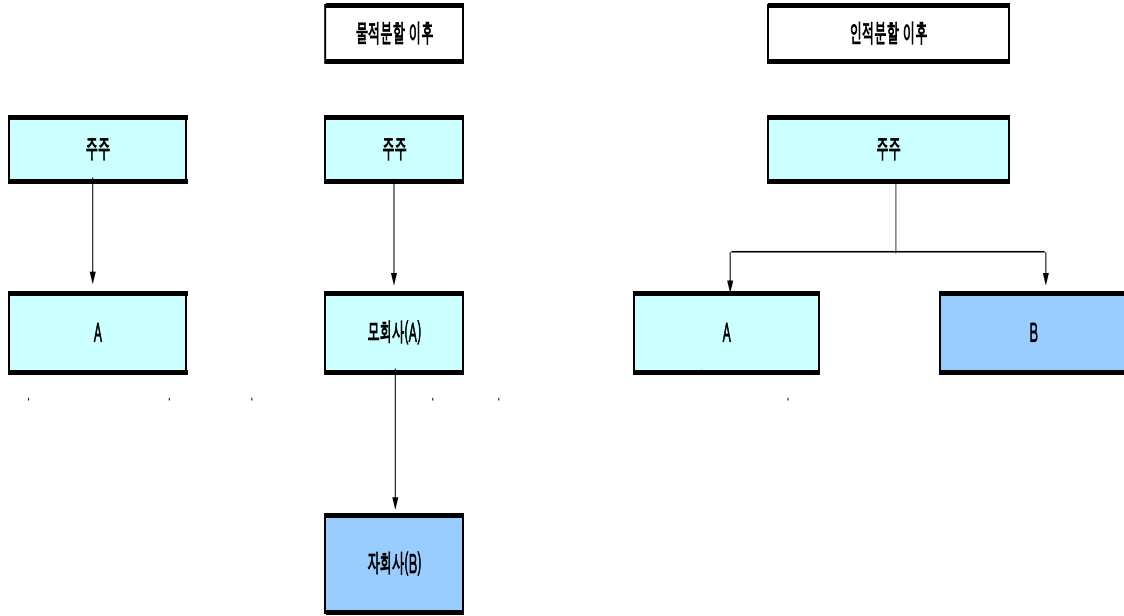
반면에 자사주 소각의 경우 이익잉여금으로 회사 주식을 장내 매수한 뒤 이를 소각하는 것으로, 자본금 변화 등은 없고 발행 주식 총수를 줄여 주당순이익을 증가시킨다. 이에 따라 주주들이 보유한 주식 가치를 높이는 대표적인 주주 환원 정책이다.

미국 등 선진국 증시 상장회사들의 경우 자사주 매입 이후 소각을 배당보다 주가 부양 및 안정 효과가 큰 주주 환원 정책이라고 보고 이를 적극 활용한다.

이와 같이 자사주 매입이 소각으로 이어질 때 지배주주의 자사주 남용 가능성을 줄일 수 있으면서 지배구조 개선 효과가 본격화 될 수 있을 것이다.

무엇보다 국내 기업들의 자사주 매입 발표가 주가 상승으로 바로 이어지지 않는 이유도 자사주 매입 이후 이를 어떻게 활용할지 주주들이 명확하게 알기 어렵기 때문이다. 이에 따라 자사주 매입이 소각으로 이어진다면 주가의 저평가를 탈피할 수 있는 가장 중요한 요인이 될 수 있을 것이다.

그림1. 물적분할 및 인적분할



자료: 하이투자증권

3. SK 자사주

SK C&C 는 지난 2010 년부터 2014 년까지 세차례에 걸쳐 주가 안정을 위해 총 6000 억원을 들여 자사주 600 만주를 사들였다. 당시 전체 발행주식수(5000 만주)의 12%에 달하는 규모다.

이후 2015 년 4 월 SKC&C 가 지주사인 SK 의 흡수합병을 결정하면서 보유 중인 자사주 전량을 소각하였다. 이는 SKC&C 의 유통 주식수를 줄여 결과적으로 최태원 회장의 합병준속법인(SKC&C)에 대한 지분을 감소를 최소화하는 효과를 냈다. 이러한 합병으로 최태원 회장→SK C&C→SK 로 이어지던 지배구조도 최태원 회장→SK 로 단순화했다.

합병 과정에서 SKC&C 의 기존 SK 보유주식 1494 만주는 합병 비율(SK 주식 1 주당 SKC&C 합병신주 0.7367839 주)에 따라 1101 만주의 합병신주로 전환돼 자사주로 다시 쌓였다.

여기에다 SK 는 합병 직후인 2015 년 9 월 1 일부터 2015 년 11 월 11 일까지 주가 안정을 위해 자사주 351 만주를 또다시 매입하였다. 이로써 전체 발행 주식의 20%에 달하는 총 1454 만주의 자사주를 들고 있게 된 것이다.

또한 지난 2019 년 10 월 2 일부터 2019 년 12 월 11 일까지 주가안정을 통한 주주가치 제고를 목적으로 유가증권시장을 통하여 352 만주의 자사주를 취득하였다.

한편, 지난해 9 월말 기준으로 SK 의 주주는 최태원 회장 외 특수관계인 26.0%, 국민연금 8.6%, 자사주 24.4%, 기타 41.0% 등으로 분포되어 있다. 이렇듯 SK 의 자사주가 18,126,820 주에 이르고 있다.

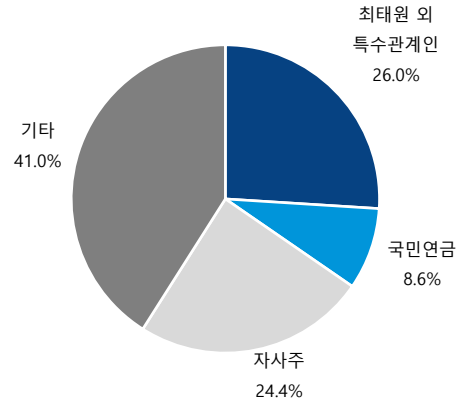
지난해 3 월 SK 는 주주환원정책 강화를 위해 2025 년까지 매년 시가총액의 1% 이상 자사주를 매입하고 배당수입의 30% 이상의 기본 배당에도 나서며, 자사주 소각도 주주환원 옵션으로 고려할 예정이라고 밝혔다.

이에 대하여 미국계 자산운용사인 돌턴인베스트먼트에 이어 라이프자산운용이 SK 에 공개 주주서한을 보내 자사주 일부 소각을 요구하였다.

이에 따라 지난해 8 월 주주가치 제고를 목적으로 2000 억원 규모의 자기주식 매입을 결정하였으며, 신탁계약 방식으로 6 개월간 취득한 자사주는 올해 3 월 전량 소각할 예정이다.

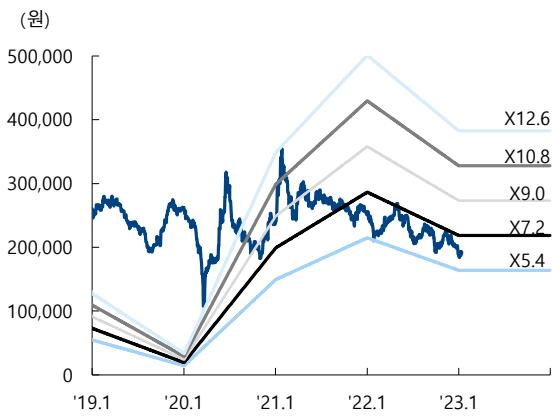
결국에는 SK 의 자사주 매입이 주가 상승 관점에서 효과가 미흡하였다. 이에 따라 SK 가 보유하고 있는 자사주를 소각해야 확실한 중장기적인 주가 부양 효과를 볼 수 있기 때문에 향후 자사주 소각 여부가 주주환원정책의 가장 결정적인 변수가 될 것이다.

그림2. SK 주주 분포 (2022년 9월 30일 기준)



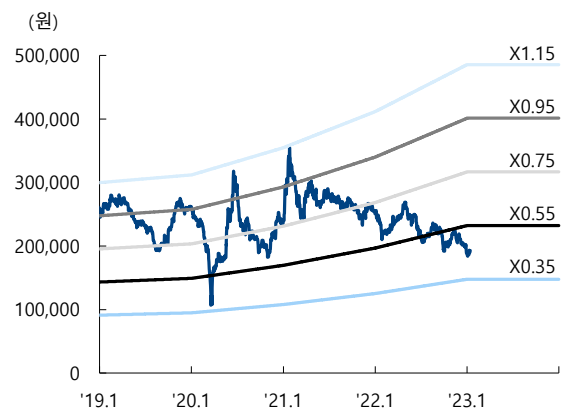
자료: SK, 하이투자증권

그림3. SK PER 밴드



자료: SK, 하이투자증권

그림4. SK PBR 밴드



자료: SK, 하이투자증권

4. 삼성물산 자사주

상법 개정으로 비상장사의 자사주 취득이 허용된 2012 년이 시작점이 되어 제일모직은 전신인 삼성에버랜드 때부터 대대적으로 자기주식을 매입해왔다. 2012 년에는 삼성꿈장학재단, 삼성카드, CJ, 신세계, 한솔케미칼, 한솔제지가 들고 있는 자사주를 주당 182 만 원에 모두 사들였다. 총 매입 주식수는 21 만주였고 인수가격만 3926 억 원이 넘었다.

2013 년에는 한국장학재단이 보유하고 있는 자사주 10 만 6149 주를 사들여 제일모직 자사주는 38 만주(15.2%)까지 늘었다. 이후 상장을 위해 50 대 1 액면분할이 결정되면서 자사주가 1903 만주로 불었다.

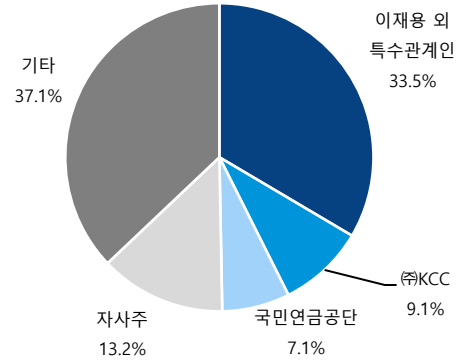
제일모직은 삼성물산과의 합병을 앞두고 2015 년 07 월 24 일부터 2015 년 10 월 8 일 까지 자사주 250 만주를 취득하였으며, 피합병법인 삼성물산이 보유하고 있던 제일모직 주식 185 만주가 합병 후 자사주로 편입하는 것과 더불어 주식매수청구권 행사 주식 등으로 인하여 통합법인 삼성물산 자사주는 보통주 기준으로 2623 만주가 되었다.

또한 지난 2020 년 3 월 20 일 주주총회 결의에 따라 삼성물산이 보유한 자사주 2,802,962 주를 소각하였는데, 이번에 소각한 자사주는 2015 년 제일모직과의 합병 당시 합병에 반대하는 주주들이 주식매수청구권을 행사하는 과정에서 취득한 것이다. 이에 따라 삼성물산은 현재 자사주 23,422,688 주를 보유하고 있다.

한편, 지난해 9 월말 기준으로 삼성물산의 주주는 이재용 부회장 외 특수관계인 33.5%를 비롯하여 KCC 9.1%, 국민연금 7.1%, 자사주 13.2%, 기타 37.1% 등으로 분포되어 있다.

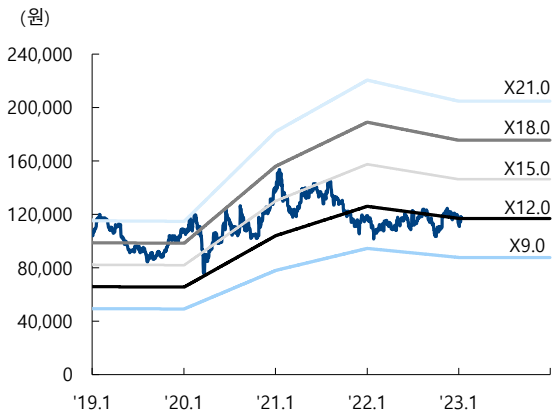
지난 2020 년 2 월 삼성물산은 잔여 자사주 2358 만주(우선주포함)에 대해서는 추가 소각하거나 M&A 을 포함해 미래 성장을 위한 투자에 활용하는 등 다양한 활용 방안을 검토한 뒤 결정 시점에 재공시할 예정이라고 밝힘에 따라 향후 자사주 소각 여부가 주주환원정책의 가장 결정적인 변수가 될 것이다.

그림5. 삼성물산 주주 분포 (2022년 9월 30일 기준)



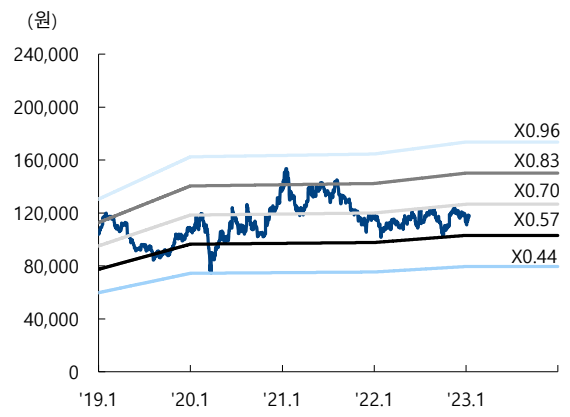
자료: 삼성물산, 하이투자증권

그림6. 삼성물산 PER 밴드



자료: 삼성물산, 하이투자증권

그림7. 삼성물산 PBR 밴드



자료: 삼성물산, 하이투자증권

SK
최근 2년간 투자이견 변동 내역 및 목표주가 추이



일자	투자이견	목표주가 (원)	목표주가 대상시점	과리율	
				평균 주가대비	최고(최저) 주가대비
2021-03-02	Buy	360,000	1년		

삼성물산
최근 2년간 투자이견 변동 내역 및 목표주가 추이



일자	투자이견	목표주가 (원)	목표주가 대상시점	과리율	
				평균 주가대비	최고(최저) 주가대비
2020-11-16	Buy	160,000	1년		

Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- ▶ 회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 당 보고서는 기관투자자 및 제 3자에게 E-mail 등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- ▶ 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- ▶ 당 보고서에 기재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

(작성자 : 이상현)

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

1. 종목추천 투자등급 (추천일 기준 증가대비 3 등급) 종목투자 의견은 향후 12개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.

- Buy(매수): 추천일 증가대비 +15%이상

- Hold(보유): 추천일 증가대비 -15% ~ 15% 내외 등락

- Sell(매도): 추천일 증가대비 -15%이상

2. 산업추천 투자등급 (시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임)

- Overweight(비중확대), - Neutral (중립), - Underweight (비중축소)

하이투자증권 투자비용 등급 공시 2022-12-31 기준

구분	매수	중립(보유)	매도
투자이견 비율(%)	97.8%	2.2%	-