



[ESG] 지배구조 규제

최대주주 또는 계열회사에 자기주식을 처분하는 행위가 주주가치에 미치는 영향

Analyst 엄수진 sujineom@hanwha.com 3772 7407

이사회의 재량권이 적용될 수 있는 자기주식 처분

상법에 따르면, 정관에 규정이 없는 한 처분할 자기주식의 종류와 수뿐 아니라 자기주식을 처분할 상대방 및 처분방법도 이사회가 정할 수 있다.

자기주식은 회사 내에서 보유 중일 때는 경제적 가치가 없다고 보는 것이 타당하다. 그러나 자기주식을 처분하여 시중에 유통시키면 자기주식은 다시 경제적 가치가 생긴다. 이 경우 자기주식 처분의 실질은 자본거래로서 신주 발행과 동일하다. 보유하고 있던 주식을 팔아서 외부 자금을 조달하는 것과 신규 주식을 발행하여 외부 자금을 조달하는 것은 유통주식 수는 증가하고 현금유입은 유입된다는 면에서 같다.

그러나 신주를 발행할 때는 원칙적으로 기존의 주주들에게 각자 가지고 있는 주식 수에 비례하여 신주를 인수할 기회를 부여하고, 예외적인 경우에만 제3자에게 배정할 수 있다(상법 제418조). 이 때문에 자기주식 처분의 경우에도 모든 주주들에게 매수의 기회를 공평하게 주지 않고 특정인에게 처분한 것은 무효라고 보는 입장이 있으나, 자기주식 처분 시에는 신주 발행의 법리를 유추 적용할 수 없고, 다른 주주들에게 매수 기회를 주지 않았다고 해서 주주평등의 원칙에 위반된다고 보기는 어렵다는 입장이 더 보편적이다.

[표1] 자기주식 처분 및 신주 인수 관련 상법 조항

제342조(자기주식의 처분) 회사가 보유하는 자기의 주식을 처분하는 경우에 다음 각 호의 사항으로서 정관에 규정이 없는 것은 이사회가 결정한다.

1. 처분할 주식의 종류와 수
2. 처분할 주식의 처분가액과 납입기일
3. 주식을 처분할 상대방 및 처분방법

제418조(신주인수권의 내용 및 배정일의 지정·공고)

- ① 주주는 그가 가진 주식 수에 따라서 신주의 배정을 받을 권리가 있다.
- ② 회사는 제1항의 규정에 불구하고 정관에 정하는 바에 따라 주주 외의 자에게 신주를 배정할 수 있다. 다만, 이 경우에는 신기술의 도입, 재무구조의 개선 등 회사의 경영상 목적을 달성하기 위하여 필요한 경우에 한한다.
- ③ 회사는 일정한 날을 정하여 그 날에 주주명부에 기재된 주주가 제1항의 권리를 가진다는 뜻과 신주인수권을 양도할 수 있을 경우에는 그 뜻을 그 날의 2주간전에 공고하여야 한다. 그러나 그 날이 제354조제1항의 기간 중인 때에는 그 기간의 초일의 2주간전에 이를 공고하여야 한다.
- ④ 제2항에 따라 주주 외의 자에게 신주를 배정하는 경우 회사는 제416조제1호, 제2호, 제2호의2, 제3호 및 제4호에서 정하는 사항을 그 납입기일의 2주 전까지 주주에게 통지하거나 공고하여야 한다.

자료: 법제처, 한화투자증권 리서치센터

따라서, 최대주주 또는 계열회사에 자기주식을 처분하는 것이 그 자체로 위법은 아니다. 그러나 기존 주주의 권익 침해, 이사의 손해배상책임 및 배임죄에 해당할 여지, 다른 투자 기회를 놓치는 기회비용 등 쟁점이 될 만한 요소들이 있다.

최대주주 또는 계열회사에 자기주식 처분 시 이슈

- 회사가 자기주식을 특정인에게 처분하면 그 특정인에게 제3자 배정 방식으로 신주를 발행한 상황과 같이 기존 주주들의 지분율이 희석됨
- 경영상 필요성 및 가격 등 조건의 적정성이 인정되지 않을 경우 이사의 주의의무 및 충실의무 위반에 따른 책임이 문제될 수 있고, 거래조건 등이 특정인에게만 유리할 경우 배임에 해당될 수 있음
- 자기주식을 매입하는 데 비용을 씀으로써 더 수익성이 높은 사업이나 프로젝트에 투자할 기회를 놓치게 되는 기회비용
- 특별한 사업적 시너지가 없음에도 경영권 방어·확보 등을 위한 목적으로 자기주식을 처분할 경우 지배주주에게만 유리하고 소액주주는 피해를 입을 수 있음
- 모든 주주에게 동등한 매수 기회를 주지 않을 경우 주주평등의 원칙에 저촉될 여지

최대주주 또는 계열회사에 자기주식을 처분한 최근 국내 사례

2025년 들어 최대주주 또는 계열회사에 자기주식을 처분한 사례는 유가증권시장 상장회사 5개사, 코스닥시장 상장회사 2개사로 집계되었다.

사조그룹의 경우 사조대림이 2회, 사조산업이 1회 계열회사 또는 최대주주에 자기주식을 처분한 것으로 나타났다. 사조대림은 5월 28일에 사조씨푸드(최대주주 본인, 계열회사), 캐슬렉스서울(계열회사), 사조시스템즈(계열회사)에 자기주식을 처분하기로 결정하면서 기업운영자금 확보와 재무구조 개선이 처분의 목적이며, 투자자의 투자 의향을 고려해 자기주식 처분의 부정적 영향을 최소화하고자 최대주주 및 계열회사를 처분 상대방으로 선정했다고 설명하였다.

KPX홀딩스는 지난 4월 14일, 자기주식 17,600주를 (사실상 최대주주인) 양준영 회장에게 주당 56,500원에 매각하기로 결정했다. 자기주식 취득으로 양 회장의 지분율은 종전 11.77%에서 12.19%로 0.42%p 늘었다. 양 회장의 자기주식 취득은 직전 최대주주이자 아버지인 양규모 이사회 의장이 소유 지분을 2023년부터 처분하면서 최대주주가 양 회장으로 바뀐 이후의 후속 조치다. KPX홀딩스의 발행주식총수 대비 자기주식 비중은 2024년 말 기준 6.95%로, 지난 3월 13일 제출된, 이사회 승인까지 받은 자기주식 보고서에서는 보고서 작성기준일 현재 자기주식 처분 계획이 없다고 기재하였으나 불과 한 달 만에 자기주식을 개인 최대주주에게 처분한 셈이다. KPX케미칼 또한 최대주주인 지주회사 KPX홀딩스에 자기주식을 처분하였다.

화승코퍼레이션 최대주주는 현지호 부회장인데, 현 부회장은 화승코퍼레이션의 자기주식 취득을 통해 지분율을 지난해 말 35.44%에서 40.43%로 늘렸다. 자기주식 취득으로 인해 현 부회장과 계열회사 화승인더스트리의 화승코퍼레이션에 대한 합산 지분율은 종전 44.69%에서 49.69%로 증가했다.

코스닥 상장회사인 헥토이노베이션도 지난 3월 4일, 자기주식 699,162주를 최대주주인 이경민 사내이사에게 처분하기로 결정하였다. 이 699,162주는 헥토이노베이션이 보유한 자기주식 전량으로, 발행주식총수의 5.33%에 달한다. 자기주식 취득으로 이 사내이사의 지분율은 지난해 말 24.32%, 3월 말 24.44%에서 29.77%까지 확대됐다. 헥토이노베이션은 2025년 3월 말 현재 프리미어성장엠앤에이사모투자가 10.17%, 피델리티(Fidelity Management & Research Company LLC)가 5.46%의 지분을 보유 중으로, 최대주주 측이 의결권을 안정적인 수준까지 확보하고자 자기주식에 대한 이 같은 처분이 단행된 것으로 풀이된다.

한편, 유가증권시장 상장회사인 솔루엠은 최대주주에 자기주식을 매각하려던 계획을 철회하고, 해당 자기주식을 소각하기로 결정을 변경했다. 솔루엠은 지난 5월 19일 이사회를 열어 이전 4월 21일 결의했던 자사주 119만주(2.43%) 매각 계획을 철회했다. 최대주주 본인이자 대표이사 회장인 전성호 회장이 211억원에 해당 자기주식을 매입하기로 했던 건이었으나 처분 가격 17,750원이 취득 가격 및 임직원 스톡옵션 평균 가격보다 낮은 가격이었다는 점이 지적 받았고, 상법상 회사의 사업기회 및 자산 유용 논란이 일면서 취소되었다.

[표2] 최대주주 또는 계열회사에 자기주식을 처분한 사례

종목코드	기업명	상장 시장	처분 결정일	처분 상대방	처분 상대방 선정 사유	처분 (예정) 자기주식의 발행주식총수 대비 비중 ^{주1}	처분 (예정) 금액
003960	사조대림	유가증권	2025.02.03	캐슬렉스서울 (계열회사)	투자자의 투자 의향 고려 및 자기주식 처분의 부정적 영향 최소화	3.0%	109 억원
007160	사조산업	유가증권	2025.05.27	사조시스템즈 (최대주주 본인, 계열회사)	미공시	0.1%	3 억원
003960	사조대림	유가증권	2025.05.28	사조씨푸드 (최대주주 본인, 계열회사), 캐슬렉스서울 (계열회사), 사조시스템즈 (계열회사)	투자자의 투자 의향 고려 및 자기주식 처분의 부정적 영향 최소화	2.5%	87 억원
013520	화승코퍼레이션	유가증권	2025.02.07	현지호 (최대주주 본인, 부회장)	재무구조 개선 및 종속회사 지배력 강화를 위한 주식취득 교환대가	5.0%	41 억원
025000	KPX 케미칼	유가증권	2025.04.14	KPX 홀딩스 (최대주주 본인, 계열회사)	회사 경영상 필요자금의 효율적 조달 및 자기주식 처분의 주식 시장가격에 영향 최소화	1.8%	36 억원
092230	KPX 홀딩스	유가증권	2025.04.14	양준영 (최대주주 본인)	회사 경영상 필요자금의 효율적 조달 및 자기주식 처분의 주식 시장가격에 영향 최소화	0.4%	10 억원
214180	헥토이노베이션	코스닥	2025.03.04	이경민 (최대주주 본인, 사내이사)	자기주식 처분의 부정적 영향 최소화 & 매매가능성 측면에서 주가 희석요인이 상대적으로 낮음	5.3%	83 억원
030960	양지사	코스닥	2025.06.10	명지문화 (계열회사)	회사의 경영상 목적 달성과 신속한 자금조달을 위해 투자자의 의향, 납입능력 및 시기 등을 고려하여 선정	1.7%	23 억원
248070	솔루엠 ^{주2}	유가증권	2025.04.21 (2025.05.19 에 철회)	전성호 (최대주주 본인, 대표이사)	최대주주인 대표이사의 책임경영 실천 및 기업가치 제고 목적	2.4%	211 억원

주1: 모두 보통주 / 주2: 철회됨

자료: 전자공시시스템, 한화투자증권 리서치센터

[표3] 최대주주 또는 계열회사에 자기주식을 처분한 사례 - 처분 가격과 시가 비교

종목코드	기업명	처분 결정일	처분 (예정) 가격	처분 결정일 당시 종가
003960	사조대림	2025.02.03	39,650	38,250
007160	사조산업	2025.05.27	45,500	48,000
003960	사조대림	2025.05.28	37,900	39,450
013520	화승코퍼레이션	2025.02.07	1,652	1,515
025000	KPX케미칼	2025.04.14	43,050	43,350
092230	KPX홀딩스	2025.04.14	56,500	56,100
214180	헥토이노베이션	2025.03.04	11,820	11,820
030960	양지사	2025.06.10	8,700	8,700
248070	솔루엠 ^{주1}	2025.04.21 (2025.05.19에 철회)	17,750	16,790

주1: 철회됨

자료: 전자공시시스템, 한화투자증권 리서치센터

Comment

자기주식을 이사회 결의를 통해 제3자에 처분할 수 있도록 허용하는 것은 주주 권익의 침해를 가져올 여지가 있다. 해외에는 자기주식 처분 시 처음부터 주주평등의 원칙에 입각해 공평한 매수 기회를 보장하거나, 자기주식의 처분에 대한 절차적 요건이 우리나라보다 까다롭거나, 사후적 구제책을 구비해 놓는 등의 입법례가 있다.

영국은 기존 주주들에게 신주인수권을 인정하는 국가로, 자기주식의 처분에 있어서도 신주 발행과 동일하게 (기존) 주주에게 우선적인 권리가 인정됨을 명문화하였다. 즉 자기주식의 처분 시 원칙적으로 주주에게 균등하게 처분되어야 하고, 제3자에게 처분하기 위해서는 정관이나 주주총회의 특별결의가 필요하다는 제약이 따른다.

일본은 자기주식의 처분에 대해 신주 발행과 동일하게 보고 규제하고 있다. 신주 발행 시의 신주와 자기주식 처분 시의 자기주식을 포함하여 ‘모집주식’이라는 개념으로 정의하고, 신주와 자기주식을 동일하게 규제한다. 다만 일본의 경우 주주에게 신주인수권을 인정하지 않기 때문에, 회사가 자유롭게 제3자에게 신주를 배정하거나 자기주식을 처분할 수 있다. 그러나 이러한 행위는 기존 주주들의 이해관계에 영향을 미치기 때문에, 일본 회사법에서는 기존 주주들의 이익을 보호하기 위한 규정을 두고 있다. 자기주식의 처분에 대해서도 신주 발행과 동일하게 유지청구와 무효의 소에 대한 규정을 두고 있어 주식의 인수인에게 유리한 조건으로 자기주식을 처분하거나 경영진의 지배권 확보가 주요한 목적인 자기주식 처분에 대한 주주 구제수단이 마련되어 있다. 즉, 자기주식 처분에 대해 기존 주주의 우선권이 인정되지는 않으나, 신주 발행과 자기주식 처분의 절차가 동일하고 불공정한 자기주식 처분에 대해서는 구제수단이 별도로 마련되어 있는 셈이다.

독일은 자본금의 10%까지만 자기주식을 보유할 수 있고, 취득한 자기주식의 합계가 자본금의 10%를 초과하면 초과된 부분을 취득 시점으로부터 3년 이내에 처분하여야 한다. 만약 해당 기간 내에 처분하지 못한 주식은 소각하여야 한다. 10%를 초과하지 않는 자기주식은 보유할 수 있으나, 회사가 보유한 자기주식에 대해서는 의결권 외에도 배당권, 잔여재산분배권, 무상증자 시 신주 배정 등 일체의 권리가 인정되지 않는다. 독일에서는 자기주식의 취득과 처분에는 주주평등의 원칙이 적용된다는 명문의 규정을 두고, 거래소를 통한 취득과 처분은 주주평등의 원칙을 충족시킨다고 보고 있다. 그러나 거래소 밖에서 또는 제3자에게 자기주식을 처분하려면 주주총회의 특별결의가 있어야 하고, 주식의 처분가액이 시가보다 현저히 낮지 않아야 한다.

미국의 경우 자기주식 처분 자체에 대해서는 특별한 규제가 없는데, 주주의 신주인수권을 법에서 보장하지 않으므로 신주를 제3자에게 발행하는 경우와 자기주식을 제3자에게 처분하는 경우가 크게 차이가 없다. 다만 경영진 자신 또는 특정 주주의 이익을 위하여 자기주식을 처분하거나 적정한 가격을 받지 못하고 자기주식을 처분하는 경우 이사의 신인의무(Fiduciary Duty) 위반에 해당할 수 있고, 이 경우 민사소송을 통한 사후적 구제가 가능하다.

(자료: 자본시장연구원)

조금 더 보수적으로 바라보자면, 개인 최대주주나 계열회사에 자기주식을 처분하는 것은 부당지원에 해당될 여지도 있다. 특히 자기주식 매입 주체가 개인 최대주주가 아닌 계열회사인 경우에는 해당 계열회사 주주들의 권익도 침해될 수 있기 때문에 문제가 더 복잡해진다. 현 정부가 선거 운동 당시 공약으로 제시한, 원칙적으로는 자기주식 소각을 의무화하되 예외적인 상황에서만 보유를 허용하도록 하는 입법이 이러한 문제의 대안이 될 수 있다.

[Compliance Notice]

(공표일: 2025년 6월 16일)

이 자료는 조사분석 담당자가 객관적 사실에 근거해 작성하였으며, 타인의 부당한 압력이나 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영했습니다. 본인은 이 자료에서 다른 종목과 관련해 공표일 현재 관련 법규상 알려야 할 재산적 이해관계가 없습니다. 본인은 이 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다. (엄수진)

저희 회사는 공표일 현재 이 자료에서 다른 종목의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

이 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위해 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 저작권이 당사에 있으며 불법 복제 및 배포를 금합니다. 이 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료나 정보출처로부터 얻은 것이지만, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 이 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과와 관련된 법적 책임소재에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.