



저작자표시-비영리-변경금지 2.0 대한민국

이용자는 아래의 조건을 따르는 경우에 한하여 자유롭게

- 이 저작물을 복제, 배포, 전송, 전시, 공연 및 방송할 수 있습니다.

다음과 같은 조건을 따라야 합니다:



저작자표시. 귀하는 원저작자를 표시하여야 합니다.



비영리. 귀하는 이 저작물을 영리 목적으로 이용할 수 없습니다.



변경금지. 귀하는 이 저작물을 개작, 변형 또는 가공할 수 없습니다.

- 귀하는, 이 저작물의 재이용이나 배포의 경우, 이 저작물에 적용된 이용허락조건을 명확하게 나타내어야 합니다.
- 저작권자로부터 별도의 허가를 받으면 이러한 조건들은 적용되지 않습니다.

저작권법에 따른 이용자의 권리는 위의 내용에 의하여 영향을 받지 않습니다.

이것은 [이용허락규약\(Legal Code\)](#)을 이해하기 쉽게 요약한 것입니다.

[Disclaimer](#)

법학석사 학위논문

주식 총수익스왑(Equity TRS)에  
관한 법적 연구

- 주식보유정보공개,  
자기주식·상호주식·순환출자 등과 관련한 법적  
문제와 그 개선방안을 중심으로

2017년 2월

서울대학교 대학원

법학과 상법전공

이 석 준

# 주식 총수익스왑(Equity TRS)에 관한 법적 연구

- 주식보유정보공개,  
자기주식·상호주식·순환출자 등과 관련한 법적  
문제와 그 개선방안을 중심으로

지도교수 노 혁 준

이 논문을 법학석사 학위논문으로 제출함  
2016년 11월

서울대학교 대학원  
법학과 상법전공  
이 석 준

이석준의 법학석사 학위논문을 인준함  
2016년 12월

위 원 장               박  준               (인)

부위원장               정  순  섭               (인)

위      원               노  혁  준               (인)

## 초 록

# 주식 총수익스왑(Equity TRS)에 관한 법적 연구

- 주식보유정보공개,  
자기주식·상호주식·순환출자 관련한 법적 문제와  
그 개선방안을 중심으로

총수익스왑(Total return swap) 거래는 장외파생금융거래 중 하나로 기초자산에서 발생할 수 있는 경제적 손익을 거래상대방에게 이전하고 그 기초자산의 위험을 회피하기 위한 금융거래계약인데, 주식을 거래의 기초자산으로 하는 경우 주식 총수익스왑이라고 한다.

주식 총수익스왑 거래를 통하여 총수익지급자는 약정된 기간 동안 주식을 매각하지 않고도 주식에서 파생될 수 있는 시장위험(market risk)으로부터 보호될 수 있다. 한편 거래상대방인 총수익수령자는 총수익스왑 거래를 통하여 금융비용 등의 상당의 수수료만으로도 주식으로부터 발생하는 경제적 손익을 모두 수취하여 마치 주식의 경제적 손익을 소유하는 것과 같은 효과를 낸다.

주식 총수익스왑이 이러한 시장위험 회피 또는 경제적 투자 목적으로 이루어지는 거래가 아니라 다른 법령을 회피할 목적으로 이용되는 것에 불과하다면 이는 총수익스왑 거래를 남용한 것에 불과하다.

이 논문에서는 주식 총수익스왑을 통하여 시장참가자들이 회피할 수 있는 각종 법령의 내용에 대하여 살펴보고 설령 총수익스왑 거래를 체결하여 총수익지급자에게 주식을 처분하였더라도 마치 총수익수령자가 총수익지급자를 통하여 실질적으로 이를 소유하는 것으로 보아 여전히 해

당 법률 규정을 적용할 수 있는지, 그리고 총수익지급자는 총수익수령자에게 경제적 이해관계를 전부 이전하였기 때문에 그의 의결권 행사가 경제적 이익 없는 의결권의 남용행위인지 알아보았다. 하지만 현행 법규는 주식 총수익스왑을 활용한 남용행위를 예측하지 못하였기 때문에 총수익스왑을 통하여 각종 법령을 회피하는 행위를 차단하기가 쉽지 않다.

이러한 점에 주목하여 이 논문 제2장에서 총수익스왑의 일반론으로서 주식 총수익스왑의 총수익수령자가 기초자산인 주식을 실질적으로 소유하고 있다고 볼 수 있는지 살펴보았다. 이에 따르면 주식 총수익스왑의 총수익수령자가 그 주식에 대하여 실질적으로 소유하고 있다고 단정하기 어렵고 다만 거래의 구체적인 태양, 해당 법률 규정의 내용, 거래관행 등을 종합하여 개별적으로 판단할 수 밖에 없다. 여기에 부가적으로 총수익지급자의 경제적 이익 없는 의결권 행사에 관하여도 살펴보았다.

제3장에서는 각론으로서 자본시장법상 보고의무를 회피하기 위하여 주식 총수익스왑 거래를 활용하는 경우 예상되는 문제점에 대하여 살펴보고 법적 규율 여부 및 그 방안에 대하여 연구해 보았다. 보고의무는 시장참가자들에게 주식정보를 제공함으로써 시장에 대한 신뢰와 거래의 효율성을 증진시키는 기능을 하고 있는데 주식 총수익스왑 거래를 통하여 주식소유에 관한 정보를 은폐하여 시장참가자들에게 손해를 끼치거나 자본시장에 대한 신뢰를 훼손할 위험이 있으므로 이러한 시도에 대하여 해석론으로서 법적 규율을 가하거나 입법을 통하여 방지하도록 하여야 한다. 나아가 위 보고의무는 총수익지급자가 경제적 이익 없는 의결권을 남용한 행위와도 밀접한 연관이 있으므로 그러한 남용행위로 인하여 나타나는 문제점과 개선방안에 대하여도 함께 모색해 보았다.

제4장에서는 상법상 자기주식 금지, 상호주식 의결권 제한 규정 및 공정거래법상 상호출자 및 순환출자 금지규정 등을 회피하기 위하여 주식 총수익스왑 거래를 활용하고 있는 경우의 문제점을 살펴보고 이를 자기계산의 법리로 규율할 수 있는지, 한계가 있다면 입법론으로서 이를 규율하는 방안에 대하여 연구해 보았다. 이에 따르면 상법상 자기주식, 상호주식이나 공정거래법상 상호출자 또는 순환출자의 경우 가공자본의

문제는 보고의무 규정으로 해결할 가능성이 있으나 회사 지배구조의 왜곡이나 경제력 집중의 문제는 보고의무를 부과하는 것만으로는 해결할 수 없으므로 의결권 제한 등의 조치로 이를 규율하여야 할 것이다. 이와 관련 해석론으로 자기계산의 법리에 따라 규율할 수 있을 것으로 보이나 여러 한계점이 존재하므로 주식 총수익스왑을 직접적으로 규율하는 방식으로 입법조치를 하는 방안도 생각해 볼 수 있다.

주제어 : 주식 총수익스왑, 실질적 소유, 자기의 계산, 남용적 행위, 정보 공개의무, 자기주식, 상호주식, 순환출자



# 목 차

제 1 장 서론	1
제 2 장 주식 총수익스왑의 기본적 법리	3
제 1 절 주식 총수익스왑의 의의	3
1. 개념	3
2. 기본적 법률관계	5
3. 당사자 및 기초자산	6
제 2 절 활용 현황	7
1. 총수익스왑의 거래규모	7
2. 경제적 효용성	7
3. 관련 법규 회피	8
가. 정보공개, 자기주식·상호주식·순환출자금지 규정 회피	8
나. 불공정 또는 부정거래행위로의 악용	9
제 3 절 법적 성격	10
1. 자본시장법상 성격	10
2. 사법상 성격	11
가. 구별개념	11
나. 복합계약 내지 비전형계약	14
다. 쌍무계약	14
제 4 절 주식 총수익스왑의 남용과 실질적 소유	14
1. 주식 총수익스왑의 남용	15
2. 실질적 소유와 결부된 총수익스왑 거래내용의 구성	16
가. 의결권	16
나. 매매예약완결권, 매수옵션 등	17
다. 손익의 귀속	18



라. 이익배당	18
마. 정리	19
3. 주식 총수익스왑 거래의 각 유형별 비교	19
가. 주식취득자금을 조달하지 않은 경우	20
나. 주식취득자금을 수령자가 조달한 경우	20
다. 주식취득자금을 지급자가 조달한 경우	21
라. 실물결제형 총수익스왑의 경우	23
마. 정리	23
4. 실질적 소유 판단을 위한 법률해석 기제	24
가. 실질적 소유의 개념	24
나. 실질적 소유의 판단기제	25
다. 총수익스왑에의 적용	26
<b>제 5 절 주식 총수익스왑을 활용한 의결권 행사</b>	<b>27</b>
<b>제 6 절 소결론</b>	<b>29</b>
<b>제 3 장 주식보유 정보공개와 총수익스왑</b>	<b>30</b>
<b>제 1 절 개관</b>	<b>30</b>
<b>제 2 절 정보공개 등에 관한 현행 제도 내용</b>	<b>31</b>
1. 제도의 내용	31
2. 주식 총수익스왑에 대한 적용가능성	33
가. 공개매수공고의무 및 대량보유보고의무	33
나. 소유상황보고의무	36
3. 소결론	36
<b>제 3 절 관련 사안</b>	<b>36</b>
1. CSX v. TCI 사안	37
가. 사실관계	37
나. 당사자들의 주장	38
다. 법원의 판단	39
2. Mylan, Perry 사안	41

3. 우리나라의 경우- 삼성물산 vs. Elliott 사건	43
4. 소결론	45
<b>제 4 절 법적 규율 여부 및 그 방안</b>	<b>45</b>
1. 학설	46
가. 수령자의 경우	46
나. 지급자의 경우	48
2. 외국의 입법례 및 대응조치	51
가. EU	51
나. 영국	55
다. 미국	57
라. 소결론	60
3. 검토	61
가. 법적 규율이 필요한지 여부	61
나. 기본적인 규율방안	64
다. 구체적인 규율방안	67
4. 소결론	84
<b>제 4 장 자기주식 · 상호주식 · 순환출자와 총수익스왑</b>	<b>85</b>
제 1 절 개관	85
제 2 절 관련 규정의 내용과 총수익스왑	85
1. 상법상 자기주식, 모회사주식, 상호주식에 대한 규정	85
가. 자기주식, 모회사 주식	85
나. 상호주식	87
2. 공정거래법상 상호출자 또는 순환출자에 대한 규정	87
가. 상호출자	87
나. 순환출자	88
다. 상호출자 또는 순환출자 규정을 위반한 경우의 조치	89
3. 제도의 취지	89
가. 자기주식	89

나. 상호주식	90
다. 순환주식	91
4. 주식 총수익스왑에 대하여 나타나는 남용 현상	92
5. 소결론	93
<b>제 3 절 관련 사안</b>	<b>93</b>
1. 상호주식 또는 상호출자	93
가. 사실관계	94
나. 원고(금호화학)의 주장	95
다. 법원의 판단	95
2. 순환출자(현대자동차, 기아자동차 사안)	96
3. 소결론	98
<b>제 4 절 법적 규율 여부 및 그 방안</b>	<b>99</b>
1. 학설 및 제안되는 규율방안의 내용	99
가. 학설	99
나. 각 규율방안의 내용	101
2. 외국의 입법례 및 대응조치	102
가. 자기주식, 상호주식 및 순환주식	103
나. 주식 총수익스왑에 대한 대응	106
3. 검토	106
가. 법적 규율이 필요한지 여부	106
나. 기본적인 규율 방안	108
다. 구체적인 규율 방안	113
4. 소결론	128
<b>제 5 장 결론</b>	<b>129</b>
<b>참고문헌</b>	<b>131</b>

## 표 목 차

[표1] 자기주식 규율요건	118
[표2-1] 상호주식 규율요건	119
[표2-2] 상호주식 규율방법	120
[표3-1] 순환주식 규율요건	122
[표3-2] 순환주식 규제방법	125

## 그 립 목 차

[그림1] 주식 총수익스왑 거래 모습	3
[그림2-1] CSX vs. TCI 사건	37
[그림2-2] Mylan, Perry 사건	41
[그림3-1] 금호화학 vs. 아시아나 사건	94
[그림3-2] 현대자동차 그룹 사건	97



## 제 1 장 서 론

파생금융거래(Financial derivatives transaction)는 ‘기초자산의 시가등락 등 가치변동에 따른 위험, 채무불이행에 따른 위험 등을 분리하여 거래상대방에게 이전하고 거래상대방은 위험부담에 따른 수수료를 수령하는 금융거래계약’이다. 즉, 파생금융거래는 기초자산에서 파생되는 위와 같은 위험 등을 이전하는 거래로서, 그 위험에 노출되어 있는 당사자는 이를 회피하기 위한 목적으로 이를 거래상대방에게 이전하는 것을 목적으로 하는 것으로 파생금융거래를 이용할 실익이 있다.<sup>1)</sup>

총수익스왑(Total return swap) 거래는 파생금융거래 중 하나로 기초자산에서 발생할 수 있는 경제적 손익을 거래상대방에게 이전하는 금융거래계약인데, 주식을 거래의 기초자산으로 하는 경우 주식 총수익스왑이라고 한다.

채권을 기초자산으로 하는 총수익스왑 거래가 통상적으로 신용위험과 시장위험을 모두 이전하는 특성을 가지고 있는 것과 달리 주식 총수익스왑은 시장위험을 이전한다. 총수익지급자는 총수익스왑 거래를 통하여 약정된 기간 동안 기초자산인 주식을 매각하지 않고도 거기에 내재되어 있는 시장위험으로부터 보호될 수 있다. 한편 거래상대방인 총수익스왑 수령자는 주식 총수익스왑 거래를 통하여 금융비용 및 수수료 등의 금원만으로도 주식으로부터 파생되는 경제적 손익을 모두 수취하여 마치 주식의 경제적 손익을 소유하는 것과 같은 효과를 낸다.<sup>2)</sup>

1) 박준, “파생금융거래를 둘러싼 법적 문제 개관”, 「파생금융거래와 법 (제1권)」 (소화, 2012), 25면

2) 물론 우리나라 법제에서도 주식에 대하여 질권을 설정하거나 양도담보로 제공하는 방식으로 주식의 금전적 부분을 수취할 수 있는 것은 가능하나 이와 같은 방법은 주식에서 발생하는 소득흐름을 직접 수취하는 형태가 아니어서 주식의 경제적 가치의 총합으로서 최대한 활용하기에는 부족할 뿐만 아니라 주식을 현재 보유함으로써 나타나는 각종 법률 규정에 노출될 우려가 있다.

그러나 이와 달리 주식 총수익스왑이 시장위험으로부터의 보호 또는 경제적 투자 목적으로 이루어지는 거래가 아니라 다른 법령을 회피할 목적으로 이용되는 것에 불과하다면 이는 총수익스왑 거래를 남용한 것에 불과하다고 보인다.<sup>3)</sup>

총수익스왑 거래의 남용이 가장 문제가 될 수 있는 것은 주식을 기초자산으로 정한 주식 총수익스왑의 경우이다. 채권, 부동산 등을 기초자산으로 하는 경우와 달리 주식의 경우 주주총회의 의결권 행사 및 회사의 지배권 향방과 밀접한 관련이 있어 상법, 자본시장법, 공정거래법 등 다양한 법령의 적용을 받기 때문이다.

이 논문에서는 주식 총수익스왑을 통하여 각종 법령을 회피하려는 현상 및 이에 대한 개선방안 등을 중점적으로 살펴보고, 이를 우회함으로써 시장에서 일어날 수 있는 문제, 국내와 해외의 관련 사례, 미국·EU 등 해외에서 나타나는 관련 법령의 현황 등을 살펴보고 이를 현행 법령상 ‘실질적 소유’의 법리 등에 따라 이를 규율할 수 있는지 등을 검토해본다. 그리고 이에 대한 한계가 존재하는 등의 경우 적절한 입법론을 생각해보기로 한다.

이러한 관점에서 제2장에서 총수익스왑의 일반론을 살펴보고, 제3장에서는 자본시장법상 정보공개의무 등의 내용 및 그 평가를, 제4장에서는 상법상 자기주식, 상호주식 및 공정거래법상 상호출자·순환출자 금지제도 등의 내용 및 그 평가에 대하여 다루기로 한다.

---

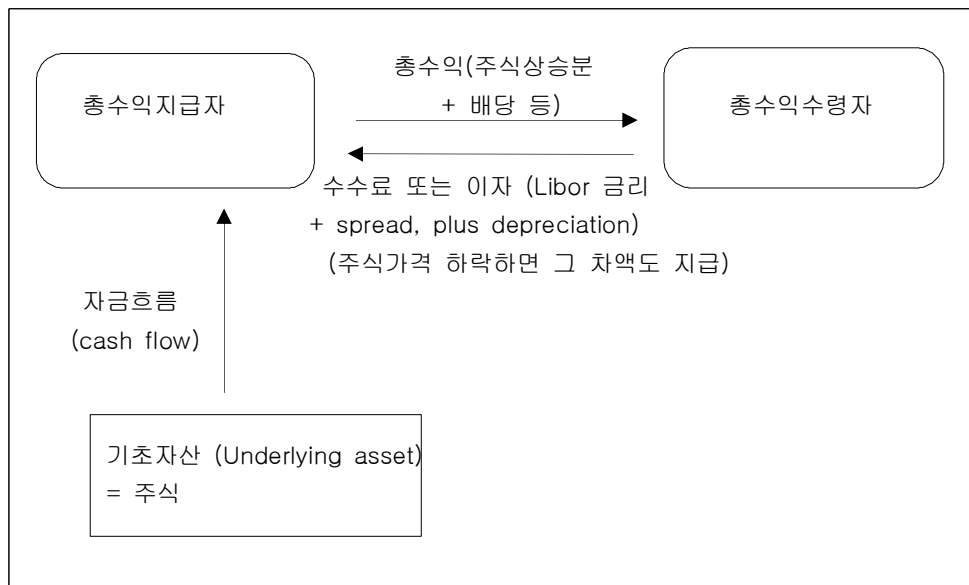
3) 박준, 전개논문, 81면

## 제 2 장 주식 총수익스왑의 기본적 법리

### 제 1 절 주식 총수익스왑의 의의

#### 1. 개념

[그림1] 주식 총수익스왑의 거래 모습



주식 총수익스왑은 거래당사자 일방(총수익지급자, 이하 ‘지급자’ 라 한다)<sup>4)</sup>이 기초자산(reference asset)인 주식을 보유함에 따라 파생되는 자본손익, 배당 등의 총수익을 거래상대방(총수익수령자, 이하 ‘수령

4) 신용과생금융거래에서 총수익스왑의 경우 ‘보장매입자’ 등으로 지칭하나 주식 총수익스왑은 신용과생금융거래에 해당하지 않으므로 ‘총수익지급자’ 라고 일컫는다. 한편 서울중앙지방법원 2012. 4. 13. 선고 2009가합46335 판결은 통화안정증권을 기초자산으로 하는 총수익스왑에 관한 사안으로 총수익지급자에 대하여 ‘총수익지급인’ 이라고 지칭한 바 있다.



자’ 라 한다)<sup>5)</sup>에게 지급하고 그 대가로 이자 상당액과 수수료(이하 ‘수수료 등’ 이라 한다)를 지급받는 계약이다. 즉, 지급자는 수령자 대신 기초자산인 주식을 매입하고 주식의 가치가 상승함으로써 발생하는 자본수익과 배당금을 수령자에게 지급하고 대신 수령자로부터 고정적인 액수의 수수료 등을 지급받으며 한편 주식의 가치가 하락하여 손해가 발생하면 수령자가 지급자에게 그 하락분을 지급하게 된다.<sup>6)7)8)</sup>

주식 총수익스왑을 이용하는 경우 수령자는 주식을 취득하는데 있어 자산매입을 위하여 현금을 유출시키지 않으면서도 자산매입과 동일한 경제적 효과를 낼 수 있고 지급자의 경우 기초자산을 매입하였으면서도 기초자산의 가치가 등락할 위험을 제거하면서 수수료 등을 고정적으로 수취할 수 있는 이익을 얻게 된다. 이자 상당액은 금융시장에서 자금을 거래할 때 적용되는 지표<sup>9)</sup>에 개별적인 스프레드(Spread)를 가산하는 방식으로 정해진다. 주식 총수익스왑의 경우 수령자가 주식의 시가가 등락함에 따라 발생하는 시장위험(market risk)을 부담하게 된다.<sup>10)</sup>

- 
- 5) 신용파생금융거래에서 총수익스왑의 경우 ‘보장매도자’ 등으로 지칭하나 주식 총수익스왑은 신용파생금융거래에 해당하지 않으므로 ‘총수익수령자’ 라고 일컫는다. 위 서울중앙지방법원 2012. 4. 13. 선고 2009가합46335 판결에서는 총수익수령자에 대하여 ‘총수익수취인’ 이라고 지칭한 바 있다.
  - 6) 총수익스왑의 유래에 대하여는 미국의 Bankers Trust가 일본계 은행과 총수익스왑 유사 거래를 한 것이 처음이라고 하는 견해가 있다(Buryere. R. et al. "Credit Derivatives and structured credit-A guide for investors", John Wiley & Sons, Inc., 2006, 31).
  - 7) 한편 총수익스왑과 달리 가격수익스왑(Price return swap)은 주식의 가치 상승·하락분만을 반영하여 이를 정산하는 것으로 배당, 수수료 등 관련 수익은 정산에 포함하지 않는다.
  - 8) Daniel Bertaccini, "To Disclose or Not to Disclose? CSX Corp., Total Return Swaps, and Their Implications for Schedule 13d Filing Purposes", (2009) 31 Card. L. Rev. 267, 274, 275
  - 9) 보통 libor(London Interbank Offered Rate) 금리가 많이 활용되고 있다.
  - 10) 한편 영국에서는 1990년경부터 주식에 관한 차액거래약정(Contract For Difference, 이하 ‘CFD’라 한다)이라는 주식스왑상품을 개발해서 사용하고 있는데, 헤지펀드, 기관투자자들이 런던증권거래소에서 주식거래의 위험을 효과적으로 헤지하기 위하여 활용하였다. CFD 역시 약정 기간 동안 기초자산의 가격이 오를 경우 그 차액을 한쪽 당사자가 반대 당사자에게 지급하고, 내려갈 경우에는 반대 당사자가 지급하게 되므로 결국 총수익스왑과 CFD는 유사하다고 할 것이다(川島 いづみ, “エクイティ・デリバティブを介した ヒドゥン・オーナーシップ等に対する法規制 — 英米における開示規制の動向 —”, 早稲田社会科学総合研究 第14巻第 1号 (2013年 7月), 26頁}.

## 2. 기본적 법률관계

가. 주식 총수익스왑에서는 지급자가 수령자 대신 기초자산인 주식을 매입하게 되고 자신의 명의로 주식을 보유한다. 이러한 경우 지급자는 원칙적으로 주주권을 행사하는 자로서 주식에 대한 의결권을 행사할 수 있고 발행회사가 배당을 하는 경우 주주명부에 개서된 자로서 배당금을 수령할 권한을 가지게 되며 주식을 처분하여 이를 현금화할 수도 있다.

반면에 수령자는 총수익스왑의 대상이 되는 주식에 대하여 약정 당시 보다 시장 가치가 상승하게 되는 경우 가치상승분을, 발행회사가 배당을 하는 경우 배당을, 각각 지급자를 상대로 금전으로 청구하게 되는 계약상 권리를 갖게 될 뿐이다. 수령자는 어디까지나 채권적 권리를 취득함에 불과하기 때문에 대부분의 경우 발행회사를 대상으로 주주명부에 개서하여 줄 것을 청구하거나 직접 배당을 구하거나 의결권을 행사할 수 없다. 결국 주식 총수익스왑에 있어 원칙적으로 수령자는 지급자에 대한 관계에서 계약에 따라 주식으로부터 파생되는 경제적 손익만을 가지게 될 뿐이다.

다만 당해 주식 스왑 거래가 총수익스왑의 외관을 띠고 있지만 실질적으로 주식의 명의대여 또는 명의신탁에 해당하는 경우 수령자를 실질 주주로 보고 그를 주주권을 행사하는 자로 인정할 수 있다.<sup>11)</sup> 이는 주식의 실질적 소유와 관련하여 뒤에서 논의하기로 한다.

나. 이와 같이 주식 가치의 교환이나 배당금액의 지급은 총수익스왑에서 정한 정산기간이 만료될 때 한꺼번에 정산될 수도 있고 일정한 시기를 정하여 분기별로 중간정산을 하는 것 모두 가능하지만, 주식스왑의 특성상 한꺼번에 정산하는 것보다는 많은 경우 정기적으로 현금 흐름의 교환이 이루어진다.<sup>12)</sup>

주식 총수익스왑의 만기가 이루어지는 시점에 이르면 원래 약정했던 내용에 의하여 그 주식의 약정 당시의 기준가격(initial price)과 현재의

11) 대법원 1998. 9. 8. 선고 96다45818 판결

12) 김재광, “스왑(swap)거래의 과세상의 문제점”, 「국세월보」, 세우회, 2003, 17면

시장가격(current market price)의 차액을 최종적으로 정산(final settlement)하게 된다. 현재의 시장가격은 당해 주식이 시장에서 거래되는 실체가치(market to market)로 평가한 가격에 근거하여 산출하는 것이 일반적이다.

따라서 주식 총수익스왑은 원칙적으로 중간 정산 및 최종 정산기에 걸쳐 주식에서 파생되는 경제적 손익과 그 시가에 따라 이를 정산하는 현금결제형으로 이루어지게 되는 것이 보통이나, 약정에 따라 최종정산을 시가판단의 기준이 되는 자산인 주식을 총수익스왑 종료시에 실물로 지급받기로 정하거나, 약정 당시 미리 현금결제의 방식으로 하기로 합의하였다고 하더라도 추후에 총수익스왑 계약과 별개의 약정을 새로 체결하여 실물결제의 방식으로 정산하기로 합의할 수도 있다. 이 논문에서는 주식 시가 등락에 따른 금전의 지급이 교환되는 현금결제형 주식 총수익스왑에 관하여 중점적으로 다루고 필요한 경우 실물결제형 주식총수익스왑에 대하여도 살펴보기로 한다.

### 3. 당사자 및 기초자산

주식 총수익스왑의 당사자 중 수령자는 많은 경우 특정한 주식을 투자하려는 투자자로서 약정이자만 지급하고 주식을 경제적으로 소유하려는 효과를 누리려 하는 자이고 반대로 지급자는 은행 등 금융기관으로서 그 주식을 취득하기 위한 자금을 조달하는 자이다. 이와 달리 주식의 의결권을 취득하여 회사의 지배권을 행사하려는 자는 주식취득에 따라 발생하는 시장위험을 회피하고자 하는데, 주식 총수익스왑 약정을 통하여 자신이 지급자가 되어 위 시장위험을 금융기관 등의 수령자에게 이전하는 경우도 있을 수 있다. 이러한 경우 주식 총수익스왑의 기본 구조와 달리 오히려 약정이자를 지급자가 수령자에게 지급하는 경우가 생길 수 있다. 이에 따라 지급자는 주식에 대한 경제적 이익을 수령자에게 이관하고 주주명부에 기재된 자로서 대상 주식에 대한 의결권을 행사할 수 있게 된다.

한편 주식 총수익스왑의 기초자산인 주식은 수령자의 자기주식, 모회사의 주식일 수도 있고 계열회사의 주식<sup>13)</sup>일 수도 있고, 기타 완전히 다른 회사의 주식 등이 될 수도 있다.

## 제 2 절 활용 현황

### 1. 총수익스왑의 거래규모

우리나라에서는 2008년에는 총수익스왑 거래가 전무하다시피 했으나, 2014년을 기준으로 금융기관의 총수익스왑에 따른 거래량이 16조 460억 원으로 증가하였다.<sup>14)</sup> 특히 2013년의 총수익스왑의 거래량이 7조 5440억 원이어서 1년 만에 2배로 증가한 셈이다. 이는 장외파생상품으로서 총수익스왑의 비정형적, 비정규적이라는 거래의 특성상 일반 주식에 비하여 관련 법규의 적용을 회피할 수 있고 다양한 법률관계의 구성이 가능하기 때문이다.<sup>15)</sup> 반면에, 신용부도스왑(Credit default swap)은 2013년 33조 3,340억 원에서 2014년 6조 8880억 원으로 상당히 감소하였다.<sup>16)</sup> 이렇듯, 총수익스왑 거래는 다른 파생상품과 달리 쓰임새가 급증하고 있는 상황이다.

### 2. 경제적 효용성

---

13) 두산중공업, 현대엘리베이터, (주) 코오롱 모두 계열회사의 주식을 총수익스왑의 방식으로 취득하였다(인베스트조선, “총수익스왑, 기업 자금 조달 ‘뉴 트렌드’”, 2016. 2. 24. 인터넷기사).

14) 금융감독원 홈페이지, 업무자료-금융투자업무-파생상품관련자료-15.3분기 금융회사 파생상품 거래현황 통계표, 2010년 파생상품 거래현황

15) 이정두, “주식관련 장외파생거래의 제반 문제에 관한 연구 - TRS, CFD 약용사례 및 규제 방향을 중심으로-”, 증권법학회 공동세미나, 2015. 11., 5면

16) 전계 홈페이지, 한편 2015년에는 총수익스왑 거래가 8조 8890억 원으로 감소하기는 하였으나 분기를 기준으로 할 때 2016년 1분기에는 2조 5,570억 원으로 2015년 1분기(1조 5,220억 원)에 비하여 다시 증가하였다.

일반거래와 달리 수령자로서는 당해 주식을 취득하지 않고서도 총수익스왑을 통하여 주식시가등락, 배당 등 주식에 대한 경제적 수익을 온전히 향유할 수 있게 된다. 특히 수령자는 자신의 현금을 유출하지 않고서도 일정 비율의 수수료 등만 지출함으로써 마치 주식의 모든 현금흐름을 매입하는 효과를 낼 수 있다.<sup>17)</sup> 따라서 수령자가 총수익스왑 체결에 따라 지급하는 수수료 등을 통하여 실제 주식의 매매대금보다 적은 비용으로 주식의 현금흐름을 확보하기 때문에 일종의 레버리지 효과를 기대할 수 있다.

한편 지급자는 주식 총수익스왑을 통하여 주식 보유에 따른 시장위험을 분리해낼 수 있다. 즉, 주식 총수익스왑의 경우 그 준거자산인 주식으로부터 파생된 모든 현금흐름을 수령자에게 이전함으로써 결과적으로 주식의 시장위험을 이전시킬 수 있게 된다. 따라서 지급자로서는 해당 주식을 매각하지 않는 대신 수령자로부터 그 주식가치 손익 등락에 대한 보장을 매입한 구조라고 볼 수 있다.

### 3. 관련 법규 회피

#### 가. 정보공개규정, 자기주식·상호주식·순환출자금지 규정 회피

자본시장법에서는 일정한 수량 이상의 주식을 보유하거나 그 보유수량이 변동된 경우 금융위원회 등에 보고<sup>18)</sup>하고 주식 등을 공개매수한 경우의 이를 공고하도록 하고 있는데,<sup>19)</sup> 이와 같이 일정 규모 이상의 주식을 취득한 자에게 보고의무, 공고의무를 부과하는 이유는 상장법인 등의 경영권을 보호하거나 관련 정보를 주주들 또는 투자자들에게 제공하기 위한 취지이다. 그런데 의결권의 수를 기초로 한 전통적인 규율 형식이 장외파생상품 거래에서는 규제에 실효성이 크게 떨어졌고 이러한 점을 이용하여 주식취득에 관한 정보공개규정의 적용을 회피하기 위하여

17) 이정두, 전제논문, 3면

18) 자본시장법 제147조 제1항

19) 자본시장법 제133조 제1항

총수익스왑 거래를 이용하는 경우가 증가하고 있다.

그리고 상법상 자기주식, 상호주식 취득제한, 공정거래법상 상호출자금지 규정 등을 회피하기 위하여 주식 총수익스왑을 활용할 수 있다. 가령 상법상 자기주식 또는 상호주식 취득제한을 회피함으로써 회사 경영권을 보호하려는 시도를 할 수 있다. 즉, 회사 경영권 침탈 위협을 받는 회사의 대주주 또는 경영진은 의결권 행사에 제한을 받는 회사의 자기주식 또는 상호주식을 우호주주에게 처분하거나 계열회사로 하여금 수령자의 주식을 취득하도록 하여 의결권 있는 주식 수를 인위적으로 증가시킬 수 있는데, 수수료(금융비용 내지 자금조달비용) 상당의 금원만을 지출하면서 우호주주를 확보하는 효과를 거둘 수 있다.<sup>20)</sup> 한편 상호출자금지<sup>21)</sup> 및 순환출자금지<sup>22)</sup>를 회피하기 위하여 상호출자제한기업집단에 속하지 않은 회사를 총수익스왑의 방식으로 중간에 끼워넣을 수도 있다.

또한 총수익스왑은 외국인 및 외국법인의 공공적 법인 주식 취득 제한<sup>23)</sup> 및 그 이하 관련 법령을 회피하기 위하여 국내법인을 이용하는 수단으로 활용할 수도 있다.

## 나. 불공정 또는 부정거래행위로의 악용

주식 총수익스왑은 자본시장에 있어서 불공정거래행위 또는 부정거래행위에 악용될 수 있다. 먼저 불공정거래행위에 해당하는 내부자거래로서 주식 총수익스왑의 기초자산인 주식에 대한 미공개정보를 이용하되 주식을 직접 매입하지 않고 주식 총수익스왑을 활용하여 경제적으로 주식에 투자한 효과를 낼 수 있다. 이러한 경우 부당이득을 한 주체와 실제 주식의 거래주체가 차이가 생기게 되어 규제기관의 내부자거래 조사

---

20) 특히 회사가 기존에 보유하고 있던 자기주식을 대량 매각하는 것은 법률상 회계상 어렵기 때문에 자기주식의 주가 변동 위험을 회피하기 위하여 총수익스왑 약정을 체결하고 자기주식 지분도 감소시킬 수 있다(岩谷賢伸「エクイティ・スワップ」貸株取引を用いた議決権の取得と持分の隠蔽」資本市場クォーターリー-2007年夏号, 190頁).

21) 공정거래법 제9조

22) 공정거래법 제9조의2

23) 자본시장법 제168조

에 혼선을 줄 수 있다.

한편 대량보유주식 보고의무 대상에 해당하지 않는 주식 총수익스왑을 활용하여 관련 거래를 유인할 목적으로 주식에 대한 시세조종성 주문을 제출하는 등의 부정거래행위를 함으로써 그 조사를 어렵게 할 수도 있다.<sup>24)</sup>

## 제 3 절 법적 성격

### 1. 자본시장법상 성격

총수익스왑은 기본 구조가 이익을 얻거나 손실을 회피할 목적으로 장래의 특정시기에 금전 등을 지급하기로 약정함으로써 성립하는 것으로, 금융투자상품에 해당하고 그중에서 장외파생상품(OTC Derivative)으로 분류된다.<sup>25)</sup> 금융투자상품에 대해서 자본시장과 금융투자업에 관한 법률(이하 ‘자본시장법’ 이라 한다) 제3조 제1항은 포괄적인 방식으로 정의하고 있는데, 위 규정을 분설해보면 금융투자상품은 ① 이익을 얻거나 손실을 회피할 목적으로, ② 현재 또는 장래의 특정 시점에 금전, 그 밖의 재산적 가치가 있는 것 등을, ③ 지급하기로 약정함으로써 성립되는 권리로, ④ 투자성이 있어야 한다. 금융투자상품은 증권과 파생상품으로 구분되고, 파생상품은 다시 장내파생상품과 장외파생상품으로 분류된다(자본시장법 제3조 제2항).

파생상품은 자본시장법 제5조 제1항 각호<sup>26)</sup>에서 규율하고 있는데, 총

24) 이정두, “주식관련 장외파생거래의 제반 문제에 관한 연구 - 지배구조 왜곡 및 불공정거래와 규제방향을 중심으로”, 「증권법연구」 제17권 제1호, 증권법학회, 2016. 4., 216면

25) 이정두, “주식관련 장외파생거래의 제반 문제에 관한 연구 - TRS, CFD 약용사례 및 규제방향을 중심으로-”, 3면

26) **자본시장법**

**제5조** ① 이 법에서 "파생상품"이란 다음 각 호의 어느 하나에 해당하는 계약상의 권리를 말한다. 다만, 해당 금융투자상품의 유통 가능성, 계약당사자, 발행사유 등을 고려하여 증권으로

수익스왑상품은 그중 장래의 일정기간 동안 미리 정한 가격으로 기초자산이나 기초자산의 가격·이자율·지표·단위 또는 이를 기초로 하는 지수 등에 의하여 산출된 금전 등을 교환할 것을 약정하는 계약상 권리(제3호)로 스왑(Swap)상품에 해당한다.

스왑상품은 양 당사자가 사전에 정한 방법으로 일정 수량의 기초자산을 교환하거나 두 개의 자산에서 파생되는 장래의 현금흐름 등을 일정시기에 교환하기로 하는 파생상품이고 그 종류로 이자율스왑(Interest rate swap), 통화스왑(Currency swap), 주식스왑(Equity swap)이 있다. 주식 총수익스왑은 주식을 기초자산으로 하여 거래를 하는 경우 주식 시가 등락에 따른 손익을 일정한 대가에 따라 교환하고 하고 있으므로 주식스왑에 해당한다.<sup>27)</sup>

## 2. 사법상 성격

### 가. 구별개념

#### 1) 신용공여행위

신용부도스왑 등 신용파생금융거래의 경우 보장매입자와 보장매도자 사이에 그 기초자산인 채권 등에 내재된 준거채무자 또는 채무에 관한 신용위험을 보장매도자에게 이전하는 약정으로, 신용위험은 손해가 발생

---

규제하는 것이 타당한 것으로서 대통령령으로 정하는 금융투자상품은 그러하지 아니하다.

1. 기초자산이나 기초자산의 가격·이자율·지표·단위 또는 이를 기초로 하는 지수 등에 의하여 산출된 금전등을 장래의 특정 시점에 인도할 것을 약정하는 계약
  2. 당사자 어느 한쪽의 의사표시에 의하여 기초자산이나 기초자산의 가격·이자율·지표·단위 또는 이를 기초로 하는 지수 등에 의하여 산출된 금전등을 수수하는 거래를 성립시킬 수 있는 권리를 부여하는 것을 약정하는 계약
  3. 장래의 일정기간 동안 미리 정한 가격으로 기초자산이나 기초자산의 가격·이자율·지표·단위 또는 이를 기초로 하는 지수 등에 의하여 산출된 금전등을 교환할 것을 약정하는 계약
  4. 제1호부터 제3호까지의 규정에 따른 계약과 유사한 것으로서 대통령령으로 정하는 계약
- 27) 변혜정, 「파생금융상품에 대한 원천징수 방안에 관한 연구」, 「조세학술논집」 제28집 제1호, 한국국세조세협회, 2012, 252면



하거나 손해발생 우려가 명백한 경우 외에 향후 채무불이행 가능성이 조급이라도 있는 경우 이에 해당한다고 할 수 있고<sup>28)</sup> 이는 채권 등을 기초자산으로 하는 총수익스왑의 경우도 마찬가지이다. 한편 신용공여행위라 함은 금전 등 경제적 가치가 있는 재산의 대여, 채무이행의 보증, 자금 지원적 성격의 증권 매입, 그 밖에 거래상의 신용위험이 따르는 직접적·간접적 거래<sup>29)</sup>인데 신용파생금융거래도 이에 해당하므로 채권 등을 기초자산으로 하는 총수익스왑도 신용공여행위에 해당할 여지가 높다.<sup>30)</sup>

반면에 주식 총수익스왑은 지급자가 그 주식의 시세가 증가하는 경우 그 이익분을 수령자에게 지급하고 반대로 주식의 시세가 하락하는 경우 수령자로부터 손실액을 지급받는 계약이므로 주식 총수익스왑은 준거 채무자 또는 채무와 관련한 채무불이행 사건과는 아무런 관련이 없고 오로지 기초자산인 주식의 시가등락에 따른 시장위험만을 부담하게 하므로 신용위험을 부담하게 되는 거래에 해당하지 않는다. 따라서 주식을 기초자산으로 하여 그 손익을 수령자에게 이전하는 내용으로 총수익스왑 거래를 체결하더라도 이는 상법 제542조의9에 따라 주요주주 등 이해관계자와의 거래로서 금지되는 ‘신용공여행위’에 해당하지 않는다.<sup>31)</sup>

## 2) 보험

주식 총수익스왑에서는 약정 당시보다 주식의 가치가 하락하는 경우 그 하락분을 수령자가 지급자에게 지급한다는 점에서 그 손실 위험을 보장하는 의미에서 보험계약과 유사한 점이 있다. 그러나 주식 총수익스왑의 목적물은 주식의 계약가격과 시장가격의 차액이고 지급자의 경제적 손해에 해당하는 것은 아니고 다수가 하나의 위험단체를 구성하여 그 위험을 분산하는 형식의 보험과 달리 총수익스왑은 개별적인 약정에 의하

28) 수원지방법원 여주지원 2016. 8. 24. 선고 2014가합10051 판결 판시사항

29) 상법 제542조의9

30) 상법 시행령 제35조 제1항 제4호, 자본시장법 시행령 제38조 제1항 제4호 나목

31) 이러한 법리에 따라 수원지방법원 여주지원 2016. 8. 24. 선고 2014가합10051 판결에서는 현대엘리베이터 주식회사가 계열회사인 현대상선 주식회사에 대한 경영권 보호 등을 위하여 주식 총수익스왑을 체결한 사안에서 위 총수익스왑 거래는 상법 제542조의9에서 금지하는 주요주주 등에 대한 신용공여행위에 해당하지 않고 나아가 신용공여의 제한을 회피할 목적으로 행하여진 장외파생상품거래에도 해당하지 않는다고 판시하였다.

여 이루어진다는 점에서 보험계약에 해당하지 않는다고 보인다.

### 3) 매매 또는 교환

주식 총수익스왑에서 기초자산인 주식의 가격이 상승하거나 그대로인 경우 지급자는 수령자에게 그 차액분과 배당금을 지급하여야 한다. 그리고 그 반대급부로 수령자가 지급자에게 약정 이자 등을 지급하게 되므로 위 약정에서 거래 당사자 사이에 재산권 이전으로서 금전 지급이 이루어지게 되므로 당사자 사이에서 금전 이외의 재산권을 이전시키는 교환으로 볼 수는 없다.

주식 총수익스왑에서는 기초자산인 주식의 가격이 상승한 경우에는 지급자가 수령자에게 그 상승분을 지급하고, 반대로 하락한 경우에는 수령자가 지급자에게 그 차액분을 지급하여야 한다. 총수익스왑에 있어 거래 당사자들은 기초자산 가격 등락 여부를 구별하여 약정을 체결하는 것이 아니라 두가지 상황을 종합적으로 고려하여 체결하고 그것이 정산시점에 차액만을 결제하게 된다. 이를 전체적으로 볼 때 수령자가 총수익스왑 거래를 통하여 지급자에게 귀속되어야 할 시장위험을 인수하는 대신 지급자로부터 수수료와 금융비용 등을 지급받고 약정된 시점에 이를 중간정산 또는 최종정산하게 되는바, 매매목적물을 전제로 하는 매매에 해당한다고 보기도 어렵다.

### 4) 소비대차

총수익스왑에서는 원본의 교환이 없거나 필수적이지 않으므로 원본의 교환을 전제로 하는 소비대차라고 볼 수 없다. 또한 총수익스왑에서 수령자가 지급자에게 지급하는 약정이자는 기초자산을 보유함에 따른 자본손익, 이자, 배당금 등을 수령자에게 귀속시키는 대가의 성격을 가지고 있고 금전 자체를 이용함에 따른 대가는 아니므로 원본을 빌려줌으로써 그 이용의 대가로 이자를 수취하는 소비대차와 차이가 있다. 다만 주식 총수익스왑의 경우 회계상으로는 수령자가 그 주식을 보유하고 있고 대신 지급자에 대한 주식매수대금 상당의 금원지급채무가 부채에 계상되므로 마치 약정 당시 주식의 수령자금을 수령자가 지급자로부터 차용하여 주식을 직접 취득한 것과 동일한 경제적 효과를 나타내기는 한다.<sup>32)</sup>

## 나. 복합계약 내지 비전형계약

총수익스왑은 기본적으로 수령자가 총수익스왑 거래를 통하여 지급자에게 귀속되어야 할 시장위험을 인수하는 대신 지급자로부터 수수료와 금융비용 등을 지급받게 되고 약정된 시점에 주식 상승 또는 하락분을 정산하게 되므로 민법상 비전형계약에 해당한다. 즉, 총수익스왑은 민법에서 규정하는 전형계약에는 해당하지 않는 특수한 계약으로 장외파생상품시장에서의 수요에 따라 새롭게 개발된 금융계약이다.

## 다. 쌍무계약

총수익스왑은 민법상의 쌍무계약<sup>33)</sup>에 해당한다. 거래 당사자들 사이에 쌍방의 의무는 건련관계에 있다. 총수익스왑에서는 지급자는 수령자로부터 약정이자를 지급받고 그 대신 지급자는 수령자에게 기초자산의 등락에 따른 손익과 배당금을 지급하기 때문이다. 물론 기초자산이 하락된 경우 그 손실을 수령자가 지급자에게 지급하여야 하나 그와 관계없이 위 약정의 체결 목적을 전체적으로 볼 때 수령자가 총수익스왑 거래를 통하여 지급자에게 귀속되어야 할 시장위험을 인수하는 대신 지급자로부터 수수료와 금융비용 등을 지급받고 약정된 시점에 이를 정산하게 되므로 총수익스왑 약정의 쌍무계약으로의 성격에 있어 장애가 되지는 않는다고 보인다.

## 제 4 절 주식 총수익스왑의 남용과 실질적 소유

---

32) John D. Finnerty & Kishlaya Pathak, "A Review of Recent Derivatives Litigation", (2011) 16 FORDHAM J. CORP. & FIN. L. 84

33) 민법 제536조 이하

## 1. 주식 총수익스왑의 남용

주식 총수익스왑은 원래 주식의 시가 등락에 따른 시장위험을 회피하고 새로운 위험을 인수하기 위하여 체결하는 거래유형인데, 그와 같은 고유의 목적이 아니라 다른 법령의 적용을 회피하는 등의 목적으로 활용된다면 이는 주식 총수익스왑을 남용한 행위라고 볼 수 있다.

주식을 소유하는 주주는 상법에서 정해진 바에 따라 의결권을 행사하고 회사를 지배할 수 있다. 그러나 상법 규정에 따라 그 의결권 행사가 제한될 수 있고 여러 특별법에 따라 주식 소유 자체가 제한되거나 금지될 수 있다. 특정한 경우에 따라서는 처분의무를 부과하는 경우도 있다. 한편 자본시장법에서는 주식을 소유하거나 소유에 준하는 보유를 하는 자의 취득 주식이 전체 발행주식의 5%를 초과하는 경우 그 자에 대하여 보고의무를 부과하고 있다.<sup>34)</sup>

앞에서 살펴본 주식 총수익스왑의 기본 거래구조의 내용과 같이 주식 총수익스왑에서는 주식을 그 명의로 매입하고 주주명부에 개서도 완료한 지급자가 원칙적으로 주식을 소유하는 주주라고 할 수 있다. 그러나 주식 총수익스왑의 약정 내용과 약정 체결의 구체적 경위 및 당사자들의 주관적 의도에 따라 외관상으로는 총수익스왑 계약이지만 실질적으로 주식의 소유 또는 지배를 위한 거래로 인정될 수도 있다.<sup>35)</sup> 형식적으로는 주식 총수익스왑의 외관을 보이고 있으나 실질적으로는 주식의 차명거래로 보고 경제적 이익을 취득한 수령자를 주식의 실질적 소유자로 볼 수 있을 것이다.

여기서 주식의 ‘실질적 소유자’에 대하여 주식취득에 필요한 자금을 형식주주에게 제공하여 주는 자로서, 형식주주로 하여금 그 자금으로 주식을 취득하여 명의개서를 마친 후 자신의 이익을 위하여 보유하게 하고 의결권 등 주주권의 행사를 자신의 의사에 따라 행사하도록 하며 주식의

---

34) 박준, 전계논문, 88면

35) 상계논문, 88~89면

시가 등락에 따른 손익, 배당금 및 처분대금 모두 자신에게 귀속시키는 자로, 그러한 거래에 대하여 차명거래라고 정의내리기로 한다.<sup>36)</sup>

## 2. 실질적 소유와 결부된 총수익스왑 거래내용의 구성

총수익스왑의 가장 기본적인 구조는 주식 시가 등락과 같은 경제적 손익과 이익배당은 수령자가, 의결권 등은 지급자가 각각 취득하게 되는 것이다. 따라서 총수익스왑 거래를 함으로써 경제적 이익과 의결권이 분할되어 서로 다른 당사자에게 귀속되는 현상이 발생하게 된다. 그리고 세부적인 내용으로 들어가면 개별적인 사안에 따라 다음과 같이 다양한 거래내용의 구성이 가능해지는바, 위에서 정의내린 실질주주의 개념과 관련하여 이를 살펴보기로 한다.

### 가. 의결권

총수익스왑에서는 기초자산인 주식과 관련하여 발행법인의 주주명부에 명의를 개서한 지급자에게 의결권이 귀속되는 것이 원칙이나, 개별적으로 그 의결권을 행사함에 있어 수령자의 지시를 받거나 일정한 방향으로 행사하겠다는 내용의 조항 또는 의결권을 공동으로 행사한다는 내용의 조항을 추가할 수 있을 것이다. 이를 의결권구속계약(voting agreement 또는 pooling agreement), 의결권위임약정 또는 의결권공동행사약정이라고 하는데 미국, 일본 등에서는 특별한 사정이 없는 한 원칙적으로 유효하다고 봄이 일반적이고,<sup>37)</sup> 우리나라에서도 실무상 이를 유효하다고 한다.<sup>38)</sup>

36) 박준, 전제논문

37) 자세한 내용은 송영복, “의결권의 행사 및 회사의 업무에 관한 주주간 계약 : 폐쇄회사를 중심으로”, 서울대학교 법학석사학위논문 및 박관훈, “벤처기업에 있어서의 주주간 계약 - 의결권 구속계약을 중심으로-”, 「상사법연구」 제22권 제1호, 한국상사법학회, 2003 등 참조

38) 천경훈, “주주간 계약의 실패와 법리 -투자촉진 수단으로서의 기능에 주목하여”, 「상사판례연구」 제26권 제3호, 한국상사판례학회, 2013, 27~40면 ;서울북부지방법원 2007. 10. 25.자 2007카합1082 결정; 서울중앙지방법원 2013. 7. 8.자 2012카합1487 결정

이와 달리 의결권구속조항 등을 계약서에 명시하지 않더라도, 계약서에 기재되지 않는 거래관행(Common practice of transaction)으로서 수령자가 지급자에 비하여 사실상 우월적 지위에 있는 관계로 지급자의 의결권 행사가 수령자의 의사에 실질적으로 구속되는 경우를 상정할 수 있을 것이다. 지급자가 총수익스왑상품을 판매한 금융기관이고 수령자는 이를 매입한 투자자인 경우가 대표적으로, 금융기관은 총수익스왑 약정을 통하여 수령자로부터 정기적으로 지급받는 수수료 수입에 초점을 맞추고 있을 뿐 그 기초자산인 주식의 의결권 행사에 관심이 없고 따라서 고객인 수령자를 위하여 의결권을 행사하는 경우가 대다수이기 때문이다.

#### 나. 매매예약완결권, 매수옵션 등

주식 총수익스왑에서는 원래는 법적으로 매매예약완결권이나 매수옵션을 결합하지는 않으나 구체적 약정내용에 따라 예약완결권이나 매수옵션 조항을 추가하여 약정기간 내에 그 권리를 행사함으로써 수령자가 지급자로부터 완전한 의미의 주식을 취득하도록 할 수 있다. 인수합병이 이루어지면 통상적으로 피인수회사(Target company)의 주식 시가가 급등하게 되는 경우가 많은데 인수자로서는 위 시세 급등을 막고 안정적인 시가로 회사를 인수합병하기 원하므로, 인수합병 관련 정보의 노출을 방지하기 위하여 총수익스왑약정을 할 때 매매예약완결권이나 매수옵션을 명시할 수 있다.<sup>39)</sup>

매매예약완결권 등의 조항은, 주식 총수익스왑 약정의 정산기간이 종료되는 경우 수령자가 비로소 행사할 수 있다거나 정산기간 종료 이전이라도 수령자의 일방적 의사 또는 당사자 간 합의에 따라 이를 행사할 수 있다고 명시할 수 있다. 또한 미리 약정된 주식 전부가 아닌 범위를 정하여 일부에 대해서만 우선주식매수청구권 등의 권리를 행사할 수 있다

---

39) Cristie Ford and Carol Liao, "Power without property, still: Unger, Berle, and the derivatives revolution", (2010) Seattle University Law Review Vol. 33:4, 901

고 약정할 수 있고 약정기간 동안 권리행사가 가능한 주식의 수량을 수차례 나누어 행사할 수 있다고 명시할 수 있다.

한편 주식 총수익스왑에서 매매예약완결권 등은 수령자 뿐만 아니라 제3자가 취득할 수 있다고 정할 수 있다. 가령 수령자가 공정거래법 제9조에서 규정하는 상호출자금지 규정을 회피하기 위하여 총수익스왑을 통하여 일정한 정산기간을 정하여 주식을 양도하였는데 그 정산기간이 종료되는 경우 제3자에게 이를 처분하여야 할 것이다. 그렇지만 지급자인 금융기관이 위 주식을 임의로 처분할 수 있다고 한다면 그 지분비율이 희석화되어 수령자가 속한 기업집단의 지배력이 약화될 우려가 있을 수 있을 것이다. 이러한 경우 수령자는 총수익스왑을 체결하면서 자신의 계열회사에게 우선주식매수청구권 또는 인도청구권을 부여함으로써 그 지배력을 유지하려 할 수 있을 것이다.

#### 다. 손익의 귀속

총수익스왑은 기본적으로 주식의 시가등락 위험을 수령자가 부담하기 때문에 원칙적으로 손익정산에 따른 경제적 이해관계는 전부 수령자에게 귀속된다고 할 것이다. 이와 달리 개별적으로 총수익스왑의 손익정산을 수령자와 지급자에게 나누어 부담하거나 제3자가 손익정산에 참여할 수 있고 이러한 경우 손익정산 비율을 적정한 범위에서 합의할 수 있을 것이다. 그리고 손익정산기간도 1년 이내로 정하거나 수년의 확정기한부로 정할 수 있고 이와 달리 불확정기한부<sup>40)</sup>로 지정할 수 있고 수차례로 나누어 정산할 수도 있을 것이다.

#### 라. 이익배당

총수익스왑에서 이익배당은 경제적 이해관계의 본질적 부분 중 하나로서 원칙적으로 이에 상당한 금전은 수령자에게 전부 귀속된다고 할 것

---

40) 가령 피합병회사에 대한 합병등기 완료시, 경영권 침해 행위 종료시 등을 들 수 있다.

이다. 이와 달리 배당금에 상당한 금원에 대하여 지급자와 수령자에게 나누되 그 분배비율을 서로 다르게 정할 수 있을 것이며 제3자에게도 그 금전을 분여할 수도 있을 것이다. 나아가 배당금에 상당한 금원을 아예 수령자가 아닌 지급자가 모두 취득하도록 약정할 수 있는데 이는 엄밀하게 말하면 가격수익스왑에 해당할 것이다.

#### 마. 정리

이와 같이 주식 총수익스왑은 경제적 이해관계와 의결권 등의 내용과 그 귀속을 다양하게 구성할 수 있는데, 개별적인 약정에 따라 총수익스왑의 기초자산인 주식에 대한 실질적 소유자를 달리볼 수 있는 실익이 있다. 다만 다음으로 나올 주식 총수익스왑의 거래유형별 비교에 있어 논의를 간명하게 하기 위하여 손익귀속과 이익배당이 모두 수령자에게 귀속하는 것을 기본형으로 하되 지급자의 의결권 행사가 수령자의 의사에 구속되는 경우 및 주식매수청구권 등이 수령자 등에게 귀속하는 경우만을 가미하여 살펴보기로 한다.

### 3. 주식 총수익스왑 거래의 각 유형별 비교

예를 들어 A와 B가 X회사의 발행주식 100만 주(약정일 당시 시가 1주당 5,000원)에 관하여 만기 1년으로 주식 총수익스왑 약정을 체결하는 경우를 상정해 본다.

위 약정 내용에 따르면 A는 지급자, B는 수령자가 되어 만기 때 1주의 가격이 5,000원 이상이 되면 A는 B에게 그 차액(= 만기 때 가격 - 5,000원)을, 1주 가격이 5,000원 미만이면 B가 A에게 그 차액(= 5,000원 - 만기 때 가격)을 각 지급한다. 위 약정 기간 중 B는 A에게 50억 원(= 5,000원 × 100만 주)에 대한 이자를 지급하고 X회사가 배당을 하는 경우 A가 B에게 배당금을 지급한다.



## 가. 주식취득자금을 조달하지 않은 경우

위 주식 총수익스왑 약정에서 A와 B 중 아무도 주식취득자금을 조달하지 않은 경우 명시적인 계약상 합의가 없는 이상 A는 X회사의 주식을 보유하고 있어야 할 의무는 없다. 다만 X회사 주식 시세에 따라 A와 B가 손익만을 정산하고 X회사가 배당을 하는 경우 A는 B에게 그 배당금에 상당한 금원을 지급하면 될 것이다. 주식 가격이 하락한 경우 그 하락분만큼 이익을 취득할 수 있기 때문에 A는 위와 같은 내용으로 총수익스왑 약정을 체결하려고 할 수 있다. 그러나 주식 가격이 상승한 경우 그 상승분만큼 손해를 보게 되기 때문에 B에게 이를 지급할 위험을 회피하기 위하여 X회사의 주식을 직접 취득하거나 그 주식에 대한 매수청구권을 가지거나 제3자와 유사한 내용의 주식스왑 약정을 체결할 수 있을 것이다.<sup>41)</sup>

## 나. 주식취득자금을 수령자가 조달하는 경우

1) 위 총수익스왑 약정에서 주식취득자금 50억 원을 수령자인 B가 조달하여 지급자인 A에게 지급하여 준 경우에도 원칙적으로 A는 그 자금으로 X회사 주식을 취득할 의무가 있지는 않다. 그러나 위 가.항의 경우와 마찬가지로 주식 가격 상승의 위험을 회피하기 위하여 X회사의 주식을 취득하거나 매수청구권을 가질 수 있을 것이다.<sup>42)</sup>

2) i) 주식취득자금 50억 원을 수령자인 B가 조달하여 지급자인 A에게 지급하여 주었고 ii) A가 X회사 주식을 보유할 의무를 위 약정내용에 기재하는 경우를 생각해볼 수 있다. 이러한 경우라도 A는 B가 지급하여 준 위 50억 원으로 X회사의 주식을 취득할 의무는 없다. 그러나 시기의 근접성이나 자금조달 필요성 등을 감안해볼 때 위 50억 원으로 그 주식을 취득하였다고 볼 가능성이 높아지게 된다.<sup>43)</sup>

41) 박준, 전제논문, 89~90면

42) 상계논문, 89~91면

43) 상계논문, 80~91면

3) i) 주식취득자금 50억 원을 수령자인 B가 조달하여 지급자인 A에게 지급하여 주었고 ii) A는 위 50억 원으로 X회사 주식을 매수하여 iii) 이를 보유할 의무를 부가하는 경우를 생각해볼 수 있다. 이러한 경우 수령자인 B는 앞서의 경우에 비하여 실질주주에 상당히 가깝게 접근하였다고 할 수 있다.

4) i) 주식취득자금 50억 원을 수령자인 B가 조달하여 지급자인 A에게 지급하여 주었고 ii) 지급자 A는 위 50억 원으로 X회사 주식을 매수하여 iii) 이를 보유할 의무가 있으며 iv) A는 총수익스왑 약정 기간 중에는 약정 대상이 되는 위 X회사 주식 100만 주에 대하여 의결권을 행사할 때 A의 의사 또는 그 지시에 따르기로 한다는 내용을 기재하는 경우가 있을 수 있다.<sup>44)</sup>

이러한 경우 수령자 B는 주식취득에 필요한 자금을 지급자 A에게 제공하여 주었고 지급자 A는 그 자금으로 주식을 취득하여 명의개서를 마친 후 이를 보유하게 되었는데, 의결권 등 주주권의 행사를 B의 의사에 따라 행사하도록 하고 주식의 시가 등락에 따른 손익, 배당금 및 처분대금 모두 B에게 귀속시키기로 하였기 때문에 위에서 정의한 실질주주에 해당한다고 볼 수 있다.<sup>45)</sup>

#### 다. 주식취득자금을 지급자가 조달한 경우

1) 위 총수익스왑 약정에서 주식취득자금 50억 원을 수령자 B가 조달한게 아니라, 반대로 i) 지급자인 A가 직접 조달하여 ii) X회사 주식을 취득 및 보유할 의무를 위 약정내용에 부가하는 경우를 생각해볼 수 있다. 수령자 B는 투자자이고 지급자 A가 금융기관으로서 B가 주식에 대한 직접적 투자 없이 그 주식의 경제적 현금흐름만을 확보하려 할 수 있는데 그 경우 금융기관인 A가 B를 위하여 주식취득자금을 조달하기로 약정할 수 있다. 이러한 경우 원칙적으로 수령자인 B가 아닌 지급

---

44) 박준, 전계논문, 91~92면

45) 상계논문, 92면

자 A의 출자로 주식을 취득하였다고 볼 수 있기 때문에 위 나.의 3)항의 경우에 비하여 실질주주에 해당할 여지가 적어진다고 보인다.

다만 지급자 A가 조달한 위 50억 원이 원천적으로 B의 출자로부터 유래되었다고 볼 수 있는 한도 내에서는, 수령자인 B는 나.의 3)항의 경우와 마찬가지로 실질주주에 상당히 근접하였다고 볼 수 있다. 가령 지급자가 직접 위 주식취득자금 50억 원을 조달하여 주식을 취득하였다 라도, 수령자가 주식취득자금을 지급자에게 지급한 경우와 비교해 볼 때 수령자가 지급자에게 시세보다 약정이자를 상당히 더 많이 지급하여야 하는 경우가 있을 수 있는데, 이러한 경우에는 위 약정이자에는 위 주식취득자금의 금융비용이 반영된 것이라고 볼 수도 있기 때문이다. 나아가 지급자 A가 주식취득자금을 조달하는 과정에서 수령자 B의 보증이 있거나 담보를 제공하는 경우 등에는 주식 취득 과정에서 행하여진 재무적 지원행위에 해당하여 수령자 B의 출자에 의하여 주식을 취득하였다고 볼 여지가 더욱 높아지게 된다. 이와 같이 재무적 지원행위에 해당하기 위해서는 현재 또는 앞으로 그 지원행위를 행한 수령자 B에게 금전적 손실이 발생하여야 할 것이다.

결국 위와 같은 사례에서는 일응 주식취득자금을 지급자인 A가 조달하였다고 볼 여지가 없지는 않으나 그 실질을 살펴보면 주식취득자금은 원천적으로는 수령자가 자신의 출자로 금융을 일으켜 주식취득자금을 조달함으로써 주식을 취득하였다고 볼 여지가 있다. 따라서 이와 같은 경우에는 수령자가 위에서 정의한 실질주주에 해당할 가능성이 커진다고 보인다.

2) 나아가 i) 주식취득자금 50억 원을 지급자인 A가 직접 조달하여 ii) X회사 주식을 취득 및 보유할 의무가 있고 iii) A는 총수익스왑 약정 기간 중에는 약정 대상이 되는 위 X회사 주식 100만 주에 대하여 의결권을 행사할 때 A의 의사 또는 그 지시에 따르기로 한다는 내용을 부가하는 경우가 있을 수 있다.

위 주식취득자금을 지급자인 A가 직접 조달하였더라도 앞에서 살펴본 바와 같이 실질적으로 그 주식취득자금이 금융비용 또는 보증, 담

보 등의 재무적 지원행위와 같은 방식으로 수령자인 B의 출자에서 유래되었다고 볼 수 있는 경우에는 나.의 4)항에 상응할 정도의 실질주주에 해당한다고 할 것이다. 설령 그 주식취득자금이 수령자인 B의 출자에서 유래되었다고 보기 어렵다고 하더라도 일단 실질주주에 해당하는지 여부를 판단하여야 할 것이다. 가령 출자관계가 전무하다고 하더라도 수령자인 B는 대량보유주식 보고의무자로서 자본시장법 시행령 제142조 제3호에서 규정하는 의결권의 행사를 지시할 수 있는 자에 해당할 수 있다.

#### 라. 실물결제형 총수익스왑의 경우

주식 총수익스왑 약정은 매매예약완결권, 매수옵션(콜옵션) 또는 주식인도청구권 등 실물결제형을 전제로 하지 않고 금전 등만을 정산하는 현금결제형인 경우가 많다. 그러나 구체적인 약정 내용에 따라 수령자로 하여금 지급자를 상대로 그 주식에 대한 취득 또는 처분을 지시할 수 있는 권한을 명시하는 경우가 있고 혹은 지급자로부터 매매예약완결권, 매수옵션 또는 주식인도청구권 등을 부여받거나 특수관계인 또는 그 밖의 제3자에게 부여하도록 약정하여, 주식시가 상당의 금전 대신 실물인 주식으로 되돌려 받을 수도 있다. 주로 지급자에게 주식을 보유할 의무를 부가하는 나.의 2) 내지 4)항 및 다.항의 유형에서 실물결제형 조항이 나타날 수 있을 것이고 이러한 경우 실질주주에 더욱 근접해진다고 할 것이다. 특히 위 나.의 4)항 혹은 다.의 2)항과 같은 유형에서는 수령자에게 약정기간 동안 언제든지 총수익스왑 약정을 해지할 수 있도록 하고 수령자가 약정 대상인 주식 시가 상당액을 지급받는 대신 실물을 교부받을 수 있도록 약정하는 경우 위 거래는 외관상 총수익스왑 약정이지만 실질적으로는 X회사의 주식을 기초자산으로 하는 명의차용계약이거나 명의신탁약정으로 볼 수 있다.

#### 마. 정리

위 나.의 2), 3)항 및 다.의 1)항과 같이 주식을 보유하더라도 지급자인 A가 수령자인 B의 지시 또는 그 의사에 따라 의결권을 행사한다면 수령자인 B가 그 주식에 대한 실질적 소유자에 해당할 여지가 커진다.<sup>46)</sup> 이러한 경우 약정 당사자들 사이의 내부관계, 주식 매수와 주주명부 등재에 관한 경위 및 목적, 주주명부 등재 후 주주로서의 권리행사 내용 및 당사자들의 주관적인 의사 등 종합적인 사정을 고려하여야 할 것이다.<sup>47)</sup>

한편 의결권구속조항, 매수옵션 등을 계약서에 명시하지 않더라도, 계약서에 기재되지 않는 거래관행으로서 수령자가 지급자에 대하여 사실상 우월적 지위에 있음을 이용하여 지급자의 의결권 행사가 수령자의 의사에 실질적으로 구속되거나 수령자의 의사에 따라 주식의 취득, 처분, 재매수 여부 등이 결정된다면 이 또한 실질적 소유의 한 요소로서 고려할 수도 있을 것이다.

이에 따라 지급자인 A의 명의로 주주명부에 개서가 되어 있다고 하더라도 수령자인 B가 그 주식의 실질적 소유자에 해당한다고 인정되는 경우에는 B를 기준으로 상법, 자본시장법 및 그 밖의 특별법의 적용범위에 포섭될 여지가 커진다고 할 것이다.<sup>48)</sup>

## 4. 실질적 소유 판단을 위한 법률해석 기제

### 가. 실질적 소유의 개념

주식의 실질적 소유자에 대하여 주식취득에 필요한 자금을 형식주주에게 제공하여 주는 자로서, 형식주주로 하여금 그 자금으로 주식을 취득하여 명의개서를 마친 후 자신의 이익을 위하여 보유하게 하고 의결권 등 주주권의 행사를 자신의 의사에 따라 행사하도록 하며 주식의 시가

46) 박준, 전제논문, 92면

47) 대법원 2010. 3. 11. 선고 2007다51505 판결

48) 상제논문, 92면

등락에 따른 손익, 배당금 및 처분대금 모두 자신에게 귀속시키는 자로 정의내렸음은 앞에서 본 바와 같다.

그런데 주식 총수익스왑 약정은 매우 다양한 내용과 형식으로 이루어질 수 있으므로 주식 총수익스왑 약정을 통하여 해당 주식을 실질적으로 소유하고 있는지 일률적으로 확정할 수는 없다. 오히려 당해 적용 법률의 입법 취지와 목적, 내용 등을 각 법률의 적용 여부 판단에 있어 고려할 수 밖에 없다.<sup>49)</sup>

## 나. 실질적 소유의 판단기제

‘주식의 실질적 소유’와 관련하여 이를 판단하는 법적 기제는 서로 다른 각각의 법률이 규율하고자 하는 취지, 목적, 규율대상, 규율내용 등에 따라 차이가 나고 있고 나아가 구체적인 사안에 대한 해석과 적용에 있어서도 차이를 보이고 있는바, 크게 자본시장법, 공정거래법상 등의 법적 규율로 나누어 위 각각의 법률에서 나타나는 실질적 소유의 판단기제에 대하여 살펴보기로 한다.

먼저 자본시장법상 규율과 관련하여 공개매수공고의무, 대량보유주식 보고의무<sup>50)</sup> 규정에서는 소유에 준하는 경우로서 ‘보유’라는 개념을 사용하고 있다.<sup>51)</sup> 총수익스왑에서는 이와 같은 보유의 개념이 문제되는 경우로 자기계산으로 주식을 소유하는 경우(제1호), 주식 등의 인도청구권을 가지는 경우(제2호), 의결권 또는 의결권 행사를 지시할 수 있는 권리를 가지는 경우(제3호), 매매예약완결권을 갖는 경우로서 그 행사에 의하여 수령자로서의 지위를 갖는 경우(제5호), 콜옵션 등을 갖고 그 행사에 의하여 수령자로서의 지위를 갖는 경우(제6호)가 있을 것이다.

공정거래법상 규율과 관련하여 상호출자금지규정 및 순환출자금지규정을 통하여 ‘자기 계산의 법리’를 명문으로 수용하였다.<sup>52)</sup> 한편 뒤

---

49) 전계논문, 92면

50) 자본시장법 제147조 제1항

51) 자본시장법 시행령 제142조

52) 공정거래법 시행령 제21조의4 제1항 제2호의2 나목, 라목

에서 보듯이 상법상 상호주식의 경우에도 명문으로 자기계산의 법리가 인정되지는 않지만 해석상 인정될 수 있을 것이다.

#### 다. 총수익스왑에의 적용

이와 같이 주식에 대한 실질적 소유를 규율하는 법적 개념이 각각의 법률마다 서로 다른 형식으로 규정되어 있고 실제로도 그 의미가 다르다고 할 것이다. 물론 이러한 개념상의 차이는 그 수범자인 시장참가자들에게는 거래과정에서 상당한 혼란을 미쳐 불필요한 거래비용의 낭비를 초래할 수 있지만, 각각의 법률의 규정이 입법된 취지와 목적이 다르고 각 규정이 그 기초가 되는 근본적인 법원리가 상반되기 때문에 이를 반영하여 서로 다른 방식으로 규율하는 것으로서 충분한 의미가 있다고 생각된다.

이에 따르면 총수익스왑 약정에서 의결권의 귀속, 손익과 배당의 귀속 및 비율, 주식매수청구권의 귀속 등을 규정함에 있어 각각의 사안의 사실관계가 완전히 동일하다고 하더라도 개별적인 사안마다 문제되는 규정이 어떠한 것이느냐에 따라 주식에 대한 실질적 소유권 유무가 차이가 날 수 있을 것이다.

가령 자본시장법상 대량보유보고의무제도는 상장법인의 지배주주와 경영진들에게 경영권을 방어하거나 투자자들에게 투자판단을 할 수 있는 상황정보를 제공하는데 목적이 있고, 공정거래법상 순환출자금지제도는 회사의 지배구조 왜곡 및 일반 경제력 집중 방지 취지로 마련되었는데, 대량보유보고의무제도는 시장참가자들에게 주식의 보유비율 및 그 내용에 대하여 보고하도록 하고 있는 반면에 순환출자금지제도는 순환출자주식을 보유한 자로 하여금 시정조치로서 처분의무를 부과하고 의결권을 제한하는 등 보고의무규정에 비하여 그 제재조치가 더 막강하고 그 조치가 실제로 이루어지는 경우 시장참가자에게 미치는 영향도 훨씬 크다. 이러한 경우 설령 개별적 사안에서 총수익스왑의 수령자에게 의결권지시 권한의 유무, 손익의 귀속 내용 등에 대하여 완전히 동일한 경우라고 하

더라도 전자(보고의무 관련 사안)의 경우에는 수령자의 실질적 소유권(보유)이 인정되어 이에 대한 규율을 받도록 할 수 있고 후자(순환출자 관련 사안)의 경우에는 실질적 소유권(자기의 계산)이 부인되어 그 법령의 적용범위에서 제외될 여지가 더 크다.

따라서 총수익스왑의 수령자 또는 지급자에 대하여 실질적 소유자에 해당한다고 보아 각각의 법률상 적용범위에 해당한다고 보려면 각 규정이 도입된 입법취지 및 그 목적, 내용, 절차 등의 사항과, 총수익스왑 계약서에 나타나는 의결권지시조항, 손익의 귀속 및 그 비율, 그리고 더 나아가 계약서에 나타나지 않은 개별적 요소로서 거래관행, 총수익스왑이 이루어진 경위, 목적, 법적 효과, 당사자들간의 관계, 거래 당시의 시장상황 등의 사항을 종합적으로 판단하여 수령자 또는 지급자가 실질적 소유권을 취득하였는지 여부를 결정하여야 할 것이다.

## 제 5 절 주식 총수익스왑을 활용한 의결권 행사

주식 총수익스왑이 다른 법령의 적용을 회피하기 위하여 활용되는 것에 불과하다면 사안에 따라 외관상으로는 총수익스왑 계약이지만 실질적으로 주식의 소유를 위한 거래로 인정할 수 있음은 앞에서 본 바와 같다.

이와 달리 원칙적으로 주식에 대하여 소유권을 가지고 있는 지급자가 주식의 시가 등락에 따른 시장위험을 수령자에게 이전하여 이를 헤지하고 주식 발행 회사의 이익과 반비례 관계에 있는 개인적 이익을 취득하기 위하여 해당 주식 가치의 하락을 의도하는 방향으로 의결권을 남용하는 경우가 있을 수 있다.

회사법에서는 주식을 소유하는 주주가 자신의 개인적 이익을 위하여 의결권을 행사하는 경우 그 주주를 특별이해관계자로 보아 의결권의 행사를 제한하고 있다.<sup>53)</sup> 특별이해관계의 의미 또는 범위에 대하여 여러

---

53) 상법 제368조 제3항



가지 견해가 있으나, 보통 주주의 개인적인 이해관계와 회사의 이해관계가 충돌하여 회사 등의 이익을 희생하고 자신의 이익을 추구하는 방향으로 의결권을 행사할 위험이 있는 때로 보고 있다.<sup>54)</sup>

앞에서 살펴본 바와 같이 주식 총수익스왑에서는 주식을 그 명의로 매입하고 주주명부에 개서도 완료한 지급자가 원칙적으로 주식을 소유하는 주주라고 할 수 있다. 그러나 경제적 이해관계가 수령자에게 이전된 상태에서 지급인이 경제적 이익이 전무한 의결권을 행사하는 것은 의사결정 왜곡의 문제를 초래할 수 있다. 주주에게 주식 수에 비례하여 의결권을 부여하는 것은 주주들이 주식 가치 상승에 대한 동질적인 인센티브를 가지고 있고 그 인센티브의 크기가 주식 수에 비례하게 되는데, 이를 담보할 수 없다면 의사결정의 효율성이 떨어지고<sup>55)</sup> 주주들이 이질적인 인센티브를 갖게 됨에 따라 지배주주의 의사를 제대로 파악하지 못하여 의결권 행사비용이 증가할 수 있기 때문이다.<sup>56)</sup>

가령 뒤에서 나올 Perry vs. Mylan 사건과 같이 대상회사와 경쟁관계에 있는 인수회사가 대상회사를 합병하면 대상회사의 주식가치는 상승하고 반대로 인수회사의 주식가치가 떨어지는 것이 예측되는 상황을 가정하여 보자. 이러한 경우 인수회사의 대주주가 대상회사의 의결권을 취득하기 위하여 그 주식을 매수하는 경우 그 대주주는 주식가치가 하락하는 인수회사의 주식과 주식가치가 상승하는 대상회사의 주식을 동시에 보유하고 있으므로 일반적으로 대주주는 인수회사 또는 그 소수주주와 완전히 반대되는 이해관계에 있지는 않다고 보인다.

이와 달리 인수회사의 대주주가 제3자와 총수익스왑 약정을 맺어 인수회사 주식에 대한 손익을 제3자에 이전하는 경우에는 인수회사의 주식가치 하락의 위험을 털어내므로 이러한 경우에는 대주주가 인수회사 및 그 소수주주와는 완전히 반대되는 이해관계에 서게 되는 것이다. 이때 지급인으로서의 주식 총수익스왑을 활용하여 비교적 적은 비용으로

54) 정동윤·손주찬 대표편집, 「주식상법」 제3권(한국사법행정학회), 90면

55) Shaun Martin and Frank Parnoy, "Encumbered Shares", (2005) University of Illinois Law Rev. 775, 778

56) 노혁준, 김지평, "주식신탁의 활용방안 연구", 서울대학교 금융법센터(법무부 연구용역에 대한 보고서), 41면

다량의 주식에 대하여 손실을 회피하고 경제적 이해관계가 없는 의결권을 개인적 이익을 위하여 행사할 가능성이 생기게 된다.

이와 같이 주식 총수익스왑 거래의 형식을 취하고 있으나 실질적으로는 경제적 이익 없는 의결권을 행사하여 회사에 손해를 가할 수 있음을 인식하고도 오로지 개인적 이익만을 도모하고자 하는 목적으로 거래를 한 것이라면 그 의결권 행사를 남용행위로 보아 제재를 가할 여지가 있을 것이다.

## 제 6 절 소결론

주식 총수익스왑은 원래 주식의 시가 등락에 따른 시장위험을 회피하기 위하여 체결하는 거래유형인데, 그러한 목적이 아니라 다른 법령의 적용을 회피하거나 의결권 자체를 남용하기 위하여 활용되는 것에 불과하다면 이를 탈법화하기 위해 체결한 것이라고 할 것이다. 만약 주식에 대한 경제적 이해관계를 가지고 있음에 불과한 수령자가 다른 법령의 적용을 회피하기 위하여 주식 총수익스왑을 남용하는 경우 실질주주에 해당하는지 문제되고, 한편으로는 지급자가 경제적 이해관계 없는 주식에 대한 의결권을 행사하여 회사 등에 손해를 입힐 수 있음을 알고도 개인적 이익을 취득하려 한다면 의결권의 남용 여부가 문제될 수 있다.

여기서는 주식 총수익스왑이 다양한 법령을 회피하기 위하여 활용될 수 있음에도 불구하고 주식보유정보공개 및 자기주식·상호주식·순환출자 등에 대하여만 한정하여 논의를 하기로 하는데, 그 이유는 위 쟁점들이 국내 또는 해외에서 논의가 활발히 이루어지고 있거나 우리나라 법원이 선고한 관련 판결<sup>57)</sup>의 주요한 판시사항에 해당하였기 때문이다. 따라서 다음 장부터는 주식보유정보공개 및 자기주식·상호주식·순환출자 등과 관련하여 위 일반이론을 토대로 수령자와 지급자의 위 남용행위를 제재할 수 있는지, 제재한다면 그 방안 등에 대하여 살펴보기로 한다.

57) 서울남부지방법원 2015. 6. 11. 선고 2014가합4256 판결 등

## 제 3 장 주식보유 정보공개와 총수익스왑

### 제 1 절 개관

주식의 양도는 회사의 정관으로 제한하고 있지 않은 이상 자유롭게 이루어질 수 있으므로<sup>58)</sup> 특정인이 회사의 주식을 대량으로 보유하는 경우가 생길 수 있다. 그리고 그러한 주주에게 회사의 경영권이 귀속되기 때문에 회사의 경영진들은 주식 보유 현황과 관계된 정보에 관해 크게 중요시하게 된다. 또한 이러한 주식의 양도현황이 주식의 시가에 상당한 영향을 미치므로 회사의 주주들과 투자자들도 회사 주식에 관한 정보에 관심을 가지는 경우가 많다.<sup>59)</sup> 따라서 자본시장법 등에 있어서의 정보공개 규정을 두어 주식보유와 관련한 정보를 제공하게 되는 바, 위 정보공개규정의 도입취지는 주식 정보의 투명성을 재고함으로써 회사의 지배주주와 경영진들에게는 경영권 방어를 위한, 일반주주 및 투자자들에게는 투자 여부 판단을 위한 시장정보를 제공해주기 위함이라고 할 수 있을 것이다.

이에 대하여 일부 주식보유자들은 회사에 대한 지분율이 높을수록 정보공개 의무를 받을 가능성이 높기 때문에 최대한 주식 취득과 관련된 정보를 숨기고자 한다. 주식 총수익스왑은 상법, 자본시장법상 주식소유 현황에 대한 정보공개의무를 회피하기 위한 탈법적인 목적으로 행해지는 경우가 있다. 그런데 현행 규정들은 총수익스왑이 활성화되기 이전에 입법된 것이어서 이를 우회하기 위하여 총수익스왑을 이용하는 경우 현행 규정만으로 이를 규율할 수 있을지 문제될 수 있다. 먼저 현행 상법, 자본시장법상 정보공개와 관련한 규정의 도입취지와 그 내용 등을 살펴보

58) 상법 제335조 제1항

59) 김건식·정순섭, 「자본시장법」 제3판(두성사, 2013), 300면

고, 현행 규정만으로 총수익스왑 거래를 합리적으로 규율할 수 있는지 평가해본 다음, 이를 규율한다면 그 방법을 모색해 볼 수 있을 것이다.

## 제 2 절 정보공개 등에 관한 현행 제도 내용

### 1. 제도의 내용

자본시장법에서는 주식의 보유 및 거래에 관한 정보공개제도로서 ① 대량보유주식 등의 보고의무,<sup>60)</sup> ② 공개매수공고 및 공시의무,<sup>61)</sup> ③ 임원 등의 특정증권 소유상황보고의무<sup>62)</sup>를 규정하고 있다.

먼저 대량보유주식 등의 보고의무는 상장법인의 주식을 주식 총수의 5/100 이상 대량보유하거나 보유 주식 수의 합계가 주식 총수의 1/100 이상 변동된 경우 이를 보유하게 된 자로 하여금 금융위원회, 증권거래소에 보유 목적, 계약 내용 등을 보고하도록 하는 제도이다.<sup>63)</sup> 대량보유주식 등의 보고의무는 상장법인의 대량지분 보유현황과 그 변동내역을 알려줌으로써 해당 상장법인의 지배주주와 경영진들에게는 경영권을 방어할 수 있는 상황정보를 제공해주고자 하는 기능을 한다. 또한 대량보유자들은 회사의 정보에 민감하고 투자의 전문성, 경험에 있어서 타인들보다 우월한 경우가 많기 때문에 주주들과 잠재적 투자자들에게도 투자 판단에 매우 유용할 수 있는 주식보유에 대한 상황정보를 제공해 주는 기능도 한다.<sup>64)</sup> 따라서 대량보유보고제도는 시장에서 지분의 변동과 주식의 매매상황을 빠르게 전달하여 주식거래시장의 투명성을 높이고 주식

---

60) 자본시장법 제147조 제1항

61) 자본시장법 134조

62) 자본시장법 제173조 제1항

63) 자본시장법 제147조 제1항

64) 유석호, “주식등의 대량보유상황보고 관련 법적 쟁점과 과제”, 「증권법연구」 제6권 제2호, 증권법학회, 2015. 12., 3면

시장에서의 정보의 불균형을 시정하는 역할도 한다. 이를 위반한 경우 의결권 있는 발행주식총수의 5/100을 초과하는 부분 중 위반분에 대하여 그 의결권을 행사할 수 없고 금융위원회는 6개월 이내의 기간을 정하여 그 주식 등의 처분을 명할 수 있다.<sup>65)</sup>

다음으로 공개매수공고 및 공시의무에 관하여 보면 발행주식총수의 5/100 이상의 지분을 매수하고자 하는 자 또는 기존에 5/100 이상의 지분을 보유하고 있다가 추가로 주식을 매수하고자 하는 자에 대하여 공개매수 공고 및 공시의무를 부여하고 있다.<sup>66)</sup> 주식의 공개매수라 함은 불특정 다수인으로부터 상장회사의 경영권을 확보하기에 이를 정도의 일정 규모 이상의 주식을 취득하기 위하여 전부 또는 일부를 증권시장 등 밖에서 취득하는 것을 말하는데,<sup>67)</sup> 이는 기업 경영권 경쟁에 있어 공정성을 기하고 기존의 경영진들에게는 경영권 방어 기회 제공하며 경영권 관련 정보를 시장에 제공하여 투자자들을 보호하고 모든 주주들에게 주식에 대한 공정한 매수의 기회를 부여하기 위함이다.<sup>68)</sup> 이를 위하여 경영권 등의 확보목적으로 공개시장에서 불특정다수인으로부터 주식을 매수하고자 하는 경우 거래내용을 공고하도록 하고 그에 관한 사항을 기재한 신고서 등을 금융위원회와 거래소에 제출하고 이를 공시하도록 하는 것이다. 이를 위반한 경우 당해 거래로 인하여 취득한 주식 전부에 대하여 의결권을 행사할 수 있고 금융위원회는 6개월 이내의 기간을 정하여 그 주식 등의 처분을 명할 수 있다.<sup>69)</sup>

한편 임원 등의 특정증권 소유상황보고의무는 주권상장법인의 임원 또는 주요주주로 하여금 소유하고 있는 특정증권 등의 소유 및 변동상황을 보고하도록 하는 제도이다. 소유상황보고제도는 주권상장법인의 임원 또는 주요주주는 일반인에게 공개되지 않은 상장법인의 주요 경영내용과 주식 관련 정보에 대하여 접근하는 것이 비교적 용이하므로 이러한 공개

---

65) 자본시장법 제150조

66) 자본시장법 제134조

67) 자본시장법 제133조 제1항

68) 이정두, “주식관련 장외과생거래의 제반 문제에 관한 연구 - 지배구조 왜곡 및 불공정거래와 규제방향을 중심으로”, 235면

69) 자본시장법 제145조

되지 않은 정보를 이용하여 상장법인의 특정증권 등을 거래하여 부당이득을 취할 가능성이 있기 때문에 이를 방지하기 위함이다.

## 2. 주식 총수익스왑에 대한 적용가능성

### 가. 공개매수공고의무 및 대량보유보고의무

먼저 공개매수공고의무 및 대량보유보고의무에 대하여 보면 위 두 제도는 적용대상으로서 ‘주식 등’의 개념, 공개의무자로서 ‘본인 또는 특별관계자’의 개념, 행위요건으로서 ‘소유 및 이에 준하는 보유’의 개념은 서로 동일하다.<sup>70)</sup>

#### 1) 적용대상

공개매수공고의무 및 대량보유보고의무의 적용대상인 ‘주식 등’에는 주권, 신주인수권, 전환사채권, 신주인수권부사채권, 교환사채권, 기타 파생결합증권 등이 포함된다.<sup>71)</sup> 그러나 파생상품은 이에 해당하지 않을 뿐 아니라 파생결합증권은 권리의 행사로 그 기초자산을 취득할 수 있는 것에만 한정하므로 장외파생상품인 주식 총수익스왑은 정보공개의 적용대상에 직접적으로 포함되지는 않는다.

#### 2) 보고 등의 주체로서 공개의무자

공개매수공고의무 및 대량보유보고의무의 공개의무자로서 특별관계자에는 친족 등의 특수관계인 이외에 공동보유자도 포함한다. 공동보유자란 본인과 계약 등을 통하여, ① 주식 등을 공동으로 취득하거나 처분하는 행위, ② 주식 등을 공동 또는 단독으로 취득한 후 그 취득한 주식을 상호양도하거나 양수하는 행위, ③ 의결권의 행사를 지시할 수 있는 권한을 포함하여 의결권을 공동으로 행사하는 행위 중 어느 하나라도 행하기로 합의한 자를 의미한다.<sup>72)</sup> ‘공동보유자’ 개념과 관련하여 공동보

70) 자본시장법 제133조 제3항, 제147조 제1항, 자본시장법 시행령 제141조

71) 자본시장법 제139조

72) 자본시장법 제133조 제3항, 자본시장법 시행령 제141조 제1항, 제2항

유자 상호 간에 주식 등의 취득 및 처분, 의결권의 행사에 있어서 상당한 정도의 지배력을 가질 것을 전제로 한다. 여기에서의 지배력이란 주식의 취득·처분 또는 의결권 행사를 일방이 임의적으로 하지 못하도록 하는 소극적 지배력(negative control)을 가지는 경우도 포함한다고 한다.<sup>73)</sup>

이러한 지배력은 쌍방적 지배력에 해당하여야 공동보유자에 해당한다고 하는데, 이와 달리 편면적 지배력을 가지는 경우, 즉 일방이 상대방에 대하여 주식 등의 취득, 처분, 의결권의 행사에 대하여 지배력을 가지고 상대방은 일방에 대하여 지배력을 가지지 못하는 경우 공동보유자에 해당하지 않고 지배력을 가지는 자의 단독보유에 해당하지만 문제된다.<sup>74)</sup>

앞에서 설명한 주식 총수익스왑 약정의 각 유형(제2장 제4절 3.)과 관련하여 이를 살펴보면, 위 각 유형 중 나.의 4)항 및 다.의 2)항의 경우 수령자는 지급자에게 의결권의 행사를 지시할 수 있는 권한을 갖고 있으므로, 라.항의 경우 수령자는 지급자가 취득한 주식을 양수하기로 합의하는 등 주식의 취득·처분 등에 영향을 미칠 수 있으므로, 해당 주식 등에 대하여 공동의 지배력을 행사할 수 있다고 볼 수 있어 공개매수 공고의무 및 대량보유보고의무의 공동보유자에 해당한다.<sup>75)</sup> 다만 나.의 4)항 및 다.의 2)항의 유형에서 지급자가 어떠한 경우에도 해당 주식에 대한 의결권을 행사할 수 없고 오로지 수령자의 지시에 의해서만 의결권을 행사할 수 있는 경우, 라.항에서 지급자가 수령자의 의사에 의해서만 주식의 처분 여부를 결정할 수 있어 마치 그 주식의 명의만 지급자 앞으로 마쳐진 경우에는 공동보유자로 볼 수 없고 수령자가 단독으로 해당 주식을 보유하였는지 여부만 문제된다고 할 것이다.

한편 가. 나.의 1)항에서 지급자가 실제로 주식을 취득한 경우, 나.의

---

73) 김건식·정순섭, 전계서, 306~307면

74) 상계서, 307면

75) 이러한 공동 의결권 행사 합의에 대하여 반드시 서면으로 할 필요는 없고 단순히 의사의 합치만 있으면 족하므로 실제로 합의를 입증하기는 매우 어렵고 정황증거로만 추정하여 공동보유관계를 인정할 수 밖에 없다(상계서, 307~308면, 서울지방법원 2003. 10. 20.자 2003가합3224 결정).

2), 3)항, 다.의 1)항의 유형에서는 원칙적으로 수령자가 지급자에게 주식의 의결권 행사에 대하여 지시할 수 있는 권한이나 주식의 취득 또는 처분 여부를 결정할 수 있는 권한이 없다고 볼 수 있는 이상 수령자와 지급자는 공동보유자에 해당한다고 볼 수 없다. 다만 수령자가 지급자에 대하여 계약상 우월적 지위에 있고 이에 따라 실질적으로 수령자가 지급자에 대하여 주식의 취득, 처분 또는 의결권의 행사에 영향을 미칠 수 있다면 공동보유자에 해당할 여지가 없는 것은 아니고 이는 뒤에서 살펴보기로 한다.

### 3) 행위요건으로서 ‘보유’의 개념

마지막으로 행위요건으로서 ‘소유 및 이에 준하는 보유’의 개념에 대하여 보면 주식 등을 직접 소유하고 있지 않고 주식 등을 기초자산으로 하는 매매예약완결권이나 매수옵션을 갖는 등 계약상의 지위에 불과하더라도 그 권한을 행사하는 경우 이를 공고 또는 보고하도록 되어 있고 그 주식에 대한 의결권을 행사할 수 있거나 의결권지시권한을 갖는 경우에도 이를 공고 또는 보고하도록 되어 있다.<sup>76)</sup>

위 각 유형과 관련하여 대입하여 보면 나.의 4)항 및 다.의 2)항의 경우 수령자는 지급자에게 의결권의 행사를 지시할 수 있는 권한을 갖고 있으므로, 라.항의 경우 수령자는 지급자가 취득한 주식에 대하여 매매예약완결권이나 매수옵션을 가지고 있으므로 이를 행사하기만 한다면, 해당 주식 등에 대하여 소유에 준하는 보유를 하고 있다고 볼 수 있을 것이다. 한편 가. 나.의 1)항의 유형에서 지급자가 실제로 주식을 취득한 경우 및 나.의 2), 3)항, 다.의 1)항의 유형에서는 원칙적으로 수령자가 지급자에게 주식의 의결권 행사에 대하여 지시할 수 있는 권한이나 주식의 취득 또는 처분 여부를 결정할 수 있는 권한이 없다고 볼 수 있는 이상 수령자가 그 주식을 보유하고 있다고 볼 수는 없다. 다만 공동보유자의 경우와 같이 수령자가 지급자에 대하여 계약상 우월적 지위에 있고 이에 따라 실질적으로 수령자가 지급자에 대하여 주식의 취득, 처분 또는 의결권의 행사에 영향을 미칠 수 있다면 위 행위요건으로서 ‘보유’

---

76) 상계서, 310면



에 해당하여 공고 및 보고의무의 적용범위에 포함될 여지가 있고<sup>77)</sup> 이를 적용함에 있어 다소 간의 한계는 존재하는데 뒤에서 살펴보기로 한다.

#### 나. 소유상황보고의무

한편 소유상황보고의무에 대하여 보면 보고의 대상이 되는 특정증권 등에는 제1호 내지 제3호까지의 증권만을 기초자산으로 하는 금융투자상품만을 대상으로 하고 있어<sup>78)</sup> 주식 총수익스왑과 같은 장외파생상품은 적용대상이 되지 않을 뿐만 아니라 내부정보를 이용하려는 자가 임원 또는 주요주주가 아닌 경우에는 정보공개 대상이 되지 않으므로 크게 문제되지 않는다고 할 것이다.

### 3. 소결론

결국 기존의 정보공개 규정으로는 주식 총수익스왑을 적용범위에 포섭하는데 한계가 있어 회사의 경영진, 주요주주 또는 회사의 경영권을 취득하려는 자가 수령자의 지위에서 이를 남용할 소지가 있다. 또한 다른 한편으로는 위 정보공개 규정이 경제적 이해관계의 이동상황을 공시하지 않고 있으므로 지급자의 지위에서 관련 정보를 공개하지 않으면서 주식에서 파생되는 경제적 손실을 헤지하여 개인적 이익을 위하여 의결권을 남용할 가능성도 존재한다. 따라서 다음으로 주식 총수익스왑에서 실제로 정보공개규정이 문제되거나 관련된 사안에 대하여 살펴보기로 한다.

## 제 3 절 관련 사안

77) 자본시장법 시행령 제142조 제1호

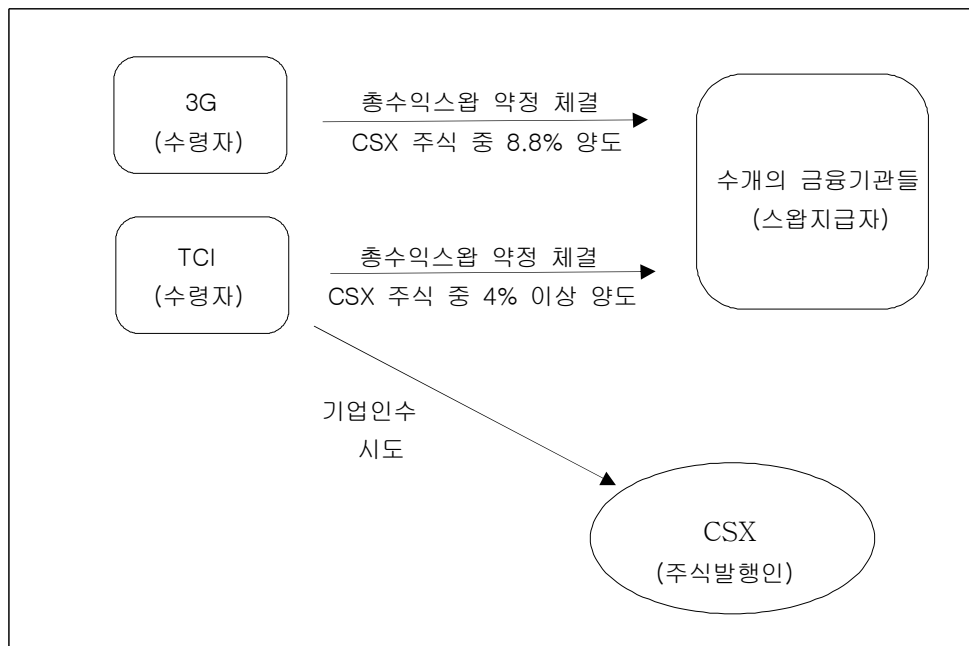
78) 자본시장법 제172조 제1항, 제3조 제2항 제2호 나목

## 1. CSX Corporation v. The Children's Investment Fund Management (UK) LLP 판결 사안

이 사건은 수령자의 남용행위로서 가장 대표적으로 논의되고 있는 사안으로 주식 총수익스왑에 대하여 경제적 이해관계만 있는 수령자가 이를 보고할 의무가 있는지 여부가 문제되었다.

### 가. 사실관계

[그림2-1] CSX vs. TCI 사건



영국계 헤지펀드인 The Children's Investment Fund Management (UK) LLP(이하 'TCI' 라 한다)는 2006년 10월경 미국의 철도회사인 CSX Corporation(이하 'CSX' 라 한다)의 주식 140만 주에 대하여 수개의 금융기관과 현금결제방식으로 주식 총수익스왑 약정을 체결하였고 2007년 2월에는 총수익스왑을 통하여 CSX 주식 13.6%의 포지션

을 보유하게 되었다. 그리고 3G Fund L.P.(이하 '3G'라 한다)는 2007년 3월말까지 CSX의 주식 4% 이상에 관하여 마찬가지로 현금결제방식으로 주식 총수익스왑 약정을 맺었다. 당시 TCI와 3G는 합산하여 약 4%의 CSX 주식을 직접 취득하여 있었고 그 후에도 이들은 추가적으로 주식을 매수하였다. 당시 TCI와 3G가 체결한 주식 총수익스왑은 현금결제방식이었기 때문에 지분공시절차를 따로 거치지 않았다.

TCI는 주가가치 상승을 위하여 CSX에게 경영방침을 변경할 것을 요구하였으나 그 요구가 받아들여지지 않자 CSX를 LBO 방식으로 인수하기로 결정하고 이를 CSX 측에 전달하였다. TCI는 2007년 계속적으로 LBO 방식의 인수 제안을 수락할 것을 CSX에게 독촉하였으나, CSX는 이를 최종적으로 거부하였다. 그러자 TCI는 위임장 경쟁(Proxy contest)으로 자신들의 의사를 관철하기로 하고 2008. 1. 8. 자신들이 지지하는 이사를 CSX 경영진에 선임하는 안건을 제안함과 아울러 각각 위 주식스왑상품 중 일부를 의결권을 취득할 수 있도록 보통주식으로 전환하기로 결정하였다. 당시 TCI는 기존에 주식 총수익스왑 약정을 체결하였던 거래처인 금융기관들과 거래를 종료하고 미국의 Citi 그룹과 독일의 도이치은행으로 주식스왑 관계를 이전하였다.

CSX는 TCI와 3G를 상대로 이들이 실질적으로 보유한 주식에 대하여 보고의무를 이행하지 않아 의결권을 행사할 수 없다고 주장하면서 소송을 제기하였고 여기서 TCI와 3G는 위 주식에 대한 공동보유자로서 이들의 보유 주식 등을 합하여 보고의무의 요건인 5% 이상의 주식을 취득한 경우에 해당하는지 문제되었다.<sup>79)</sup>

## 나. 당사자들의 주장

CSX는 ① TCI와 3G가 CSX의 지배권에 영향을 주거나 변동을 줄 목적으로 공동으로 주식을 취득한 점, ② TCI는 위 주식스왑을 실질적

---

79) 최종적으로 TCI와 3G는 당시 8.3%의 CSX 주식을 직접 취득하였고, 약 12%의 주식에 관하여 주식 총수익스왑을 체결해 놓은 상태였다.

인 의결권 있는 주식으로 전환할 수 있었던 점, ③ 스왑 당사자인 금융기관들과의 관계 등에 비추어 보면 스왑된 주식에 대한 의결권에 대하여 영향을 미칠 수 있는 지위에 있었으므로 실질적으로 주식의 소유권을 취득하였고 5%의 보고의무 규정을 회피하기 위한 고의성이 있으므로, 실질적 소유자로서 5%의 보고의무 규정을 위반하였다고 주장했다.

이에 대하여 TCI와 3G는 ① TCI가 수취한 것은 주식 취득에 대한 경제적 노출에 불과하고 지배권을 침탈하려는 징후를 보이지 않았고, ② TCI가 스왑된 CSX 주식을 금융기관으로부터 매수할 계약상 의무는 없고 다만 경제적 위험을 회피하기 위하여 매수할 수 있었을 뿐이라고 주장하면서, 자신들은 보고의무의 대상인 수익적 보유자(beneficial ownership)에 해당하지 않는다고 주장하였다.

## 다. 법원의 판단

### 1) 제1심

제1심 법원은 TCI가 체결한 주식 총수익스왑 약정에 따라 그 주식에 대하여 수익적 보유(Beneficial ownership)를 하게 되었는지 여부에 대하여, ‘총수익스왑 약정을 체결한 것 자체만으로 TCI에게 해당 약정의 기초자산인 CSX 주식의 의결권과 처분권을 부여한 것도 아니고 거래상대방이 그 포지션을 헤지하기 위하여 CSX 주식을 취득할 의무가 있는 것은 아니다. 그러나 기록에 따르면 거래상대방들인 은행들은 TCI가 은행들이 CSX의 주식을 매입하고 그 후 주식스왑 계약이 종료할 때 보유하고 있던 주식을 매각하는데 있어 상당한 영향력을 행사하였고 비록 TCI가 은행들에게 CSX 주식에 대하여 의결권 행사를 지시할 수 있는 권한이 있었다는 점에 대한 명시적인 약정은 없으나 적어도 위임장 대결에서 TCI의 입장에서 의결권을 행사할 것으로 볼 수 있는 거래상대방을 선택하였을 것이므로 TCI가 거래상대방들인 은행들이 보유한 CSX 주식에 대한 수익적 보유자라고 볼 만한 상당한 증거가 있다. 다만 TCI가 SEC 규칙 13(d)-3(a)에 따라 주식의 수익적 보유자에 해당하는지 판

단하는 것은 반드시 필요한 것은 아닌데 그 이유는 규칙 13d-3(b)<sup>80)</sup>에 따라 수익적 보유자로 간주될 수 있기 때문이다' 는 취지로 판시하였다.

한편 TCI와 3G가 공동보유관계에 있었는지 여부에 대하여 '공동보유관계는 증권의 취득, 보유, 처분 등에 관한 공식적이거나 비공식적인 양해가 있었다는 정황적 증거에 의하여 입증될 수 있는데 이 사건에서는 TCI와 3G가 투자관계로 밀접하게 연결되어 있었고 평소 각 회사들의 CEO가 만나 CSX 회사에 대한 의견과 정보를 공유하고 그 이후 3G가 CSX에 대한 주식매입을 상당히 되풀이하였던 점 등에 비추어 공동보유관계에 있었다고 보기 충분하다' 고 보았다.<sup>81)</sup>

한편 법원은 TCI 등에 대한 주식 의결권 행사금지 가처분 신청에 대하여 거래실질을 반영한 정정공시가 이미 이루어졌을 뿐만 아니라 CSX 측에서 TCI 등의 의결권행사에 따라 돌이키기 어려운 손해의 발생 여부를 입증하지 못하였다고 보고 신청을 기각하였다.<sup>82)</sup>

## 2) 항소심

항소심에서는 TCI와 3G가 공동보유자인지 여부와 관련하여, CSX 주식 취득, 보유, 의결권 행사 및 처분하기 위한 목적으로 함께 행동을 취하기로 합의하고 공동체를 형성하였는지 여부와 피고들의 공동체가 형성된 시기에 대하여 사실심리가 더 필요하다는 이유로 원심판결을 파기 환송하였다. 이와 관련, TCI와 3G가 인수합병 또는 의결권을 공동으로 행사할 목적으로 공동체를 형성한 것이 아니라면, 주식 매수 이전에 이

80) 실질적 소유자가 되는 것을 면할 목적으로 계약, 협정 등의 기법을 사용하는 경우 실질적 소유자가 됨을 의제하는 규정이다.

### § 240.13d-3 Determination of beneficial owner.

(b) Any person who, directly or indirectly, creates or uses a trust, proxy, power of attorney, pooling arrangement or any other contract, arrangement, or device with the purpose of effect of divesting such person of beneficial ownership of a security or preventing the vesting of such beneficial ownership as part of a plan or scheme to evade the reporting requirements of section 13(d) or (g) of the Act shall be deemed for purposes of such sections to be the beneficial owner of such security.

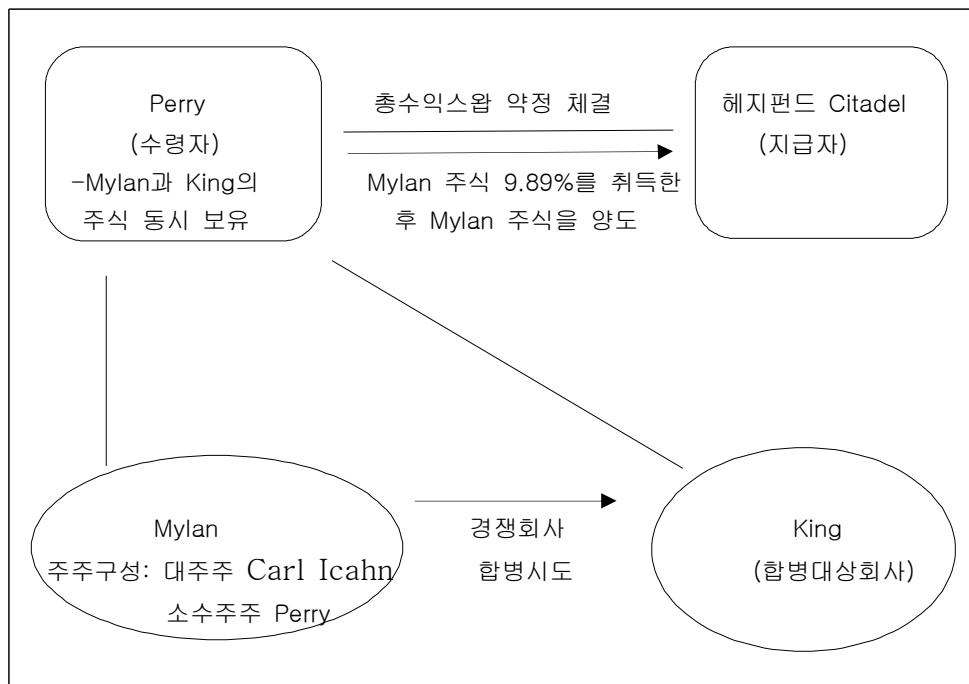
81) CSX Corp. v. Children's Inv. Fund Mgmt. (UK) LLP, 562 F. Supp. 2d 511, S.D.N.Y., 2008(June 11, 2008)

82) CSX Corp. v. Children's Inv. Fund Mgmt. (UK) LLP, 292 Fed. Appx. 133 2nd Cir.(N.Y.)(Sep. 15, 2008)

들 사이에 의사소통이 있었다거나 양쪽 모두 주식스왑약정을 체결하는 등 이들의 행동이 유사하다는 점만으로는 TCI와 3G가 보고의무를 회피할 목적으로 공동체를 형성하였다고 보기 어렵다고 판시하였다. 한편 항소심은 총수익스왑 약정을 체결할 경우 위 13(d) 규정의 적용을 받는지 여부에 대하여는 판단하지 않았다.<sup>83)</sup>

## 2. Mylan Laboratories Inc., Perry Corporation 사안

[그림2-2] Mylan, Perry 사건



이 사건은 주식 총수익스왑 약정을 통하여 경제적 이해관계가 배제된 상태의 의결권만 가지고 있는 자가 회사의 이익에 반하여 의결권을 행사

83) CSX Corp. v. Children's Inv. Fund Mgmt. (UK) LLP, 654 F.3d 276 C.A.2(N.Y.) (July 18, 2011)

할 수 있는지 여부가 문제된 것인데 결과적으로 판결에 이르지 않는 것만 경제적 이해관계 없는 의결권 남용행위의 대표적인 사례이기 때문에 살펴보기로 한다.

미국의 헤지펀드인 Perry Corporation(이하 'Perry'라 한다)이 미국의 제약회사인 King Pharmaceuticals(이하 'King'이라 한다)의 주식 700만 주를 보유하고 있었다. 그런데 King의 라이벌 회사인 Mylan Laboratories Inc.(이하 'Mylan'이라 한다)은 2004년 7월경 King을 41억 달러에 주식교환방식(stock-for-stock merger)으로 인수하기로 결정하였다. 당시 King의 주주들에게는 보유 주식 비율에 따라 상당한 프리미엄을 가산한 합병대가가 교부될 예정이었고 King의 주식 700만 주를 보유하고 있던 Perry는 위 합병이 실제로 이루어질 경우 2,800만 달러에 달하는 수익을 얻을 수 있었다.<sup>84)</sup>

그러나 위 합병이 Mylan의 주주들에게는 이익이 되지 않는다는 소식이 전해졌고 Mylan의 주식은 합병 발표 직후에 급격하게 하락하였다. 이에 따라 Mylan에 거액의 투자를 하고 있던 대주주 Carl Icahn이 위 합병을 막기 위하여 상당한 프리미엄을 가산하여 Mylan의 주식을 매수하는 등 Mylan의 주주들은 이 합병에 반대하였다.<sup>85)</sup>

이에 Mylan의 주주총회에서 합병결의를 통과시키기 위하여 Perry는 Mylan의 주식을 추가로 9.89%까지 매수하여 Mylan의 최대주주가 되었다. Perry는 그와 동시에 Mylan의 주식을 취득하면서 주식시가 감소의 위험을 피하기 위하여 Citadel이라는 헤지펀드와 주식스왑 약정을 체결함으로써 의결권만 보유하고 경제적 손익은 부담하지 않게 되었다.<sup>86)</sup>

Mylan의 합병이 승인되어 Mylan의 주식이 하락하더라도 Perry는 손해보지 않고 오히려 기존에 보유하고 있던 King의 주식에 대하여 프리

---

84) 김수경, “공의결권(Empty Voting) 규제에 관한 소고-의결권 매수(Vote-buying)에 대한 미국판례법의 가능성을 중심으로-”, 「상사판례연구」 제24집 제1권, 한국상사판례학회, 2011, 235, 236면; Henry T.C. Hu & Bernard Black, "Hedge Funds, Insiders and Empty Voting: Decoupling of Economic and Voting Ownership in Public Companies", (2007) Journal of Corporate Finance, 343, 350

85) 김지평, “주식에 대한 이해관계와 의결권의 분리에 대한 소고”, 서울대학교금융법센터, BFL 제44호(2010. 11). 42면; Henry T.C. Hu & Bernard Black, Ibid.

86) Henry T.C. Hu & Bernard Black, Ibid.

미움이 가산된 거액의 합병대가를 교부받아 상당한 이익을 취할 수 있는 구조였다. 따라서 합병결의가 이루어져 Perry가 이익을 보게 되면 Mylan은 주식가치가 하락하거나 합병대가를 더 많이 교부하는 손해를 보게 됨으로써 Perry와 Mylan은 서로에 대하여 ‘음(Negative)’의 이해관계를 가지고 있었다.<sup>87)</sup>

이에 Mylan의 대주주인 Carl Icahn은 Perry를 상대로 소를 제기하면서 의결권 매수 전략을 공시하지 않은 것에 대하여 1934년 미국 증권거래법(1934 Exchange Act) Rules 10b-5 등의 규정을 위반하였다고 주장하였고 위 의결권 매수와 관련된 의결권의 행사를 금지할 것을 요구하였다. 그러나 King이 2005년 2월 28일 회계상의 문제로 합병을 중단한다는 발표를 하면서 칼 아이칸은 소를 취하하였다.<sup>88)</sup>

### 3. 우리나라의 경우- 삼성물산 주식회사 vs. Elliott Associate LP 사건

삼성물산 주식회사(이하 ‘삼성물산’ 이라 한다)의 지분 4.95%(773만 2779주)를 보유하고 있던 Elliott Associate LP(이하 ‘Elliott’ 이라 한다)는 2015년 5월 메릴린치, 시티 등 외국계 증권사들과 총수익스왑 방식으로 삼성물산 지분 2.17%(339만 3148주)를 추가로 매수하였다. 따라서 Elliott은 직접적으로 위 지분을 보유하지는 않고 증권사들이 주식을 취득한 형태였다. 그러다가 Elliott은 2015년 6월 3일 증권사들로부터 삼성물산 지분을 취득하였고, 다음날 삼성물산 지분 7.12%(1112만 5927주)를 보유하고 있다고 감독기관에 보고 및 공시하였다. 이에 삼성물산도 2015년 6월 11일 보통주식 총수의 약 5.76%에 해당하는 자기주식을 주당 75,000원에 주식회사 케이씨씨에 처분하였다. 이후 Elliott은 삼성물산과 제일모직이 합병을 추진하자 이에 반대하며 주

87) Henry T.C. Hu & Bernard Black, Op. Cit.

88) 김지평, 전계논문. 42면; 김수경, 전계논문, 235, 236면; Henry T.C. Hu & Bernard Black, Ibid.



주총회 소집통지 및 결의금지 가처분 및 주식처분금지 가처분 신청을 내고 주주총회에서 경영권 대결을 벌였지만 법원에서 각 기각결정<sup>89)90)</sup>을 받고 삼성물산 주주총회에서도 합병 안건이 통과되었다.<sup>91)</sup>

금융위원회 산하 증권선물위원회는, Elliott이 2015년 6월 4일에 감독 기관에 이행한 보고는 자본시장법 제147조에서 규정하는 ‘주식 보유 한 달 이후 5일 이내’의 기간을 초과하였다고 판단하였다. Elliott이 2015년 6월 2일까지 삼성물산 지분 4.95%를 보유 중이라고 공시했으나, 이틀 만인 6월 4일 7.12%를 보유하고 있다고 밝혔는데, 당시 시장에서는 하루 동안 주식 2.17%를 추가로 사들이기에는 너무 많은 양이기 때문에 Elliott이 증권사들로부터 주식에 대한 우선매수청구권 또는 인도청구권을 부여받는 이면계약을 체결한 것으로 보았기 때문이다. 따라서 Elliott은 증권사들과 주식 총수익스왑 계약을 통하여 삼성물산 지분 2.17%을 취득한 2015년 5월경에 이미 지분 5% 이상을 보유하게 됐으므로, 적어도 2015년 5월 말에는 지분보유를 공시했어야 한다는 것이다. 금융위원회는 Elliott이 총수익스왑의 특성을 악의적으로 이용하여 삼성물산 지분 5%에 대한 실질적인 지배권을 갖고도, 보고의무 기간을 최대한 늦춰 최대주주의 경영권 방어기회를 고의적으로 무력화를 시도하였다고 보았다.<sup>92)</sup>

이에 따라 금융위원회는 검찰에 Elliot이 자본시장법상 보고의무 규정을 위반하였다고 통지하였고, 검찰은 Elliot에 대하여 수사를 착수하여 현재 진행 중이다.<sup>93)</sup>

---

89) 주주총회 소집통지 및 결의금지 가처분 부분 : 서울중앙지방법원 2015. 7. 1.자 2015카합 80582 결정, 서울고등법원 2015. 7. 16.자 2015라20485 결정

90) 주식처분금지 가처분 부분 : 서울중앙지방법원 2015. 7. 7.자 2015카합80597, 서울고등법원 2015. 7. 16.자 2015라20503 결정

91) 매일경제, '검찰로 넘어간 엘리엇의 삼성물산 주식 파킹 의혹', 2016. 2. 24. 인터넷기사; 연합뉴스, '검찰수사 칼끝 겨눠진 삼성물산·제일모직 합병 결의서 성사까지', 2016. 11. 23. 인터넷기사

92) 매일경제, “ ‘지분보유 공시 의무 위반’ 검찰조사 받는 ‘엘리엇’ 쟁점은”, 2016. 2. 29. 인터넷기사; 연합뉴스, 전제기사

93) 매일경제, 전제기사; 연합뉴스, 전제기사

## 4. 소결론

이와 같이 실제 거래계에서도 주식 총수익스왑을 남용하여 투자자 또는 회사가 금융기관의 뒤에 은폐할 수 있어 다른 시장참가자들로서는 외관상 위 투자자 또는 회사의 주식 취득 또는 의결권 행사 가능 여부를 알 수 없게 된다. 따라서 수령자는 주식 총수익스왑과 관련하여 상법 및 자본시장법에 규정되어 있는 보고의무 등 정보공개 규정의 적용을 회피하는데 있어 활용될 수 있다. 한편 우리나라의 경우 아직까지 지급자가 개인적 이익을 취할 목적으로 주식 총수익스왑을 활용하여 문제된 현상은 보이지 않는 듯 하나, 그와 같은 문제가 발생할 가능성을 충분히 예측할 수 있다. 다음으로 현행 법률에 따라 이를 규율할 수 있는지 여부에 대하여 살펴본다.

### 제 4 절 법적 규율 여부 및 그 방안

결국 위 사례에서 나타난 바와 같이 우리 상법이나 외국 입법례 모두 의결권을 기준으로 주식수를 산정하고 있기 때문에 경제적 이해관계가 이전된 경우라고 하더라도 원칙적으로 주주명부에 개서되어 회사에 대하여 의결권을 직접 행사할 수 있는 자에게 보고의무 등의 법적 규율을 가하하게 되고 명부상의 주주에 가려진 주식 총수익스왑의 수령자에게는 이를 규율하기 어려운 것이 현실이다. 따라서 현행 법률 등의 규정에 근거하여 총수익스왑의 수령자에게 보고의무 등의 법적 규율을 가할 수 있는지 모색해보아야 할 것이다.

또한 반대로 지급자에 대하여도, 지급자가 주주명부에 개서된 자라고 하더라도 주식에서 파생되는 경제적 이해관계를 모두 수령자에게 이전시킴으로써 경제적 이익이 없는 상태의 의결권만 취득하였고 이를 이용하여 회사의 이익에 반대되는 의결권을 행사하는 경우 그러한 행위를 제한하거나 예방할 필요가 있는지, 필요하다면 그 방안에 대하여 생각해 볼

필요가 있다.

## 1. 학설

### 가. 수령자의 경우 (정보공개 규정 회피 관련)

수령자가 주식을 직접 보유하지 않고 대신 지급자와 총수익스왑을 체결하여 자본시장법상 정보공개 규정의 적용을 회피하게 되는 경우가 있을 수 있다. 이와 관련하여 계약상으로 수령자에게 지급자에 대한 의결권구속조항이 존재하는 경우(앞장에서 살펴본 나.의 4)항 다.의 2)항의 유형} 및 우선매수청구권, 매수옵션이 수령자에게 귀속하는 등 실물결제형 총수익스왑(라.항의 유형)에서 위 권리를 행사하는 경우에 각각 공동보유자 또는 보유행위에 해당하여 정보공개 의무가 발생하게 됨은 앞서 본 바와 같다. 따라서 여기서 문제되는 것은 가. 나.의 1)항의 유형에서 지급자가 실제로 주식을 취득한 경우 및 나.의 2), 3)항, 다.의 1)항 유형의 경우 등이라 할 것이다. 이에 대한 법적 규율 여부 및 규율방법에 대하여 제기되는 학설은 다음과 같다.

#### 1) 제1설 : 규율할 필요가 없다는 견해

먼저 수령자가 주식을 직접 보유하지 않고 지급자와 총수익스왑을 체결하여 정보공개 규정의 적용범위에서 벗어나게 되는 경우 이에 대하여 어떠한 법적 규율도 가하지 않고 시장에 맡기자는 견해를 생각해볼 수 있다. 이 견해에 따르면 설령 수령자가 지급자와 주식 총수익스왑을 체결하여 정보공개 규정의 적용을 회피하는 경우 이를 법적으로 규율할 것이 아니라 주식시장의 시스템에 포섭하여 해결할 수 있다고 본다. 위 견해를 지지하여 주식 총수익스왑에 대하여 법적 규율을 가할 필요가 전혀 없다는 입장에서는 시장에 대한 일반적인 규율, 더 나아가 주식스왑 등 파생상품에 대한 법적 규율은 그 자체로 가치가 없다<sup>94)</sup>고 한다.<sup>95)</sup>

94) “neither market regulation in general nor mandatory disclosure in particular are of value themselves”

만약 주주명부상에 개서된 주주 뒤에 숨겨진 수령자가 실질주주 또는 그에 준하는 자로서 따로 존재하면 발행인 회사의 경영진들은 이들을 의식하여 책임있는 회사 운영이 가능해지는데, 주식 총수익스왑 거래관계가 있다고 하여 이에 대하여도 보고의무를 강제하여 그 내용을 공개해버리면 이들의 경영진들에 대한 감시활동을 제약하게 된다고 한다. 또한 보고의무를 강제함으로써 시장에 불필요한 정보가 범람하게 되어 소수주주들이 회사에 대한 명확한 정보를 가지고 투자할지 여부를 판단할 수 없어 오히려 이들에게 불이익을 주게 되고 주식스왑 거래 또한 상당히 위축된다면서 보고의무로 규율할 필요도 없다고 한다.<sup>96)</sup>

## 2) 제2설 : 규율이 필요하다는 견해

주식 총수익스왑 거래를 통하여 보고의무 등의 규정을 회피하는 경우 이를 법적으로 규율하자는 견해가 있을 수 있다. 이와 관련하여 막대한 자금력과 시장지배력을 가지고 있는 헤지펀드가 주식 총수익스왑을 악용할 수 있다고 하면서 이러한 헤지펀드의 운용, 각종 보고의무의 이행에 있어 규정체계를 잘 정비해야 한다는 견해<sup>97)</sup>가 있고 규율의 필요성은 있으나, 규율의 초점을 사기(Fraud)에 대한 규제, 공시, 보고의무의 문제에 머무르지 않고, 유동성 위험, 시장 위험, 자본금의 부족 등 시장에서 발생할 수 있는 전반적인 문제에 대하여 대책을 마련할 필요성이 있다는 견해가 있다.<sup>98)</sup>

그 규율방안을 구체적으로 살펴보면 두가지 방안을 제시할 수 있다. 첫째, 주식 총수익스왑 거래관계에 있는 수령자에 대하여도 정보공개 의무를 부과하는 것이다.<sup>99)</sup> 둘째, 주식 총수익스왑의 기초자산인 주식에

95) T. Baums and M. Sauter, "Anschleichen an Übernahmeziele mit Hilfe von Aktienderivaten", (2009) ZHR 173, 454, 459.

96) Bebchuk and Robert J Jackson Jr, "The Law and Economics of Blockholder Disclosure", Harvard Law and Economics Discussion Paper No. 702

97) 성희환, "국내 헤지펀드의 본격도입에 따른 규제체계 정비방향에 대한 고찰", KRX Market, 제63호, 한국거래소, 2010, 31면

98) Lartese Tiffith, "Hedge Fund Regulation: What The FSA Is Doing Right And Why The SEC Should Follow The FSA's Lead", 27 Nw. J. Int'l & Bus. 497, 531

99) Michael C. Schouten, "The Case for Mandatory Ownership Disclosure", (2010) 15 Stanford Journal of Law, Business & Finance, 127, 163; Jordan M. Barry, John William Hatfield, & Scott Duke Kominers, "On Derivatives Markets and Social

대하여 의결권을 제한하는 방안을 제시할 수 있다. 이에 따르면 보고의무 등 정보공개규정은 일반 투자자에게 비용부담을 전가시키기 때문에 이를 방지하기 위하여 아예 주식 총수익스왑의 기초자산인 주식에 대하여 의결권 행사를 제한함으로써 장외파생상품 거래가 악용되지 않도록 해야 규율목적을 효과적으로 달성할 수 있다고 한다.<sup>100)</sup>

#### 나. 지급자의 경우 (경제적 이익 없는 의결권 행사)

위 Mylan, Perry 사안과 같이 지급자가 수령자와 주식 총수익스왑 약정을 체결하여 그 주식에 대하여 파생되는 경제적 이해관계(주식 시가 등락에 따른 손익, 배당 등)를 수령자에게 이전하여 경제적 손실발생을 헤지하고 주식의 경제적 이익이 전무한 상태에서 개인적 이익만을 위하여 의결권을 행사하는 경우 법적 규율 여부 및 규율방법에 대하여 제기되는 학설은 다음과 같다.

##### 1) 제1설 : 규율할 필요가 없다는 견해

먼저 어떠한 법적 규율도 필요하지 않다는 견해를 생각해볼 수 있다. 위 방안을 지지하여, 경제적 이익 없는 의결권의 행사에 대하여 법적으로 규율을 가하는 것이 반드시 필요한 것은 아니라는 견해가 있다. 이에 따르면 1주 1의결권 등의 기본원칙을 통하여 국가가 의결권 배분 제도에 대하여 강행법적으로 개입하는 것은 타당하지 않고 설령 1주 1의결권 원칙이 효율적이라고 하더라도 그 의결권을 완전히 금지하는 것은 이와 별개로 전혀 효율적이지는 않다는 점을 전제로 하고 있다.<sup>101)</sup> 위 견해에서는 주식 정보에 대한 보고의무를 강제하게 하지 않고 자연스럽게 놔두면 오히려 주주들이 스스로 효율적인 투자결정을 할 수 있게 된다고 주장한다.<sup>102)</sup>

---

Welfare: A Theory of Empty Voting and Hidden Ownership”, Rock Center for Corporate Governance at Stanford University Working Paper No. 122

100) D. Zetsche, "Against Mandatory Disclosure of Economic-only Positions referenced to Shares of European Issuers - Twenty Arguments against the CESR Proposal", (2010) 11 European Business Organization law Review, 231, 247~248

101) Michael C. Schouten, Op. Cit., 169

이러한 입장에 따르면 굳이 감독기관에서 공의결권에 대하여 규율하지 않더라도 시장에서 회사마다 각각 자율적인 규제(Self-regulation)가 생겨난다고 한다.<sup>103)</sup> 예를 들어, Delaware주에 기반을 둔 Pfizer 회사는 2008년 정관에 손실을 완화시키거나 리스크(Risk)를 관리하거나 의결권을 증감시키는 목적으로 총수익스왑 등의 헤징거래(Hedging transactions)를 체결한 경우 주주총회결의, 이사선출에 있어서 의결권을 행사하기 위해서는 위 거래와 관련된 내용을 공개하여야 한다.<sup>104)</sup> 미국의 Sara Lee Corporation도 2008년 이와 유사한 내용으로 정관을 개정하여 새로운 이사를 선임하거나 회사사업 방향을 변경하는 주주제안서를 제출한 자로서 주주 또는 총수익스왑 등 주식파생상품을 보유한 자는 주식소유 지분 또는 스왑된 주식 수 등을 공개하도록 하였다.<sup>105)</sup>

## 2) 제2설 : 규율이 필요하다는 견해

102) Akin Gump: "Second Circuit Rules on Formation of Groups - No Decision on Total Return Swaps Confer Beneficial Ownership", (July 27, 2011) Investment Funds Alert, 26

103) Wolf-Georg Ringe, "Hedge Funds and Risk Decoupling": The Empty Voting Problem in the European Union, (2013) 36 Seattle U. L. Rev. 1027, 1077

104) Pfizer, Inc., By-laws As Amended December 16, 2013(2008년에 최초로 위 규정이 마련됨)

<http://www.pfizer.com/files/investors/corporate/bylaws.pdf>, Ibid., 1078 참조

Pfizer의 관련 정관 내용은 다음과 같다.

### **"PFIZER INC. By-laws, As Amended December 16, 2013**

**13. Notice of Stockholder Proposal** At an annual meeting of the stockholders, only such business shall be conducted as shall have been properly brought before the meeting. To be properly brought before an annual meeting business must be: ...

(v) a description of any agreement, arrangement or understanding (including any derivative instruments, swaps, warrants, short positions, profit interests, options, hedging transactions, borrowed or loaned shares or other transactions) that has been entered into as of the date of the Proponent's notice by, or on behalf of, each such person or any of its affiliates or associates, the effect or intent of which is to mitigate loss to, manage risk or benefit of share price changes for, or increase or decrease the voting power of each such person or any of its affiliates or associates with respect to shares of stock of the Corporation, and a representation that the Proponent will notify the Corporation in writing of any such agreement, arrangement or understanding in effect as of the record date for the meeting not later than five business days following the later of the record date or the date notice of the record date is first publicly disclosed, "

105) 자세한 내용은 Ibid., 1078 참조

총수익스왑의 지급자가 경제적 이익 없는 의결권을 행사하는 경우에 대하여 법적 규율을 부과하여야 한다는 견해가 있을 수 있다. 그 근거로서 주주가 의결권을 갖는 것은 회사의 잔여이익권자(Residual claim holder)여서 회사의 이익최대화를 위하여 행동할 인센티브를 가장 많이 보유하고 있기 때문인데, 경제적 이익 없는 의결권은 그러한 인센티브가 전무하므로 그 의결권 행사에 대하여 법적으로 제한하여야 한다고 본다.<sup>106)</sup>

법적 규율 방법에 대해서는 보고의무를 부과하는 방안, 의결권 자체를 제한하는 방안이 제안된다.

먼저 보고의무를 부과하는 방안과 관련하여 보면 주주명부에 개서된 자로서 회사에 대하여 직접 의결권을 행사하는 지급자는 원칙적으로 그 주식보유현황에 대하여 통지하거나 보고할 의무가 있다. 그러나 위와 같은 규정은 경제적 이익 존재 여부를 보고하는 것이 아니어서 위 남용행위를 규율하는데 적절하지 않으므로 더 나아가 의결권과 경제적 이익의 보유현황을 각각 보고하도록 하는 방안, 의결권과 경제적 이익의 분리 여부를 공시하도록 하는 방안을 생각해볼 수 있을 것이다.

둘째 의결권 자체를 제한하는 방안과 관련하여, 총수익스왑 거래 자체는 유효하지만 경제적 이익 없는 의결권에 대해서는 1주 1의결권 원칙 또는 의결권 분리 금지 원칙 등을 들어 그 의결권 행사를 금지해야 한다는 방안,<sup>107)</sup> 특별이해관계인의 의결권 제한에 관한 상법 제368조 제3항을 적용하자는 방안,<sup>108)</sup> 총수익스왑으로 인하여 공의결권을 취득한 자가 회사 전체의 이익에 반하는 방향으로 의결권이 행사된 경우 이를 다수결 남용으로 보아 사후적으로 결의의 효력을 부인하자는 방안<sup>109)</sup> 등이 제안된다. 그 밖에 주식스왑 거래를 무효화시키지는 않으나

106) 노혁준, 김지평, 전계보고서, 28-29면

107) Shaun Martin and Frank Parnoy, Op. Cit., 794; Robert B. Thompson & Paul H. Edelman, "Corporate Voting", (2009) 62 VAND. L. REV. 158, 160~162

108) 得津 晶, “株主による議決権行使の在り方に関する会社法上の論点”, 公益社団法人商事法務研究会(株主による議決権行使の在り方に関する 会社法上の論点についての 調査研究報告書, 平成25年3月), 49頁

109) 정동윤·손주찬, 전계서, 134면; 이철송, 「회사법강의」 제23판(박영사, 2015), 594면

주주총회에서 스왑된 주식을 보유한 자의 의결권 행사를 제한하거나, 주식스왑 등의 방식으로 넘겨진 의결권을 정기 총회 전에 다시 원래의 의결권자에게 되돌리도록 함으로써 총회 의결에 있어 의결권과 경제적 이해관계를 일치시키자는 견해가 있다.<sup>110)</sup>

이와 같이 의결권의 행사를 제한하는 근거로는 ① 1주 1의결권 원칙이 우리 상법상 강행규정으로서 주식스왑 거래는 이에 어긋나는 거래이고, ② 주식 총수익스왑 거래는 주로 의결권 매수행위에서 논하는 의결권 분리 금지 원칙에도 위반하며,<sup>111)</sup> ③ 총회의 의결은 이사회 경영 결정에 대한 오류시정 기능의 역할을 하고 있는데 이를 신뢰할 수 있는 것은 주주가 주식에 대한 경제적 지분도 보유하고 있음을 전제로 하고 있는데 경제적 이익 없는 주식에 대하여 의결권을 인정하면 그러한 기능이 작동하기 힘들다는 점 등이 주장된다.<sup>112)</sup>

## 2. 외국의 입법례 및 대응조치

### 가. EU

#### 1) 수령자에 대한 규율

유럽에서도 총수익스왑과 차액거래약정 등 현금결재형 파생상품을 남용하는 등 시장에서 문제가 발생하자, 유럽연합 집행위원회(European commission)에서는 기존의 정보공개 지침(Transparency directive<sup>113)</sup>)을

---

110) Mazars & Marccus Partners, "Transparency Directive Assessment Report - Prepared For The European Commission Interanl market And Services DG", (2009) Final Report 124, 131

111) Robert B. Thompson & Paul H. Edelman, Op. Cit., 160~161

112) Ibid. 135; David Skeel, "Behind the Hedge", LEGAL AFFAIRS, (Nov./Dec. 2005)

113) Luca Antonio Lo Po,, "Cash-settled corporate equity derivatives. The relationship between disclosure rules and decoupling phenomena", (07/2014) Rivista dottrina e giurisprudenza commentata Estratto dal n. EU의 회사 법령에는 모든 회원국에 직접 적용하는 Regulation과 회원국이 국내법으로 따로 집행하여야 하는 Directive의 두 부분으로 구성되어 있는데, Regulation과 Directive는 공식채택일로부터 3년 후 동시에 발효된다.



개정하기 위한 논의를 시작하였다.<sup>114)</sup>

집행위원회는 애초에 발행주식총수의 5 ~ 75% 사이에서 5%마다 각각의 기준점<sup>115)</sup>을 설정하고, 투자자들이 주식을 사고 파는 등 거래행위를 함으로써 의결권 지분이 위 각각의 기준점을 초과하거나 미달할 경우에 일정한 예외사유에 해당하지 않는 한 위 투자자들에게 보고의무를 부과하는 방안을 생각하였다.<sup>116)</sup><sup>117)</sup>

원래의 초안에는 주식 보유 비율을 산정함에 있어 의결권과 관련이 있다면 차명주식, 주식약정, 저당 등 모두를 포함하였다.<sup>118)</sup> 또한, 직간접적으로라도 기초자산이 되는 주식을 취득할 수 있는 권리가 표창된 금융상품을 보유한 자에게도 적용되도록 하였는데, 특히 옵션, 스왑, 자동이체증서 이외 여타 파생상품을 보유함으로써 형식적으로 주식을 취득할 수 있는 권리를 보유한 자에게 보고의무를 부과하도록 하였다.<sup>119)</sup> 이에 따라 주식취득형 파생상품(Physically settled instrument)에 대해서만 규율범위에 들어가게 되었는데 이는 주식취득형 파생상품만이 회사지배시스템과 전반적인 시장의 효율성에 영향을 준다는 생각에 근거했다.<sup>120)</sup>

위 초안에서는 통상적인 의미(주식매수청구권 등이 부착되지 않은)의 총수익스왑과 같이 주식을 취득할 수 있는 권리가 표창되지 않은 총수익스왑 또는 차액거래약정 등의 현금결재형 주식스왑에 대해서는 의결권의 행사와는 관련이 없으므로 기업지배권 시장의 문제와는 상관이 없어서 보고의무의 규율대상에 해당하지 않는다고 생각했다. 그러나 집행위원회의 용역으로 유럽증권시장전문가그룹(European securities market expert group, ESME)에서 시행한 조사결과 이 또한 의결권과

---

114) Ibid., 15

115) 소위원회는 각각의 기준점으로 5 ~ 75% 사이에서 5의 배수에 해당하는 주식보유비율(예를 들어 20%, 25%, 30% ...)에 따라 각각의 보고의무를 부과하는 방안을 생각하였다(Luca Antonio Lo Po, Op. Cit., 15).

116) Article 9

117) Ibid.

118) Article 10

119) Article 13

120) Ibid. 16

관련이 없다고 볼 수 없어 회사지배시스템에 상당한 영향을 준다고 밝혀졌기 때문에 이를 변경할 수 밖에 없었다.<sup>121)</sup> 유럽증권감독위원회(Committee on European Securities Regulators, CESR)도 또한 주요주주들에 대한 정보공개 규정이 EU국가들에 대하여 전체적으로 적용되어야 한다는 전제에서 정보공개규정은 실물결재형 파생상품 뿐만 아니라 모든 종류의 현금결재형 파생상품에까지 적용되어야 한다는 의견서를 제출하였다.<sup>122)</sup>

총수익스왑이나 차액거래약정은 경제적 이해관계를 증진하고 주식 취득으로 발생할 위험을 회피하기 위한 목적으로 이용되는 경우도 많으나, 회사의 지배권을 취득할 목적으로 보고의무 등 법적 규율을 회피하여 시장의 효율성을 잠식하는 사례들도 꽤 많았던 것으로 밝혀졌다. 이러한 문제의식에서 유럽연합 집행위원회에서는 보고서에 기초하여 이를 규율하는 방안을 논의하기 시작했다.<sup>123)</sup>

결국 보고의무 규정의 적용범위가 향후에 주식을 취득할 수 있는 권리가 내재된 파생상품 뿐만 아니라 주식취득권리가 내재되어 있지 않은 총수익스왑이나 차액거래약정과 같은 파생상품에 대해서까지 확장된 내용의 개정안<sup>124)</sup>이 마련되었고 2013. 11. 26. EU의 개정 투명성 지침(Revised Transparency Directive)이 발효되었다. 이에 따라 회원국들은 위 발효일로부터 24개월 이내에 이에 대한 조치를 취하여야 한다. <sup>125)</sup>개정된 지침은 보고의무의 대상을 주식을 보유하거나 잠재적으로 보유하는 것(Long potential holding)<sup>126)</sup>뿐만 아니라 이와 경제적으로 유

121) Luca Antonio Lo Po, Op. Cit., 17

122) Views on the issue of transparency of holdings of cash settled derivatives, November 2009, [http://ec.europa.eu/internal\\_market/securities/docs/esme/tdcash\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/securities/docs/esme/tdcash_en.pdf)

123) Ibid. 16

124) Proposal for a Directive of the European Parliament and of the Council amending Directive 2004/109/EC on the harmonisation of transparency requirements in relation to information about issuers whose securities are admitted to trading on a regulated market and Commission Directive 2007/14/EC, dated 25 October 2011 accessed 12 October 2013.

125) EU 관보(<http://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/PDF/?uri=OJ:L:2013:294:FULL&from=EN>)

126) 이에 대하여 개정 지침은 잠재적 보유(potential holdings)에 대하여 다음과 같이 구체화하고 있다.

사한 효과를 가지는 모든 파생상품에 대한 것으로 그 대상을 확장하는 것으로 특히 제13조에 현금결제형 총수익 주식스왑(Cash-settled total return equity swaps)에 대하여 다루고 있다.<sup>127)</sup> 이 개정 지침은 시장에 대한 신뢰를 증진하고 투자자들을 보호하기 위하여 상장회사의 대규모 주식 또는 경제적 지분의 보유상황을 추적할 수 있도록 정보를 공개하도록 하고 비밀스러운 주식거래를 억제하기 위한 목적으로 마련된 것이다.<sup>128)</sup> 또한 초안의 취지를 받아들여 개정 지침에서는 보고의무의 기준을 5 ~ 30%로 설정하되, 그 사이에서 5%의 간격을 두어 그때마다 보고의무를 이행하도록 하였다.

## 2) 지급자에 대한 규율

현금흐름 등의 경제적 이익에 대하여는 수십년 동안 기존 지침에서 규율하지 않았기 때문에 경제적 이익 없는 의결권 남용행위를 규율하는 것은 현실적으로 어려웠다.<sup>129)</sup>

EU 구성국가에서는 개별적으로 EU 지침에 비하여 보고의무를 더욱

---

“financial instruments that, on maturity, give the holder, under a formal agreement, either the unconditional right to acquire or the discretion as to his right to acquire, shares to which voting rights are attached, already issued, of an issuer whose shares are admitted to trading on a regulated market” (point 9 of the amending Directive)

### 127) Article 1

#### Amendments to Directive 2004/109/EC

#### Directive 2004/109/EC is hereby amended as follows:

(9) Article 13 is amended as follows:

(a) paragraph 1 is replaced by the following:

1. The notification requirements laid down in Article 9 shall also apply to a natural person or legal entity who holds, directly or indirectly:

(a) financial instruments that, on maturity, give the holder, under a formal agreement, either the unconditional right to acquire or the discretion as to his right to acquire, shares to which voting rights are attached, already issued, of an issuer whose shares are admitted to trading on a regulated market;

(b) financial instruments which are not included in point (a) but which are referenced to shares referred to in that point and with economic effect similar to that of the financial instruments referred to in that point, whether or not they confer a right to a physical settlement.

(<http://register.consilium.europa.eu/doc/srv?l=EN&f=PE%2037%202013%20INIT>)

128) Luca Antonio Lo Po, Op. Cit., 19

129) Michael C. Schouten, Op. Cit., 171

엄격하게 규율하고 있지만 이는 주식소유 비율 등을 대상으로 할 뿐이고 경제적 이익 없는 의결권을 노출시킬 수 있는 순수한 경제적 자금흐름에 대한 보고의무를 요구하는 나라는 존재하지 않는다. 다만 몇몇 국가(네덜란드, 핀란드, 프랑스)만 주식취득, 의결권 취득 양쪽의 경우에 보고의무를 부과하고 있을 뿐이지만<sup>130)</sup> 그것만으로 경제적 이익과 의결권의 분리되는 경우를 추적하기란 사실상 매우 어려운 상태였다.

이렇듯 유럽에서는 공의결권에 대한 규제는 전무한 상태에서, 유럽 위원회가 통과시킨 위 개정안은 오로지 정보공개 규정 회피 목적으로 이루어지는 수령자의 남용행위와 관련한 문제를 해결하기 위하여 보고의무 적용범위를 확장하여 입법되었을 뿐이고, 지급자의 의결권 남용행위와 관련하여 순수한 경제적 자금흐름에 대한 보고의무는 전혀 규율되지 않아 위 문제는 사실상 제쳐놓은 것이나 다름없었다.<sup>131)</sup>

한편, 유럽증권시장감독청(ESMA)은 2010년 European corporate governance forum에서 이에 대한 문제제기가 있어 2012년 6월 29일 Feedback statement를 발표하였는데, 이에 따르면 EU 산하 국가들 중 주식대차거래를 규제하는 나라에서는 경제적 이익 없는 의결권에 대한 경계심이 낮다고 기재되어 있는데<sup>132)</sup> ESMA는 그 발생 건수가 높지 않고 정보공개, 공매도 규제 등 EU의 기존 지침들이 위 경우에도 규율하는 효과가 있다면서 별도의 규정을 마련할 필요성은 없어 보인다고 결론을 내림에 따라 이에 관한 논의는 사실상 종결되었다.<sup>133)</sup>

## 나. 영국

영국의 공개 및 투명성 규정(UK Disclosure and transparency

---

130) SIMMONS & SIMMONS, "Disclosure of share ownership in listed companies": an international legal survey 18, 19, 25

131) "Proposal for a Directive of the European Parliament ...", Op. Cit., 20

132) ESMA: Feedback statement: call for evidence on empty voting  
, <http://www.esma.europa.eu/system/files/2012-415.pdf>

133) 윤정화, "공투표 관련 해외 동향", 「CGS 리포트」 제17호, 한국기업지배구조원, 2012년, 9면

rules, 이하 ‘DTRs’ 라 한다)<sup>134)</sup>은 보고의무에 관한 현존하는 법률시스템 중 가장 발전되고 정교하다고 알려져 있다. 그래서 위 규정은 EU의 지침에도 상당한 영향을 주었다. DTRs는 원래 의결권 주식과 이에 준하는 일정한 금융상품에 대해서만 규율하였으나 2009년 개정법을 통하여 그 적용범위를 현금결제형 파생상품까지 확대하였으므로 총수익스왑, 차액거래약정도 그 적용을 받게되었다.<sup>135)</sup>

이에 따라 FSA(금융서비스기구)에서 주도하여 2009년 6월부터 시행된 DTRs 개정법은 위 금융상품과 경제적으로 유사한(위 규정에서는 총수익스왑, 차액거래약정, 워런트, 현금결제형 옵션과 같은 금융상품에 대하여 경제적으로 유사한 효과를 미친다고 보았다) 주식스왑과 다른 금융상품들에 대해서도 일정 기준을 초과하여 보유하면 보고의무를 이행하도록 강제하였다.<sup>136)</sup>

즉, 보고의무의 대상이 되는 의결권 수를 산정함에 있어 수령자들이 가지고 있는 주식스왑이나 현금결제형 파생상품의 기초가 되는 주식의 의결권 수와 보통주식과 기존에 보고의무가 인정되던 금융상품에서 인정되는 의결권 수를 합산하도록 하였으며 그 합산된 의결권 수가 3%를 초과하게 되거나 1% 이상 변경하게 되면 관련기관 등에 보고하도록 하였다. 이와 같은 경우 EU의 정보공개지침과 같이 지급자의 Short position과 수령자의 Long position을 상계함으로써 보고의무를 면제하

134) 이하 위 규정은 <http://fsahandbook.info/FSA/html/handbook/DTR>. 참조

135) 당시 위 개정법을 논의함에 있어 ① 추가 규제를 하지 아니하는 방안, ② 공개대상이 되는 총수익스왑, 차액거래약정을 특정하고 발행회사에 일정한 공개요구 권한을 부여하는 방안, ③ 총수익스왑, 차액거래약정에 따라 대량으로 의결권 수에 대응하는 경제적 지분을 보유하게 되는 경우 보고의무를 부과하는 방안, ④ 그와 상관없이 모든 총수익스왑, 차액거래약정에 대하여 보고의무를 부과하는 방안이 검토되었다(渡辺宏之, 『エクイティ・デリバティブを用いた「隠れた持分」の問題 ~欧州における動向を中心として~』2009年7月22日, 73頁).

136) **Chapter 5.3.3 (g) 2 (a) of the DTRs**

A financial instrument is deemed to have a similar economic effect to a qualifying financial instrument, if (i) its terms are referenced, in whole or in part, to an issuer's shares and (ii) generally, the holder of the financial instrument has, in effect, a long position on the economic performance of the shares, whether the instrument is settled for shares or for cash. By way of example, the following instruments may fall within the notion of financial instruments with similar economic effect: CfDs, swaps, options and forward sale transactions.

는 것은 불허하기로 하였다.

한편 그 이전에도 영국에서는 2005년부터 일찌감치 현금결재형 주식  
과생상품에 대하여 인수합병규정(Takeover code)<sup>137)</sup>에서 법적 규율을  
하고 있었는데, 이에 따르면 현금결재형 과생상품에 대하여 규율하기 위  
하여 의결권과 경제적 지분 중 어느 한쪽이라도 보유하고 있는 경우 지  
분 1% 이상의 의결권과 관련이 있다면 보고의무를 부과하였다.<sup>138)</sup>

## 다. 미국

### 1) 수령자에 대한 규율

1934년 증권거래법은 13(d), 13(g) 조항 등을 개정하여(Williams 법)  
실질소유자(beneficial ownership<sup>139)</sup>)로서 외부투자자에 대한 5% 보고의  
무를 부과하고 있고 Securities and Exchange Commission(미국 증권  
거래위원회, 이하 'SEC'라 한다)에 구체적인 사항을 정하여 놓고 있는  
데, 직간접적으로 상장법인의 5% 이상의 주식에 대한 실질적 소유권을  
취득한 자는 취득일로부터 10일 이내에 SEC에 보고서를 제출하여야 한  
다. 위 규정은 일정한 비율의 주식 변동을 보고하도록 함으로써 회사 지  
배권의 변동가능성을 주주들에게 알리고자 하는 취지로 입법되었다. 보  
고의무자는 실질소유자의 신원, 주소 등의 정보, 주식 취득 수, 주식 관  
련 계약, 주식 취득의 목적, 주식 취득 목적이 회사 지배권 취득을 위한  
목적이라면 자산양도, 합병 등 기업구조 관련 계획 등을 보고하여야 한  
다. 13(d)-3에서는 실질소유자에 대하여 규정하고 있는데, 계약, 약정,

137) Takeover Code에 관하여는 <http://www.thetakeoverpanel.org.uk/wp-content/uploads/2008/11/code.pdf> 참조

138) 원래 영국에서는 주식에 대한 1% 보고의무를 부과하는 한편 주식에 대한 진정소유자를 알  
기 위하여 회사가 주식 명의자으로 하여금 그 공개를 요구할 권리가 부여되어 있었고 매입에  
의하여 취득한 주식의 양도 여부나 최종 소유자의 기재도 의무화되어 있었다(Takeover code  
Rule 24.8). 그러나 총수익스왑, 차액거래약정 등의 장외과생상품은 공개되상이 되지 않고 있  
었고 이를 이용하여 인수합병 시장에서 헤지펀드들이 미리 대상회사의 주식을 매입하고 있다  
가 터무니없이 비싼 가격에 주식을 매각하는 문제가 계속 발생하여 이를 규율하기 위하여 위  
규정을 개정한 것이다(渡辺宏之, 전게논문, 72頁).

139) 원래의 의미는 수익적 소유권으로 경제적 이해관계와 밀접한 것처럼 보이거나 사실상 주식에  
대한 의결권, 처분권 등과 밀접한 개념이기 때문에 “실질 소유권” 이라고 번역한다.

양해, 기타의 방식 등을 통하여 주식에 대한 의결권을 행사, 행사의 지시, 처분하거나 처분의 지시를 할 수 있는 권한을 보유하는 자를 말한다.<sup>140)</sup> 13(d)-1(e)에 규정되어 있는 “계약, 약정, 양해(Any contracts, arrangement, understandings or relationships)”의 부분이 옵션계약과 같은 주식연계상품과 관련이 있기는 하나 총수익스왑 같은 주식스왑거래에도 적용되는지는 불확실하다. 다만, 위에서 기재한 CSX vs. TCI 사건에서 SEC의 회사금융국 의견서에는 원칙적으로 현금결제형 주식스왑거래는 그 자체로 수령자에게 의결권을 부여하지 않으므로 실질소유자에 해당하지 않는다고 밝힌 바 있다.<sup>141)</sup>

2008년 미국을 시작으로 글로벌 금융위기가 발생함에 따라 오바마 행정부는 금융개혁을 위하여 새로운 법안으로서 Dodd-Frank 법안<sup>142)</sup>을 마련하였다. 위 법률에서는 13(o) 규정<sup>143)</sup>을 추가하여, ‘주식 등을 기초자산으로 하는 스왑의 취득 또는 매각에 대하여 SEC가 규칙으로 인정하는 경우에 한하여 그 기초자산이 되는 주식 등의 실질적 소유자로 간주된다’고 규정하였다.<sup>144)</sup> 위 13(o) 규정을 근거로 하여 SEC가 인정하는 경우 장외파생상품인 총수익스왑에 대하여 보고의무를 부과할 수 있는 가능성이 생기게 되었다. 그러나 SEC는 Dodd-Frank 법에 따라 규정을 개정하면서 위 부분에 대하여 Dodd-Frank 법이 입법되기 전의

140) 오성근, “도드프랭크법 제정 전후의 헤지펀드관련 규제의 변화”, 「증권법연구」 제12권, 한국증권법학회, 2011, 150면

141) CSX Corp. v. Children's Inv. Fund Mgmt. (UK) LLP, 562 F. Supp. 2d 511, 516(S.D.N.Y.)

142) The Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act

143) § 240 13(o)

"for purposes of this section and section 16, a person shall be deemed to acquire beneficial ownership of an equity security based on the purchase or sale of a security-based swap, only to the extent that the SEC, by rule, determines after consultation with the prudential regulators and the Secretary of the Treasury, that the purchase or sale of the security-based swap, or class of security-based swap, provides incidents of ownership comparable to direct ownership of the equity security, and that it is necessary to achieve the purposes of this section that the purchase or sale of the security-based swaps, or class of security-based swap, be deemed the acquisition of beneficial ownership of the equity security."

144) Rock Center for Corporate Governance at Stanford and IIRC Institute, "Identifying the Legal Contours of the Separation of Economic Rights and Voting Rights in Publicly Held Corporations", (IIRC Institute, October 2010)

규정 내용을 유지하고 있어 아직까지 주식 총수익스왑을 통한 정보공개 규정 회피행위에 대한 구체적인 법적용은 이루어지지 않고 있는 상태이다.<sup>145)</sup>

공개매수와 관련하여서는 미국 증권거래법에 따르면 공개매수하려는 자는 SEC에 공개매수기업과 대상기업에 대한 세부적인 보고서를 등록하여야 하고 이를 공시하여야 한다고 하여 공시의무를 규정하고 있다.<sup>146)</sup>

## 2) 지급자에 대한 규율

SEC는 규정 Section 16에 상장법인의 주식 10% 이상의 실질적 소유권을 취득한 자의 보고의무를 명시하였는데, 실질적 소유권은 5% 보고의무와 관련된 내용인 1934년 증권거래법 13(d)를 따르도록 되어 있어 보고의무자 판단 기준은 의결권 등을 중심으로 판단된다.<sup>147)</sup> 그러나 그 내용은 Williams 법, Dodd-Frank 법과 달리 의결권 관련사항이 아닌 경제적 이익의 변화양상을 광범위하게 공시하도록 하고 있어서<sup>148)</sup> 결국 의결권 지분이 아닌 경제적 지분에 관한 정보를 추적하는 것이 핵심이다. 이를 미국 증권거래법 13(d)에서 규정하는 의결권에 관한 5% 보고의무에서 취득되는 정보와 종합하면 공의결권의 발생 양상을 파악할 수 있는 여지는 있다.

한편, 정보공개 의무를 부과하는 것을 넘어서 공의결권의 행사를 금지하거나 의결권의 효력을 정지시키는 등 공의결권의 발생을 미연에 방지할 수 있는 규정은 아직 존재하지 않을 뿐만 아니라 이를 개정하기 위한 움직임도 아직 없는 상태이다. 다만, SEC가 2010. 7. 14. 공의결권과 관련된 Concept release<sup>149)</sup>만 발행한 적이 있을 뿐이다.<sup>150)</sup>

145) <https://www.sec.gov/rules/final.shtml> 참조

146) Section 14(d)

147) Rules and Regulations for the Securities and Exchange Commission and Major Securities Laws

Securities Exchange Act of 1934 16a-1(a)(1)

148) Securities Exchange Act of 1934 16a-1(a)(2)(i)

149) SEC가 특정한 쟁점에 대하여 시장참가자들의 의견이나 자료를 수집하기 위하여 발행하는 보고서로서 시장참가자들의 답변을 통하여 감독기관의 의사결정에 영향을 줄 수 있을 뿐이다.

150) 윤정화, 전계논문, 9면



주 단위에서 이루어진 공의결권 규제 현황을 살펴보면 2009년 8월 1일 공의결권을 규율하기 위한 목적으로 시행된 미국의 델라웨어주 회사법에 의하면, 이사회가 어떤 주주들이 주주총회에 대한 통지를 받을 수 있는지, 그리고 어떤 주주들이 해당 총회에서 의결권을 행사할 수 있는지 정하기 위하여 별도의 기준일(record date)을 선언할 수 있도록 허용한다.<sup>151)</sup> 위 개정법은 직접적인 경제적 이익이 없는 자로서 의결권 행사로 회사에 영향을 줄 수 있는 경우 의결권 행사를 제한하는 취지이나 아예 의결권을 박탈하지는 않는다.<sup>152)</sup>

## 라. 소결론

종래에 미국, 영국, EU 국가 모두 주식에 대한 의결권과 경제적 지분이 분리되는 디커플링 현상에 대하여 Williams법 등 기존 법률로 규율할 수 있느냐에 대하여 논란이 있었고 실무상으로는 주식스왑 파생상품에 대하여 기존 법률로 규율하기 어렵다는 결론이 내려졌다. 특히 수령자가 주식 총수익스왑을 남용하여 보고의무 규정을 회피하려는 현상이 많이 일어났다. 이에 따라 미국, EU는 주식스왑 파생상품에 대하여 보고의무의 적용 범위에 포섭하기 위하여 미국 증권거래법, EU 지침 등을 개정하여, 총수익스왑과 같은 현금결재형 주식스왑의 경우에도 보고의무를 부여함으로써 이를 회피하기 위한 탈법행위에 대한 해결을 모색하였다. 다만 지급자의 의결권 남용행위와 관련하여서는 각국이 이를 규율하는데 있어 소극적인 태도를 보이고 있는데, 이를 규율하더라도 정보공개 수준에 머무르고 있으며 의결권 행사를 정지하는 등 직접적인 조치를 가하고 있는 입법례는 존재하지 않는 상황이다.<sup>153)</sup>

151) Delaware General Corporation Law § 213

152) 김수경, 전계논문, 244면

153) 전체적으로 볼 때 미국, EU 등 해외의 경향은 공의결권에 대하여 의결권의 행사를 금지하는 등의 실제적 규제를 마련하고 있지 못하는데, 이는 공의결권에 대하여 그 의결권의 행사를 금지하는 등의 규율을 가하는 것은 실질적인 효과를 낼 수 있기는 하나 해당 법규정의 조문을 만드는 것은 미세한 작업이 요구되어 현실적으로 쉽지 않고 정보 공개 규정에 대하여도 그 의결권을 남용할 목적 등을 파악하는데 필요한 기준을 마련하는 것이 어렵다는 점이 감안된 것으로 보인다(得津 晶, 전계논문, 32頁).

우리나라의 경우 주식취득자의 주식에 대한 정보제공은 자본시장법상 공개수령자의 대량보유자의 보고의무, 공고의무 및 소유상황보고의무로 구성되어 있는데, 위에서 기재한 바와 같이 현행 법률 제도는 주식거래에 있어 총수익스왑과 같은 파생상품거래를 본격적으로 활용하기 이전에 입법되어 그것만으로는 주식 총수익스왑을 활용하여 각종 법령을 남용하는 행위를 제재하는 것이 쉽지는 않다. 따라서 위에서 나타난 미국, EU 등의 법률 개정 현황 등을 참고하여 이를 규율할지 여부를 생각해보고, 규율한다면 이러한 현상을 어떻게 규율하여야 할지 논의해 보아야 하겠다.

### 3. 검토

#### 가. 법적 규율이 필요한지 여부

##### 1) 수령자의 경우 (보고의무 회피 관련)

먼저 수령자가 총수익스왑을 활용함으로써 보고의무 규정 등을 회피하게 되는 경우 이를 법적으로 규율할지 여부에 관하여 본다. 법적, 사회적으로 유발되는 현상이 어떠한 방식으로 나타나든지, 이를 법적으로 규율하기 위해서 고려하여야 할 점은, 그 현상을 규율함으로써 나타나는 편익이 규율함으로써 소요되는 비용에 비하여 커지는지 여부라고 할 것이다. 결국 계약자유 원칙에도 불구하고 그 현상을 제한할만한 유인이 있어야 주식스왑 거래에 대하여 규율할 수 있을 것이다.

주식 총수익스왑은 경제적 이해관계로부터 의결권을 분리시킴으로써 시장에 기업 주식에 관한 적절한 정보제공을 하지 못하게 할 우려가 있다.<sup>154)</sup> 주식스왑 파생상품 거래가 증가하면서 회사의 경제적 상황과 관련하여 긍정적, 부정적 정보를 막론하고 해당 정보가 비밀스러워지면서

---

154) 국제증권관리위원회기구(The International Organization of Securities Commissions, IOSCO)는 파생상품을 보고의무의 대상에서 제외한다면 샷포지션을 가지는 자(지급자)가 보고하는 것만으로는 전체적인 그림을 파악할 수 없을 것이다 '라고 지적한 바 있다(IOSCO, "Regulation of Short Selling", (2008) Consultation Report 25, 14).

기업정보의 투명성이 약화되고 정보의 불균형이 심화되며 자금유동성이 감소하게 된다.<sup>155)</sup> 또한 상장주식에 대한 자본조달비용 또한 증가함으로써 경제적 비효율을 초래할 우려도 있다.<sup>156)</sup>

누군가의 뒤에 숨어서 회사의 지배권을 탈취하거나 총회의 의결을 조종하려는 행위는 시장참가자들의 시장에 대한 불신을 유발하고 공정한 경쟁의 기회를 박탈하는 행위로 보이고 시장참가자들의 불신으로 인하여 기업활동이 위축되고 시장에서의 자유로운 거래에 타격을 입히게 된다. 따라서 보고의무 등의 규정을 회피하기 위하여 주식 총수익스왑을 남용하는 등의 현상이 나타나고 이를 규율하고 제재하는데 상당한 비용이 소모되더라도 이를 규율함으로써 시장거래 활성화에 얻는 편익이 훨씬 크다고 할 것이다.

무엇보다 주식 총수익스왑이 주식 소유에 따른 정보공개의무를 면탈하기 위하여 행하여졌고 그것이 유일한 목적이거나 주된 목적인 경우에는 이는 탈법행위로 이루어졌다고 볼 수 있고 이러한 경우 주식 총수익스왑에 대한 법적 규율이 요구된다고 할 수 있다.

## 2) 지급자의 경우 (경제적 이익 없는 의결권 행사)

지급자의 경우에도, 주식 총수익스왑이 기초자산인 주식에 대한 시장위험 회피 등의 목적이 아닌 경제적 이익 없는 의결권 행사를 위하여만 행하여졌고 그 의결권 행사가 회사 또는 다른 주주들의 이익에 현저히 반하는 경우 그것은 의결권을 남용하였다고 볼 수 있어 그 의결권 행사에 대한 법적 제한이 필요하다.

한편 규율반대론자들의 주장과 관련하여 주식 총수익스왑에서 나타나는 경제적 이익 없는 의결권 행사를 규율하는데 있어 위에서 살펴본 바와 같이 시장에서 자연스럽게 자율규정이 나타난다고 하더라도 회사 내부적으로 이를 규율할 자율규정을 마련하는 것은 현실적으로 쉽지 않다. 우선 회사의 정관변경은 주주총회의 특별결의사항으로<sup>157)</sup> 수많은 주주들과 채권자 등 이해관계인들이 함께 얽혀져 있다. 따라서 정관에

155) Luca Antonio Lo Po, Op. Cit., 26

156) Ibid.

157) 상법 제434조

자율규정 조항을 삽입하기 위해서는 그 의사결정 과정에서 누군가가 주도해야 하는데 고도의 리더십을 발휘하는 것이 쉽지는 않다.<sup>158)</sup> 또한 정관을 개정하여 회사가 자체적으로 규율한다고 하더라도 규율비용, 제재비용을 모두 회사에서 부담하고 관련 법적 분쟁이 상당할 수 있어 법적, 회계상으로 많은 장애가 존재한다.

경제적 지분의 변화양상을 파악하는 것은 매우 중요한데, 경제적 지분의 흐름은 주식시장에서의 투자자들의 실질적인 움직임을 반영하는 것을 넘어서서 회사의 경영 목표, 사업 전략, 추구하는 이익까지 반영하기 때문이다.<sup>159)</sup> 그러나 이는 1주 1의결권 원리에 따른 주식거래에 한하여 의미있다. 만약 의결권이 경제적 지분을 초과하는 등 경제적 이익이 전무한 상태의 의결권을 행사하는 경우 회사의 사업방향, 회사의 크기, 경영 방침 등과 관련하여 효과적인 결정을 할 만한 유인이 사라진다.<sup>160)</sup> 따라서 경제적 이익이 배제된 의결권은 의사결정과정에서 왜곡될 가능성이 크고 그로부터 이윤을 획득하고자 하는 투자자들의 경제적 동기가 사라지기 때문에 별개의 이해관계가 개입하게 되면 사적 이익을 추구할 가능성이 커진다. 공의결권에 대하여 정보공개 등 의무를 가하게 되면 주주들 특히 지배주주들의 왜곡된 인센티브에 대하여 미리 경고를 해 줄 수 있으며 다른 투자자들에게 다음 조치를 생각해 줄 수 있는 시간을 벌여 준다. 따라서 총수익스왑 같은 파생상품 등에 나타나는 공의결권에 대한 법적 규율은 반드시 필요하고, 총회의결, 경영권 탈취 등 이를 남용하는 행위를 규율하기 위해서 더욱 그렇다.<sup>161)</sup>

다만, 공의결권자에 대한 규율 방법을 확정하는 과정에서 시장의 안정성과 효율성을 실질적으로 침해하지 않은 범위 내에서 적절한 적용범위를 모색해 보아야 한다.<sup>162)</sup> 총수익스왑 등 장외파생상품에 대한 법적 규율은 금융기관들 뿐만 아니라 회사, 헤지펀드 등 시장참가자들에게 전

---

158) Wolf-Georg Ringe, Op. Cit. 1079, 우리나라 재벌의 기업 소유구조와 같이 소수 지분으로 대기업집단을 지배하고 있는 경우는 더욱 그렇다고 할 것이다

159) Michael C. Schouten, Op. Cit., 137, 138

160) Ibid. 138

161) Ibid. 153

162) Ibid.

방위적인 영향을 미치게 될 것인데, 심사숙고하지 않고 부적절하게 고려된 법적 규율은 파생상품 거래를 크게 위축시킬 뿐만 아니라 시장참가자들에게 혼동을 야기시킴으로써 총수익스왑 등 파생상품을 법령 적용 범위에 포함시킨 정책의 취지를 몰각할 우려가 있기 때문이다.

### 3) 정리

이와 같이 주식 총수익스왑에서는 수령자, 지급자 모두 이를 남용하는 현상이 나타날 수 있어서 이들 모두에 대하여 시장의 효율성, 회사지배구조 왜곡 방지를 위하여 이를 법적으로 규율하는 것이 요구된다고 할 것인데, 그렇다면 어떠한 방향으로 규율할 것인지와 관련하여 살펴보기로 한다.

## 나. 기본적인 규율방안

### 1) 문제제기

수령자의 경우 자본시장법상 보고의무 등의 규정을 회피하기 위하여 지급자의 경우 경제적 이익 없이 회사의 이익과 반대되는 방향으로 자신의 개인적인 이익 추구의 수단으로 의결권을 행사하기 위하여 주식 총수익스왑을 남용할 여지가 있어 이에 대한 법적 규율은 불가피하다고 보인다. 이와 같은 경우 상법 또는 자본시장법상 보고의무 규정으로 이를 규율할 것인지, 혹은 의결권을 제한하는 등의 방법으로 규율할 것인지가 문제된다.

### 2) 수령자의 경우 (정보공개 방안의 채택)

주식 등의 공고 또는 보고의무 제도는 주식스왑 약정을 아예 무효화시키거나 의결권의 행사를 정지시키는 방법 등에 비하여 온건한 방안이면서 회사 지배구조 왜곡 방지, 시장 효율성 재고 등의 목적 달성을 위하여 매우 효과적인 수단이다.

물론 지급자를 통하여 은폐된 주식을 취득하는 총수익스왑 자체의 고유의 특성상, 총수익스왑을 통하여 주식을 취득하는 데서 파생되는 경영권 위협이나 투자정보 왜곡의 위험은 통상적인 방식으로 주식을 은밀

하게 취득하는데서 나타나는 위험보다 그 정도가 더 심하고 기존의 주주들과 투자자들에게 미치는 해악이 크다고 보이므로 기존의 보고의무 규정보다 더욱 강한 방법(예를 들어 의결권 제한)이 필요하지 않느냐 하는 지적이 있을 수 있다.

그러나 설령 그렇다고 하더라도 보고의무 등에 있어 총수익스왑의 문제는 총수익스왑의 수령자와 다른 주주들 사이에 정보의 불균형이 발생함에 따라 자본시장의 왜곡이 발생하는데 있으므로, 국가가 적극적으로 나서서 의결권의 효력을 박탈하거나 행사를 정지시키는 것보다는 양 당사자 사이의 정보 접근성을 동등하게 맞춰줘서 동일한 투자기회를 만들어주는 한도 내에서 자유롭게 거래하게 하면 충분하다. 달리 말하면 자유주의 경제체제에서는 기업의 지배권을 마음대로 빼앗거나 기업지배구조를 강제로 바꾸는 것은 허용되지 않고 시장에서 당사자 간의 협의나 계약 등에 따라 이전될 수 밖에 없는데, 주권상장법인의 경우 시장에서 자유롭게 주식을 매수할 수 있으므로 지배주주의 입장에서는 지분을 변동은 상당히 중요할 수 밖에 없으므로, 이를 신속하게 파악할 수 있도록 공고 또는 보고의무의 강제를 통하여 회사 또는 주주들에게 정보를 제공하면 족하다.<sup>163)</sup>

따라서 총수익스왑의 방식으로 주식을 취득하는 경우 수령자에 대해서는 원칙적으로 정보공개의무를 부과하되 이를 위반하는 경우에 의결권을 제한하는 방식이 합리적이라고 보인다.

### 3) 지급자의 경우 (정보공개 방안의 채택)

지급자의 경우 주식 총수익스왑 거래에서 분리된 의결권의 효력을 완전히 금지하면, 자본시장에서 이루어지는 주식스왑 거래를 상당히 위축시킬 것으로 보이고 이에 파생되는 결과가 어떠한지는 짐작하기도 어렵다.<sup>164)</sup> 물론, 주식스왑 거래에 있어 의결권을 모두 무효화시키는 것이 아니라 그 폐단이 극심한 일부분에 한하여 규율하는 방법을 생각할 수 있다. 즉, 일정한 최소 기준을 설정하고 그 기준을 초과하는 경우 제재

163) 윤승환, “자본시장법 강의 - 자본시장과 금융투자업에 관한 법률 해설” (삼일인포마인, 2014), 625면

164) Wolf-Georg Ringe, Op. Cit., 1083

를 가하거나 규율 받는 자를 법률에 특정하여 일정한 요건에 해당하는 경우에만 조치할 수 있을 것이다.<sup>165)</sup> 그러나 이를 지지하는 견해에서는 그렇다면 어떠한 경우에 주식스왑 거래를 금지할 것이고 예외는 어떻게 설정할지 그 방안을 모색하고 근거를 제시하여야 할 것이나, 이를 제시하지 않고 있다.

의결권을 완전히 금지하지 않더라도 그 행사를 제한하는 방법 또한 상당히 과도한 방법이다. 주식스왑 거래가 그 자체로 잘못된 행위로 볼 수 없음에도 회사의 총회 의결 기간 동안 의결권의 행사를 아예 금지하거나 거래 행위를 제한하고 있는데, 이는 일반 투자자의 자산 처분 여부, 자산 보유의 형태, 시기 등을 결정할 수 있는 계약 자유의 원리에 위배되거나 헌법 제23조에서 보장되어 있는 재산권을 침해할 소지가 있다.<sup>166)</sup> 또한 위와 같이 주식스왑 거래를 체재하게 되면 계약 당사자들 사이에서 또는 계약 당사자와 회사 간에 법정분쟁이 심화되어 관련 소송이 법원에 계속 계류함으로써 거래의 신속성을 저해하고 기업 인수합병 시장을 위축시킬 우려가 있다. 게다가 헤지펀드가 아닌 일반 주주들도 이러한 주식스왑을 할 수 있는데 이들과의 의결권 행사 정지 등의 조치를 해 버리면 너무 지나치지 않는가라는 비판이 있을 수 있다.<sup>167)</sup>

따라서 지급자가 경제적 이익 없는 의결권을 행사하는 경우 지급자로 하여금 관계 당국에게 그 정보를 보고하도록 해 보는 방안을 생각해 볼 수 있다. 정보공개에 따른 규율방법은 의결권에 대한 직접적인 제한보다 덜 강압적인 방법으로 의결권자, 회사, 다른 주주들 여타 시장참가자들의 이해관계를 두루 고려한 조치이다.<sup>168)</sup> 보고의무를 강제함으로써 헤지펀드 그 밖의 의결권을 남용하려는 투자자들로 하여금 첫 단계부터 의결권 남용을 억제하는 효과가 있다.<sup>169)</sup> 또한 이와 관련한 정보를 공개함으로써 다른 주주들은 미리 서로 협조하여 대책을 강구하고 그것이

---

165) Wolf-Georg Ringe, Op. Cit., 1084

166) Ibid. 1083

167) Jonathan Cohen, "Negative Voting: Why It Destroys Shareholder Value and a Proposal to Prevent It", (2008) 45 HARV. J. ON LEGIS. 252

168) Wolf-Georg Ringe, Op. Cit. 1087

169) Michael C. Schouten, Op. Cit., 173

여의치 않을 때에는, 경제적 지분 없는 의결권자들이 회사 지배구조 변경이나 이익 추구를 시도하기 위하여 본격적으로 모습을 드러내거나 주식 가치가 하락하기 이전에 다른 주주들이 미리 보유하던 주식을 팔아버림으로써 손해발생을 방지할 수도 있다.<sup>170)</sup> 더구나 이를 인지한 감독기관의 철저한 조사가 예상되므로 의결권을 남용할 유인이 많이 낮아질 수 있다.<sup>171)</sup>

## 다. 구체적인 규율방안

그렇다면 수령자 또는 지급자가 주식 총수익스왑을 남용하는 경우를 법적으로 규율하기 위한 구체적인 방안으로는 어떠한 것들이 있을까? 해석론과 입법론을 나누어 살펴본다.

### 1) 해석론

#### 가) 수령자의 경우

##### (1) 내용

(가) 해석론으로 주주명부에 개서되지 않은 수령자에 대하여 보고 의무 등을 부과하기 위하여 그를 실질주주로 보아 보고의무 등을 부과하는 방안을 생각해볼 수 있다. 자본시장법상 공고 및 보고의무를 중심으로 보면 보고의무자와 관련하여 실질주주에 대하여 규정하고 있는 것으로 보이는 자본시장법 시행령 제141조 각호의 ‘공동보유자’ 및 제142조 각호의 ‘보유’의 각 개념이 있고 해석상으로 주식 총수익스왑에 관하여 규율할 수 있는지 문제될 수 있다.

그런데 앞서(제2장 제4절 3.) 본 바와 같이 주식 총수익스왑에 있어서 그 거래유형을 다양하게 설정할 수 있고 그 유형에 따라 총수익스왑의 수령자가 지급자와 함께 그 주식을 공동으로 보유하는지 또는 소유에 준하는 보유를 하고 있는지 여부가 달라지게 된다.

위 제2장 제4절 3.항에서 나타난 각 유형들을 기준으로 살펴보

170) Wolf-Georg Ringe, Op. Cit., 1087

171) Michael C. Schouten, Op. Cit., 173



면, 나.의 4)항 및 다.의 2)항의 경우 수령자가 지급자에게 주식의 의결권 행사를 지시할 수 있는 권한이 있기 때문에, 자본시장법 시행령 제142조 제3호에 따라, 한편 라.항의 경우에는 수령자가 그 주식에 대한 매매예약완결권 등을 부여받았기 때문에 그 예약완결권 등을 행사하는 때에 한하여 같은 법 시행령 제142조 제2, 5, 6호 등에 따라 위 법률에서 규정하는 보고의무자 등이 된다. 또한 경우에 따라 수령자와 지급자가 공동으로 주식을 취득하거나 처분하는 행위를 하기로 합의하였다고 보아 같은 법 시행령 제141조 제2항 각호의 규정에 따라 공동보유자로 볼 수도 있을 것이다. 이와 달리 지급자가 주식을 실제로 취득하지 않은 유형의 경우(가령 가.항 및 나.의 1)항)에는 수령자가 보고의무자가 될 여지도 없게 된다.

그러나 나머지 유형(나.의 2), 3)항, 다.의 1)항의 경우 또는 가.항 및 나.의 1)항에서 지급자가 주식을 취득한 경우}에서는 수령자가 자본시장법 시행령 제141조에서 규정하는 공동보유자에 해당하는지, 같은 법 시행령 제142조에서 규정하는 의결권의 행사를 지시할 수 있는 권한을 가지고 있는지, 자기의 계산으로 주식 등을 소유하는 경우에 해당하는지가 문제될 것이다.

(나) 주식 총수익스왑의 수령자가 자본시장법 시행령 제142조 제1호에 따라 자기의 계산으로 그 주식을 취득하였는지는 뒤에서 살펴보면 이를 별론으로 하고 먼저 자본시장법 시행령 제141조 제2항에 따른 공동보유자에 해당하는지 혹은 자본시장법 시행령 제142조 제2,3, 5, 6호 등에 따라 소유에 준하는 보유를 하는지를 본다.

위 “공동보유자”의 개념과 “보유”의 개념은 위 각 규정의 문언에 비추어 볼 때 공통적으로 기초자산인 주식에 대하여 취득, 처분하거나 의결권의 행사를 할 수 있는 권한이 있는지의 문제로 귀착되는데, 위 나머지 유형(나.의 2), 3)항, 다.의 1)항의 경우 또는 가.항 및 나.의 1)항에서 지급자가 주식을 취득한 경우}에서는 약정에 따로 정하지 않은 이상 원칙적으로 수령자가 지급자에 대하여 그 주식에 대한 취득·처분 또는 의결권의 행사를 지시하거나 공동으로 행사하기로 합의하

였다고 보기는 어렵다.

다만 이와 같은 명시적 약정을 하지는 않았더라도 수령자가 지급자에 대하여 계약상 우월적 지위에 있어(예를 들면 수령자가 투자자, 지급자가 금융기관), 그러한 우월적 지위에 기인하여 지급자가 수령자의 의사에 따라 그 주식에 대한 처분권한을 행사하거나 주주총회에서 의결권을 행사하게 되는 경우 수령자가 그 주식에 대하여 공동보유자의 지위에 있거나 이를 보유하고 있다고 볼 여지가 높아진다. 이러한 사안이 거래계에 빈번해져 거의 관행화되어 버린 경우에는 더욱 그러하다.

이러한 경우 주식 총수익스왑 약정 당시 당사자들 사이의 내부관계, 주식 매수와 주주명부 등재에 관한 경위 및 목적, 주주명부 등재 후 주주로서의 권리행사 내용 등의 간접사실을 모아 이를 토대로 마치 수령자와 지급자 사이에 주식에 대한 처분 또는 의결권행사에 대한 지시권한을 묵시적으로 합의하였다고 의사해석할 수 있을 것이다. 이때 수령자가 지급자에게 모든 안전에 대한 의결권의 행사 또는 모든 경우에 있어서의 주식에 대한 처분을 지시할 수 있음을 요구하는 것은 아니고 일부 안전(예를 들어 회사의 경영권 향방과 관련한 의사결정)에 대한 의결권의 행사를 지시할 수 있거나 특정한 상황에 한하여 주식 처분을 지시할 수 있다면 족하다. 또한 수령자가 지급자에게 적극적으로 주식에 대한 처분 또는 의결권의 행사를 지시할 수 있음을 요하지 않고 지시자의 행위에 있어 사실상 수령자의 승인을 요하는 소극적 권한의 성격을 띠는 경우도 마찬가지이다. 만약 수령자가 지급자와 그 주식에 대한 공동보유자가 된다면 자본시장법 시행령 제141조에 따라 수령자가 그 명의로 보유하고 있는 지분과 지급자에 대하여 지배력을 행사할 수 있는 지분을 합산하되 지급자 명의로 되어 있는 지분과 관련하여 지급자를 공동보유자로 하여 대량보유 등의 보고를 할 의무를 지게 된다.

(다) 나아가 위 나머지 유형에 있어 수령자에 대하여 자본시장법 시행령 제142조 제1호의 규정에 따라 자기의 계산으로 주식을 취득하였는지 여부도 문제될 수 있다. 참고적으로 자기의 계산으로 주식을 소유하고 있는지 여부에 대하여 자기주식과 관련하여 대법원은 ‘① 주식취득을

위한 자금이 회사의 출연에 의한 것이고, ② 주식취득에 따른 손익이 회사에 귀속되는 경우 원칙적으로 회사의 계산으로 그 주식을 취득하였다고 보고 있다.<sup>172)</sup> 그러나 자본시장법상 정보공개의무를 다루는 이 장에서는 위 법리를 그대로 차용하기에는 곤란할 것이다. 가령 위 대법원 판결의 법리를 그대로 적용하면 위 나머지 유형 즉, 나.의 2), 3)항의 경우 및 다.의 1)항에서 주식취득자금이 수령자의 출자로부터 유래한 경우 등에서 거의 대부분 실질주주로 인정될 여지가 높아지게 된다. 이러한 결론은 총수익스왑의 수령자가 원칙적으로 주식에 대한 경제적 이해관계만 갖고 있으므로 반대당사자인 지급자에 대하여 경제적 손익 및 배당금 상당의 금원을 청구할 수 있는 채권적 지위에 있음에도 불과함에도 불구하고 수령자를 너무 쉽게 주식 보유자로 인정하여 물권적 성격의 지위를 갖는 자의 인정범위를 지나치게 확대하는 결과가 되어 부당해질 수 있기 때문이다.

무엇보다 정보공개의무 규정이 회사의 지배주주와 경영진들에게는 경영권을 방어할 수 있는 상황정보를 제공해주고 여타의 주주들과 잠재적 투자자들에게는 투자판단에 매우 유용할 수 있는 주식보유에 대한 상황정보를 제공해 주기 위한 취지로 도입되었는데, 이는 결국 회사의 지배권이 어느 누구에게 귀속되느냐 즉, 주식의 의결권의 향방과 연관성이 크다는 점에서 경제적 이해관계에만 주목하는 것처럼 실시하는 위 대법원 판결을 그대로 적용하는 것은 곤란하다. 따라서 위와 같은 유형에서는 경제적 이해관계를 넘어서서 수령자가 주식 총수익스왑의 기초자산인 주식의 의결권 행사에 대하여 지급자에게 어느 정도로 영향을 가할 수 있는지 여부를 또 하나의 고려요소로 삼아야한다.

이에 따르면 수령자에 대한 의결권지시권한 등을 주식 총수익스왑 약정에 명시하는 것은 물론이고, 위 나머지 유형{나.의 2), 3)항, 다.의 1)항}에서 이를 계약서에 명시하지 않더라도, 계약서에 기재되지 않는 거래관행으로서 지급자의 의결권 행사가 수령자의 의사에 실질적으로 구속되는 경우에 수령자가 실질주주에 해당할 여지가 커진다고 보인다.

---

172) 대법원 2003. 5. 16. 선고 2001다44109 판결

앞서 본 바와 같이 지급자가 금융기관이고 수령자가 투자자로서 고객에 해당하는 경우가 대표적인데, 지급자가 당해 주식의 의결권을 어떠한 방향으로 행사하더라도 지급자 회사의 경영권과 관계가 없거나 경제적 이해관계가 비교적 적게 된다면, 지급자는 그보다 우월적 지위에 있는 고객인 수령자의 이익에 따라 의결권을 행사할 가능성이 커질 것이다. 물론 위에서 적시한 바와 같이 이러한 경우 수령자와 지급자 사이에 주식에 대한 처분 또는 의결권행사에 대한 지시권한을 묵시적으로 합의하였다고 의사해석하여 수령자에 대하여 공동보유자에 해당한다고 보거나 주식을 취득·처분의 권한이 있어 그 주식을 보유한다고 볼 수도 있을 것이다. 그러나 이에 해당한다고 보기 부족하다고 가정하더라도 이러한 경우 같은 법 시행령 제142조 제1호에 따라 자기의 계산으로 주식을 취득하였다고 보는 것이 타당하다고 보인다.

## (2) 해석론의 한계

그럼에도 불구하고 현행 법률에 대한 해석 방법으로는 다음과 같은 이유로 수령자가 보고의무 등을 회피하기 위하여 총수익스왑을 남용하는 경우 이를 규율하기 어려운 점이 있다.

### (가) 공동보유자, 보유 및 자기계산 법리의 한계

위와 같이 공동보유자, 보유 및 자기계산의 법리에 따라 총수익스왑을 통하여 경제적 이익을 얻는 수령자도 정보공개 의무자에 포함될 여지가 없지는 않으나, 현실적으로 총수익스왑에서 이익을 얻는 수령자에 대하여 자기계산의 법리로 규율하기 힘든 면이 존재한다.

먼저 총수익스왑에서 수령자에게 주식 의결권이나 의결권의 행사를 지시하는 권리를 유보하는 경우에는 주식 파킹거래(Parking Deal)<sup>173)</sup>로 강하게 규율되고 있고, 수령자에게 주식에 대한 우선매수권을 부여하더라도 이를 행사하여 주식을 취득하면 공정거래법상 상호출자금지 등의 규정에 위반될 소지가 있어 주식 총수익스왑을 남용하는 행위를 함에 있어 수령자에게 매매예약완결권이나 매수옵션 등을 부여하는 경우

173) “파킹 거래”란 제3에 주식 등을 잠시 맡겼다가 미래의 약속된 시점에 다시 되사오는 거래를 말한다.

가 많이 나타나지는 않는다. 자본시장법상 공고 및 보고의무 등의 규정의 적용을 무리하게 감수하는 것보다 계열회사나 다른 회사에 이를 부여하면 충분하기 때문이다.

무엇보다 위에서 예시한 바와 같이 수령자에게 주식 의결권이나 우선매수권 등을 부여하지 않더라도 지급자가 금융기관이고 수령자가 투자자로서 고객인 경우와 같이 계약서에 기재되지 않는 거래관행으로서 지급자의 의결권 행사가 그보다 계약상 우위에 있다고 보이는 수령자의 의사에 실질적으로 구속되게 함으로써 관련 법령을 충분히 회피할 수 있는데, 이러한 경우 위와 같은 논지 전개에도 불구하고 법원이나 금융위원회 등 관련기관에서는 이를 법적 이해관계가 아니라 사실상의 이해관계로 보아 해석상 자기의 계산으로 주식을 취득하였는지 여부를 부인할 가능성이 적지 않다.

#### (나) 입증의 어려움

한편 총수익스왑 당사자들이 관련 법령을 회피하기 위한 탈법적인 목적으로 스왑 약정을 체결한 것인지에 대하여 현실적으로 입증이 매우 어려운데 그 이유는 다음과 같다.

첫째, 총수익스왑 당사자들은 스왑 약정을 체결함에 있어 직·간접적인 주식 소유 비율, 약정에 관여하는 금융기관의 숫자, 약정의 내용 등을 세밀하게 조정함으로써 감독기관의 규제에서 벗어날 여지도 충분하다.

가령, CSX vs. TCI 사건의 경우 총수익스왑 계약을 적어도 10개 이상의 금융기관을 체결하여 14% 이상의 독점적인 의결권을 취득한 사안인데, 이와 같이 노골적으로 다수의 주식을 취득한 경우 법원 입장에서 보았을 때 보고의무를 위반하기 위한 목적으로 총수익스왑 약정을 체결한 것으로 볼 가능성이 높기 때문에, 전략적으로 이를 행하여 4%의 주식만 직접 취득하고 총수익스왑을 통하여 2%의 주식만 추가하는 등의 세련된 기술을 구사하였다면 보고의무 위반에 해당하지 않을 것으로 평가하는 견해도 있다.<sup>174)</sup>

---

174) Daniel Bertaccini, Op. Cit. 267

이렇듯 총수익스왑의 활용이 초기단계를 넘어서 성숙 단계에 이르면 그 법적 규율을 회피하기 위한 각종의 다양한 기법을 개발하여 이를 동원할 것인데, 감독기관으로서는 스왑 당사자들이 기존의 법령을 위반하였다는 사실을 입증하는 것이 매우 어려울 수 있다. 따라서 규제기관으로서는 입증을 용이하게 하기 위하여 총수익스왑상품과 같은 파생상품을 아예 '주식'의 범주 내에 포섭하여 포괄적으로 규율하고자 하는 유인이 발생하게 된다.

둘째, 경제적 지분을 취득하였다고 하여 반드시 지급자를 내세워 숨겨진 주식 의결권을 남용하리라고 단정할 수도 없다. 설령 남용의 목적으로 취득하였다고 하더라도 이는 주관적 사정에 불과하여 객관적 간접사실로 추론해야 하는데 규제기관이나 법원에서는 일반적인 경우와 비교할 때 특정사안에서 수령자가 숨겨진 의결권을 남용할 목적이 있다고 판단하기는 쉽지 않다.

예를 들어 총수익스왑을 통하여 자본시장법상 대량보유주식 보고의무의 대상이 된 수령자 명의의 주식을 통상 금융기관에 해당하는 지급자에게 넘길 경우 그것이 보고의무를 위반하기 위한 목적으로 주식 총수익스왑을 남용한 것인지 아니면 부실자본구조를 해소하거나 경영상 목적으로 자본을 조달하기 위하여 총수익스왑 약정을 체결한 것인지 구별하는 것은 용이하지 않다.

## 나) 지급자의 경우 (해석론과 한계)

### (1) 대량보유주식 보고의무(자본시장법 제147조 제1항)

경제적 이익 없는 의결권 남용행위를 제재하는데 있어, 현행 자본시장법상 정보공개의무제도에 따라 규율하기 위해서는 지급자로 하여금 의결권의 보유 항목과 함께 경제적 이해관계의 이동 사항에 관한 정보를 공개하도록 하는 것이 필요하다. 경제적 이해관계에 대한 정보와 기존의 의결권을 대상으로 한 5% 보고의무로 취득한 정보를 종합하면 의결권과 경제적 이해관계의 불일치 현황을 살펴볼 수 있어, 지급자가 이를 남용할 가능성이 있는지 여부를 파악할 수 있기 때문이다. 그러나 현행 규정에서는 주식 취득자에게 경제적 이해관계의 이동 사항에 대한 정보공

개의무를 규정하고 있지 않아 이러한 방식으로는 이를 파악하기 쉽지 않다.

그렇다면, 위와 같은 현상이 발생한 원인인 주식 총수익스왑 약정 체결 여부 및 그 내용을 직접 보고하도록 하는 것은 어떠할까? 즉, 자본시장법 제147조 제1항의 대량보유주식 보고의무에 대해서는 앞서 설명한 것과 같이 의결권의 보유 현황 뿐만 아니라 주요 계약 내용, 자금 조성내역 등 상당히 상세한 내용을 보고하도록 하고 있기 때문이다(자본시장법 제147조, 같은 법 시행령 제153조 제2항, 증권의 발행 및 공시 등에 관한 규정 제3조의10).

이와 관련하여 대량보유주식보고의무와 관련하여 세부 보고대상을 규정하고 있는 자본시장법 시행령 제153조 제2항<sup>175)</sup> 및 증권의 발행 및 공시 등에 관한 규정(이하 ‘증권공시규정’이라 한다) 제3-10조<sup>176)</sup>의 보고서의 기재사항 중 “보유 주식 등에 관한 신탁계약·담보계약 그 밖의 주요계약”에 주식 총수익스왑 약정이 해당되는지 문제될 수 있다.<sup>177)</sup>

생각건대, 보유 주식 등에 관한 신탁계약·담보계약 그 밖의 주요계약 등을 보고의 대상으로 규정한 취지는 보유 주식의 외부적 소유현황과 보유형태를 보고하도록 함으로써 의결권의 변동을 파악하려는 취지로 총수익스왑과 같은 파생상품계약에 따른 간접적 보유를 예상하여 규정한

175) **자본시장법 시행령**

**제153조(주식등의 대량보유 등의 보고)** ② 법 제147조제1항 전단에서 "대통령령으로 정하는 사항"이란 다음 각 호의 사항을 말한다.

7. 제1호부터 제6호까지의 사항과 관련된 세부사항으로서 금융위원회가 정하여 고시하는 사항

176) **증권의 발행 및 공시 등에 관한 규정**

**제3-10조(보고서의 기재사항)** ① 영 제153조제2항제7호에서 “금융위원회가 정하는 사항”이란 다음 각 호의 사항을 말한다.

1. 보유주식 등의 발행인에 관한 사항

3. 보유목적(영 제154조 각 호의 행위에 대한 구체적인 계획 또는 방침 등을 포함한다)

9. 보유주식 등에 관한 신탁계약·담보계약 그 밖의 주요계약의 내용

177) MTN 머니투데이방송 기사, “검찰로 넘어간, ‘5%룰 위반’ 처벌 가능할까? 3대쟁점 해부” (2016. 2. 26.자)},

[http://news.mtn.co.kr/newscenter/news\\_viewer.mtn?gidx=2016022517590626607](http://news.mtn.co.kr/newscenter/news_viewer.mtn?gidx=2016022517590626607) 참조  
엄밀하게 보면 위 엘리엇 사건은 총수익스왑을 통하여 금융기관으로 하여금 주식을 보유하게 하다가 이를 취득한 수령자의 남용행위와 관련한 사안에 해당하지만 오히려 위 증권공시규정은 지급자의 의결권 남용과 관련하여 더욱 크게 문제될 것으로 보인다.

것은 아니고, 상법 제173조의2에 장내파생상품에 대한 보고의무를 따로 규정한 취지에 비추어 명문 규정 없이 이를 인정하기는 곤란하다고 생각된다.

따라서 위에서 설명한 현행 법률상 정보공개의무제도에 따라 지급자의 의결권 남용행위를 규율하는 것은 어렵다고 할 것이다.

## (2) 특별이해관계인의 의결권 제한(상법 제368조 제3항)

다음으로 경제적 이해관계가 없는 지급자의 의결권 남용행위와 관련하여 특별이해관계인의 의결권 제한에 관한 상법 제368조 제3항을 적용할 수 있는 여지도 있다.<sup>178)</sup> 특별이해관계의 의미에 대하여 일반적으로 주주의 개인적인 이해관계가 회사의 이해관계와 충돌하여 회사의 이익을 희생하고 자신의 이익을 추구하는 방향으로 의결권 행사를 할 위험이 있는 경우로 보고 있으므로, 경제적 이익 없는 의결권의 경우에도 그 의결권자가 주식에 대하여 회사와 반대되는 이해관계를 가지고 있음에 주목하여 특별이해관계에 있는 주주로 볼 여지가 많다고 본다.<sup>179)</sup>

주식 총수익스왑의 지급자가 주식의 발행회사와 완전히 반대되는 이해관계를 가지고 있고 그 이해관계는 통상적으로 개인적 성격이 있다고 한다면 특별이해관계로서 의결권을 제한할 여지가 있을 수 있다. 그러나 그가 회사와 반대되는 이해관계가 있는지에 대하여 구체적인 사안에 따라 개별적인 검토가 요구된다. 가령, 위에서 소개한 Mylan, Perry 사건에서 King과의 합병으로 인하여 Mylan의 주식가격이 하락하고 반대로 King의 주식은 상승하기는 하나, 보통 합병으로 인하여 대상 회사의 주식 가격이 단순히 하락하는 경우가 많고<sup>180)</sup> 오히려 지배구조가 개선되어 장기적으로 대상 회사의 가치가 상승할 여지도 있는 만큼, 합병으로 인한 단기적인 주식 가격 하락이 회사의 이익에 반한다고 성급하게 결론내릴 수도 없다. 또한 대상회사의 주식가치의 하락이 다른 주주의 이익에 직결되기는 하나 회사가 아닌 다른 주주의 이익을 고려할 수는

178) 得津 晶, 전계논문, 49頁

179) 김지평, 전계논문, 53면

180) 최민용, “주식 등의 대량보유주의의 재검토-의결권과 수익권의 분리 현상을 중심으로-”, 상사법연구 제26권 제2호(2007), 464면



있으나 특별이해관계 규정에서 주로 의도하는 보호 범위에 해당한다고 단정할 수 없다.

무엇보다 특별이해관계에 따른 의결권 행사의 제한은 사전적인 규율방법이라는 점에서 상당히 강력한 조치라고 할 수 있을 것이다. 뒤에서 설명하듯이 수령자의 총수익스왑 남용행위에 대하여 그 기초자산인 주식에 대한 의결권의 행사를 아예 제한하는 것보다 보고의무 등의 완화된 조치를 통하여 규율하는 것이 합리적임과 동시에 경제적으로 효율적인 방법인데, 이와 동전의 양면 관계에 있는 지급자의 의결권 남용행위에 대하여는 강화된 조치로서 처음부터 의결권을 제한하는 것이 비례 관계에 맞지 않을 수도 있다.

또한 특별이해관계 규정을 적용하여 의결권을 사전에 제한한다면 다른 주주 측에서는 부당한 결의를 저지하기 위하여 특별이해관계에 있는 주주의 의결권 행사의 유무에 관한 조사와 결의 내용이 부당한지 여부에 대한 판단을 제소기간 내에 하지 않으면 안 된다는 부담이 있어 다른 주주들에 대한 보호 측면에서 보았을 때도 오히려 비효율적일 수도 있다.

이러한 점에 비추어 볼 때 특별이해관계임을 근거로 한 의결권 제한은 회사의 손해와 총수익스왑으로 취득할 이익을 구체적으로 확정하고 거래관념에 비추어 그 이해관계가 서로 반비례관계에 있는지 여부를 중점적으로 살펴보되, 투자자가 총수익스왑 약정을 통하여 주식을 취득한 동기와 경위, 계약 내용, 회사의 주된 산업분야와 관련 시장에서의 지위, 회사의 주요 경영전략, 총회결의가 이루어질 경우 시장변화양상, 총회결의에 따라 투자자가 노출될 손익의 변동사항 등 제반 요건을 엄격하게 고려하여 적용해야 한다고 할 것이다.

### (3) 다수결 남용 법리의 적용

총수익스왑으로 인하여 경제적 이익 없는 의결권을 취득한 자가 회사 전체의 이익에 반하는 방향으로 의결권이 행사된 경우 이를 다수결 남용으로 보아 사후적으로 결의의 효력을 부인하는 방법이 있다. 즉, 다수와 주주 등이 회사의 이익과 반대되는 의결권을 행사하여 개인적인 이

익을 취하려고 하는 경우 이를 다수결의 남용으로 보아 결의 방법의 현저한 불공정으로 인한 주주총회 결의 취소소송 혹은 결의의 내용의 불공정으로 인한 주주총회 결의 무효확인 소송을 제기할 수 있고<sup>181)</sup> 총수익스왑으로 인하여 경제적 이익 없는 의결권을 취득한 경우에도 회사의 이익과 반대되는 의결권을 행사하는 경우 다수결 남용 법리에 따라 주주총회 결의 취소소송 혹은 무효확인소송을 제기하여 시정할 수도 있을 것이다.<sup>182)</sup> 하지만 이러한 일반 조항을 활용하는 것은 당사자들의 예측 가능성을 침해할 여지가 있고<sup>183)</sup> 결의의 효력을 아예 부인한다는 점에서 그 활용을 자제해야 할 것이다.

#### 다) 정리

결국 수령자가 주식 총수익스왑을 남용한 경우 기존의 상법, 자본시장법상 체계만으로는 이를 제재하기 쉽지 않은 한계가 있고 지급자가 남용한 경우에도 상법 제368조 제3항의 특별이해관계 또는 다수결 남용 법리를 적용할 수 있는 여지가 있기는 하나 이는 의결권을 아예 제한하는 다소 강력한 수단임에 비하여 현실적으로 회사나 다른 주주들을 보호하는데 비효율적인 측면이 있다.

### 2) 입법론

#### 가) 수령자에 대한 정보공개규율

##### (1) 정보공개 규율의 개괄적 방향

총수익스왑의 투자자들에게 정보공개의무를 부과하도록 법령을 정비하는 경우 정보공개의무자 또는 거래유형을 포괄적으로 규정할 것인지, 거래 행위를 특정하여 이에 해당하는 경우에만 정보공개의무를 부과할 것인지 생각해 볼 수 있다.

이에 대하여 자본시장의 변동성이 극심하고 헤지펀드 등의 금융기관이 기존 규정을 회피하기 위하여 총수익스왑과 효과와 유사한 파생상품을 지속적으로 개발할 가능성이 없지 않은 이상 이를 미연에 방지하기 위하여 규율대상을 열거하지 않는 것이 타당하다.<sup>184)</sup> 이러한 입장에서

181) 정동윤·손주찬, 전게서, 134면; 이철송, 전게서, 594면

182) 노혁준, 김지평, 전계보고서, 47-48면

183) 得津 晶, 전계논문, 49頁

특정 거래 유형이나 파생상품 종류를 상세하게 열거하여 규율하는 것보다는 대신 영국의 경우와 같이 원칙적으로 수령자가 지급자가 보유한 주식 등에 대하여 의결권 행사 또는 처분권의 행사에 영향을 미칠 수 있는 모든 경우를 포괄적으로 규율하되 그 예외를 폭넓게 인정해 줌으로써 정보공개에 대한 부담을 완화해 줄 필요가 있다.<sup>185)</sup>

## (2) 정보공개에 따른 구체적인 규율방안

정보공개의무를 포괄적으로 규정한다고 할 때 어떠한 방식으로 규율하는 것이 타당한가?

첫 번째로, 자본시장법 제133조의 공개매수 공고의무 및 같은 법 제147조 대량보유주식 보고의무의 대상인 ‘주식 등’에 대하여 총수익스왑 약정을 체결한 경우에도 포함시켜 매수포지션을 가지는 자에게도 보고의무 등으로 규율하는 방법이 있다.

이와 관련 보고의무 등의 대상인 ‘주식 등’의 개념에 ‘의결권 또는 배당을 받을 권리 등 제반의 경제적 권리’로 확장하자는 견해가 있는데<sup>186)</sup> 이는 정보공개 대상을 포괄적으로 규정하여 장래에 예상되는 법령 회피를 미리 예방할 수 있다는 점에서 일견 타당해 보인다. 그러나 실질적으로 의결권은 주식스왑에 있어 매도포지션을 갖는 자로서 주식소유자가 행사하게 되고, 배당을 받을 권리 또한 애초에 주주명부에 기재된 주식을 소유한 자가 취득하게 되는 것일 뿐, 수령자는 어디까지나 채권적 약정인 총수익스왑 약정을 통하여 지급자가 수령한 배당금을 이전 받게 될 뿐 회사에 직접 이익배당을 청구할 권리는 없으므로 다소 정확한 개념으로 보기에 어렵다.

따라서 위 ‘주식 등’의 개념에 총수익스왑 약정을 체결한 경우를 포함시키기 위해서는 자본시장법 시행령 제139조에 ‘자본시장법 제5조의 파생상품으로서 그 기초자산을 주식으로 하는 경우’로 개정하는 것이 타당하지 않을까 생각된다.

184) 이정두, “주식관련 장외파생거래의 제반 문제에 관한 연구 - TRS, CFD 약용사례 및 규제방향을 중심으로-”, 18면

185) 渡辺宏之, 전계논문 '69頁; 김지평, 전계논문, 27면

186) 최민용, 전계논문, 486면

다만, 파생상품은 자본시장법 제3조 제2항 제1호에서 규정하고 있는 증권에 포함되지 않으므로, 위 주식 등의 개념에 주식스왑 등 파생상품을 포함시키게 된다면 자본시장법에서 규정하고 있는 증권의 개념과 괴리를 유발시킬 수 있다는 지적이 있고<sup>187)</sup> 실제로도 법률 규정 체계와 맞지 않을 수 있다. 그러나 EU나 미국 등에서 보고의무의 대상을 주식 기반 파생상품을 포함하는 방향으로 변경한 최근 해외 법률 개정 흐름이나, 대량지분의 보유현황과 그 변동내역을 알려줌으로써 해당 상장법인의 기존 주주들과 경영진들에게는 경영권을 방어하거나 총회의결 왜곡을 방지할 수 있는 상황정보를 제공해주기 위하여 보고의무 규정 등을 도입한 입법 취지를 고려해볼 때 보고의무 등의 법령과 관련해서는 총수익스왑과 같은 주식 기반 파생상품을 주식 등에 준하여 규정하는 것이 체계적합성에 반드시 어긋나는 것은 아니라고 보인다.

두 번째로 위 보고의무 등의 행위 태양으로서 자본시장법 시행령 제142조의 ‘보유’의 개념에 ‘주식을 기초로 경제적 이해관계를 취득한 경우’도 포함시키는 방법이다.<sup>188)</sup> 이러한 경우 기존의 ‘보유’ 개념에 비하여 보고의무가 발생하는 시기가 상당히 앞당겨질 것이다. 경제적 이해관계의 구체적인 개념에 대하여는 앞에서 제시한 바대로 미국 증권거래법 16 규정에서 정의하는 “경제적인 이익(Pecuniary interest)” 즉, 유가증권에 관한 거래로부터 이익을 얻거나 그 이익을 공유하는 직접적인 혹은 간접적인 모든 기회를 포함하여 모든 옵션, 전환 증권 등 지분 증권의 가격에 연동된 행사권 또는 전환권을 가진 권리라고 규정한 것을 참조할만하다고 보인다.<sup>189)</sup>

세 번째로 장내파생상품에 대한 대량보유 보고의무를 규정한 자본시장법 제173조의2 규정<sup>190)</sup>을 장외파생상품에까지 확장하는 내용으로

187) 최민용, 전계논문, 486면

188) 상계논문

189) 상계논문, 487면

190) **자본시장과 금융투자업에 관한 법률**

**제173조의2(장내파생상품의 대량보유 보고 등)**

① 동일 품목의 장내파생상품(제4조제10항제3호에 따른 일반상품, 그 밖에 대통령령으로 정하는 것을 기초자산으로 하는 파생상품으로서 파생상품시장에서 거래되는 것만 해당한다. 이하 이 조에서 같다)을 금융위원회가 정하여 고시하는 수량 이상 보유(누구의 명의로든지 자기의 계

개정하는 방법이 있다. 장내파생상품 보고의무는 증권관련 파생상품을 이용한 선물 또는 선물 시세조종 등 불공정거래에 대한 규율의 공백을 제거하고 감독당국의 사전 감시 예방기능을 강화함으로써 자본시장의 공정성과 투자자의 신뢰를 보호하기 위한 취지로 제정<sup>191)</sup>되었는데, 코스피200 선물, 옵션 등 증권 관련 장내파생상품에 대량보유 내역을 보고하도록 하였다. 보고의무의 구체적인 내용으로는 대량보유자 및 그 위탁을 받은 금융투자업자에 관한 사항, 해당 장내파생상품거래의 품목 및 종목, 해당 장내파생상품을 보유하게 된 시점, 가격 및 수량, 위와 관련된 사항으로서 금융위원회가 정하여 고시하는 사항(자본시장법 시행령 제200조의2 제3항 각호)이다.

장내파생상품 보고의무의 규정취지가 비록 시세조종 등의 불공정거래에 대한 규율함에 있기 때문에 장외파생상품에 해당하는 주식 총수익스왑에 대한 규율과는 취지가 상반될 수는 있지만 양자 모두 궁극적으로 자본시장의 공정성과 시장에 대한 투자자의 신뢰를 보호하기 위한 것이므로, 위 규정을 개정하여 정보공개 대상에 총수익스왑 등 장외파생상품을 추가할 수 있는 여지가 있다. 또한 주식이 아닌 파생상품보고의무 규정에 새로 추가하는 형식이므로 주식 등에 대한 보고의무에 비하여 법률 체계에 더 부합한다고 보인다. 보고할 내용과 관련하여 위와 같은 장내파생상품 보고내용에 준하여 보고하도록 하면 주식파생상품에 대한 공시로도 충분할 것으로 생각된다.

### (3) 정보공개 의무 등을 원활하게 뒷받침할 장치 모색

#### (가) 분리된 의결권의 당사자들의 공동 보고 및 연결 공시

---

산으로 소유하는 경우를 말한다. 이하 이 항에서 같다)하게 된 자는 그 날부터 5일(대통령령으로 정하는 날은 산입하지 아니한다. 이하 이 조에서 같다) 이내에 그 보유 상황, 그 밖에 대통령령으로 정하는 사항을 대통령령으로 정하는 방법에 따라 금융위원회와 거래소에 보고하여야 하며, 그 보유 수량이 금융위원회가 정하여 고시하는 수량 이상으로 변동된 경우에는 그 변동된 날부터 5일 이내에 그 변동 내용을 대통령령으로 정하는 방법에 따라 금융위원회와 거래소에 보고하여야 한다.

191) 장내파생상품 보고의무는 한국 도이치증권(주)가 2010년 11월 11일 소위 '옵션만기일 쇼크' 를 일으켜 시세조종행위를 한 것을 계기로 입법되었다(KBS 뉴스 "28조 증발' 도이치 옵션쇼크 ' 그 날 무슨 일이?"(2015. 9. 4.자), <http://news.kbs.co.kr/news/view.do?ncd=3141910&ref=A> 참조)

총수익스왑 등 파생상품 보유자로 하여금 정보공개의무를 부과하는 경우 보고의무를 강제함으로써 취득되는 정보를 바탕으로 회사와 주주 기타 투자자들은 시장 및 규제기관과 최대한 즉각적으로 상호작용을 할 수 있어야 한다.

그런데 총수익스왑에서는 지급자가 주식에 대하여 의결권을 가지게 되므로 수령자에게 정보공개의무 등을 부여하게 되면 지급자, 수령자 양쪽 모두 보고의무자가 될 수 있다. 게다가 제3자에게 위 약정에 따른 우선매수청구권이 부여되는 경우 3명 이상이 보고의무자가 될 수 있다. 그렇게 되면 규율반대론자들의 의견대로 공개된 정보가 범람함에 따라 오히려 시장의 신속성과 효율성을 저해하게 되고 시장에서 정보에 대한 즉각적인 상호작용에 문제가 생겨 보고의무의 규정 취지를 잠탈할 가능성이 없지 않다.

보고의무자를 중복규정하면 다른 시장참가자들의 입장에서는 정보의 혼란이 올 수 있으므로, 본인과 특별관계자의 공동보고방법을 규정하고 있는 자본시장법 시행령 제153조 제4항의 적용범위를 확대하여 분리된 의결권의 각 당사자들이 연명으로 보고하거나 어느 한 사람이 대표하여 한꺼번에 보고하도록 하고 위 보고사항을 연결하여 공시하도록 하는 등 공개된 정보를 잘 정리하기 위한 세부적인 장치를 마련하는 것이 필요하다.

#### (나) 보고의무의 부담 차등화

한편 규율반대론자들은 의결권이 숨어있는 경우 회사의 경영진들은 이들을 의식하여 책임감있게 회사를 운영할 수 있다고 본다. 이 의견을 절충적으로 반영하여 주식을 기초자산으로 하는 총수익스왑을 체결하는 경우 대량의 주식을 보유하는 자들을 두 개의 유형으로 분류하여 회사 내부자들의 경우에는 보고의무의 내용을 엄격하게 규정하고 외부투자자들은 형식적 주주 뒤에 은폐함으로써 이사들의 경영 헤이를 감시하는 역할을 수행할 수 있으므로 이들에 대한 보고의무의 내용은 느슨하게 규율하는 것을 생각해 볼 수 있다.<sup>192)</sup> 거래정보관리소에 대한 정보공개의

192) OECD, "Beneficial Ownership and Control: A Comparative Study Disclosure",

무와 관련하여 장외파생상품 거래를 한 자가 주식에 대하여 경제적 이해관계만 있는 경우에 한하여 정보공시의무(Economic-only disclosure, EOP)와 거래감독기관에 대한 보고의무(Economic-only reporting-EOR)를 지게 되는데, 거래감독기관에 대한 보고의무만 이행하면 정보공시의무에 대한 부담을 경감해 주는 방안을 생각해 볼 수 있다.<sup>193)</sup>

## 나) 지급자의 경제적 이익 없는 의결권 행사에 대한 정보공개규율

### (1) 정보공개 규율의 구체적 방안

지급자의 주식 총수익스왑 남용행위에 대하여 보고의무에 따라 규율하되 그 구체적 방법으로는 보고의무자로 하여금 경제적 지분의 흐름을 보고하게 하거나 해당 주식에 파생상품 약정이 붙어있다는 정보를 보고하는 방법이 있다.

첫째, 경제적 이해관계의 흐름을 보고하는 방법은 미국 SEC 규정 Section 12의 10% 보고의무와 유사한 내용으로, 기존의 의결권을 대상으로 한 5% 보고의무로 취득한 정보와 종합하면 의결권과 경제적 이해관계의 불일치 현황을 살펴볼 수 있어, 그 남용행위의 발생 가능성을 파악할 수 있을 것이다.

둘째, 주식에 파생상품 계약이 체결되었는지 여부 및 그 내용을 보고하는 방법이 있다. 이와 관련하여 주식파생상품 계약이 자본시장법 시행령 제153조 제2항<sup>194)</sup> 및 증권의 발행 및 공시 등에 관한 규정(이하 ‘증권공시규정’이라 한다) 제3-10조<sup>195)</sup>의 보고서의 기재사항 중 “보유 주식 등에 관한 신탁계약·담보계약 그 밖의 주요계약”에 해당하

Information and Enforcement(2012)

193) D. Zetzsche, Op. Cit., 252

194) **자본시장법 시행령**

**제153조(주식등의 대량보유 등의 보고)** ② 법 제147조제1항 전단에서 "대통령령으로 정하는 사항"이란 다음 각 호의 사항을 말한다.

7. 제1호부터 제6호까지의 사항과 관련된 세부사항으로서 금융위원회가 정하여 고시하는 사항

195) **증권의 발행 및 공시 등에 관한 규정**

**제3-10조(보고서의 기재사항)** ① 영 제153조제2항제7호에서 “금융위원회가 정하는 사항”이란 다음 각 호의 사항을 말한다.

1. 보유주식 등의 발행인에 관한 사항

3. 보유목적(영 제154조 각 호의 행위에 대한 구체적인 계획 또는 방침 등을 포함한다)

9. 보유주식 등에 관한 신탁계약·담보계약 그 밖의 주요계약의 내용

지 않는 것은 앞서 설명한 바와 같다. 따라서 주식에 총수익스왑 등 파생상품 계약이 체결되었는지 여부 및 그 내용을 보고하도록 하기 위해서는 증권공시규정 제3-10조 제9호의 계약에 ‘파생상품계약’을 추가하도록 해야 할 것이다.

## (2) 규율의 세부적인 장치

수령자의 남용행위와 관련하여 주식스왑 등 파생 상품에 대하여 정보를 공개하도록 한다면 이는 수령자에 대하여 규율함과 동시에 지급자의 남용행위도 규율하는 효과가 있다고 할 것이어서 따로 규율할 필요는 없다고 볼 여지가 있고<sup>196)</sup> 규율반대론자들은 이러한 경우 시장에서 정보의 범람을 우려한다.<sup>197)</sup> 실제로도 경제적 이해관계만 보유한 자(수령자)와 의결권자(지급자)를 모두 보고의무자를 중복규정하면 다른 시장참가자들의 입장에서는 정보의 혼란이 올 가능성이 충분하므로<sup>198)</sup> 투자자의 편의를 위하여 분리된 의결권의 각 당사자들이 연명으로 보고하거나 어느 한 사람이 대표하여 한꺼번에 보고하고 이를 연결하여 공시하는 등 세부적인 장치를 마련하는 것이 필요하다.

## (3) 특별이해관계 법리와의 관계

경제적 이익 없는 의결권에 대하여 정보공개의무 등을 부과하는 취지는 헤지펀드 그 밖의 의결권을 행사하려는 투자자들로 하여금 그 자체로 의결권 남용을 억제하는 효과가 있고 다른 주주들이나 회사로 하여금 이들의 행위를 미리 대비하도록 함으로써 손해를 최소화하고 공평한 투자기회를 제공하기 위한 취지이다. 그런데 회사의 경영권을 이미 장악한 지배주주가 의결권을 남용하는 경우 회사나 나머지 주주들<sup>199)</sup>은 지배주주의 의결권 행사에 속절없이 당할 수 밖에 없기 때문에 이들에 대하여 보고의무를 부과하는 것만으로는 그 조치가 불충분할 수 있다. 설

196) EU의 입법 현황 부분

197) 규율의 필요성 부분

198) 이에 대하여 투자업자 예외(market maker exemption), 거래 사전 고지한 경우 면제(trading book exemption), 투자주선업자 예외(client serving exemption) 조항과 같이 총수익스왑에 대하여도 특정한 경우 보고의무의 예외 조항을 통하여 정보의 범람을 통제할 수 있다는 견해가 있다(Luca Antonio Lo Po, Op. Cit., 28).

199) 나머지 주주들의 경우 주식을 처분하여 주주의 지위를 벗어나는 방법이 있기 때문에 보통 회사의 경우에 문제될 소지가 있다.



령, 의결권을 남용하는 자가 지배주주가 아니라고 하더라도 그자의 입장을 지지하는 다른 주주(그 주주의 입장을 지지하지만 개인적 이익을 취할 목적이 없는 경우도 포함)의 의결권과 합하면 주식발행총수의 과반수를 초과하는 경우에도 이를 규율할 수단이 없다는데 문제가 있을 수 있다.

이러한 경우 지배주주 등의 의결권 행사에 대하여 특별이해관계로 규율하는 방안을 생각해 볼 수 있을 것이다. 물론 앞에서 설명한대로 특별이해관계 규정은 의결권 행사를 직접 제약한다는 점에서 지배주주가 총수익스왑 약정을 통하여 회사의 주식을 취득한 동기와 경위, 계약 내용, 회사의 주된 산업분야와 관련 시장에서의 지위 등 제반 요건을 엄격하게 고려하여 보충적으로 적용해야 한다고 보아야 할 것이다.

#### 4. 소결론

주식 총수익스왑을 규율함에 있어 의결권의 효력을 박탈하거나 행사하지 못하게 하는 등의 강한 제재를 가하기 보다는 기존의 주식 또는 장내파생상품에 대한 정보공개의무를 정비하여 직접적으로는 총수익스왑과 같은 장외파생상품 자체에 대한 보고의무를 부과하고, 간접적으로는 경제적 지분의 이동상황 등을 공시하도록 하고, 이를 뒷받침하기 위하여 다수 보고자에 대한 연결공시 제도를 마련하고 거래정보관리소 등을 설치하여 제도적으로 뒷받침할 수 있도록 해야 할 것이다.

## 제 4 장 자기주식·상호주식·순환출자와 총수익스왑

### 제 1 절 개관

총수익스왑은 출자와 관련된 규정을 회피하기 위하여 이용할 수 있다. 이론적으로는 공정거래법 제7조의 기업결합의 제한, 제8조의2의 지주회사 등의 행위제한 등의 규정을 회피하기 위하여 총수익스왑을 이용할 가능성도 존재하기는 한다. 그러나 실질적으로 문제되는 것은 상법 제341조 제1항의 자기주식과 상법 제369조 제3항의 상호주식 및 공정거래법 제9조 제1항의 상호출자금지, 공정거래법 제9조의2의 순환출자금지와 관련한 사안들이므로 이에 대하여 살펴보기로 한다.

### 제 2 절 관련 규정의 내용과 총수익스왑

#### 1. 상법상 자기주식, 모회사주식, 상호주식에 대한 규정

##### 가. 자기주식, 모회사 주식

종래의 상법에서는 회사가 자기의 계산으로 자기주식을 취득하지 못하도록 하면서 다만 주식소각, 회사의 합병 등, 권리실행, 단주처리, 주식매수청구권 행사하는 경우 등을 예외로 인정하였다.<sup>200)</sup> 그러다가 현

<sup>200)</sup> 구 상법(2011. 4. 14. 법률 제10600호로 개정되기 전의 것) 제341조

행 상법에서는 자기주식 취득을 허용하되 다만 출자의 환급에 따른 자본의 공동화를 방지하기 위하여 배당가능이익의 범위 내로 한하였다.<sup>201)</sup><sup>202)</sup> 또한 배당가능이익으로 자기주식을 취득하기 위해서는 주주총회의 보통결의로 취득할 수 있는 주식의 종류 및 수, 취득가액의 총액의 한도, 1년을 초과하지 아니하는 범위에서 자기주식을 취득할 수 있는 기간을 정하여야 하고 다만 이사회 결의로 이익배당을 할 수 있다고 정한 경우에는 이사회 결의로 주주총회 결의를 갈음할 수 있다는 내용의 절차적 규정을 두고 있다.<sup>203)</sup><sup>204)</sup>

한편 어느 회사가 다른 회사의 발행주식총수의 50/100을 초과하는 주식을 취득한 경우 즉, 모회사 관계에 있을 때 자회사는 모회사의 주식을 취득할 수 없다.<sup>205)</sup> 다만 회사의 합병, 영업양수 등의 경우 예외로 하되 주식 취득일로부터 6월 이내에 모회사의 주식을 처분하여야 한다.<sup>206)</sup>

이를 위반하여 자기주식 또는 모회사의 주식을 취득한 경우 이에 대한 명문규정은 없는데, 이권은 있지만 대체적으로 거래행위 자체를 무효로 본다.<sup>207)</sup> 또한 자기주식 또는 자회사가 취득한 모회사의 주식은 당해 회사 또는 모회사 주주총회의 정족수 계산에 있어 발행주식총수에 포함되지 않고,<sup>208)</sup> 이를 위반한 경우 주주총회결의의 취소원인이 된다.<sup>209)</sup>

---

201) 상법 제341조 제1항

202) 현행 상법은 배당가능이익으로 하는 자기주식취득과, 배당가능이익이 필요없는 자기주식취득의 두 경우로 이원화하였으나, 배당가능이익이 필요없는 경우는 상법 제341조의2에 의한 권리실행, 이익소각 등의 목적인 경우 등으로 여기서는 크게 문제되지 않으므로 논의에서 제외한다.

203) 상법 제341조 제2항

204) 자본시장법 제165조의2에서는 상장법인의 자기주식취득 특례규정을 두고 있기는 하나 배당가능이익을 초과하여 자기주식을 보유하게 된 때에 그 초과분을 일정기간 내에 처분해야하는 것을 제외하고는 위 상법 규정과 거의 유사하므로 이와 논의를 같이 하기로 한다.

205) 상법 제342조의2 제1항

206) 상법 제342조의2 제1항, 제2항

207) 대법원 2003. 5. 16. 2001다44109 판결; 대법원 2006. 10. 12. 2005다75729 판결; 손주찬, “개정상법상의 주식상호보유에 대한 규제”, 『월간고시』 통권 제124호(1984. 5), 30~31면

208) 상법 제371조 제1항

209) 상법 제376조 제1항

모회사 주식 취득 금지는 자기주식의 취득에 관한 규정을 회피하기 위한 수단으로 자회사로 하여금 모회사의 주식을 취득하는 것을 막기 위한 것이므로,<sup>210)</sup> 이 논문에서는 모회사 주식취득금지에 관한 논의를 자기주식의 경우에 포함하여 전개하기로 한다.

## 나. 상호주식

상법에서는 자본의 공동화와 회사지배의 왜곡을 방지하기 위하여 발행주식총수의 1/10을 기준으로 상호주식을 취득하는 것을 제한하고 있다. 즉, 회사가 발행주식총수의 1/10을 초과하는 다른 회사의 주식을 취득한 경우 그 다른 회사가 가지고 있는 회사의 주식인 상호주식에 대하여 의결권을 박탈한다.<sup>211)</sup>

상호주식의 보유는 일종의 기업결합에 해당하는데, 상법에서는 두 개의 회사가 서로의 주식을 보유하는 가장 기초적인 형태를 규율하되, 모회사와 자회사가 각각 다른 회사의 주식을 보유하고 있는 경우에도 마찬가지로 보고 있다. 그러나 세 개 이상의 회사가 순차적으로 각각의 주식을 보유하는 순환출자 등의 경우에는 상법의 규율대상에서는 제외되고 다만 아래에서 보는 바와 같이 공정거래법에서 규율하고 있을 뿐이다.

## 2. 공정거래법상 상호출자 또는 순환출자에 대한 규정

### 가. 상호출자

상호출자제한기업집단(이하 '대기업집단'이라 한다)<sup>212)</sup>에 속하는

210) 김상규, "상호주 규제에 관한 연구", 「법학논총」 제14집, 한양대학교 법학연구소, 1997. 10., 102면

211) 상법 제369조 제2, 3항

212) 기업집단에 속하는 국내회사들의 직전 사업연도 대차대조표 상의 자산총액의 합계액이 5조 원 이상인 기업집단

회사는 일정한 사유<sup>213)</sup>에 해당하지 않는 한 자기의 주식을 취득 또는 소유하고 있는 계열회사의 주식을 취득 또는 소유하여서는 아니된다.<sup>214)</sup> 상호출자는 계열기업 사이에 자금을 상호 간에 주고 받음으로써 실질적인 출자는 없이 자본금을 가공적으로 증가시키는 것으로 기업 집단의 대주주가 다수의 계열회사를 지배하는 수단으로 이용되고 있어 이를 규율하고 경제력 집중을 억제하려는 취지로 상호보유주식의 규모나 지분율과 상관없이 전면적으로 금지하는 내용으로 입법한 것이다.<sup>215)</sup>

## 나. 순환출자

여기에 더 나아가 공정거래법은 2014. 7. 25.부터 순환출자에 대하여도 금지함으로써, 대기업집단에 소속된 회사 사이에 ‘새로운 순환출자<sup>216)</sup>를 형성하기 위한 계열출자’<sup>217)</sup>와 ‘기존의 순환출자에 대한 추가적인 계열출자’를 금지한다.<sup>218)</sup> 이는 그 동안 순환출자가 지배주주의 지배력 유지 및 강화, 편법적 경영권 승계를 위한 방법으로 활용되는 등 경제력 집중에 따른 폐해를 유발하고 있다는 비판이 있었기 때문에 대기업집단 계열회사 간 신규순환출자를 금지함으로써, 대기업집단이 무리한 확장보다는 내실 있는 성장에 주력할 수 있도록 유도하고 경제력 집중의 폐해를 최소화하려는 취지이다. 그리고 기존 순환출자를 포함한 순환출자의 자발적 해소를 유도하기 위하여 대기업집단에 속하는 회사로 하여금 순환출자 현황을 공시하도록 하였다.<sup>219)</sup>

213) 회사의 합병 또는 영업전부의 양수, 담보권의 실행 또는 대물변제의 수령(공정거래법 제9조 제1항 단서 각호)

214) 공정거래법 제9조 제1항, 제15조 제1항, 공정거래법 시행령 제21조의4 제1항 제2호의2 나목

215) 구 공정거래법(2014. 1. 24. 법률 제12334호로 개정된 것) 개정이유 참조

216) 3개 이상의 계열출자로 연결된 계열회사 모두가 계열출자회사 및 계열출자대상회사가 되는 계열출자 관계

217) 대규모기업집단 소속 회사가 계열회사의 주식을 취득 또는 소유하는 행위(공정거래법 제9조의2 제1항 제1호)

218) 공정거래법 제9조의2

219) 공정거래법 제11조의4 제1항

## 다. 상호출자 또는 순환출자 규정을 위반한 경우의 조치

상호출자 또는 순환출자<sup>220)</sup> 규정을 위반하거나 위반할 우려가 있는 경우 당사회사 또는 위반행위자에게 행위 중지, 주식 처분 등의 시정조치를 명할 수 있고,<sup>221)</sup> 그 중 주식처분명령을 받은 자는 당해 주식 전부에 대하여 그 시정조치의 명령을 받은 날부터 법 위반상태가 해소될 때까지 의결권을 행사할 수 없다.<sup>222)</sup> 또한 그 위반행위에 대하여 과징금 또는 이행강제금을 부과할 수 있다.<sup>223)</sup>

## 3. 제도의 취지

### 가. 자기주식

종래 자기주식의 취득을 금지해야 한다는 주장은 다음과 같은 폐해를 우려하였기 때문이다. 자기주식 취득을 허용하면 실질적으로 출자를 환급하는 결과가 되어 자본의 공동화를 초래하고, 자기주식에 대한 의결권을 대표이사가 행사하게 되면 출자 없는 회사지배가 가능해지며, 사업부진으로 회사의 순자산이 감소하면 주가가 하락하고 그로 인하여 회사는 그만큼 더 손실을 보게 되고 자기주식을 이용하여 내부자가 투기적 거래를 할 염려가 있다는 것이다. 그러나 이는 자기주식 취득을 금지하자는 논거보다는 그 취득재원을 배당가능이익으로 제한하자거나 자기주식에 의결권을 제한하자는 근거가 될 뿐이다.<sup>224)</sup> 현행 상법에서는 자기주식의 취득을 배당가능이익으로 한정하고 있으므로 이를 위반한 자기주식의 취득을 금지하는 취지를 크게 자본의 공동화와 출자 없는 회사지배의 염려가 있어 이를 제한하기 위함이라고 할 것이다.

220) 이하 상호출자 주식과 순환출자 주식을 합하여 '순환주식' 이라 한다.

221) 공정거래법 제16조

222) 공정거래법 제18조 제2항

223) 공정거래법 제17조, 제17조의3

224) 송옥렬, 「상법강의」 제2판(홍문사, 2013), 832면

## 나. 상호주식

### 1) 자본의 공동화 초래

상호주식의 보유는 출자의 환급을 통하여 자본의 공동화를 유발하고 이에 따라 자본충실을 저해한다고 한다. 예를 들어 A회사가 5억 원을 증자하면서 B회사에게 A의 신주 전부를 배정하고, B회사 또한 같은 금액을 증자하면서 A회사에게 B의 신주 전부를 배정한다면 신주인수대금은 B회사로부터 A회사에게 이동하였다가 다시 B회사에게 환급되어오므로, 이를 반복하면 자본금을 무한대로 늘릴 수 있으나 순자산은 전혀 증가하지 않은 상태가 계속되는 것이다.<sup>225)</sup>

따라서 상호주식을 보유하게 되면 재무제표에 나타나는 자본금 및 자본잉여금이 실질 자산보다 부풀려져 나타나게 된다. 그리고 이와 같은 자산총액의 증가, 부채비율의 감소를 투자여부를 결정하는 요소로서 신뢰하고 그 주식이나 채권을 인수하려는 투자자가 있다면 일종의 분식회계와 유사한 효과를 가져와 투자자의 투자의사결정이 왜곡될 우려가 있게 된다.<sup>226)</sup>

### 2) 회사 지배구조의 왜곡

상호주식을 보유함에 따라 실질적인 출자를 초과하여 의결권 있는 주식의 수를 증가시키는 효과가 있으므로 이를 제한 없이 허용하게 되면 주식의 의결권은 각 상호회사의 경영진에 의하여 행사될 가능성이 있다.

보통 상호주식을 보유하는 회사의 경영진은 상호 회사의 주주총회에서 의결권을 행사하게 되므로 그 의결권 지분이 충분하고 서로 연임에 협력하기만 하다면 이론적으로는 경영진에 의한 영속적인 지배가 가능하게 되고 실제 출자한 주주들의 이익을 보호하지 않고 어느 누구에게도 책임을 지지 않을 수 있다고 한다.<sup>227)</sup>

225) 이는 간접적으로 자기주식을 취득하는 것과 다름이 없다.

226) 김건식·천경훈 "상법상 상호보유주식 의결권 제한의 개선방안 연구", 2012년도 법무부 연구용역과제 보고서, 서울대학교 금융법센터, 2012. 12., 25-29면

227) 상계보고서, 29면

그런데 이와 달리 우리나라에서는 일견상 보이는 출자 없는 경영진의 지배 문제보다 실제로는 지배주주가 실제 출자한 부분보다 더 많은 지배권을 행사하게 되는 문제가 더 크다. 이는 우리나라의 상호주식에서 나오는 회사지배구조 왜곡은 통상적으로 지배주주의 지배권을 공고하기 위하여 나타나는 현상이기 때문이다. 예를 들면 회사가 발행주식총수 10주를 발행하여 출자금액에 비례하여 지배주주가 3주, 나머지는 7명의 소수주주들이 각각 1주씩을 나누어 가지고 있었고 그 후 지배주주가 지배하고 있는 상호 회사를 통하여 90의 주식을 출자없이 새로 발행하였다고 가정하는 경우 지배주주는 애초에 총 출자금액 중 30%를 출자하였으므로 그만큼의 의결권을 가져야 함에도, 자신의 지배를 받는 상호주식을 통하여 93퍼센트의 지배권을 갖게 되고, 반면에 소수주주는 실제로는 각각 10%를 출자하였음에도 1%씩의 의결권만 가지게 되어 지배구조가 왜곡되는 문제가 발생하는 것이다.

## 다. 순환주식

### 1) 자본의 공동화 및 지배구조의 왜곡

고리형 순환출자는 가령 A회사가 B회사에, B회사가 C회사에게, C회사가 A회사에게 출자하는 형태인데, 결국은 출자가 순환되어 자본이 증가하는 구조이므로 상호주식과 동일한 문제가 발생할 수 밖에 없고 이러한 문제는 복합형 순환출자의 경우에도 마찬가지이다.

따라서 순환주식에서도 자본이 공동화되는 문제, 지배구조가 왜곡되는 문제가 모두 발생하게 되므로, 이에 따른 가공의결권의 행사는 상호주식과 마찬가지로 지배주주의 의결권을 부당하게 확장시키고 다른 주주의 의결권은 부당하게 축소시키게 되는 것이다.<sup>228)</sup> 다만 상호주식과 달리 3개 이상의 회사가 관여하는 구조여서 위와 같은 문제는 각 회사가 순환적으로 보유하고 있는 경제적 지분의 비율만큼 나타나게 되기 때문

228) 임영재·전성인, “기업집단의 순환출자: 시장규율과 감독규율의 역할”, 정책연구시리즈, KDI, 2009. 1., 50면



에, 실제로는 자본이 공동화되거나 지배구조가 왜곡되는 문제가 다소 약하다고 볼 수 있다.<sup>229)</sup>

## 2) 동반부실의 피해

계열회사들이 이와 같이 순환고리의 구조로 이루어지고 있는 경우 그중 어느 한 회사가 부도위기에 처하는 등 부실해지면 다른 회사의 부실로 이어지는 문제가 생길 수 있다. 다만 경제적 권리와 지배권의 괴리가 커질수록 부실전이의 규모는 역설적으로 줄어든다고 한다.<sup>230)</sup> 우리나라의 대규모 기업집단에서 이루어는 순환출자는 상당부분 10% 이하의 약한 고리를 포함하여 순환출자에 따른 동반부실의 문제는 심하지는 않으나 단순 피라미드 구조(예를 들어 지주회사 등)보다는 부실의 전이가 더 크다.<sup>231)</sup>

## 3) 경제력집중의 심화

우리나라의 대규모 기업집단은 지배주주를 중심으로 하는 지배구조와 일반 경제력 집중의 모습이 융합되어 있는 형태로서 순환출자 등을 통하여 일반집중을 직간접적으로 유지하거나 확대하는데 상당부분 기여함으로써 특정 대규모집단이 국민경제 전체에서 점유하고 있는 비중이 높은 상태이고, 개별시장 또는 특정산업에서의 독과점을 용이하게 하는 측면이 있다.

# 4. 주식 총수익스왑에 대하여 나타나는 남용 현상

그런데 공정거래법 제15조에서는 상호출자, 순환출자의 금지 규정을 면탈하려는 행위를 하여서는 안 된다고 규정하고 있고 상법에서도 배당가능이익의 범위 내에서 자기주식을 취득하도록 하고, 상호주식에 대하여 의결권 제한 등의 방법으로 규율하고 있는바, 총수익스왑 약정이 이

229) 임영재·전성인, 전계논문, 35~36면, 가령 상호출자의 경우 양 경영진이 서로 협력하는 것만으로 지배구조의 공고화가 가능하나 순환출자의 경우 모든 회사의 경영진이 협력하여야 하는 만큼 그것이 좌절될 가능성이 상호출자보다 높다.

230) 자세한 내용은 상계논문, 37면 참조

231) 상계논문, 38면

러한 주식 취득 금지 규정을 우회하는 수단으로 활용될 수 있어 어느 경우에 이를 규율할 수 있는지 문제된다. 즉, 상법상 자기주식, 상호주식에 대한 규정 또는 공정거래법상 상호출자금지제도를 회피하기 위하여 일방 회사가 총수익스왑의 형식으로 금융기관으로 하여금 주식을 취득하게 하는 경우 여전히 그 금융기관을 통하여 주식에 대하여 영향력을 행사할 가능성이 있고, 순환출자금지제도를 회피하기 위하여 순환출자에 관여된 회사들 사이에 있는 어느 회사의 주식을 총수익스왑 방식으로 매도하여 순환출자의 고리를 외관상 탈피할 수 있기 때문이다.

## 5. 소결론

이와 같이 총수익스왑은 시장에서 상법상 자기주식취득금지, 상호주식의결권제한 제도 및 공정거래법상 상호출자 또는 순환출자금지제도를 회피하기 위하여 이용될 수 있다. 그렇다면 위 각 규정을 회피하기 위하여 상호주식과 순환주식을 총수익스왑의 방법으로 처분하여 그 보유형태를 변형하는 경우 이를 법적으로 제한하여야 할 것인가? 이를 법적으로 제한할지 여부, 제한한다면 그 규율 방법에 대하여 살펴보기 이전에 일단 총수익스왑이 실제로 반영된 관련사안에 대하여 살펴본다.

### 제 3 절 관련 사안

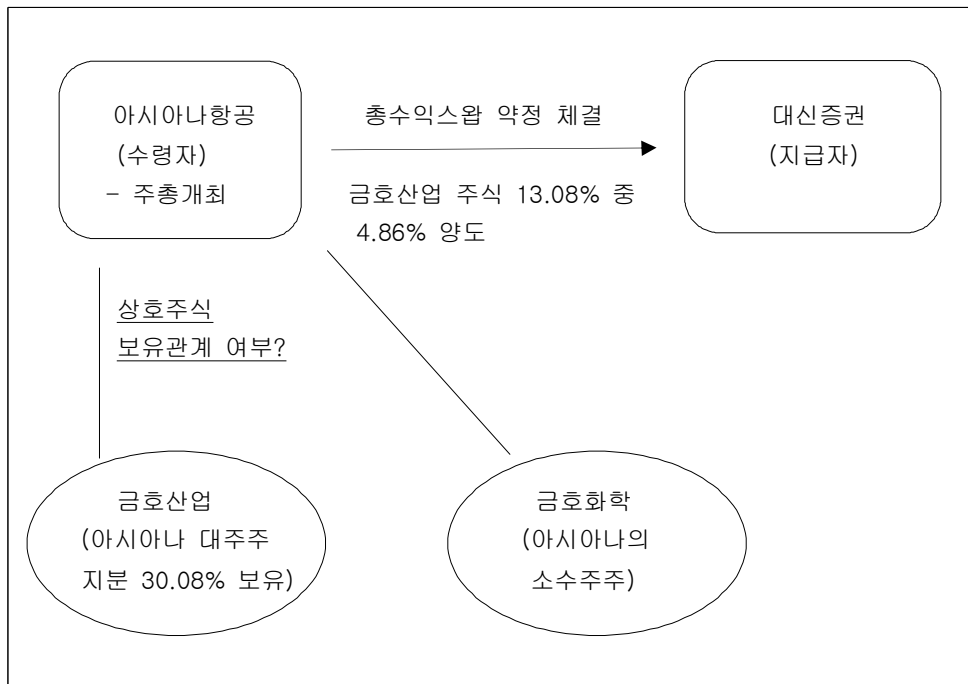
#### 1. 상호주식 또는 상호출자(서울남부지방법원 2015. 6. 11. 선고 2014가합4256 판결 사안)

이 사건에서는 최근에 총수익스왑 방식으로 취득한 상호주식을 처분한 자가 여전히 자기의 계산으로 그 상호주식을 보유하고 있다고 볼 수 있는지 문제되었다.

### 가. 사실관계

아시아나 항공 주식회사(이하 '아시아나' 라 한다)는 대주주인 금호산업 주식회사(이하 '금호산업' 이라 한다)의 주식(발행주식총수의 13.08%)을 취득하였다. 당시 아시아나와 금호산업은 공정거래법상 상호출자제한기업 집단에 속하고 있었는데, 출자전환이 이루어지기 이전에 공정거래위원회로부터 위 출자전환은 공정거래법 제9조 제1항 제2호의 '대물변제의 수령'에 해당한다고 할 수 있어 상호출자금지 원칙의 예외사유에 해당하지는 하나, 출자전환에 의하여 형성된 상호출자는 공정거래법 제9조 제2항에 의하여 매각 등의 방법으로 6개월 이내에 해소하여야 한다는 유권 해석을 받았다.

[그림3-1] 금호화학 vs. 아시아나 사건



이에 아시아나는 2014. 3. 21. 위와 같이 취득한 금호산업의 주식

중 일부인 4.86%의 주식을 대신증권 주식회사(이하 '대신증권'이라 한다)에 매도하면서 동시에 대신증권과의 사이에 위 4.86%의 주식에 대하여 총수익스왑 약정을 체결하였다. 이에 따르면 대신증권은 위 주식가격이 등락함에 따라 발생하는 이익 또는 손실을 아시아나에게 정산하여 주는 대신 아시아나는 대신증권에게 연 6.4%의 고정금리에 따른 이자 또는 수수료를 지급할 의무가 있었다.

그 후 2014. 3. 27. 개최된 아시아나의 주주총회에서 금호산업 측 인사들을 이사로 선임하고자 하는 안건과 관련하여 소수주주인 금호석유화학 주식회사(이하 '금호화학'이라 한다) 등이 반대하였으나, 금호산업을 비롯한 출석한 대부분의 주주들이 찬성함으로써 이사로 선임되었다.

#### 나. 원고(금호화학)의 주장

이에 대하여 금호화학은 아시아나가 대신증권에 총수익스왑 방식으로 매도한 주식과 관련하여 이를 자기의 계산으로 보유하고 있어 결국 대주주인 금호산업의 발행주식 총수의 10분의 1을 초과하는 주식을 가지고 있는 경우에 해당하여 금호산업이 취득한 아시아나에 대한 주식은 상호주식에 해당한다고 할 것이고 그 주식은 상법 제369조 제3항에 따라 그의결권이 제한되는데, 위 주주총회의 결의는 상법 제368조 제1항에서 규정하는 의결정족수인 발행주식 총수의 4분의 1 이상을 충족하지 못하였다는 이유로 아시아나를 상대로 법원에 위 이사 선임 결의의 부존재확인 또는 취소를 청구하였다.

#### 다. 법원의 판단

이에 대하여 법원은 상법 제369조 제3항에서 '발행주식의 총수의 10분의 1을 초과하는 주식을 가지고 있는 경우'에는 타인의 명의이나 자기의 계산으로 가지고 있는 경우도 포함된다고 해석함이 상당한데, ① 대

신증권은 아시아나로부터 주식을 매수한 후 아시아나에 이 사건 주식의 매매대금을 실제로 지급하였고, 당시 아시아나는 대신증권에 주식 매매대금을 대여하지 아니하였으며, 대신증권이 주식 수령자금을 마련할 수 있도록 연대보증 등의 방법으로 기여한 바도 없는 점, ② 계약에 의하면 대신증권은 주식보유기간 동안 의결권 및 이익배당을 받을 권리를 가지며, 주식을 임의로 제3자에게 처분할 수 있고 아시아나는 주식우선매수 권리를 갖지 아니하며, 대신증권에 주식에 대한 의결권의 위임 등을 요청할 수도 없는 점, ③ 대신증권이 계약이 종료될 때 주식을 다시 아시아나에 매도하는 등의 방식으로 아시아나로부터 위 주식의 매매대금을 그대로 회수할 수 있는 절차는 마련되어 있지 아니하고, 공정거래법상 상호출자 해소의무가 있어 아시아나가 주식을 다시 취득할 수도 없는 점, ④ 대신증권이 계약의 거래종료일 이후에도 주식 중 전부나 일부를 매도하지 않고 계속 소유하는 경우에 그 잔여주식으로 인한 손익은 모두 대신증권에 귀속되는 등 이 사건 주식의 취득에 따른 손익이 언제나 전액 피고 회사에 귀속되지는 않는 점 등을 들면서 대신증권의 명의로 이전된 위 주식을 아시아나가 자신의 계산으로 보유하고 있다고 볼 수 없다고 판시하면서 주주총회 결의에 하자가 있음을 전제로 한 원고의 청구를 기각하였다.<sup>232)</sup>

## 2. 순환출자(현대자동차, 기아자동차 사안)

현대제철 주식회사(이하 ‘현대제철’ 이라 한다)는 2015년 4월경 계열사인 현대하이스코 주식회사(이하 ‘현대하이스코’ 라 한다)를 흡수합병하기로 결정하고 2015년 7월 1일 합병절차를 완료하였다.<sup>233)</sup>

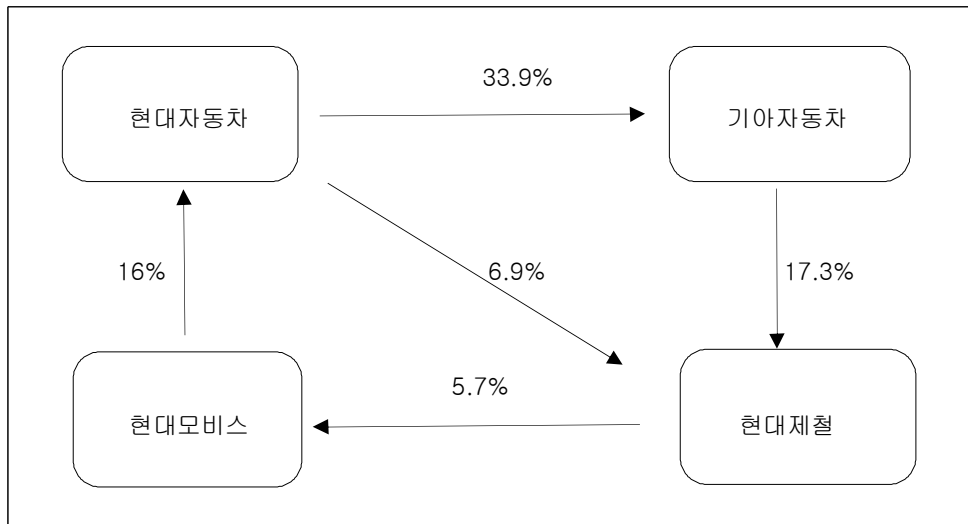
당시 현대제철, 현대하이스코는 현대자동차 주식회사(이하 ‘현대차’

232) 서울남부지방법원 2015. 6. 11. 선고 2014가합4256 판결

233) Donga.com 뉴스, ‘현대車, 현대제철株 팔아 순환출자 해소’ (2016. 2. 26.자); SBS CNBC, ‘현대제철-하이스코 합병 완료...오늘 통합법인 출범’ (2015. 7. 1.자); News1, ‘공정위 "현대제철 주식매도, 진짜 순환출자 해소인지 검증"'(2016. 2. 23.자)

라 한다)와 기아자동차 주식회사(이하 ‘기아차’ 라 한다), 현대모비스 주식회사(이하 ‘현대모비스’ 라 한다)와 함께 상호출자제한기업집단인 현대자동차 그룹에 소속된 회사였고 위 각 회사들은 순차적으로 서로의 주식을 보유하며 순환출자의 고리가 유지되고 있었다.<sup>234)</sup> 그런데 위 합병 과정에서 현대차와 기아차는 기존에 가지고 있던 현대하이스코 주식에 대한 합병대가로 현대제철의 주식을 교부받게 되었다. 이에 따라 현대차와 기아차의 현대제철에 대한 주식 보유 비율이 증가하였다.<sup>235)</sup>

[그림3-2] 현대자동차 그룹 사건



합병 결과, 현대제철 발행 주식에 대하여 현대차는 11.18%, 기아차는 19.57%를 보유하게 되었고, 그 외 현대제철은 현대모비스의 주식을 5.7%, 현대모비스는 현대차의 주식을 16%, 현대차는 기아차의 주식을 33.9%를 순차적으로 보유하고 있었다.<sup>236)</sup>

234) 당시 위 각 회사들은 구 공정거래법(2014. 1. 24. 법률 제12334호로 개정된 것) 부칙 제2조 제1항에 근거하여 2014. 7. 24. 이전에 순환출자로 가지고 있던 기존의 주식에 대하여는 적법하게 보유할 수 있었다.

235) Donga. com 뉴스, 전계기사; News1, 전계기사

236) Donga. com 뉴스, 전계기사; News1, 전계기사

이에 대하여 공정거래위원회는 2015년 12월 27일 현대자동차그룹의 순환출자 구조가 강화되었다면서 현대차와 기아차에게 현대제철 주식 중 일부를 처분하라고 통보하였다. 그 후 현대차와 기아차는 2016년 2월 5일 NH투자증권에 현대제철의 주식 중 일부인 883만주(지분을 6.61%)를 4439억 원에 총수익스왑 계약 방식을 통하여 매각하였다. 위 총수익스왑 계약은 기간이 3년 계약으로, NH투자증권은 해당 주식에 대한 의결권·배당권 등 권리를 보장받게 되었다. 이에 따라 현대차와 기아차의 현대제철 보유 지분은 합병 이전 수준으로 돌아가게 되어, 매각 이전 각각 11.18%, 19.57%에서 매각 이후 6.87%, 17.27%로 그 보유 지분이 감소하였다.<sup>237)</sup>

그런데 현대차와 기아차의 총수익스왑 방식에 따른 주식 매각이 공정거래법상 순환출자금지제도를 면탈할 목적으로 이루어졌을 수도 있다는 지적이 있었다. 계약 내용에 따라 현대차와 기아차가 NH 투자증권의 주식에 대하여 사실상 영향력을 행사하는 것이 가능하다는 것이다. 이에 대하여 공정거래위원회는 현대차와 기아차의 공정거래법상 순환출자금지제도의 위반 여부에 대하여 조사 중이다.<sup>238)</sup>

### 3. 소결론

앞에서 나오는 아시아나항공 사건은 상법상 상호주식 보유 제한 규정과 공정거래법상 상호출자금지 규정을 위반하였는지 여부가, 뒤에서 나오는 현대자동차, 기아자동차 사건은 공정거래법상 순환출자금지 규정을 위반하였는지 여부가 각 문제되었다. 이러한 사안들을 종합하여 보면 총수익스왑은 상법상 자기주식 취득금지 규정 및 상호주식 의결권제한 규정 및 공정거래법상 상호출자 또는 순환출자금지제도 등의 규정을 회피하는데 이용될 수 있는데, 총수익스왑의 수령자는 지급자인 금융기관 등을 내세워서 주식 취득권자의 지위를 벗어났으므로, 여기서부터는 그 규

---

237) Donga. com 뉴스, 전계기사; News1, 전계기사

238) Donga. com 뉴스, 전계기사; News1, 전계기사

을 여부 및 그 방안에 대하여 살펴본다.

## 제 4 절 법적 규율 여부 및 그 방안

### 1. 학설 및 제안되는 규율방안의 내용

총수익스왑의 방식으로 자기주식, 상호주식 또는 순환주식을 처분한 경우 그 규율 여부 및 규율 방법에 대하여 현재 논의되고 있는 학설은 없지만 제안될 수 있는 견해는 다음과 같다.

#### 가. 학설

##### 1) 자기주식, 상호주식

###### 가) 규율부정설

자기주식 또는 상호주식을 총수익스왑의 방식으로 처분하여 상법상 자기주식 취득금지 규정 및 상호주식 의결권 제한 규정 등을 회피하게 되는 경우 이를 탈법행위로 볼 수 없고 어떠한 법적 규율을 가할 필요 없이 시장의 시스템에 포섭하더라도 문제 없다는 견해를 생각해볼 수 있다. 자본시장법에서는 금융투자상품에 대한 정의를 포괄적으로 규정함으로써 시장참가자들이 다양한 장외파생상품을 설계하고 이를 활용할 수 있도록 하였는데, 자기주식, 상호주식을 총수익스왑의 방식으로 양도하는 행위를 규율하게 된다면 장외파생상품을 자본시장법 규정에 직접 규율한 취지에 반할 수 있고 총수익스왑과 같은 장외파생상품의 거래시장 활성화를 저해할 우려가 있을 수 있기 때문이다.<sup>239)</sup> 이 견해에 따르면 법리적으로는 자기주식과 상호주식에

239) 이석준, “총수익스왑(TRS)에 관한 연구 - 상법상 상호주식 규제여부에 대한 서울남부지법 2015. 6. 11. 2014가합4256 판결을 중심으로”, 「상사판례연구」 제29권 제3호, 한국상사판례학회, 2016, 74면



대하여 자기 계산의 법리가 적용된다고 하더라도 위 제2장 제4절 3.항에서 다른 총수익스왑 거래 유형 중 나.의 2), 3)항, 다.의 1)항의 경우 및 가.항 및 나.의 1)항에서 지급자가 주식을 취득한 경우에는 법률상 또는 계약상 수령자가 지급자에게 주식의 취득·처분 및 의결권의 행사에 영향을 미칠 수 없으므로 수령자에 대하여 자기 계산으로 주식을 취득하였다고 볼 수 없다고 할 수 있다. 다만 나.의 4)항 및 다.의 2)항의 경우에는 수령자가 지급자에게 주식의 취득·처분 및 의결권의 행사에 계약상 영향을 행사할 수 있으므로 달리 볼 여지가 있다고 할 것이다.

#### 나) 제2안 : 규율긍정설

자기주식 또는 상호주식을 총수익스왑의 방식으로 처분함으로써 자기주식 취득금지 규정 및 상호주식 의결권 제한 규정 등을 회피하게 되는 경우 이에 대하여 법적 규율을 가하자는 견해가 있을 수 있다. 이는 자기주식 및 상호주식을 총수익스왑의 방식으로 처분하더라도 사실상 수령자가 지급자에게 주식의 취득·처분 및 의결권의 행사에 영향을 미칠 수 있어 자기주식과 상호주식을 보유함에 따라 발생하는 문제점 즉, 출자없는 자본의 발생 및 주주총회 의사결정의 왜곡이 주식 총수익스왑의 경우에도 그대로 남게된다는 것이다. 이와 관련하여 보고의무로 규율하는 방안, 의결권을 제한하는 방안, 거래행위를 무효화하는 방안, 위 각 방안을 혼합하는 방안 등이 제기될 수 있다.

### 2) 상호출자 및 순환출자

#### 가) 규율부정설

상호출자 또는 순환출자로 발행된 주식을 총수익스왑의 방식으로 처분하여 공정거래법상 상호출자 및 순환출자 금지 규정을 회피하게 되는 경우 마찬가지로 이를 탈법행위로 볼 수 없고 어떠한 법적 규율을 가할 필요 없다는 견해가 있을 수 있다. 이 견해에 의하면 상호출자 또는 순환출자의 경우에 제기되는 문제점 즉, 동반부실의 문제점, 경제력 집중의 문제가 총수익스왑 거래에 있어서는 그리 크지 않다는 점을 근거로 할 수 있다.

## 나) 규율긍정설

상호출자 또는 순환출자로 발행된 주식을 총수익스왑의 방식으로 처분함으로써 공정거래법상 상호출자 및 순환출자 금지 규정을 회피하게 되는 경우 이에 대하여 법적 규율을 가하자는 견해가 있을 수 있다. 이 견해에서는 이와 관련하여 보고의무로 규율하는 방안, 의결권을 제한하는 방안, 처분의무를 부과하는 방안, 위 각 방안을 혼합하는 방안 등을 제시할 수 있다.

### 나. 각 규율방안의 내용

위에서 제시한 각 규율긍정설에서 나타나는 각 규율방안의 내용을 분석하면 다음과 같다.

#### 1) 제1안 : 보고의무

먼저 자기주식, 상호주식 또는 순환주식을 총수익스왑의 방식으로 처분한 경우 이를 규율하되 그 보유현황 및 보유비율 등에 대하여 보고의무만을 부과하는 방안이 있다. 자기주식, 상호주식 또는 순환주식은 실제 출자보다 자본금이 부풀려진 형태라고 할 것인데 이러한 경우 투자자들의 투자 의사결정 과정에 왜곡을 초래할 수 있기 때문에 위 방안에 의하면 기초자산을 상호주식 또는 순환주식으로 하는 총수익스왑상품에 대하여 보고의무를 부과하여 관련 정보를 공개하게 함으로써 시장정보의 왜곡을 억제하고 투자자들의 불필요한 손실을 미연에 방지할 수 있다. 또한 일반론에서 살펴보았듯이 기본적으로 주식을 기초자산으로 총수익스왑 거래를 하는 경우 보고의무로 부과하도록 하였으므로 법령 적용의 일관성을 꾀할 수 있다.

#### 2) 제2안 : 의결권 제한으로 규율하는 방안

총수익스왑의 방식으로 처분된 자기주식, 상호주식 또는 순환주식에 대하여 의결권만을 제한하자는 방안이다. 상법상 상호주식, 대규모 기업집단에 속하는 금융회사가 보유한 계열회사의 주식 등은 모두 매각을 강제하기보다는 의결권을 제한하는 방식으로 규율하고 있으므로

이러한 의결권 제한 방식이 입법상, 실무상으로 가장 익숙한 방식이라고 할 수 있다.<sup>240)</sup>

### 3) 제3안 : 처분의무를 부과하는 안

자기주식, 상호주식 또는 순환주식에 대한 규정을 우회하기 위하여 총수익스왑의 방식으로 처분한 경우 이에 대하여 일정 기간을 정하여 매각을 강제하는 방안이다. 현행 공정거래법 규정에서도 상호주식이나 순환주식을 보유하고 있는 경우 주식 처분 등의 시정조치를 명할 수 있기 때문에 완전히 생소한 방안은 아니다. 또한 이와 같이 법령 회피 목적의 주식을 처분하게 함으로써 상호주식 또는 순환주식에서 나타나는 문제 즉, 가공자본의 문제, 지배구조의 왜곡 등을 넘어서 동반부실화, 경제력 집중을 방지하는 등 각종 부작용을 가장 깔끔하게 정리하는 시정조치에 해당한다.<sup>241)</sup> 매각강제의 방법으로 가장 대표적으로 ‘누적적 자사주 매입’을 이용하는 것을 들 수 있는데, 이는 고리형 순환출자를 해소하기 위하여 순환출자된 주식을 자사주로서 반대방향으로 매입하는 것을 말한다.<sup>242)</sup>

### 4) 제4안 : 거래행위의 무효화

관련 규정을 위반한 경우 아예 그 주식 취득의 원인적 행위인 거래 행위를 무효화하는 방안이다. 이는 위법성이 가장 중한 경우에 행하는 가장 강력한 조치로서 거래의 안정을 해칠 우려가 있다. 우리나라에서는 대체적으로 실체적 절차적 요건을 위반한 자기주식 취득행위에 대하여 그 원인되는 거래행위 자체를 무효로 보고 있으므로 불가능한 조치는 아니다.

## 2. 외국의 입법례 및 대응조치

240) 김건식·천경훈, 전계보고서, 67면

241) 임영재·전성인, 전계논문, 41면; 상계보고서, 66~67면

242) 상계논문, 누적적 자사주 매입의 예를 들자면, A, B, C 회사가 순차적으로 100억 원 규모의 순환출자가 발생하였다고 한다면 이를 해소하기 위하여 A회사는 자신에게 출자한 C회사로부터 1억 원에 해당하는 자사주를 매입하고 이어서 C회사는 B회사의, B회사는 A회사의 각 자기주식을 순차적으로 매입하면 순환구조가 완전히 해소되는 것이다.

## 가. 자기주식, 상호주식 및 순환주식

### 1) 독일

독일 주식법에서는 자기주식 취득을 출자의 환급과 동일하게 보고 원칙적으로 이를 금지하되 다만 그 예외를 열거하고 있다.<sup>243)</sup> ① 회사가 직접 중대한 손해를 입을 것이 임박해 있고 이를 방지하기 위하여 필요한 경우, ② 회사 또는 그 회사의 결합기업과 근로관계에 있거나 있었던 자에게 취득시키기 위한 목적인 경우, ③ 주식법 제305조 제2항, 제320조 b조 또는 제29조 제1항, 제125조 제1항, 제207조 제1항에 따라 주주에게 보상하기 위한 경우, ④ 무상취득인 경우, ⑤ 포괄승계를 통한 취득의 경우, ⑥ 기본자본의 감소에 관하여 소각하기 위하여 주주총회가 결의한 경우, ⑦ 주주총회가 자기주식 취득을 사전 수권한 경우 등이고 ①, ②, ③, ⑦의 경우 배당가능이익의 범위 내에서 이미 취득하여 보유하고 있는 주식과의 합계가 자본의 10/100을 초과할 수 없도록 한정하고 있다.

한편 독일의 주식법에서는 양 회사가 상대방 회사의 지분 25% 이상을 서로 보유하는 경우에 결합기업(제15조)의 일종에 속하는 상호적 참가기업(Wechselseitig beteiligte Unternehmen)이라고 정의를 내리면서,<sup>244)</sup> 이러한 주식의 상호보유 비율이 각각 25%를 초과하는 경우 주식에 대한 권리를 행사할 수 없다고 규정하고 있다.<sup>245)</sup> 그리고 상호참가기업의 일방 또는 쌍방이 상대방 회사 지분의 과반수를 보유하거나 상대방 회사에 직·간접적으로 지배권을 행사할 수 있는 경우 ‘특별한 상호참가’라고 하면서<sup>246)</sup> 특칙이 적용되며, 결합기업들 사이에 지배종속적인 관계가 있고 이에 대하여 통일적 경영관계(Einheitliche Leitung)가 존재한다면 콘체른으로 인정되어 콘체른법의 적용을 받는다.

243) 독일 주식법 제71조

244) 독일주식법 제19조 제1항 제1문

245) 독일주식법 제328조 제1항 제1문

246) 독일주식법 제17조

독일에서는 순환주식에 대하여는 특별한 법적 규율을 하고 있지 않으므로 주식의 순환보유는 자유롭게 이루어질 수 있다. 그러나 경우에 따라 상호참가기업으로 인정될 수도 있다.<sup>247)</sup>

## 2) 일본

일본의 경우 원래 자기주식 취득을 원칙적으로 금지하고 예외적으로 허용하여 우리나라와 비슷한 방식을 유지하고 있었으나 2001. 6.경 개정된 상법에서는 이를 원칙적으로 허용하고 그 허용사유를 나열하되 배당가능이익의 범위 내에서 일정한 절차적인 규제를 받도록 제한을 두었다.<sup>248)</sup>

한편 상호주식과 관련하여 일본 회사법에 의하면 어느 회사가 상대방 회사 전체 지분의 25% 이상을 보유하게 된 경우 상대방 회사는 그 회사의 주식을 보유하더라도 의결권의 행사가 금지된다.<sup>249)</sup> 또한 모회사가 자회사와 함께 혹은 자회사만 위 25%의 주식을 보유한

---

247) 가령, A-B-C-A 순으로 순차적으로 주식을 보유하고 있는데, B회사가 A회사의 자회사 등에 해당한다면 A회사, C회사는 상호참가기업으로 인정된다(제19조 제1항, 제16조 제4항).

### 248) 会社法

#### 第一百五十五条

株式会社は、次に掲げる場合に限り、当該株式会社の株式を取得することができる。

- 一 第一百七条第二項第三号イの事由が生じた場合
- 二 第三十八條第一号ハ又は第二号ハの請求があった場合
- 三 次条第一項の決議があった場合
- 四 第六十六條第一項の規定による請求があった場合
- 五 第七十一條第一項の決議があった場合
- 六 第七十六條第一項の規定による請求をした場合
- 七 第九十二條第一項の規定による請求があった場合
- 八 第九十七條第三項各号に掲げる事項を定めた場合
- 九 第二百三十四條第四項各号(第二百三十五條第二項において準用する場合を含む。)に掲げる事項を定めた場合
- 十 他の会社(外国会社を含む。)の事業の全部を譲り受ける場合において当該他の会社が有する当該株式会社の株式を取得する場合
- 十一 合併後消滅する会社から当該株式会社の株式を承継する場合

### 249) 会社法

#### 第三百八条(議決権の数)

- 1 株主(株式会社がその総株主の議決権の四分の一以上を有することその他の事由を通じて株式会社がその経営を実質的に支配することが可能な関係にあるものとして法務省令で定める株主を除く。)は、株主総会において、その有する株式一株につき一個の議決権を有する。ただし、単元株式数を定款で定めている場合には、一単元の株式につき一個の議決権を有する。
- 2 前項の規定にかかわらず、株式会社は、自己株式については、議決権を有しない。

경우에도, 그 주식을 보유당한 상대방 회사는 모회사의 주식에 대하여 의결권을 행사할 수 없다. 양 당사자 회사가 모두 25% 이상의 주식을 보유하여야 상호참가기업으로 규율되는 독일의 주식법과 달리, 어느 한 회사만 상대방 회사 지분의 25% 이상을 보유하면 된다는 점에서 기준이 완화되어 있다고 볼 수 있다. 한편, 순환주식에 대하여는 별다른 법적 규율을 하고 있지 않다.

### 3) 미국

자기주식취득에 관한 미국의 법적 규율은 각 주에 따라 달리 이루어지고 있는데, 대체적으로 자기주식을 취득함으로써 회사가 채무초과 (insolvent)가 되지 않고 성실히(in good faith) 이루어지며 다른 주주와 채권자의 이익을 해하지 않는다(no prejudice doctrine)라는 요건이 지켜지는 한 허용된다.<sup>250)</sup> 나아가 여기에는 재원규제가 있는데 법정자본제도가 유지되는 주와 폐지된 주에 따라 달리 보고 있다. 전자의 경우 대표적으로 뉴욕사업회사법이 있는데 잉여금기준과 지급불능기준을 동시에 만족하면 자유롭게 자기주식을 취득할 수 있으나 이미 지급이 불능한 상태에 있는 등의 경우에는 자기주식의 취득이 허용되지 않는다.<sup>251)</sup> 후자에는 캘리포니아 회사법이 있는데, 잉여금이 없더라도 일정한 재무기준을 충족하면 자기주식취득이 가능하다.<sup>252)</sup>

미국에서는 회사들이 상호주식을 보유하는 경우가 실제로 많지 않고 다만 델라웨어 일반회사법(Delaware general corporation law) 제160조 (c)항과 모범상사회사법(Model business corporation act) 제7조의 21 (b)항에서는 자회사가 보유한 모회사의 주식과 같이 실질적으로 당해 회사가 직·간접적으로 지배할 수 있는 주식을 자기주식에 포함하여 그 의결권의 행사를 규율하고 있을 뿐이다.

한편 순환주식과 관련하여서는 델라웨어 일반회사법, 모범상사

250) 이철송, 전거서, 382면

251) Newyork business corporation law §513; 김순석, “미국의 배당규제와 자기주식 제도”, 『비교사법』 한국비교사법학회, 2006, 266~267면

252) CCC Section 500, 501, 자세한 부분은 김순석, 상계논문, 267면 참조

회사법을 막론하고 순환출자를 명문으로 규율하고 있는 입법례는 찾아보기 어렵고 다만 이에 대한 판례가 일부 발견되고 있는 상황이다.<sup>253)</sup>

#### 4) 정리

이와 같이 외국의 입법례는 상호주식 등의 의결권 제한 규정과 관련하여 모두 통상의 주식수를 기준으로 산정하고 있다.

### 나. 주식 총수익스왑에 대한 대응

위에서 나타나는 제3장 제4절 2.항 외국의 입법례 및 대응조치 참조.

미국, 영국, EU을 비롯한 해외 주요국가는 주식 총수익스왑에 따른 법령 회피 움직임에 대하여 의결권 제한 등의 방법에 따라 규율하기 보다는 기존 보고의무를 강화하는 방법으로 대처하고 있다.

## 3. 검토

### 가. 법적 규율이 필요한지 여부

#### 1) 자기주식, 상호주식

두 회사가 주식을 상호보유하는 경우 상법 제369조 제3항의 규정에 따라 의결권의 행사를 제한하는 방법으로 규율하는 이유는 상호주식을 취득하게 되면 결과적으로 출자 없는 신주발행이 가능해지므로 자본의 공동화가 생길 우려가 있을 뿐만 아니라 상호주식이 발행되어, 출자 없는 양 회사의 경영진들이 서로의 의결권을 행사함으로써 주주총회의 결의와 회사의 지배구조가 왜곡되는 것을 방지하기 위한 취지이다. 그럼에도 총수익스왑의 방식으로 상호주식을 제3자에게 처분하였다고 하여 주식의 상호보유관계가 청산되었다고

253) 김건식·천경훈, 전계보고서, 66~67면, 대표적으로 Speiser 판결(Speiser v. Baker, 525 A2d 1001, Del.Super., 1987)이 있다.

보아 의결권 제한 규정의 적용을 배제하게 된다면, 상호주식을 규율하려는 상법 제369조 제3항의 취지를 다음과 같은 이유로 저해할 우려가 있다.

첫째, 설령 수령자가 지급자와 총수익스왑 약정을 체결하고 기존에 보유하던 자기주식 또는 상호주식을 양도하였다고 하더라도 양 당사자의 경제적 이해관계를 고려하여 볼 때 지급자가 수령자에게 지급한 주식매매대금이 실제로 주식취득 대가로 지급되었다고 볼지 상당한 의구심이 있을 수 있다. 통상 주식을 기초자산으로 하는 총수익스왑을 체결하는 경우 수령자가 지급자에게 거액의 이자 상당 금액(금융비용 및 수수료)을 정기적으로 지급하기로 약정하는 경우가 많은데<sup>254)</sup> 이러한 거액의 이자 상당의 금원이 아니었다면 지급자로서는 총수익스왑을 체결하지 않았을 것이다. 거래의 실질만을 두고 살펴보면, 회사가 이자 상당의 금원을 정기적으로 금융기관에게 지급하는 대신 주식 시가 상당의 대금을 차용한 차입계약 및 주식의 명의를 지급자인 금융기관에게 신탁한 주식신탁계약을 혼합한 계약으로 볼 여지가 있다. 다만, 수령자로서는 그 의결권을 직접 행사하거나 지급자에게 그 행사를 지시할 법적 권리가 결여되어 있다는 점만이 주식신탁계약과 차이가 있다고 볼 수는 있으나 거래관행상 지급자는 의결권 행사에 관심은 없고 고객인 수령자의 우호주주로서 그 의향에 따라 행사하고 있어서 결국은 큰 차이가 없다고 볼 수 있다. 그럼에도 주식신탁계약의 형식으로 자기주식 또는 상호주식을 이전하면 상호주식 의결권 제한의 규정의 적용을 그대로 받을 것인데, 총수익스왑의 방식을 통하여 그 적용을 회피할 수 있는 것이다.

둘째, 향후 주가가 상승할 것이라고 예측하기 쉽지 않는 상황에서 주식을 시장에서 매각하는 경우와 같이 일반적인 방식으로 처분하지

---

254) 현대엘리베이터 사건에서도 현대엘리베이터가 현대상선의 경영권을 방어하기 위하여 넥스젠 캐피탈, 교보증권 등과 총수익스왑을 체결하고 연 5.39%의 이자를 지급하기로 하였는데, 위 거액의 수수료와 현대상선의 주가가 하락하면서 생긴 손실을 합하여 총 수천억 원의 자금을 지출하여야 했고(Business Watch, "'벌써 2천억 썼지만.. 현대엘리, 올해부터 4400억 '쓰나미'"(2014. 1. 24.자)), 결국 위와 같은 부담을 털어내지 못하고 현대상선을 매각하여 그룹에서 계열분리하였다(아시아경제, "현대엘리베이터, 현대상선 이슈 해소...'불확실성 종료'"(2016. 7. 20.자)).



않고 굳이 총수익스왑의 방식으로 처분한 것은 결국 보통의 자금조달 목적을 넘어서서 반대세력으로부터 경영권을 방어하거나 자기주식 또는 상호주식 보유 제한 규정을 회피하기 위한 목적일 가능성이 크다고 할 것이다.<sup>255)</sup>

셋째, 어느 당사자가 자기주식 또는 상호주식을 총수익스왑 방식으로 처분하는 경우 자기주식 요건성이 결여되었다거나 상호주식에 해당하지 않는다고 보고 자기주식 취득 제한 규정이나 상호주식 의결권 제한 규정의 적용을 받지 않는다고 보면, 모든 시장참가자들이 위와 같은 각 규정의 적용을 피하기 위하여 주식 총수익스왑 거래를 통하여 그 주식의 보유 형태를 변형하려 할 것이고 그 경우 위 규정이 사실상 형해화될 우려가 있다.<sup>256)</sup>

## 2) 순환주식

순환주식의 경우에도 회사들이 순차적으로 주식을 보유함으로써 결국 상호주식의 문제점인 가공자본의 문제와 회사의 지배구조 왜곡의 문제가 동일하게 발생하고 여기에 순환주식 참가기업들의 동반부실화, 경제력 집중의 문제가 추가로 생길 수 있는데, 위에서 살펴보았듯이 총수익스왑의 방식으로 처분한다고 하더라도 위와 같은 문제가 해소되지 않으므로 공정거래법상 순환주식과 관련한 규정의 적용을 회피하기 위하여 총수익스왑 약정을 체결한 경우 여전히 이를 규율할 필요가 있다.

## 나. 기본적인 규율 방안

### 1) 문제제기

결국 총수익스왑을 이용하여 상호주식이나 순환주식을 처분하는 경우 여전히 자본의 공동화와 지배구조 왜곡 또는 경제력 집중 등의 문제가 남아있음에도 불구하고 상호주식이나 순환주식을 규율하고 있는

---

255) 이석준, 전계논문, 80~81면

256) 상계논문, 81면

상법 및 공정거래법상 규정을 회피할 수 있는 여지가 있어 이에 대한 법적 규율이 불가피하다고 보인다. 이와 같이 상호주식 또는 순환주식과 총수익스왑의 문제가 결합된 경우 상법 또는 자본시장법상 보고의무 규정으로 이를 규율할 것인지, 혹은 의결권을 제한하거나 처분의무를 부과하는 방법으로 규율할 것인지가 문제된다.

## 2) 자기주식, 상호주식

자기주식, 상호주식에서 파생될 수 있는 문제 중 자본 공동화의 문제는 출자 없이 자본이 부풀려진 형태로 실질적으로 분식회계의 경우와 유사하다고 볼 수 있다. 따라서 의결권 있는 주식 외에 총수익스왑 등 장외파생상품에 대하여까지 보고의무를 부과하여 투자자들에게 관련 정보를 제공함으로써 이들로 하여금 정확하게 투자 여부를 판단할 수 있게 한다면 그 문제를 다소간이라도 해결할 가능성이 있다고 할 수 있다.<sup>257)</sup> 대표적으로 앞서 본 바와 같이 주식을 기초자산으로 하는 총수익스왑에 대하여 주식 또는 장내파생상품에 준하여 보고의무를 부과할 수 있을 것이다.

반면에 회사의 지배구조 또는 주주총회의결의 왜곡 문제는 이와 같은 정보공개 방법만으로 해결하기에는 어렵다고 보인다. 물론 일본의 경우 기업지배규정(Corporate Governance Code)을 2015. 6.경 시행함으로써 기업으로 하여금 주식의 상호보유 현황을 공개하게 한 결과 상호보유가 현저히 감소한 바가 있기는 하다.<sup>258)</sup> 그러나 이는 일본에서의 상호주식 보유 현상이 애초에 서로 계열관계 없는 2개 또는 그 이상의 회사가 우호적 입장에서 서로 간의 자본비용을 낮추기 위하여 발생한 경우가 많기 때문이다.<sup>259)</sup> 이와 달리 대규모기업집단이

257) 다만 자기주식이나 상호주식을 재무제표에 기재하는 경우와 달리 총수익스왑 거래의 방식으로 처분된 주식에 대하여 자기주식이나 상호주식의 성격을 가지고 있음을 밝히기 위하여 재무제표에 기재하는 것은 쉽지 않고 설령 재무제표에 이를 기재하더라도 투자자들이 용이하게 이를 인식하는 것은 어렵다고 보인다.

258) 이석준, 전제논문, 82면, 일본의 닛케이 주가지수에 편입된 300개의 상장사를 조사한 결과 상호주식을 보유하고 있는 281개사 가운데 168개사가 상호주식을 매각하여 그 보유량이 감소하였다(연합뉴스, '일본 상장사, 상호보유 주식 줄어. 보유비율 전후 최저' (2015. 7. 16. 자)).

259) 진태홍, "일본기업집단의 상호주식보유와 경제적 의미", 「채무관리연구」 제10권 제1호, 한

많은 편인 우리나라에 있어서는 의도적, 비의도적인 경우를 막론하고 계열관계를 분명히 인식할 수 있는 상호출자 또는 순환출자를 통하여 기업집단의 지배구조를 현상으로 유지하려 하는 경우가 많고 어느 한 회사의 지배권이 흔들리면 같은 기업집단 내 다른 기업의 지배구조에도 상당한 영향을 미칠 수 있기 때문에 기업의 경영진들이나 지배주주들은 상호주식 보유현황을 공개함으로써 투자자들의 투자심리가 감소되는 것을 어느 정도 감수하더라도 기업의 지배권 유지를 위하여 상호주식을 유지하는 것이 효용성이 더 크다고 판단할 수 있고 이를 용이하게 하기 위하여 총수익스왑은 매우 유용하게 활용될 수 있다.<sup>260)</sup> 따라서 하나의 대규모기업집단 내에 있는 기업들이 경영권분쟁 상황에 있는 경우, 이에 대하여 관련 재무제표를 공시하거나 상호주식을 보유한 당해 회사들에게 보고의무를 부과하는 등 정보공개를 강제하더라도, 총수익스왑을 통하여 상호주식 관련 규정을 회피하려 하는 시도를 미리 차단하기는 어렵다고 보인다. 이는 자기주식의 경우에도 마찬가지인데 설령 자기주식은 상호주식의 경우보다 자본 공동화의 문제가 더 심각하기는 하나 기업 지배구조 왜곡 문제가 전혀 존재하지 않는다고 볼 수 없으므로 이에 대한 법률상 제재가 필요하다고 보인다.

한편 총수익스왑의 기초자산인 상호주식에 대하여 처분의무를 부과하는 방안, 즉 매각강제형의 방안과 관련하여, 상호주식을 총수익스왑의 방식으로 처분하는 경우 생길 수 있는 문제를 원천적으로 해결할 수 있는 방안이기는 하나 현행 상법상 상호주식에 대한 법적 규율은 기본적으로 의결권 제한의 형식으로 이루어지고 있다는 점에서, 총수익스왑으로 관련 법령의 적용을 회피하려는 시도에 대하여 아예 처분의무를 부과하는 것은 일반적인 경우와 비교할 때 형평에 맞지 않는다는 지적이 있을 수 있다. 따라서 총수익스왑을 통한 상호주식 규정 회피 시도에 대하여 의결권을 제한하는 방법으로 규율하는 것이 타당하다고 보인다.

다만 자기주식의 경우 거래행위 자체를 무효로 보는 것이

국재무관리학회, 1993. 6., 162~169면  
260) 이석준, 전계논문, 82~83면

일반적인데, 거래행위 자체를 무효로 하는 방식, 처분의무를 부과하는 방식, 의결권을 제한하는 방식 모두 무방하지만 뒤에서 나오는 입법론 부분에서 다시 고려 하기로 한다.

### 3) 순환주식

순환주식의 경우에 나타나는 자본공동화의 문제 또한 일종의 분식회계의 문제라고 할 것이고 이를 총수익스왑의 방식으로 처분하는 경우에도 동일한 문제가 발생할 수 있는데, 상호주식의 경우와 마찬가지로 관련 정보를 공시함으로써 문제를 상당부분 해결할 수 있다. 즉, 대규모기업 집단 전체의 재무정보를 반영하는 연결재무제표의 정보는 가공자본들을 제거한 후 기업집단에 실질적으로 유입된 자본만으로 표시해주고 있어서 순환주식을 손쉽게 가려낼 수 있을 것인데 이와 같은 연결재무제표에 순환주식을 직접 보유하는 경우 외에도 순환주식을 총수익스왑의 형태로 보유하는 경우에도 이를 반영할 수 있도록 연결재무제표를 구성하는 방안을 생각할 수 있을 것이다.<sup>261)</sup>

또한 상호주식의 경우와 마찬가지로 총수익스왑에 대하여 보고의무를 부과하여 투자자들에게 순환주식 보유 현황 및 그중 총수익스왑상품의 형태로 보유하고 있는 지분비율 등의 관련 정보를 제공할 수 있는 방안을 모색하여야 할 것이다.

동반부실화의 문제와 관련하여서는 총수익스왑을 통하여 순환주식을 이전하는 경우 앞에서 본 바와 같이 실제 출자된 자본과 취득한 의결권 수의 괴리가 심할수록 부실기업의 위험이 전이될 가능성이 줄어든다고 할 것인데, 그 괴리가 상당히 크다고 할 수 있는 우리나라 기업집단의 순환출자 현황을 고려하여 보면 총수익스왑의 형태로 보유 중인 순환주식과 관련하여서도 동반부실화의 문제가 우려될 수준이라고 보이지는 않는다.<sup>262)</sup>

그러나 상호주식의 경우와 마찬가지로 회사의 지배구조나 주주총회

261) 임영재·전성인, 전제논문, 18면

262) 김건식·천경훈, 전제보고서, 37~38면

결의의 왜곡 문제는 보고의무 등 정보공개의 방법으로 해결하기는 어렵다고 할 것이다. 순환주식을 총수익스왑의 방식으로 양도한 행위는 금융기관으로부터 원활하게 자금을 조달할 목적도 있기는 하겠으나 주로 순환주식 보유에 대한 공정거래법상 규정을 회피하기 위한 목적이 있는 경우가 많고 이에 대한 정보를 공개함으로써 투자자들의 투자심리가 위축된다고 하더라도 이를 감수하고 순환주식을 총수익스왑의 형태로 변형을 시켜서라도 기업에 대한 지배권을 온전하게 보존하고 싶어하는 경향이 있기 때문이다. 또한 순환주식 규정을 총수익스왑의 방식으로 회피함으로써 경제력 집중의 심화 문제 또한 지속될 수 있고 이에 대하여는 보고의무의 강제로는 문제 해결을 기대하기는 어렵다.

그렇다면 순환주식을 총수익스왑의 방법으로 처분한 경우 그 규율방안으로 의결권을 제한하는 방안으로 할 것인가, 처분의무를 부과하여 매각을 강제하는 방안으로 할 것인지 여부가 남는다고 할 것이다.

생각건대, 매각을 강제하는 방안은 총수익스왑을 통한 규율회피를 가장 완벽하게 해결해줄 수 있는 방법이기도 하나, 다음과 같은 문제가 있을 수 있다.

첫째, 공정거래법 제18조에 따라 매각강제 등 시정조치할 수 있는 권한은 규제당국에 있기 때문에 규제당국에서 시정조치를 발동하지 않으면, 의결권을 침해당한 소수주주들이 스스로 권리구제를 받을 방법은 사실상 봉쇄될 수 있다.<sup>263)</sup>

둘째, 총수익스왑의 방식으로 순환주식을 처분하는 경우 발생할 수 있는 가장 중요한 문제는 순환주식을 직접 취득하고 있는 경우와 마찬가지로 지배구조 또는 주주총회 의결의 왜곡이 그대로 나타나 있는 것이라고 할 것이고 이는 의결권을 제한하는 등의 조치로 그 문제를 충분히 해결할 수 있다. 사실 매각명령은 현행 법규의 규정 취지를 가장 잘 반영하는 제재로서 법적 규율의 핵심이 취득금지이므로 이를

---

263) 임영재·전성인, 전제논문, 42면

우회하여 총수익스왑의 방식으로 상호주식을 보유함으로써 관련 법령을 회피하는 경우 그 주식을 매각하도록 하면 그 규정의 취지가 확실히 보호될 수 있기는 한다.<sup>264)</sup> 그러나 매각을 강제하는 등의 시정조치는 당사자들 사이의 민사상 사적 자치를 침해하여 상당히 과도한 규제가 될 수 있고 시장참가자들의 의사에 반하는 재산권에 대한 침익적 처분으로 계속적으로 위헌 논란에 시달릴 수 밖에 없다고 할 것이다.<sup>265)</sup>

따라서 순환주식에 대한 규정을 회피하기 위하여 총수익스왑 방식으로 이를 처분한 경우 상호주식의 경우와 마찬가지로 의결권을 제한함으로써 그 규율목적을 달성할 수 있다고 보인다.

## 다. 구체적인 규율방안

그렇다면 주식 상호보유의 규율 대상이 되는 주식에 총수익스왑을 포함하기 위한 구체적인 방안으로는 어떠한 것들이 있을까? 해석론과 입법론을 나누어 살펴본다.

### 1) 해석론

#### 가) 자기주식 및 상호주식

수령자가 총수익스왑의 방식으로 지급자에게 자기주식 또는 상호주식을 양도한 경우 자기계산의 법리에 따라 수령자가 지급자의 주식을 보유하고 있다고 해석하고 상법 제369조 제3항의 의결권 제한 규정을 그대로 적용하는 방안이다.<sup>266)</sup> 대법원은 자기주식에 관한 사안에서 “자기의 계산”의 의미에 대하여 ‘그 주식취득을 위한 자금이 회사의 출연에 의한 것이고, 그 주식취득에 따른 손익이 회사에 귀속되는 경우’로 보고 있다.<sup>267)</sup>

264) 임영재·전성인, 전제논문, 41면

265) 김건식·천경훈, 전제보고서, 67면; 상계논문, 42~43면

266) 명문규정은 없지만 상호주식의 취득에 있어서도 자기계산의 법리를 적용할 수 있을 것이다 (이석준, 전제논문, 63~64면). 앞서 소개한 금호석유화학 주식회사 vs. 아시아나항공 주식회사 사건(서울남부지방법원 2015. 6. 11. 선고 2014가합4256 판결 사안)에서 원고인 금호석유화학 주식회사 측에서도 자기계산의 법리를 적용할 것을 주장하기도 하였다.

위 제2장 제4절 3.항에서 나타난 각 유형들을 기준으로 살펴보면, 나.의 4)항의 경우 수령자가 지급자에 대하여 자기주식 또는 상호주식에 대한 의결권을 지시할 수 있는 권한이 있고 주식취득자금을 수령자가 지급자에게 제공하여 그 경제적 손익이 수령자에게 귀속되었으므로 수령자는 자기의 계산으로 자기주식 또는 상호주식을 취득한 실질주주에 해당한다고 보인다. 이는 다.의 2)항의 경우에 수령자가 금융비용 또는 담보의 제공 등의 방법으로 지급자에게 실질적으로 주식취득자금 상당을 지원하여 주었다고 볼 수 있는 경우에도 마찬가지이다.

이와 달리 나.의 2), 3)항, 다.의 1)의 경우 및 가.항 및 나.의 1)항에서 지급자가 주식을 취득한 경우에는 자기의 계산으로 자기주식 또는 상호주식을 소유하는 경우에 해당하는지가 문제될 것이다. 그런데 ① 주식취득을 위한 자금이 회사의 출연에 의한 것이고, ② 주식취득에 따른 손익이 회사에 귀속되는 경우에 자기의 계산으로 주식을 취득하였다고 보는 위 대법원 판례의 법리가 앞 장의 정보공개 부분의 경우와 마찬가지로 이 경우에도 그대로 적용하기에는 무리가 있다. 가령 위 대법원 판결의 법리를 그대로 적용하면 위 나머지 유형 즉, 나.의 2), 3)항의 경우 및 다.의 1)항에서 주식취득자금이 수령자의 출자로부터 유래한 경우 등에서 거의 대부분 실질주주로 인정될 여지가 높아지게 되므로 위 유형에서 수령자가 지급자에 대하여 경제적 손익 및 배당금 상당의 금원을 청구할 수 있는 채권적 지위에 있음에도 불과함에도 불구하고 수령자를 너무 쉽게 주식 보유자로 인정하게 되기 때문이다. 이러한 문제는 위 대법원 판결이 주식 총수익스왑과 같이 의결권과 경제적 이해관계를 분리시키는 장외파생상품의 발달양상을 아직 반영하지 못하는 데서 비롯된 것으로 보이는데, 이는 앞에서 예시한 서울남부지방법원 2014가합4256 판결에서도 자기주식에 관한 위 대법원 판례의 법리를 인용하면서도 출자 여부, 경제적 손익의 귀속 외에 의결권의 위임을 요청할 수 있는지 여부, 주식우선매수권 등의 존재 여부도 고려한 점에 비추어 볼 때도 더

267) 대법원 2003. 5. 16. 선고 2001다44109 판결, 대법원 2011. 4. 28. 선고 2009다23610 판결

욱 그러하다.

무엇보다 자기주식 또는 상호주식은 자본의 공동화 외에도 출자 없이 회사의 지배권이 왜곡될 수 있는 문제가 있어 이에 대하여 법률적으로 금지를 하거나 제재를 가하는 것이라고 할 수 있고 이는 주식의 의결권의 행사와 상당히 연관성이 크다는 점에서 경제적 이해관계에만 주목하는 것처럼 실시하는 위 대법원 판례를 그대로 적용하기는 어렵다. 따라서 위와 같은 유형에서는 경제적 이해관계를 넘어서서 수령자가 주식 총수익스왑의 기초자산인 주식의 의결권 행사 또는 주식의 보유, 처분 여부 결정에 대하여 지급자에게 어느 정도로 영향을 가할 수 있는지 여부를 또 하나의 고려요소로 삼아야한다.

이러한 경우 자기주식과 상호주식에 관하여 자기계산의 법리를 동일한 차원에서 적용하는데 있어 논란이 있을 수는 있으나 상호주식에서 반복출자된 부분은 실질적으로 자기주식의 일종이라고 볼 수 있고 자기주식 관련 규정의 취지가 자본공동화 방지와 회사 지배구조 왜곡 방지로서 서로 유사하므로 동일한 요소를 참작하여 적용하는 것이 완전히 부당해 보이지는 않는다.<sup>268)</sup> 이 경우 자기의 계산으로 주식을 취득하였다고 보기 위해서는 거래를 하게 된 동기 또는 목적, 목적이 여러가지가 있다면 주된 목적, 거래에 이르게 된 경위, 당사자들 간의 관계, 계약서에 나타나지 않은 실제 거래 관행, 당사자의 의사해석 등을 고려하여야 할 것이다.<sup>269)</sup>

이를 구체적으로 살펴보면, 총수익스왑 거래기간 동안 지급되는 수수료의 총 액수가 회사의 매출액, 당기순이익 등에 비추어 볼 때 회사의 내부자산이 실질적으로 유출된 것과 마찬가지로 볼 수 있는지 여부, 담보가 제공되었다면 그 규모, 손익 귀속 또는 배당 귀속의 대상, 손익정산 기간 및 그 비율, 총수익스왑 약정의 체결 경위, 회사의 재무구조상 자금조달이 필수적으로 요구되었는지, 상호주식에 대하여 공정위의 처분명령이 있거나 회사가 경영권 분쟁 상황에 있었는지 여부, 총수익스왑 약정의 체결과 주주총회 결의의 시간적 간격, 수령자 회사의

268) 이석준, 전제논문, 66면

269) 노혁준, "2015년회사법판례", 「인권과 정의」 제456권, 대한변호사협회, 2016, 139면



자기주식 보유비율, 수령자 회사와 상대방 회사의 각 상호주식보유비율, 상호주식을 보유하고 있는 상대방 회사와 서로 계열관계 또는 출자관계에 있었는지 여부, 총수익스왑 거래 당사자들 사이의 관계, 총수익스왑을 체결하기 이전부터 약정 체결 이후로서 손익정산기간이 종료될 때까지 주식 시세등락 양상 및 향후 예상시세 등을 종합적으로 고려하여야 할 것이다.<sup>270)</sup>

따라서 위 나.의 2), 3)항, 다.의 1)의 경우 등에 있어 위와 같은 종합적인 사정을 고려하여 자기의 계산으로 주식을 취득하였는지 여부를 판단할 수 있을 것이다.

#### 나) 순환주식

공정거래법상 상호출자주식 및 순환출자주식을 총수익스왑의 방식으로 처분하는 경우 상법상 상호주식의 경우와 마찬가지로 해석론으로 자기계산의 법리에 따라 수령자가 이를 보유하였다고 판단할 수 있다. 공정거래법은 상호출자제한기업집단에 속하는 회사가 자기의 주식을 취득 또는 소유하고 있는 계열회사의 주식을 취득 또는 소유하거나 순환출자를 형성하는 것을 금지하면서, 이러한 경우의 하나로 타인의 명의를 이용하여 자기의 계산으로 취득하거나 소유하는 행위를 규정하여,<sup>271)</sup> 공정거래법상 상호출자주식과 순환출자주식에 대하여 명문상 자기계산의 법리를 수용하고 있다.

자기계산의 의미와 관련하여 상법상 상호주식과 비교할 때 공정거래법상 상호출자주식 또는 순환출자주식은 법률 규정체계와 규율 내용이 다르기는 하나 모두 자본의 공동화 문제와 지배구조 왜곡으로 인한 폐해가 문제점으로 지적되고 있고 주식을 보유하는 양상이 서로 유사하기 때문에 자기계산의 법리와 관련하여 앞에서 본 상호주식에 대한 고려요소를 그대로 적용하는데 있어 어려움이 없어 보인다.

그리고 이를 판단하는 요소로서 상법상 상호주식에서 앞서와 같이 살펴보았던 구체적인 요소 즉, 총수익스왑 약정상 정해진 수수료의

270) 이석준, 전제논문, 83~84면

271) 공정거래법 제9조 제1항, 제9조의2 제2항, 제15조 제1항, 같은 법 시행령 제21조의4 제1항 제2호의2 나목, 라목

규모, 손익 및 배당의 귀속과 그 내용, 회사의 재무구조, 상호주식과 순환주식의 보유비율, 각 주식의 시세등락 양상 등의 요소를 두루 고려할 필요가 있는데 다만 회사의 지배구조 및 총회의 결의에 대한 왜곡 방지에 주안점을 두는 상법상 상호주식 규정의 취지와 가공자본을 통한 일반 경제력 집중의 심화와 총수에 의한 지배권 유지를 규율하는데 초점을 맞추는 공정거래법상 상호출자금지제도의 취지가 다소 차이가 있을 뿐만 아니라 상호출자 또는 순환출자금지제도를 바로 위반한다고 하더라도 바로 의결권을 제한하는 것이 아니라 공정위의 처분명령을 선행적으로 요구하는 등 절차적인 점에 있어서도 차이가 있다고 할 것이어서 이러한 사정들을 종합적으로 고려하여야 할 것으로 보인다.<sup>272)</sup>

#### 다) 해석론의 한계

그런데 이와 같이 자기계산의 법리에 따라 총수익스왑의 방식으로 처분된 자기주식이나 상호주식 또는 순환주식을 규율하는데 있어 다음과 같이 한계가 있다.

우선 자기계산의 법리를 적용할 수 있는 경우라고 할지라도 그것이 분쟁화 되어 법원에서 소송으로 진행되는 경우 이를 입증하기 쉽지 않다. 이는 정보공개규정에 관하여 다룬 제3장과 마찬가지로 장외파생상품의 발전으로 인하여 총수익스왑 당사자들은 스왑 약정을 체결함에 있어 약정내용을 세밀하게 조정하여 규제기관의 감독으로부터 벗어날 여지가 충분할 뿐만 아니라 주식 총수익스왑을 통하여 수령자가 경제적 이해관계를 취득하였다고 하여 바로 관련 법령을 면탈할 의도가 있다고 보기 어렵고 이와 같은 주관적 사정을 감독기관이 입증해야하는데 그와 같은 판단이 쉽지는 않기 때문이다.

그리고 최종판단기관인 법원이나 공정거래위원회 등 기타 관련 기관으로서의 처분문서인 총수익스왑 거래약정서의 기재 자체만을 중시하고, 약정서에 나타나지 않는 거래관행으로서 지급자가 독자적인 의사가 아닌 수령자의 의사에 따라 의결권을 행사하는 부분에 대하여는

---

272) 이석준, 전계논문, 88~89면

이를 법적 이익이 아닌 구속력 없는 사실상의 이익으로 보는 경향이 있어 자기계산의 법리에 따라 총수익스왑의 수령자를 실질적 소유자로 포섭시키는데 소극적인 경향을 보일 수 있다.<sup>273)</sup>

## 2) 입법론

### 가) 자기주식 및 상호주식

#### (1) 입법론의 모색

##### (가) 자기주식

따라서 위 각 규정의 적용을 회피하는 시도를 미리 차단하고 입증책임의 문제를 보완하며 규제기관의 해석상의 소극적 태도를 전환하기 위하여 법률을 개정하여 자기주식 금지 규정에 주식 외에 총수익스왑 등 장외파생상품을 포함시키는 방안을 모색할 수 있을 것이다.

이와 관련하여 규율요건과 관련한 방안을 생각해보자.

[표1] 자기주식 규율요건

	배당가능이익 요구하지 않고 허용	실체적, 절차적 요건 갖춘 경우 허용	원칙적 불허
	미국 캘리포니아주 등	우리나라, 일본, 미국 뉴욕주 규정 등	독일 규정

배당가능이익을 요구하지 않고 자기주식취득이 가능한 입법례는 법정자본제도가 폐지된 주인데, 우리나라의 경우 자기주식 취득을 자유롭게 인정하게 되면 자본의 공동화 우려가 그대로 발생할 수 있으므로 채택하기 어렵다.

배당가능이익과 같은 실체적 요건과 주주총회의 결의와 같은 절차적 요건을 갖춘 경우에 허용하는 입법례와 예외적으로만 허용하는 입법례의 경우는 어떠한 것을 채택하더라도 무방하나 우리 상법에서 원래는 자기주식의 취득을 거의 전면적으로 금지하였다가 배당가능이익

273) 전계논문, 85면

등의 일정한 요건을 갖춘 경우 허용하도록 개정된 입법태도를 고려하여 볼 때 자기주식을 총수익스왑의 방식으로 처분한 경우에도 같은 방식으로 수용하는 것이 바람직하다고 보인다.

**(나) 상호주식**

다음으로 상호주식에 관하여 보는데 이와 관련하여 규율요건과 규율방법을 나누어서 생각해보자.

첫째, 규율요건과 관련한 방안을 제시한다면 다음 표와 같다.

**[표2-1] 상호주식 규율요건**

	지분을 5%	지분을 10%	지분을 25%
일방		우리나라 상호주 규정	일본 상호주 규정
쌍방 274)			독일 상호주 규정

먼저 지분을 5%의 요건의 경우 현행 상호주식 규정 보다 지분율을 낮추는 등 그 법적 규율을 엄격하게 하는 것은 비교법적으로 유례가 없을 뿐만 아니라<sup>275)</sup> 정상적인 총수익스왑 거래에도 악영향을 미쳐 총수익스왑 거래의 활성화를 저해할 우려가 있다.

다음으로 지분율을 25%로 하는 경우 현행 상호주식 규정보다 그 법적 규율을 현저히 완화시키는 조치로서, 상법 제369조 제3항의 상호주 의결권 제한 규정을 회피하기 위하여 대부분의 시장참가자들이 총수익스왑 거래를 이용할 것이고 결국 위 상호주 의결권 제한 규정을 형해화할 우려가 있다.

한편 기초자산인 주식취득에 있어 쌍방이 위 각 지분율에 해당하는 총수익스왑상품 또는 주식을 취득하여야 상호주식에 해당한다고 보는 방법은, 이와 달리 일방을 요건으로 하는 경우에도 기존 상호주식에서 나타나는 지배구조의 왜곡 문제가 그대로 나타난다는 점을 고려하여 볼 때 법적 규율의 흠결을 양산하고

274) 총수익스왑의 지급자를 기준으로 할 때이다.

275) 김건식·천경훈, 전계논문, 64면

상호주식 규율 목적을 저해하는 불충분한 조치가 될 여지가 크다.

둘째, 규율방법과 관련한 방안을 제시하면 다음 표와 같다.

**[표2-2] 상호주식 규율방법**

	의결권 제한	처분의무 부과	혼합형
상장회사에 한함			
모든 주식회사	우리나라 및 외국의 일반 상호주 규정		

먼저 처분의무를 부과하는 방안은 전세계적으로 상호주식 관련 규정을 위반하는 경우 직접적으로 처분의무를 부과하는 입법례는 존재하지 않을 뿐 아니라 총수익스왑 거래로 상호주식을 취득함으로써 나타나는 지배구조의 왜곡 문제는 의결권의 제한으로 충분히 해결할 수 있으므로 그 필요성에 비하여 상당히 과도한 조치로 보인다.

다음으로 혼합형, 즉 의결권을 제한하는 것을 원칙으로 하되 그 위반상태가 지속되는 경우 처분의무를 부과하는 방안을 생각해 볼 수 있는데, 위 방안은 공정거래법 상호출자 또는 순환출자 금지 규정에 처분의무와 의결권 제한의 규율을 동시에 가할 수 있는 입법례를 찾아 볼 수 있기는 하나 여기서는 상법상 상호주식이 문제되는 사안이므로 공정거래법상 규율 방법을 합리적 근거 없이 그대로 차용하는 것은 곤란하다. 또한 위 지배구조 왜곡 문제는 의결권 제한 조치만으로도 충분히 이를 해결할 수 있다.

한편 상장회사에 한하여 이를 규율하는 방안과 관련하여 관련 규정의 적용을 회피할 의도로 총수익스왑 거래를 하는 것은 금융기관에 거래의 수수료를 부담할 수 있는 대기업 기업집단 혹은 상장회사에서 행할 여지가 크기는 하나 비상장회사에서 이를 이용할 가능성이 없지 않은 것은 아니고 이로 말미암아 나타나는 폐해는 소수주주들과 채권자들에게 직·간접적으로 크게 미칠 수 있으므로 적절하다고 보이지 않는다.

결국 종합하면, 법적, 경제적 실질의 주요한 부분이 사실상

동일한 경우 특별한 사정이 없는 한 동일한 요건에 따라 동일한 정도의 규율을 가하는 것이 공평의 원리에 합치되고, 헌법상 최소침해의 원칙과 재산권 보장의 원칙에 부합할 뿐만 아니라 법령의 입법취지와 시장참가자들의 거래의 자유를 조화하는 적절한 방안에 해당한다고 할 것인데, 총수익스왑의 경우 수령자가 주주권의 주요한 부분에 대하여 주식신탁자나 명의차용인 등에 준할 정도로 실질적으로 지배하고 있어 결국 지급자를 통하여 우회하여 주식 취득의 태양을 변동하였을 뿐 상호주식을 소유하고 있다고 볼 수 있을 뿐만 아니라 상호주식 소유에 따른 회사의 지배구조 왜곡 위험성은 총수익스왑 방식으로 상호주식을 처분한 경우에도 거의 마찬가지라고 보여진다. 따라서 일반적인 상호주식의 경우와 마찬가지로 동일한 요건과 동일한 수준의 규율을 가하는 것이 타당하다고 할 것이다.<sup>276)</sup>

## (2) 입법례의 제시

이에 따라 총수익스왑의 방식으로 상호주식을 처분한 경우에 대하여 규율 방안으로서 입법례를 제시한다면 다음과 같다.

첫째, 자기주식 및 모회사 주식 취득 금지에 대한 규정인 상법 제341조 내지 제342조의2에서 규정하는 '주식'과 상법 제369조 제3항의 의결권 제한 대상인 '주식'에 주식을 기초자산으로 하는 총수익스왑 등 장외파생상품 거래를 체결한 경우도 포함시켜 규율하는 방법을 생각할 수 있다. 이러한 경우 위 각 규정에서 명시하고 있는 '주식'을 '주식 등'으로 개정하고 상법 시행령에 '자본시장법 제5조의 파생상품으로서 그 기초자산을 주식으로 한 경우'로 개정하는 것을 생각해 볼 수 있을 것이다.<sup>277)</sup> 그러나 이 방안에 대하여 자본시장법에 근거하여 마련되어 있는 총수익스왑 등 장외파생상품에 대한 규정을 상법에 명시하는 경우 법률간 체계적합성에 부합하지 않는다는 지적이 있을 수 있다.<sup>278)</sup>

둘째, 자본시장법을 개정하여 자기주식 및 모회사 주식 취득

276) 이석준, 전제논문, 86면

277) 상계논문

278) 상계논문

금지에 대한 규정인 상법 제341조 내지 제342조의2에서 규정하는 '주식' 과 상법 제369조 제3항의 상호주식 의결권 제한 대상인 '주식'에 주식을 기초자산으로 하는 총수익스왑 등 장외파생상품 거래를 체결한 경우도 포함시켜 규율하는 방안을 생각해 볼 수 있다. 이러한 경우 자본시장법 규정에 '상법 제341조 내지 제342조의2 및 제369조 제3항의 적용에 있어서는 이 법 제5조의 파생상품으로서 그 기초자산을 주식으로 한 경우 기초자산인 주식 외에 그 파생상품도 "주식"으로 본다'라는 내용을 추가할 수 있을 것이다.<sup>279)</sup>

셋째, 특별법을 마련하여 총수익스왑 등 장외파생상품을 규율할 수 있는 일반 규정을 마련하는 것이다. 이는 자기주식취득금지에 관한 상법 제341조 제1항 및 상호주식 의결권을 제한하는 상법 제369조 제3항 외에 보고의무, 의결권을 제한하는 기타 규정 등도 회피하기 위하여 총수익스왑 등을 우회적 방법으로 활용할 가능성도 얼마든지 존재하기 때문에 그러한 탈법적 시도에 신속하게 대응함으로써 입법적으로 개정을 용이하게 하기 위한 방안으로 검토해 볼 수 있다.<sup>280)</sup>

## 나) 순환주식

### (1) 입법론의 모색

상호출자주식, 순환출자주식을 막론하고 순환주식에 대한 입법론은 위에서 살펴본 상법상 상호주식의 경우와 큰 틀에서 유사하다.

여기서도 규율요건과 규율방법을 나누어서 입법례를 생각해 보자.

(가) 첫째, 규율요건과 관련한 방안을 제시한다면 다음 표와 같다.

[표3-1] 순환주식 규율요건

	지분을 제한 없음	지분을 5%	지분을 10%
모든 주식회사에 적용하는 방안 <sup>281)</sup>			
상장회사에만			

279) 이석준, 전계논문, 86~87면

280) 상계논문, 87면

적용하는 방안			
대규모 기업집단에 속한 계열사에만 적용하는 방안	우리나라 공정거래법 일반 규정 <sup>282)</sup>		

① 먼저 지분율 10%의 요건의 경우 현행 상호주식 규정과 동일한 수준의 지분율을 규정함으로써 법적 규율의 일관성을 꾀할 수 있는 여지가 있다. 그러나 상호주식의 경우 가장자본의 문제와 지배구조의 왜곡 문제가 있는 반면 순환주식의 경우 지배구조의 왜곡 외에 경제력 집중의 문제가 크게 대두되고 있으므로 이를 동일한 관점에서 바라보기는 어렵다고 보인다.

한편 지분율 5%를 요건으로 하자는 방안은 5% 미만의 지분율은 너무 적어서 경제력 집중이나 지배구조 왜곡의 효력이 훨씬 적으므로 이를 규율할 필요성이 없다고 볼 수도 있다. 그러나 그 지분율이 매우 낮더라도 그 순환출자 구조에 소속되어 있지 않은 다른 특수관계인이나 계열사의 주식을 합하여 그 소유지분을 강화하기 위한 수단으로 이용될 수 있는 이상<sup>283)</sup> 적절한 방안으로 보기는 어렵다.

지분율 제한 없이 1주만 취득하여도 순환주식에 해당한다고 보는 입법례는 일반 순환주식에 대하여 규율하는 우리나라 공정거래법 규정 내용과 동일하여 우리에게 익숙한 규율내용에 해당할 뿐만 아니라 법적 규율의 실효성과 헌법상 최소침해의 원칙을 조화한 적절한 조치로 보인다.

② 한편 총수익스왑으로 순환주식을 실질적으로 보유하는 경우 모든 주식회사에 대하여 법적 규율을 가하는 방안에 대하여 지배구조 왜곡의 문제와 경제력 집중의 문제가 상장회사 또는 대규모 기업집단에

281) 적용범위의 문제는 규율요건과 관련이 있기도 하면서 한편으로 규율방법의 문제이기도 하므로 상호주식(규율요건에 적시)과 순환주식(규율방법에 적시)을 달리 기재하였다.

282) 순환출자 주식을 법적으로 규율하는 형태는 세계적으로 유례가 없고 우리나라에서 독자적으로 규율되는 제도이기는 하나 위 각 규율요건과 관련하여 우리나라의 제도가 어느 지점에 위치하였는지 지적하기 위하여 참고적으로 기재하여 두고, 이는 표3-2의 경우도 마찬가지로 한다.

283) 김건식·천경훈, 전계보고서, 71면



국한해서 나타나는 것은 아니므로 규율의 필요성이 아예 없다고 할 수는 없으나, 이는 규율 대상을 지나치게 확정하는 방안으로 총수익스왑 거래 활성화를 저해할 우려가 있으므로 적절한 방안으로 보이지는 않는다.<sup>284)</sup>

대규모기업집단에 속한 계열회사에만 이를 규율하는 방안과 관련하여 현재 대규모 상호출자 또는 순환출자가 대규모기업집단 내에서만 나타나고 있기는 하나 일부 코스닥 회사 등에서도 가장납입성 순환출자가 없지는 않는다고 한다.<sup>285)</sup> 다만, 순환주식으로 인한 문제는 대규모 기업집단에 속한 회사가 아니고서도 발생할 수 있고 대규모 기업집단의 경우 채무보증의 금지, 대규모 내부거래에 관한 이사회 공시 제도 등 다양한 구제수단이 존재하나 그 외의 회사의 경우 이러한 구제수단을 덜 갖추고 있는 점 등을 고려하여 보면 순환주식을 총수익스왑 약정 방식으로 취득하는 경우 그 규정의 적용범위를 대규모기업집단에 한정해야만 할 것인지 의문이 있을 수 있다.<sup>286)</sup>

상장회사의 경우에도 기업 규모가 상당히 크고, 다수의 주주가 존재할 뿐만 아니라 정보왜곡의 위험성이 크기 때문에 경제력 집중과 지배구조 왜곡으로 인한 피해의 가능성이 대규모기업집단 못지 않는다고 보인다<sup>287)</sup>. 따라서 장기적으로는 모든 상장회사에 대하여 총수익스왑을 규율하는 것이 적절한 조치로 보인다. 다만 일반 순환주식에 대한 관련 규정의 경우 대규모 기업집단에 한하여 적용하고 있고 총수익스왑에 따른 순환주식의 취득의 경우 법적, 경제적 실질이 일반 순환주식 취득과 동일하다는 점을 고려하여 본다면 일반 순환주식에 대한 기존 공정거래법 규정을 개정하지 않는 이상 한시적으로라도 대규모기업집단에 한하여 이를 규율하는 방안을 채택하는 것이 적절해 보인다.

(나) 둘째, 규율 방법과 관련한 방안을 제시하면 다음 표와 같다.

284) 김건식·천경훈, 전계보고서, 69면

285) 상개논문

286) 상개논문

287) 이 방안을 채택하는 경우 공정거래법이 아니라 자본시장법에 규정하는 것이 타당하다고 보인다.

[표3-2] 순환주식 규율방법

	의결권 제한	처분의무 부과	혼합형
지분 전체			우리나라 공정거래법 규정
지배력 상실할 정도에 한하는 방안			

① 처분의무를 부과하는 방안과 혼합형, 즉 의결권 제한과 처분명령을 병존하여 부과하는 방안은 모두 지배구조 왜곡 및 일반집중의 현상을 근본적으로 제거할 수 있을 뿐만 아니라 상법 및 공정거래법의 내용에 비추어 볼 때 입법적으로도 익숙하다고 볼 수 있다.<sup>288)</sup> 그러나 총수익스왑 거래로 순환주식을 취득함으로써 나타나는 지배구조의 왜곡 문제는 의결권의 제한으로 충분히 해결할 수 있고 의결권을 제한함으로써 실질적인 지배권을 저하시켜 경제력 집중의 문제도 어느 정도 해결할 수 있으므로 그 필요성에 비하여 상당히 과도한 조치로 보인다. 따라서 순환주식을 총수익스왑의 방식으로 취득한 경우 이를 의결권 제한으로 규율하는 것이 합당한 조치로 보인다. 다만 일반 순환주식 규정의 경우 의결권 제한과 처분명령을 병존하고 있고 총수익스왑에 따른 순환주식의 취득의 경우 법적, 경제적 실질이 일반 순환주식 취득과 동일하다는 점을 고려하여 본다면 일반 순환주식에 대한 기존 공정거래법 규정을 개정하지 않는 이상 일단은 혼합형 방식으로 규율하는 방안을 채택하기로 한다.

② 한편 총수익스왑의 방식으로 순환주식을 취득한 경우 지배력을 상실한 구간에 한하여 순환주식을 규율하도록 하는 방안은 일견상 순환주식 전부를 규율하는 것에 비하여 규율 목적을 달성하는데 있어 합리적인 방안으로 보이기는 하나 총수익스왑의 지급자의 명의로 개서되어 있는 지분과 수령자 회사의 계열사 등 특수관계인의 지분과 합하여 여전히 기업집단의 지배력을 유지하거나 강화할 수 있는 가능성이 있으므로 순환주식 전체의 지분에 대하여 규율하는 것이

288) 김건식·천경훈, 전계보고서, 66~67면

타당하다고 보인다.

## (2) 입법례의 제시

이에 따라 총수익스왑의 방식으로 순환주식을 처분한 경우에 대하여 규율 방안으로서 입법례를 제시한다면 다음과 같다.

첫째, 공정거래법상 상호출자 및 순환출자 규정을 개정하는 방법이다. 이는 두가지 경우로 나눌 수 있는데, 총수익스왑을 통한 간접적 형태의 주식보유를 금지하고 그 의결권도 제한하는 방법이 있고, 총수익스왑 거래 자체는 허용하되 의결권만 제한하는 방법이 있을 수 있다.

전자의 경우 상호출자의 금지를 규정하는 공정거래법 제9조 제1항, 제2항, 제3항 및 순환출자의 금지를 명시한 제9조의2 제1항 제1호, 제2호, 제3호의 '주식'을 각각 '주식 등'이라고 개정하고 공정거래법 시행령에 '자본시장법 제5조의 파생상품으로서 그 기초자산을 주식으로 한 경우'로 개정하는 것이다.

후자의 경우 의결권의 제한을 규정하는 공정거래법 제18조 규정에 '자본시장법 제5조의 파생상품으로서 그 기초자산을 주식으로 한 거래를 통하여 제2항<sup>289)</sup>의 적용을 부당하게 받지 않기 위한 행위로 인정되는 경우<sup>290)</sup>에는 해당 주식 전부에 대하여 의결권을 행사할 수 없다'는 내용의 규정을 추가하는 것이다.

둘째, 자본시장법을 개정하여 공정거래법 제9조 제1항, 제2항, 제3항 및 순환출자의 금지를 명시한 제9조의2 제1항 제1호, 제2호, 제3호의 규율 대상인 '주식'에 총수익스왑 등 장외파생상품에 관한 약정을 체결한 경우도 포함시켜 규율하는 방법이 있다. 이 또한 상호주식과 마찬가지로 자본시장법에서 규율되어 있는 총수익스왑 등 장외파생상품에 대한 규정을 공정거래법에 명시하는 경우 법률의

---

289) 공정거래법

제18조(시정조치의 이행확보)

② 제9조(상호출자의 금지 등), 제9조의2(순환출자의 금지)를 위반하여 상호출자, 순환출자를 한 주식에 대하여는 그 시정조치의 명령을 받은 날부터 범위반상태가 해소될 때까지 해당 주식 전부에 대하여 의결권을 행사할 수 없다.

290) 이 부분을 상호주식 및 아래에서 보듯이 단서에 규정하여 입증책임을 전환할 수 있다.

체계적합성에 맞지 않다는 지적이 있을 수 있기 때문이다. 따라서 이러한 경우 자본시장법 규정에 '공정거래법 제9조 및 제9조의2의 적용에 있어서는 이 법 제5조의 파생상품으로서 그 기초자산을 주식으로 한 경우 기초자산인 주식 외에 그 파생상품도 "주식"으로 본다'라는 내용을 추가할 수 있을 것이다.

셋째, 총수익스왑 등 장외파생상품을 일반적으로 규율할 수 있는 특별법을 입법하여 위에서 나온 상호주식과 함께 상호출자주식과 순환출자주식을 함께 규율하는 방안이다.

### (3) 주관적 요건의 추가

한편 이와 같이 자본시장법, 공정거래법 등 법률을 개정하여 총수익스왑 등에 대하여 규율하게 된다면 시장에서 총수익스왑의 활용성을 감소시키거나 정상적인 총수익스왑 거래를 저해하는 결과를 초래할 수 있으므로 '규정의 적용을 회피할 목적' 또는 '남용할 목적' 등과 같은 주관적인 요건을 추가하여 이를 엄격하게 심사하도록 하여야 할 것이다.

이러한 경우 '회피의 목적'을 어떠한 방식으로 법률에 규정할 것인지 문제된다. 총수익스왑 거래에 있어 반드시 관련 법령의 적용에 대한 회피의 목적으로만 이루어지는 것은 아니고 기업의 사업자금 조달의 목적 혹은 투자자가 주식 시가 상승의 이익만을 향유하기 위하여 이루어지는 경우도 많기 때문에 이를 걱정하게 구획하여 법적 규율을 회피하기 위한 목적으로 우회하는 형식으로 이루어지는 총수익스왑 거래를 효율적으로 제한하기 위하여 그 개념을 명확화하여야 한다. 생각건대, 규정 회피의 의미를 '당해 거래의 유일한 목적, 주된 목적 또는 여러 주된 목적들 중 하나가 규정 회피를 위한 거래'로 정의 내릴 수 있으므로 이를 입법에 있어 반영하여야 할 것이다.<sup>291)</sup> 또한 위 주관적 요건의 입증책임과 관련하여 통상적인 상호주식의 경우보다 요건을 추가한 형태이므로 그 입증책임을 전환하여 반대로 규정 회피의 목적이 없음을 입증하는 자가 입증하도록

---

291) 이석준, 전제논문, 87면

하여야 할 것이다.<sup>292)</sup>

#### 4. 소결론

주식 총수익스왑을 규율함에 있어 상법상 자기주식과 상호주식 및 공정거래법상 상호출자 및 순환출자의 대상이 되는 주식에 대하여 각각 서로 규정 취지와 법적 문제가 다르기 때문에 이를 감안하여 서로 다른 법적 규율을 가하여야 한다. 이러한 경우 보통의 자기주식, 상호주식, 순환주식의 경우와 그것이 주식 총수익스왑 거래의 방식으로 처분된 경우 각각의 문제점이 어느 정도 서로 부합한다고 보이므로 법적, 경제적 실질에 따라 동일한 수준의 법적 규율을 가하는 것이 바람직하다고 보인다.

---

292) 이석준, 전제논문, 87면

## 제 5 장 결 론

이 논문에서는 주식 총수익스왑 거래에서 나타나는 일반적 법률관계를 살펴보고 그것이 본래 내재되어 있는 위험 회피 또는 새로운 위험의 인수를 목적으로 한 것이 아니라 상법, 자본시장법, 공정거래법 등 관련 규정을 회피할 목적으로 활용될 수 있음을 확인할 수 있었다. 특히 해석론으로 실질적 소유의 법리에 따라 관련 법규를 회피할 목적으로 이루어지는 주식 총수익스왑 거래에 대하여 대응하는 것은 파생상품의 발전, 입증책임의 문제, 법원 및 규제기관의 소극적 태도 등으로 인하여 이를 적용하는데 상당한 한계가 노정되어 있음은 앞서 살펴본 바와 같다.

미국, EU 등 해외 국가에서는 정보공개 규정과 관련하여 주식 총수익스왑 거래에 대하여 주로 대응하고 있는데, 우리나라의 경우 공정거래법상 순환출자금지 등 전세계에서 유례를 찾아볼 수 없는 제도가 있고 이러한 법적 규율이 의결권 수를 기반으로 이루어지고 있고 실제로 이를 회피하기 위하여 주식 총수익스왑 거래를 남용하고 있어 그 문제가 심각하다고 볼 수 있다. 그럼에도 불구하고 관련 법령을 회피하기 위하여 주식 총수익스왑 거래의 외관을 활용하는 경우에 대하여 법원의 판례를 찾아보기 쉽지 않고 학계의 논의도 상당히 부족한 상황이다.<sup>293)</sup>

앞에서 다룬 현상 외에도 이론적으로는 상법, 자본시장법상 의결권 수에 기반을 둔 각종 규정과 은행법, 금융회사의 지배구조에 관한 법률, 상호저축은행법, 외국인투자촉진법 등 다양한 형식의 법률 규정을 회피하기 위하여 총수익스왑 거래를 활용할 수 있을 것으로 보이므로 앞으로

---

293) 상호주식에 관한 서울남부지방법원 2015. 6. 11. 선고 2014가합4256 판결 외에 총수익스왑에 대한 법적 규율 여부를 다룬 법원의 판결은 존재하지 않는다. 한편 1998년에 있었던 다이어몬드 펀드 사건(SK증권 주식회사 vs. JP모건, 이와 별개로 미국 판결은 있음)은 소송절차 중 화해로 종결되었다(이석준, 전제논문, 54면).

도 이에 대한 연구가 추가적으로 이루어져야 할 것으로 보인다.

## 참고문헌

### 1. 국내 문헌

#### 가. 단행본 및 논문

곽관훈, “벤처기업에 있어서의 주주간 계약 - 의결권 구속계약을 중심으로-”, 「상사법연구」 제22권 제1호, 한국상사법학회, 2003

김건식·정순섭, 「자본시장법」 제3판(두성사, 2013)

김건식·천경훈 "상법상 상호보유주식 의결권 제한의 개선방안 연구", 2012년도 법무부 연구용역과제 보고서, 서울대학교 금융법센터, 2012. 12.

김상규, “상호주 규제에 관한 연구”, 「법학논총」 제14집, 한양대학교 법학연구소, 1997. 10.

김수경, “공의결권(Empty Voting) 규제에 관한 소고-의결권 매수(Vote-buying)에 대한 미국판례법의 가능성을 중심으로-”, 「상사판례연구」 제24집 제1권, 한국상사판례학회, 2011

김순석, “미국의 배당규제와 자기주식 제도”, 「비교사법」 한국비교사법학회, 2006

김재광, “스왑(swap)거래의 과세상의 문제점”, 「국세월보」, 세우회,



2003

김지평, “주식에 대한 이해관계와 의결권의 분리에 대한 소고”, 「BF L」 제44호, 서울대학교금융법센터, 2010. 11.

노혁준, 김지평, “주식신탁의 활용방안 연구”, 서울대학교 금융법센터 (법무부 연구용역에 대한 보고서)

노혁준, "2015년 회사법판례", 「인권과 정의」 제456권, 대한변호사협회, 2016

박준, “파생금융거래를 둘러싼 법적 문제 개관”, 「파생금융거래와 법 (제1권)」 (소화, 2012)

변혜정, “파생금융상품에 대한 원천징수 방안에 관한 연구”, 「조세학술논집」 제28집 제1호, 한국국제조세협회, 2012

성희활, 국내 헤지펀드의 본격도입에 따른 규제체계 정비방향에 대한 고찰”, KRX Market, 제63호, 한국거래소, 2010

손주찬, “개정상법상의 주식상호보유에 대한 규제”, 「월간고시」 통권 제124호, 1984. 5.

송영복, “의결권의 행사 및 회사의 업무에 관한 주주간 계약 : 폐쇄회사를 중심으로”, 서울대학교 법학석사학위논문

송옥렬, 「상법강의」 제2판(홍문사, 2013)

오성근, “도드프랭크법 제정 후의 헤지펀드관련 규제의 변화”, 「증권법연구」 제12권, 한국증권법학회, 2011

유석호, “주식등의 대량보유상황보고 관련 법적 쟁점과 과제”, 「증권법연구」 제6권 제2호, 증권법학회, 2015. 12.

윤승한, “자본시장법 강의 - 자본시장과 금융투자업에 관한 법률 해설” (삼일인포마인, 2014)

윤정화, “공투표 관련 해외 동향”, 「CGS 리포트」 제17호, 한국기업지배구조원, 2012

이석준, “총수익스왑(TRS)에 관한 연구 - 상법상 상호주식 규제여부에 대한 서울남부지법 2015. 6. 11. 2014가합4256 판결을 중심으로”, 「상사판례연구」 제29권 제3호, 한국상사판례학회, 2016

이정두, “주식관련 장외파생거래의 제반 문제에 관한 연구 - 지배구조 왜곡 및 불공정거래와 규제방향을 중심으로”, 「증권법연구」 제17권 제1호, 증권법학회, 2016. 4.

이정두, “주식관련 장외파생거래의 제반 문제에 관한 연구 - TRS, CFD 악용사례 및 규제방향을 중심으로-”, 증권법학회 공동세미나, 2015. 11.

이철송, 「회사법강의」 제23판, 박영사(2015)

임영재 · 전성인, “기업집단의 순환출자: 시장규율과 감독규율의 역할”, 정책연구시리즈, KDI, 2009. 1.

정동윤 · 손주찬 대표편집, 「주석상법」 제3권(한국사법행정학회)

진대홍, "일본기업집단의 상호주식보유와 경제적 의미", 「재무관리연구」 제10권 제1호, 한국재무관리학회, 1993. 6.

천경훈, "주주간 계약의 실태와 법리 -투자촉진 수단으로서의 기능에 주목하여". 「상사판례연구」 제26권 제3호, 한국상사판례학회, 2013

최명근 외 4인, "기업 및 주주과세 개선방안", 한국경제연구원 보고서, 2001

최민용, "주식 등의 대량보유 의무의 재검토-의결권과 수익권의 분리 현상을 중심으로-", 「상사법연구」 제26권 제2호, 한국상사법학회, 2007

#### 나. 법원 판결 및 결정

대법원 2011. 4. 28. 선고 2009다23610 판결

대법원 2010. 3. 11. 선고 2007다51505 판결

대법원 2006. 10. 12. 2005다75729 판결

대법원 2003. 5. 16. 선고 2001다44109 판결

대법원 1998. 9. 8. 선고 96다45818 판결

수원지방법원 여주지원 2016. 8. 24. 선고 2014가합10051 판결

서울남부지방법원 2015. 6. 11. 선고 2014가합4256 판결

서울중앙지방법원 2012. 4. 13. 선고 2009가합46335 판결

서울고등법원 2015. 7. 16.자 2015라20503 결정

서울고등법원 2015. 7. 16.자 2015라20485 결정

서울중앙지방법원 2015. 7. 7.자 2015카합80597 결정

서울중앙지방법원 2015. 7. 1.자 2015카합80582 결정

서울중앙지방법원 2013. 7. 8.자 2012카합1487 결정

서울북부지방법원 2007. 10. 25.자 2007카합1082 결정

서울지방법원 2003. 10. 20.자 2003카합3224 결정

#### 다. 언론기사

매일경제, ‘검찰로 넘어간 엘리엇의 삼성물산 주식 파킹 의혹’ (2016. 2. 24.자)

매일경제, “ ‘지분보유 공시의무 위반’ 검찰조사 받는 ‘엘리엇’ 쟁점은’ ” (2016. 2. 29.자)

아시아경제, “현대엘리베이터, 현대상선 이슈 해소 . . . '불확실성 종료' “ (2016. 7. 20.자)

연합뉴스, '검찰수사 칼끝 겨눠진 삼성물산·제일모직 합병 결의서  
성사까지' (2016. 11. 23.자)

연합뉴스, '일본 상장사, 상호보유 주식 줄여. 보유비율 전후 최저'  
(2015. 7. 16.자)

인베스트조선, “총수익스왑, 기업 자금 조달 '뉴 트렌드'” (2016. 2.  
24.자)

Business Watch, “'벌써 2천억 썼지만'.. 현대엘리, 올해부터 4400  
억 '쓰나미' ” (2014. 1. 24.자)

Donga. com 뉴스, ‘현대車, 현대제철株 팔아 순환출자 해소’ , 인터  
넷기사 2016. 2. 26.자

KBS 뉴스, “28조 증발 ’ 도이치 옵션쇼크 ‘ 그 날 무슨 일  
이?” (2015. 9. 4.자)

MTN 머니투데이방송 기사, “검찰로 넘어간 , ‘5%룰 위반’ 처벌  
가능할까? 3대쟁점 해부” (2016. 2. 26.자)

News1, '공정위 "현대제철 주식매도, 진짜 순환출자 해소인지 검증"  
'(2016. 2. 23.자)

SBS CNBC, ‘현대제철-하이스코 합병 완료...오늘 통합법인 출범’  
(2015. 7. 1.자)

## 2. 외국 문헌

### 가. 미국 및 EU

Akin Gump: “Second Circuit Rules on Formation of Groups – No Decision on Total Return Swaps Confer Beneficial Ownership” , (July 27, 2011) Investment Funds Alert

Bebchuk and Robert J Jackson Jr, “The Law and Economics of Blockholder Disclosure” , Harvard Law and Economics Discussion Paper No. 702

Buryere. R. et al. "Credit Derivatives and structured credit—A guide for investors", John Wiley & Sons, Inc., 2006

Cristie Ford and Carol Liao, "Power without property, still: Unger, Berle, and the derivatives revolution", (2010) Seattle Universtiy Law Review Vol. 33:4

Daniel Bertaccini, "To Disclose or Not to Disclose? CSX Corp., Total Return Swaps, and Their Implications for Schedule 13d Filing Purposes” , (2009) 31 Card. L. Rev. 267

David Skeel, “Behind the Hedge”, LEGAL AFFAIRS, (Nov./Dec. 2005)

D. Zetsche, "Against Mandatory Disclosure of Economic-only Positions referenced to Shares of European Issuers - Twenty Arguments against the CCSR Proposal", (2010) 11 European Business Organization Law Review, 231

ESMA: Feedback statement: call for evidence on empty voting

Henry T.C. Hu & Bernard Black, "Hedge Funds, Insiders and Empty Voting: Decoupling of Economic and Voting Ownership in Public Companies", (2007) Journal of Corporate Finance, 343

IOSCO, "Regulation of Short Selling", (2008) Consultation Report 25

John D. Finnerty & Kishlaya Pathak, "A Review of Recent Derivatives Litigation", (2011) 16 FORDHAM J. CORP. & FIN. L. 84

Jonathan Cohen, "Negative Voting: Why It Destroys Shareholder Value and a Proposal to Prevent It", (2008) 45 HARV. J. ON LEGIS.

Jordan M. Barry, John William Hatfield, & Scott Duke Kominers, "On Derivatives Markets and Social Welfare: A Theory of Empty Voting and Hidden Ownership", Rock Center for Corporate Governance

at Stanford University Working Paper No. 122

Lartese Tiffith, "Hedge Fund Regulation: What The FSA Is Doing Right And Why The SEC Should Follow The FSA's Lead", 27 Nw. J. Int'l & Bus. 497

Luca Antonio Lo Po, "Cash-settled corporate equity derivatives. The relationship between disclosure rules and decoupling phenomena", Rivista dottrina e giurisprudenza commentata Estratto dal n. 07/2014

Mazars & Marccus Partners, "Transparency Directive Assessment Report – Prepared For The European Commission Interanl market And Services DG", (2009) Final Report

Michael C. Schouten, "The Case for Mandatory Ownership Disclosure", (2010) 15 Stanford Journal of Law, Business & Finance, 127

OECD, "Beneficial Ownership and Control: A Comparative Study Disclosure", Information and Enforcement (2012)

Pfizer, Inc., By-laws As Amended December 16, 2013

Proposal for a Directive of the European Parliament and of the Council amending Directive 2004/109/EC on the harmonisation of transparency requirements in relation to information about issuers whose securities are admitted to trading on a regulated



market and Commission Directive 2007/14/EC, dated 25 October 2011 accessed 12 October 2013.

Robert B. Thompson & Paul H. Edelman, "Corporate Voting", (2009) 62 VAND. L. REV. 158

Rock Center for Corporate Governance at Stanford and IRRC Institute, "Identifying the Legal Contours of the Separation of Economic Rights and Voting Rights in Publicly Held Corporations", (IRRC Institute, October 2010)

Shaun Martin and Frank Parnoy, "Encumbered Shares", (2005) University of Illinois Law Rev. 775

SIMMONS & SIMMONS, "Disclosure of share ownership in listed companies": an international legal survey

T. Baums and M. Sauter, "Anschleichen an Übernahmeziele mit Hilfe von Aktienderivaten" , (2009) ZHR 173

Views on the issue of transparency of holdings of cash settled derivatives, November 2009

Wolf-Georg Ringe, "Hedge Funds and Risk Decoupling", (2013) The Empty Voting Problem in the European Union, 36 Seattle U. L. Rev. 1027

## 나. 일본 문헌

岩谷賢伸 「エクイティ・スワップ`貸株取引を用いた議決権の取得と持分の隠蔽」 資本市場クォーターリー2007年夏号,

渡辺宏之, 『エクイティ・デリバティブを用いた「隠れた持分」の問題 ~ 欧州における動向を中心として~ 』 2009年7月22日

得津 晶, “株主による議決権行使の在り方に関する会社法上の論点”, 公益社団法人商事法務研究会(株主によ議決権行使の在り方に関する 会社法上の論点についての 調査研究報告書, 平成25年3月)

川島 いづみ, “エクイティ・デリバティブを介した ヒドゥン・オーナーシップ等に対する法規制 — 英米における開示規制の動向—”, 早稲田社会科学総合研究 第14巻第 1号(2013年7月)

## 다. 외국 판결 또는 결정

CSX Corp. v. Children's Inv. Fund Mgmt. (UK) LLP, 654 F.3d 276 C.A.2(N.Y.) (July 18, 2011)

CSX Corp. v. Children's Inv. Fund Mgmt. (UK) LLP, 562 F. Supp. 2d 511, S.D.N.Y., 2008 (June 11, 2008)

Speiser v. Baker, 525 A2d 1001, Del.Super. 1987

CSX Corp. v. Children's Inv. Fund Mgmt. (UK) LLP, 292 Fed.  
Appx. 133 2nd Cir.(N.Y.) (Sep. 15, 2008)

## Abstract

# A legal study on "Equity TRS"

- Focusd on legal matters and improvement plans associated with mandatory disclosure, treasury stock, mutual owned stock and circular investment

Sukjoon Lee

The graduate school of law

Seoul National University

Total return swap(TRS) is one of OTC derivatives in which one party(Total return payer) transfers financial gains and losses derived from an underlying asset like a share to other party(Total return receiver) and avoids various risks. We call Equity TRS, TRS of which underlying assets are shares.

A payer can be protected from market risks derived from shares by Equity TRS not selling shares directly. A receiver can receives all of financial gains and losses paying commissions worth of fiancial charges so makes effect as if he owns economic parts of shares not buying these.

In contrast, if Equity TRS is used not for avoding market risk or investing but for avoiding legal regulations, it is just used to abuse the TRS transaction.

In this study, we analyzed about various laws and regulations in regard to Equity TRS which market participants want to avoid and get to know whether we can still apply the laws and regulations to a receiver by regarding him as an beneficial owner of shares and to a payer who abuses voting rights without economic intetests. But law makers didn't forecast the Equity TRS when they made the existing regulations, so we can't easily prevent the investors from avoding the regulations evasively and we require new legal systems.

In this view. in Chapter 2 of this article, we studied a generality of Equity TRS, especially about whether TRS receiver is a beneficial owner of shares. As a result, we can't conclude rashly the receiver owning the shares beneficially, yet we have to judge individually gathering up the contract contents, certain legal regulations, and common practices of transaction. And we studied about a payer's abusing voting rights additionally.

In chapter 3, we go into the detail and get to know that the investors tend to avoid mandatory disclosure abusing TRS so we studied about the problems and whether to regulate it and the legal solutions. Ownership disclosure can inform share prices and thereby improve market efficiency and trust by creating transparency of the voting structure and of capital movement, but Equity TRS can reduces transparency of changes in the voting structure. so I think we have to block this attempt by developing theory of analysis or newly law-making. And the disclosure regeme is closely linked with abusing voting rights without financial gains and losses so we studied the problems and the legal solutions stemmed from a payer's using Equity TRS.

In chapter 4, we also get to know the investors can avoid legal restriction on owning treasury stocks and mutual owned stocks under the Korean commercial law and the prohibition of cross-shareholding and circular-shareholding under the Korean monopoly regulation and fair trade act with the way of abusing the TRS, so we studied about the problems and whether to regulate it by legal principle of "the company's own account" and the law-making. According this, it's possible that we can solve the fictitious-capital problem by mandatory disclosure but can not solve the problem of distorted corporate governance and centralization of economic power, so it is desirable to regulate this by restriction on exercising voings and so on. so I think we have to block this attempt by developing theory of analysis or newly law-making.

Key words : Equity Total return swap, Beneficial ownership, It's own account, Abusive act, Mandatory disclosure, Treasury stock, Mutual owned stock, Circular investment

Student number : 2009-21360