creative commons

COMMONS DEED

저작자표시 2.0 대한민국

이용자는 아래의 조건을 따르는 경우에 한하여 자유롭게

- 이 저작물을 복제, 배포, 전송, 전시, 공연 및 방송할 수 있습니다.
- 이차적 저작물을 작성할 수 있습니다.
- 이 저작물을 영리 목적으로 이용할 수 있습니다.

다음과 같은 조건을 따라야 합니다:

저작자표시. 귀하는 원저작자를 표시하여야 합니다.

- 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

dCollection

법학전문석사 학위논문

총수익률스왑(TRS)에 대한 법적 처리

2023년 2월

서울대학교 대학원

법학과

최 예 준

총수익률스왑(TRS)에 대한 법적 처리

지도교수 정 준 혁

이 논문을 법학전문석사 학위논문으로 제출함
2022년 11월

서울대학교 법학전문대학원
법학과
최 예 준

최예준의 법학전문석사 학위논문을 인준함
2023년 1월

위 원 장 정 순 섭 (인)

부위원장 송 옥 렬 (인)

위 원 정 준 혁 (인)

국문초록

최근 라임사태, 삼성물산-제일모직 합병 등 사회적 논란을 일으킨 일련의 사건들에서 파생금융상품인 총수익스왑(Total Return Swap; 이하 'TRS'라고 한다)이 문제되었다. TRS가 의도적으로 법적 외형(소유권 이전)과 경제적 실질(의결권 행사)을 분리하는 금융상품인만큼, 양자의 결합을 고려해두고 설계된 기존 제도들은 주식의 완전성을 전제로 하지 않는 TRS에 그대로 적용되기 어렵다. 이 때문에 대량보유보고제도, 상호주 의결권 제한, 상호·순환출자 제한, 신용공여 제한 등 각종 규제의 적용과 회피와 관련하여 TRS에 관한 다양한 법적 쟁점이 발생하고 있다.

우선 대량보유보고제도와 관련하여, 현재 우리나라에서는 (i) 현금결제형 TRS나 최초 약정은 현금결제형으로 했지만 당사자 요구에 따라 현물결제형으로 변경하는 것이 가능하거나, (ii) 명시적 의결권 위임약정은 없지만 거래관계에 따라 총수익수취인이 의결권 행사에 '사실상 영향력'을 행사할 수 있거나, (iii) 기초자산에 대한 콜옵션 약정 없이 체결되는 TRS에 관하여는 공시의무가 부과되지 않는다. 이러한 규제 공백 때문에 자본시장의 투명성과 효율성이 저해되는 문제가 발생하고 있는데, 이를 해결하기 위하여 본 논문에서는 유럽과 미국의 입법례를 참조하여 자본시장법 시행령 제142조의 '보유' 개념에 TRS 계약과 관련된 부분을 추가하는 방법의 입법을 제안한다.

상법상 상호주 제한규제와 및 공정거래법상 상호·순환출자 제한규제에도 TRS에 관한 규제공백이 존재한다. 현재 법원은 주식을 취득하는 경우와 달리 TRS를 통하여 주식에 대한 경제적 이해관계만 취득하는 경우 상호주의 의결권 제한규제와 상호·순환출자 제한규제를 적용하지 않는다. 이는 법원이 해당 규정들에 '자기계산의 법리'를 적용하면서 TRS의 특수성 및 거래관행을 충분히 고려하지 못한 것으로 생각된다. 본 논문에서는 TRS의 특성을 고려하여 총수익수취인이 기초자산인 주식에 대한 모든 경제적 이해관계를 보유하는 경우 총수익수취인이 자기의 계산으로 주식을 보유하는 것이라고 해석할 수 있는 합리적인 해석기준을 제시한다.

현재 신용공여 관련 회사법 및 공정거래법상 규제들(특수관계인에 대

한 부당지원행위 및 부당이익 제공행위 규제, 상법상 이해관계자에 대한 신용공여 규제 등)은 일정한 경우에 TRS에도 적용될 수 있고, 법원 또한 이렇게 해석하고 있는데 이는 합리적인 해석으로 보인다. 상장회사가 주요주주 등 이해관계자에게 신용공여 하는 것을 일반적으로 금지하는 상법 제542조의9는 상법 및 자본시장법 시행령 명문에 따라 TRS에도 적용될 수 있고, 특수관계인에 대한 부당지원행위 및 부당이익 제공행위를 금지하는 행위 또한 공정거래법의 해석상 TRS에 적용될 수 있다. 다만 공정거래법상 규정을 적용할 때에는 거래의 목적과 내용 등을 보다 구체적으로 고려할 필요가 있다.

주요어 : 총수익률스왑, TRS, 디커플링, 공의결권, 은닉소유권, 대량보유보고제도, 상호주, 순환출자, 신용공여
학 번 : 2020-20060

목 차

제 1 장 서론 ····· 1

제 2 장 총수익률스왑의 의의 및 특징 ····· 4

제 1 절 의의 ····· 4

1. 개념 ····· 4
2. 거래구조 ····· 5

제 2 절 특징 ····· 8

1. 의결권과 경제적 이해관계의 분리 ····· 8
2. 은닉소유권・공의결권 ····· 9

제 3 장 활용 사례 및 법적 문제 ····· 11

제 1 절 의결권 및 지배권 확보 ····· 11

1. TRS를 통한 의결권 확보 ····· 11
2. TRS를 통한 상호・순환출자 해소 ····· 13
3. 관련 법적 문제 ····· 16
4. 현대엘리베이터 사례 ····· 22
5. 엘리엇 사례 ····· 28
6. 아시아나항공 사례 ····· 30

제 2 절 계열회사 신용지원 ····· 34

1. TRS를 통한 계열회사 신용지원 방법 ····· 34
2. 관련 법적 문제 ····· 35
3. 두산건설 사례 ····· 37
4. 효성그룹 사례 ····· 38

제 3 절 자금조달 ····· 40

1. TRS를 통한 자금조달 방법 ····· 40
2. SK실트론 사례 ····· 41
3. 관련 법적 문제 ····· 42

제 4 장 법적 문제에 대한 해결 및 제안 ····· 44
제 1 절 지분공시제도에 대한 검토 ····· 44
1. 정보공개제도에 대한 개관 ····· 44
2. 현행 자본시장법상 정보공개제도 ····· 51
3. 현행 자본시장법상 공시규제의 규제 공백 ····· 52
4. 외국의 입법례 및 대응조치 ····· 54
5. 입법론적 제안 ····· 65
제 2 절 자기계산 법리의 적용 ····· 71
1. 자기계산 법리의 작용국면 ····· 71
2. 상호주 의결권 제한규정과 자기계산 법리의 해석 ····· 72
3. 상호·순환출자 제한규정과 자기계산 법리의 해석 ····· 78
제 3 절 신용공여 기능에 대한 제재 ····· 81
1. TRS와 신용공여 규제 ····· 81
2. 상법상 신용공여 규제 ····· 82
3. 공정거래법상 신용공여 규제 ····· 83

제 5 장 결론 ····· 86

참고문헌 ····· 87

제 1 장 서론

최근 라임사태, 삼성물산-제일모직 합병 등 사회적 논란을 일으킨 일련의 사건들에서 파생금융상품인 총수익스왑(Total Return Swap; 이하 'TRS'라고 한다)이 문제되었다. TRS가 의도적으로 법적 외형(소유권 이전)과 경제적 실질(의결권 행사)을 분리하는 금융상품인만큼, 양자의 결합을 고려해두고 설계된 기존 제도들의 적용과 우회가 문제되고 있다. 본 논문에서는 TRS와 관련하여 대량보유보고제도, 상호주 의결권 제한, 상호·순환출자 등의 규제를 적용하는 일응의 기준을 마련하고, 실효성 규제가 이루어지면서도 경제주체를 지나치게 제약하지 않는 법적 해석 및 입법례를 제안하고자 한다.

본 논문에서는 우선 TRS의 정의와 특징을 살펴본다. TRS는 기초자산에 대한 법적 소유권을 보유한 총수익지급인(TRS payer)이 약정된 수수료를 수령하는 대가로 총수익수취인(TRS receiver)에게 기초자산에서 발생하는 특정 위험과 보상을 이전하는 일련의 거래를 통칭한다. TRS의 가장 큰 특징은 소유권(경제적 이해관계)와 의결권을 분리시키는 디커플링(decoupling) 현상을 야기한다는 것이다. 이로 인해 의결권보다 더 많은 경제적 이해관계를 갖는 은닉소유권(hidden ownership)과 경제적 이해관계보다 더 많은 의결권을 갖는 공의결권(empty voting) 상황이 발생하는데, 이 두 상황에서 주식의 완전성을 전제한 대부분의 회사법상 규제들의 적용이 문제된다.

다음으로 본 논문에서는 TRS의 활용현황을 활용목적에 따라 분류하고, 이와 관련하여 발생하는 법적 문제들을 분류한다. TRS는 의결권 확보, 상호·순환출자 해소, 계열회사 신용지원, 자금조달, 자산유동화 등 다양한 목적으로 활용되고 있다. 각각의 목적에 따라 TRS는 대량보유보고제도 및 상호·순환출자규제 우회, 상호주의 의결권 제한규제 및 계열회사 신용공여 금지규제 적용 여부, 이사의 선관주의의무 위반 등이 문제된다. 이를 보다 구체적으로 살펴보기 위해 실제 사례로 엘리엇 사례, 아시아나항공 사례, 현대엘리베이터 사례, 두산건설 사례 등을 분석한다.

이상의 분석을 바탕으로 하여 마지막으로 본 논문에서는 TRS와 관련한 입법례와 해석례를 제안하고자 한다. 우선 대량보유보고제도와 관련하여, 현재 우리나라에서는 (i) 명시적인 의결권 위임약정이 있거나, (ii) 현물정산을 계약조건으로 하고 있거나, (iii) 총수익수취인에게 기초자산에 대한 주식매수선택권(call option)이 부여된 TRS 계약에 한하여 대량보유보고의무가 적용된다. 하지만 이러한 규제를 의식하여 시장에서 체결되는 대부분의 TRS는 (i) 현금결제형 TRS나 최초 약정은 현금결제형으로 했지만 당사자 요구에 따라 현물결제형으로 변경하는 것이 가능하도록, (ii) 명시적 의결권 위임약정은 없지만 거래관계에 따라 총수익수취인이 의결권 행사에 '사실상 영향력'을 행사할 수 있도록, (iii) 기초자산에 대한 콜옵션 약정 없이 체결되고 있다. 이러한 규제 공백을 해결하기 위하여 본 논문에서는 유럽과 미국의 입법례를 참조하여 자본시장법 시행령 제142조의 '보유' 개념에 TRS 계약과 관련된 부분을 추가하는 방법의 입법을 제안하고자 한다.

현재 법원의 해석에 의하면 주식을 취득하는 경우와 달리 TRS 계약을 통해 주식의 이해관계만을 취득하는 경우 상호주의 의결권 제한규제와 상호·순환출자 제한규제가 적용되지 않는다. 이는 법원이 TRS에 자기계산의 법리를 적용하면서 총수익수취인이 주식에 대한 모든 이해관계를 보유하는 경우에도 '자기의 계산으로' 주식을 보유하는 것이 아니라 해석하였기 때문이다. 법원은 그 근거로 TRS 약정에 콜옵션이 포함되지 않는 경우 TRS 계약기간 만료 후 총수익지급인에게 기초자산이 귀속된다는 점, 계약종료 후 기초자산의 가격 변동에 따른 손익이 총수익지급인에게 지급된다는 점 등을 들었다. 그러나 이러한 법원의 근거는 합리적이지 않으며, 본 논문에서는 이보다 합리적인 해석기준을 제시하고자 한다.

또한 신용공여 관련 회사법 및 공정거래법상 규제들(특수관계인에 대한 부당지원행위 및 부당이익 제공행위 규제, 상법상 이해관계자에 대한 신용공여 규제 등)은 일정한 경우에 법원의 해석에 따라 TRS에도 적용되고 있는데, 이를 검토하고자 한다. 신용공여 규제들은 간접거래에도 적

용되고 대부분의 규제에 상세한 규정이 있어 이들 규제의 합리적 해석을 통해 TRS를 규율할 수 있는 것으로 보인다.

제 2 장 총수익률스왑의 의의 및 기능

제 1 절 의의

1. 개념

선행연구를 살펴보면 TRS에 대한 정의는 해당 연구가 기반하고 있는 특정 사례나 거래구조에 따라 다소간 차이가 있다. 정순섭(2017)은 TRS가 신용파생상품의 하나인 점에 주목하여 TRS를 대출채권이나 증권, 그 밖의 기초자산에서 발생하는 실제현금흐름과 사전에 약정된 확정현금흐름을 교환하는 거래로 정의하였다. 이한상(2017), 정일묵(2016) 등은 TRS를 신용부도스왑(Credit Default Swap, 이하 'CDS'라고 한다)과 비교하며 TRS는 수수료를 지급하는 대가로 특정 실체의 신용위험을 이전하는 CDS와 달리 그 대가로 특정 실체에 대한 청구권에서 파생하는 모든 수익과 손실을 이전하는 파생상품이라고 기술하였다. 이외에 TRS를 그 핵심속성에 기반하여 정의하는 연구도 다수 있는데, 이정두(2015)는 소유권과 의결권의 분리를, 임정하(2017)는 경제적 이해관계와 의결권의 분리를 바탕으로 TRS를 설명하였다.

하지만 이처럼 특정 사례나 거래구조에 주목하는 TRS의 정의는 다양한 목적에 맞게 개별적으로 설계되고 있는 TRS를 포괄적으로 설명하기에 부족하다. 기업들이 TRS를 점점 더 적극적으로 활용하게 되면서 색다른 유형과 구조의 TRS가 등장하였기 때문이다. 가령 TRS 중에는 기초자산과 관계된 모든 보상과 위험을 이전하지 않고 약정된 특정 위험과 보상을 이전하는 TRS도 있다.[1] 또한 최근에는 기초자산이 주식이나 채권과 같은 금융자산이 아닌 실물자산인 TRS도 자주 활용되고 있다.[2]

---

1) 머니투데이 2015. 5. 21.자 "롯데 KT렌탈 인수금융 2%대 3100억 TRS 조달" 참조.

따라서 선행연구나 판례의 TRS에 대한 정의는 오늘날 사용되는 TRS 계약들을 포괄하는 정의라고 하기 어렵다.

이처럼 TRS는 포괄적인 하나의 정의를 설정하는 것이 어려운데, 따라서 본 논문에서는 의결권과 현금흐름의 분리에서 발생하는 법률문제를 검토하고자 하는 연구목적에 맞게 TRS를 총수익지급인이 약정된 수수료를 수령하는 대가로 총수익수취익에게 기초자산과 관련하여 약정된 특정 위험과 보상을 이전하는 거래로 정의한다. 여기서 이전되는 위험 및 보상은 통상 기초자산과 관련된 현금흐름으로, 기초자산이 주식을 비롯한 지분증권일 때 의궐권과 경제적 손익의 귀속 주체가 분리되는 현상이 발생한다. 이러한 정의는 '소유권과 의결권의 분리', '경제적 이해관계와 의결권의 분리'와 같은 TRS의 특징들을 모두 함축할 수 있다.

2. 거래구조

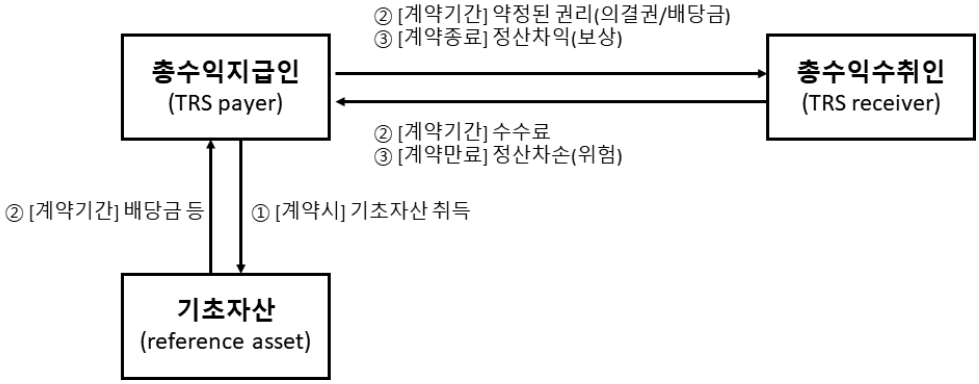
TRS의 일반적인 거래구조는 [그림 2-1]과 같다. 우선 [그림 2-1]에서 기초자산은 주식이나 그 밖의 지분증권인 경우가 가장 흔하지만, 앞서 언급한 바와 같이 대출채권과 같은 채무증권이 되기도 하고 금융자산이 아닌 실물자산이 되기도 한다. TRS 계약 체결 당시 총수익지급인은 통상 기초자산에 대한 소유권을 보유하고 있다(①). 만약 총수익지급인이 계약 체결 전에 이미 기초자산을 보유하고 있지 않았던 경우라면 계약 체결 당시 자신의 자금으로 기초자산을 취득하게 된다. 이때 총수익지급인이 총수익수취인이 계약 체결 전에 보유하고 있던 기초자산을 매입하는 동시에 TRS 계약을 체결하는 경우도[3] 다수 존재한다.

TRS 계약기간 중에는 총수익수취인이 의결권, 배당권 등 기초자산에 관하여 약정된 권리를 행사하고, 그 대가로 총수익지급인에게 약정된 수수료를 지급한다(②). 이때 수수료는 통상 고정된 현금흐름이지만, 경우에 따라서는 일정한 조건에 따라 변동하기도 한다.[4] TRS 계약 만료 시

2) 더벨 2017. 4. 4.자 "파인스트리트, LPG충전소 '부동산대출+TRS'" 참조.
3) 총수익수취인이 순환출자 규제, 상호주 제한 등을 회피할 목적으로 기존에 보유하던 계열사 지분을 처분할 때 이러한 방식이 많이 활용된다.

에는 기초자산의 시장가치 변동에 따른 정산절차가 이루어진다(③). TRS 계약 체결 시점과 비교하여 계약 만료 시 기초자산의 시장가치가 증가한 경우 총수익지급인이 총수익수취인에게 그 증가액을 지급하고, 기초자산의 시장가치가 하락한 경우 반대로 총수익수취인이 총수익지급인에게 그 감소액을 지급한다. TRS 계약이 종료하면 총수익지급인이 계속하여 기초자산의 소유권을 보유하는 경우도 있으나, 보통의 경우 제3자 혹은 총수익수취인에게 기초자산을 매각한다.

[그림 2-1]



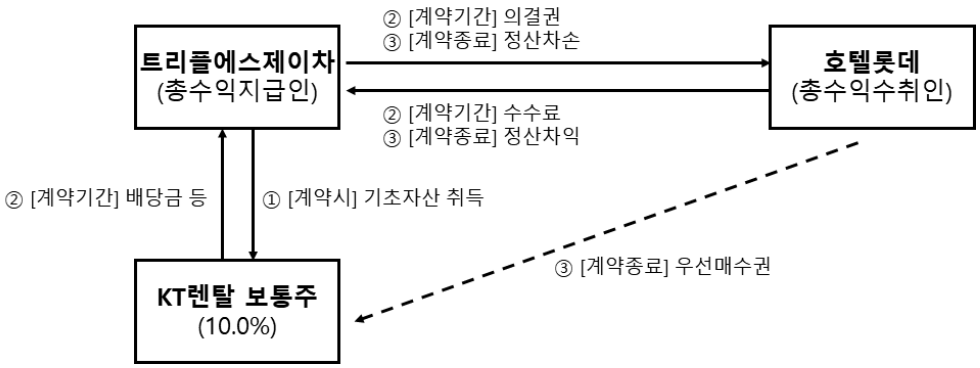
이러한 거래구조에 따라 TRS 계약을 체결한 총수익지급인은 기초자산 담보부 채권자, 총수익수취인은 기초자산의 소유자와 같은 경제적 효과를 누리게 된다. 총수익지급인은 기초자산 취득에 필요한 자금을 계약 체결 시 투입하는 대가로(총수익수취인에게 대여해주는 대가로) 계약기간 동안 약정된 수수료(일종의 이자수익)를 받으므로 실질적으로 기초자산으로 담보된 대출의 채권자라 할 수 있다. 총수익수취인의 경우 기초자산 취득금액을 부담하지 않으면서 계약기간 동안 기초자산과 관련된 일정한 권리를 행사하고 기초자산의 가격변동위험을 이전받으므로 그 경제적 실질이 기초자산의 소유자와 같게 된다.

4) 예를 들어, LIBOR를 기반으로 한 변동금리를 수수료율로 약정하기도 한다.

2015년 호텔롯데와 트리플에스제이차가 체결한 TRS 계약은 이러한 전형적인 TRS의 거래구조를 잘 보여준다. TRS 계약 체결 당시 롯데그룹은 렌터카 시장 선두업체로 각광받던 KT렌탈을 인수하고자 하였다. 다만 롯데그룹은 KT렌탈 지분 100%를 인수하기 위한 자금은 조달하기 어려워 지분 50%는 계열사가 직접 KT렌탈 지분을 취득하고, 나머지 50% 지분은 트리플에스제이차를 비롯한 재무적투자자로 하여금 취득하게 하고 이들과 TRS 계약을 체결하는 방식으로 KT렌탈을 인수하였다.

이때 호텔롯데와 트리플에스제이차가 체결한 TRS의 거래구조는 [그림 2-2]와 같다. ① 계약체결 당시 트리플에스제이차는 자기자본을 활용하여 KT렌탈 주식 10%를 인수하였다. ② 계약기간(2015. 5. 28. ~ 2020. 6. 3.) 동안 트리플에스제이차는 KT렌탈에 대한 배당수취권을 보유하였으며, 추가적으로 호텔롯데로부터 KT렌탈 주식 매입대금의 2.78%를 매년 수수료로 지급받았다. 그 대가로 호텔롯데는 트리플에스제이차가 보유한 KT렌탈의 의결권을 행사하였다. ③ 계약종료 후에는 TRS 계약에 따라 KT렌탈 주식가치 하락에 따른 트리플에스제이차의 손실을 호텔롯데가 보전해주었다. 추가로 호텔롯데는 계약종료 시점에 우선매수권을 행사하여 총수익지급인인 트리플에스제이차가 보유하고 있던 KT렌탈 주식을 전량 매수하였다.

[그림 2-2]



제 2 절 특징

1. 의결권과 경제적 이해관계의 분리

최근 국내에서 주식 등 지분증권을 기초자산으로 하는 TRS가 많이 활용되고 있는데, 이러한 TRS의 가장 큰 특징은 주식의 의결권과 경제적 이해관계가 분리되는 디커플링(decoupling) 효과이다.[5] 즉 TRS를 체결하는 경우 보통 의결권은 총수익지급인에게, 주식 가격변동에 따른 경제적 이해관계는 총수익수취인에게 귀속되어 둘의 귀속주체가 분리된다. 실제로 TRS가 많이 활용되는 이유 중 하나는 이러한 디커플링 효과 덕분에 TRS가 목적에 따라 주식에 대한 의결권 혹은 경제적 이해관계 중 한 가지만 보유하기를 원하는 투자자들과 기업의 수요를 충족해주기 때문이다.

하지만 TRS의 이러한 디커플링 효과는 주식회사 설립의 기본적 근간인 주식의 완전성 개념을 뒤흔든다.[6] 주주는 회사의 재산에 대한 잔여청구권자로(residual claimnant), 회사 이익 중 채권자를 비롯한 이해관계인이 자신의 몫을 가져간 후 남은 몫은 주주들에게 귀속된다. 결국 주주는 회사와 일정 부분 경제적 이해관계가 일치하게 되고, 이 때문에 주주가 의결권을 행사하는 것이 정당화된다. 하지만 TRS의 디커플링 효과는 주주가 반드시 회사와 일치하는 경제적 이해관계를 갖지 않도록 하고, 따라서 주주가 반드시 회사의 이익에 부합하게 의결권을 행사할 것이라는 전제가 성립하지 않게 된다.

그리고 이러한 TRS의 특징은 여러 법적 문제를 가져온다. 회사법상 주요 원칙은 주식의 완전성을 기본전제로 하고 있는데, 이에 기초하여

---

5) 임정하. "총수익률스왑과 의결권 행사-회사법, 공정거래법 및 자본시장법 문제를 중심으로." BFL 83 (2017): 18-40.

6) Hu, Henry TC. "Financial innovation and governance mechanisms: The evolution of decoupling and transparency." The Business Lawyer (2015): 347-405.

회사법, 독점규제 및 공정거래에 관한 법률(이하 '공정거래법'이라고 한다), 자본시장과 금융투자업에 관한 법률(이하 '자본시장법'이라고 한다)상 규제들이 규정되었는데, TRS는 주식의 완전성을 전제로 하지 않아 이러한 규제들이 그대로 적용되기 어렵기 때문이다. 특히 공시의무, 상호·순환출자 해소, 상호주, 신용공여와 관련하여는 아직까지 법리가 명확하게 확립되지 않아 TRS가 이들 규제를 회피하기 위하여 활용될 우려가 제기되고 있다.

2. 은닉소유권·공의결권

디커플링 효과의 연장선에서, TRS는 은닉소유권·공의결권 현상을 야기한다는 특징이 있다. 주식에 대한 전통적인 개념은 1주1의결권을 주요원칙으로 한다. 1주1의결권 원칙 아래에서 주식회사의 주주는 주식에 대하여 가진 경제적 이해관계에 따라 그에 비례하여 의결권을 가졌다. 하지만 이러한 전통적인 1주1의결권 원칙은 TRS를 비롯한 파생금융상품의 등장 및 그로 인한 디커플링 효과에 의하여 더는 유효하지 않게 된다.[7]

디커플링으로 인해 은닉소유권(hidden ownership)과 공의결권(empty voting)이라는 1주1의결권과 배치되는 두 가지 새로운 개념이 등장하였기 때문이다.[8] 은닉소유권이란 의결권보다 더 많은 경제적 이해관계를 가지는 상황을 말하고, 반대로 공의결권은 경제적 이해관계보다 더 많은 의결권을 가지는 상황을 말한다. 파생금융상품 등을 통하여 주식을 매수할 권리를 확보한 경우, 의결권 위임약정을 통해 주식에 대한 경제적 이해관계 없이 의결권만 확보한 경우 등이 은닉소유권을 가진 상황에 해당한다. 반면에 파생금융상품 등을 통하여 주식보유에 따른 시장위험을 완전히 헤지한 경우, 의결권을 타인에게 명시적으로 양도한 경우 등이 공의결권을 가진 상황에 해당한다.

---

7) Martin, Shaun, and Frank Partnoy. "Encumbered shares." U. Ill. L. Rev. (2005): 775.

8) Hu, Henry TC, and Bernard Black. "The new vote buying: Empty voting and hidden (morphable) ownership." S. Cal. L. Rev. 79 (2005): 811.

주식을 기초자산으로 하는 TRS를 체결하면 주식의 의결권과 경제적 이해관계를 분리하는 TRS의 특성상 은닉소유권과 공의결권 상황이 발생할 수 있다. 보통 주식을 기초자산으로 하는 TRS에서 계약기간 동안 의결권은 총수익지급인이 행사하되, 기초자산의 가격변동에 따른 경제적 손인은 총수익수취인에게 귀속되도록 약정하는 경우가 많다. 따라서 총수익지급인은 경제적 이해관계 없이 의결권만을 행사하게 되어 공의결권을 가지게 되고, 총수익수취인은 반대로 의결권 없이 경제적 이해관계만을 갖게 되어 은닉소유권을 가지게 된다. 이러한 TRS의 특성 때문에 주주의 의결권 행사의 이익과 경제적 이익이 서로 일치한다는 사실을 전제[9]로 하는 다수의 회사법상 규제들을 TRS에 그대로 적용할 수 없는 문제가 발생하게 되고, 특히 의결관 및 지배권을 기준으로 하는 여러 규제들을 TRS를 통하여 우회할 수 있어 이 점이 문제가 되고 있다.

9) Waddell, Chris W., et al. "Identifying the legal contours of the separation of economic rights and voting rights in publicly held corporations." Rock Center for Corporate Governance at Stanford University Working Paper 90 (2010).

제 3 장 총수익률스왑의 활용목적 및 법적 문제

TRS는 파생상품으로서의 구조적·기능적 유연성 때문에 다양한 목적으로 활용되고 있다. 계약당사자들은 원하는 목적에 맞게 계약의 기초자산, 이전할 위험과 보상, 계약종료 시의 자산의 처분 등을 정하여 TRS 계약을 설계할 수 있기 때문이다. 실제로 국내에서 TRS는 전통적인 기능인 헤지뿐만 아니라 의결권 확보, 상호·순환출자 해소, 계열회사 신용지원, 자금조달 등 다양한 목적으로 이용되고 있다.

제 1 절 의결권 확보

1. TRS를 통한 의결권 확보

가. TRS 활용 이유

TRS 계약은 경영권 분쟁 상황 및 주요안건에 관한 주주총회 표 대결에서 의결권을 확보할 목적으로 활용된다. 의결권 확보를 원하는 분쟁 주체와 재무적 투자자는 서로 다른 수요를 갖는다. 분쟁 주체는 의결권 확보를 위해 주식취득자금을 조달하기를 원하고, 재무적 투자자는 주식취득에 따른 가격변동위험을 통제하기를 원한다. 이들의 충돌하는 수요는 전통적인 주식을 거래하는 방식으로는 충족시킬 수 없어 TRS가 활용된다. TRS는 주식의 의결권과 경제적 이해관계를 분리하는 디커플링 기능을 갖는데, 이러한 기능 덕분에 TRS는 분쟁 주체와 재무적 투자자의 상반되는 수요를 동시에 충족시킬 수 있기 때문이다. 보다 구체적으로는 아래와 같은 두 가지 이유로 TRS가 활용된다.

첫째, TRS는 주식의 취득자금 없이 의결권을 확보할 수 있게 해준다. 즉 분쟁 상황에서 자금이 부족한 분쟁 주체는 자금을 대여해줄 재무적 투자자와 주식을 기초자산으로 하는 TRS 계약을 체결하여 필요한 의결

권을 확보할 수 있다. 이 경우 최초의 주식취득 자금은 재무적 투자자(총수익지급인)가 부담하게 되고, 재무적 투자자는 분쟁 주체(총수익수취인)로부터 일정한 수수료를 받게 된다. 이때 주식을 취득하는 재무적 투자자는 일종의 백기사로, 분쟁 상황에서 분쟁 주체를 위해 우호지분을 확보하는 역할을 한다고 볼 수 있다.

둘째, TRS는 회사법, 공정거래법, 자본시장법상 관련 규제를 적용받지 않고 의결권을 확보할 수 있게 해준다. 해당 법 규정들은 대부분 주식의 '완전성(integrity)'을 기본전제로 하고 있어 법적 형식과 실질이 분리되도록 구조설계가 가능한 TRS를 활용하면 얼마든지 이들 규제를 우회할 수 있다. 따라서 경영권 분쟁 상황에서 의결권을 확보해야 하나 이들 규제 때문에 확보할 수 없는 분쟁 주체는 TRS를 활용할 유인을 가진다.

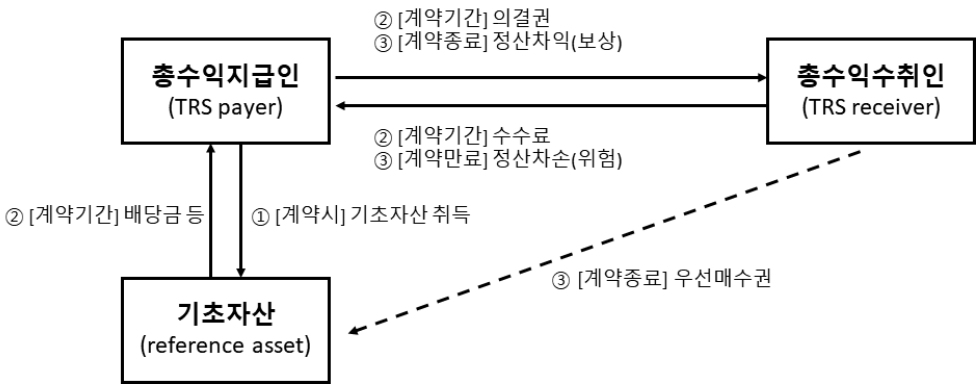
즉 TRS는 경영권 분쟁 상황 혹은 주주총회 표 대결 상황에서 자금조달 또는 규제회피를 위하여 활용되고 있다. TRS가 갖는 이러한 기능 때문에 분쟁 주체는 전통적인 방법인 주식취득 대신 TRS계약 체결을 선호하게 된다. 다만 경영권 방어 목적 또는 주주총회 표 대결 승리 목적의 TRS는 아래에서 살펴보는 바와 같이 특수관계인 거래, 이사의 책임 등 복잡한 법적 문제를 수반한다.

나. TRS를 통한 의결권 확보 방법

의결권 확보 목적으로 TRS가 활용되는 경우 거래구조는 [그림 3-1]과 같다. 여기서 총수익수취인은 의결권을 확보하고자 하는 분쟁 주체가 되고, 총수익지급인은 의결권 행사에 관심 없는 재무적 투자자가 된다. 우선 ① 재무적 투자자는 TRS 계약을 체결하면서 동시에 그 기초자산인 주식을 취득한다. ② 계약기간 동안 분쟁 주체는 재무적 투자자에게 일정한 수수료를 지급하고, 그 대가로 실질적으로 기초자산의 의결권을 행사한다. 이때 명시적으로 재무적 투자자가 분쟁 주체에게 우호적인 방향으로 의결권을 행사한다는 계약조항을 삽입하는 때도 있지만, 자본시

장법상 공시규제를[10] 고려하여 이러한 약정을 하지 않는 것이 일반적이다. 이러한 약정이 없다고 하더라도 의결권 행사에 관심 없는 재무적 투자자는 통상 분쟁 주체에게 우호적인 방향으로 의결권을 행사해 분쟁 주체는 '실질적 의결권'을 갖는다. ③ 계약기간이 만료하면 재무적 투자자와 분쟁 주체는 기초자산의 가격변동에 따른 차액을 정산한다. 계약기간 만료 후에는 분쟁 주체가 기초자산인 주식에 대해 우선매수권을 갖는 경우가 많다.

[그림 3-1]



2. TRS를 통한 상호·순환출자 해소

가. 공정거래법상 상호·순환출자 규제

공정거래법은 상호출자제한 기업집단[11] 소속 계열회사 간에 주식을 취득 또는 소유하는 것을 원칙적으로 금지한다(제22조 제1항 본문). 다

10) 자본시장법 제147조
11) 상호출자제한 기업집단은 특정 기업집단에 속하는 국내회사들의 자산총액의 합계액이 대한민국 국내총생산액의 1천분의 5에 해당하는 금액 이상인 기업집단을 말한다(공정거래법 제31조 제1항, 공정거래법 시행령 제38조 제2항)

만 공정거래법은 일정한 경우[12] 예외적으로 계열출자를 허용하고 있는데, 이러한 경우에도 해당 주식을 취득한 날로부터 일정한 기간(6개월/1년/3년) 내에 그 주식을 처분하도록 규정하고 있다(제22조 제2항). 나아가 공정거래법은 회사가 위 규정을 위반하여 계열출자를 했다면 그 계열출자 대상회사 주식에 대하여 의결권을 행사할 수 없도록 한다(제23조)

상호·순환출자 금지규정을 위반한 경우 공정거래위원회는 위반자에게 주식처분 등의 시정조치를 명할 수 있고(제37조 제1항), 해당 시정조치를 받은 날부터 법 위반상태가 해소될 때까지 위반자는 해당 주식의 의결권을 행사할 수 없다(제39조). 또한 규제 위반자는 과징금을[13] 부과받거나 일정한 형사제재를[14] 받을 수 있다(제38조, 제124조 제1항 제7호).

나. TRS 활용 이유

TRS는 상호출자제한 기업집단의 지배구조 재편 과정에서 위와 같은 공정거래법상의 상호·순환출자 금지 규정을 준수하기 위하여 활용된다.

---

12) 회사의 합병·분할, 주식의 포괄적 교환·이전 또는 영업전부의 양수(제1호), 담보권의 실행 또는 대물변제의 수령(제2호), 계열출자회사가 신주배정 등에 따라 취득 또는 소유한 주식 중에서 다른 주주의 실권 등에 따라 신주배정 등이 있기 전 자신의 지분율 범위를 초과하여 취득 또는 소유한 계열출자대상회사의 주식이 있는 경우(제3호), 「기업구조조정 촉진법」 제8조 제1항에 따라 부실징후기업의 관리절차를 개시한 회사에 대하여 같은 법 제24조 제2항에 따라 금융채권자협의회가 의결하여 동일인의 재산출연 또는 부실징후기업의 주주인 계열출자회사의 유상증자 참여를 결정한 경우(제4호), 「기업구조조정 촉진법」 제2조 제2호의 금융채권자가 같은 조 제7호에 따른 부실징후기업과 기업개선계획의 이행을 위한 약정을 체결하고 금융채권자협의회의 의결로 동일인의 재산출연 또는 부실징후기업의 주주인 계열출자회사의 유상증자 참여를 결정한 경우(제5호) (공정거래법 제22조 제1항 단서)

13) 주식의 취득가액의 100분의 20에 해당하는 금액을 초과하지 않는 범위 내에서 과징금을 부과할 수 있다(공정거래법 제38조).

14) 3년 이하의 징역 또는 2억 원 이하의 벌금형에 처할 수 있다(공정거래법 제124조 제1항 제7호)

상호출자제한 기업집단 내의 계열사들이 서로 합병을 하거나, 서로에 대해 보유한 채권을 출자전환하는 경우 등에 부득이하게 상호출자 또는 순환출자가 발생할 수 있다. 이 경우 앞서 살펴본 바와 같이 공정거래법 제22조 제2항은 상호·순환출자를 허용하지만,[15] 회사에 일정한 기간 내에 이를 해소할 의무를 부과한다. 즉 회사는 6개월 또는 1년 이내에 상호·순환출자를 해소하기 위하여 보유한 계열회사 주식을 처분해야 하는데, 아래와 같은 두 가지 이유로 통상 회사는 주식을 시장에서 보통의 방식으로 매각하는 대신 TRS를 활용한다.

첫째, TRS를 활용하면 급격한 지분 매각에 따른 주가 하락을 방지할 수 있다. 지배구조 개편 과정에서 회사는 보통 상당한 물량의 계열회사 주식을 획득하게 된다. 이러한 대규모 지분을 시장에서 6개월 또는 1년의 기간 내에 인위적으로 매각한다면 상당한 수준의 주가 하락과 처분손실이 발생할 수 있으며, 이는 기존 주주의 반발로 이어지게 된다.[16] 따라서 회사는 지분 처분 과정에서 발생하는 손실을 최소화하고 그로 인해 일어날 수 있는 기존 주주의 반발을 무마하기 위하여 상호·순환출자 해소 과정에서 TRS를 활용한다.

둘째, TRS를 활용하면 지분을 매각해야 하는 회사는 지분 매각 시점을 유연하게 조정할 수 있다. 공정거래법상 규제를 준수하기 위하여 계열회사 지분을 매각하는 회사는 계열회사 주가가 저평가되어 있어 앞으로 상승할 가능성이 높다고 판단할 수 있다. 그렇다면 회사는 공정거래법이 허용하는 기간 내에 지분을 매각하기보다는 TRS 계약을 활용하여 그 매각시점을 뒤로 미룰 유인을 갖는다. 매각시점을 미루면 회사는 향후 계열회사 주가 상승에 따른 자본이득을 얻을 수 있기 때문이다.

---

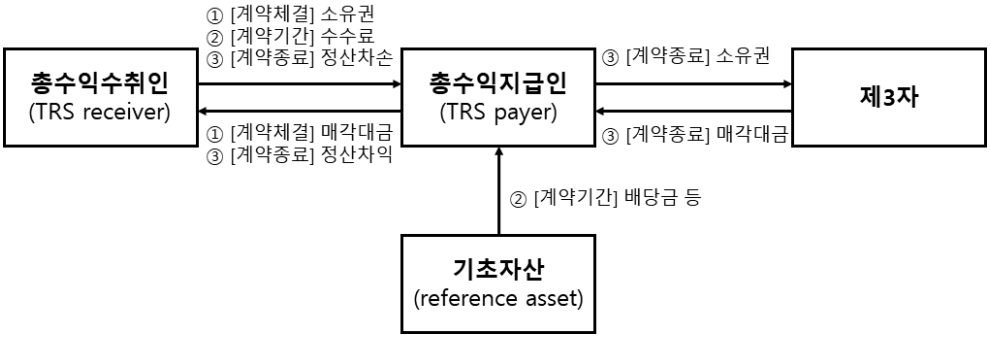
15) 출자전환은 공정거래법 제22조 제2항에 나타난 명시적 예외사유에 해당하지 않으나, 공정거래위원회는 출자전환도 제22조 제2항 제2호의 대물변제의 수령으로 볼 수 있어 상호출자 금지의 예외에 해당한다고 유권해석한 바 있다(공정거래위원회 보도참고자료, 아시아나항공 보유 금호산업 CP채권의 출자전환은 상호출자 금지의 예외사유에 해당(2013. 9. 7.))

16) 한승엽, 김영준, and 최종학. "총수익스왑에 대한 이해: 활용사례와 회계처리." 회계저널 28.2 (2019): 207-239.

다. TRS를 활용한 상호·순환출자 해소 방법

상호·순환출자 해소를 위한 TRS의 거래구조는 [그림 3-3]과 같다. 여기서 총수익수취인은 상호·순환출자 해소의무를 부담하는 회사가 되고, 총수익지급인은 보통 증권회사 등의 재무적 투자자가 된다. ① TRS 계약체결과 동시에 총수익수취인은 총수익지급인에게 매각대금을 받고 처분해야 하는 계열회사 주식의 소유권을 이전해 준다. ② 계약기간 동안 총수익수취인은 총수익지급인에게 일정한 수수료를 지급하고, 그 대가로 기초자산의 배당권, 의결권 등을 가진다. ③ 계약기간이 만료하면 기초자산의 가격변동에 따른 차액을 총수익수취인과 총수익지급인이 정산하고, 총수익지급인은 제3자에게 기초자산을 매각하여 거래를 종료한다. 결과적으로 이러한 TRS 거래를 통해 총수익수취인은 일정 수수료를 부담하는 대신 계열회사 지분 가치 상승에 따른 자본이득을 얻을 수 있게 되고, 나아가 공정거래법상 금지되는 상호·순환출자 구조를 해소하게 된다.

[그림 3-3]



3. 관련 법적 문제

가. 이사의 선관주의의무 및 충실의무(상법 제382조 제2항, 제382조

의3, 민법 제681조) 위반, 형법상 업무상 배임죄 해당 여부(형법 제356조 제2항)

이사는 회사의 수임인으로서 위임의 본지에 따라 선량한 관리자의 주의로 그 위임사무를 처리해야 할 의무가 있고[17], 법령과 정관의 규정에 따라 회사를 위하여 그 직무를 충실하게 수행하여야 한다[18]. 전자를 이사의 선관주의의무라고 하고, 후자를 이사의 충실의무라고 하는데, 이사가 회사를 당사자로 하여 TRS 계약을 체결할 때 이사의 위 두 가지 의무위반이 문제될 수 있다.

가령 경영권 분쟁 상황 및 주주총회 표 대결 상황에서 회사는 특정 주주를 돕기 위하여 재무적 투자자와 TRS 계약을 체결할 수 있다. 회사가 회사 주식을 기초자산으로 하는 TRS 계약을 체결하면서 재무적 투자자에게 수수료를 지급하는 대가로 회사의 의결권을 확보한다면 경영권 분쟁 상황에서 해당 의결권으로 특정 주주를 도울 수 있기 때문이다. 이렇게 체결된 TRS 계약 덕분에 특정 주주(보통 지배주주)는 경영권을 방어하거나 주주총회 표 대결에서 승리할 수 있지만, 이것이 반드시 회사의 모든 주주에게 이익이 되지는 않을 수 있다. 회사는 TRS 계약으로 인해 회사는 수수료 비용을 부담해야 하고, TRS의 기초자산 가격이 하락할 경우 회사는 그에 따른 평가손실까지 추가로 입게 되기 때문이다. 또한 회사의 일반주주 입장에서도 반드시 현재의 지배주주가 경영권을 유지하고 주주총회 표 대결에서 승리하는 것이 바람직하지 않을 수 있다.

이처럼 TRS 체결이 회사나 회사의 일반주주에게 손해를 가져오는 경우 이사의 의무위반이 문제된다. 이사는 회사에 대하여 선관주의의무와 충실의무를 지지만 회사 일반주주의 이익을 보호하는 것도 이러한 의무의 중요한 내용을 구성한다.[19] 따라서 이처럼 회사 및 일반주주에게 손

17) 상법 제382조 제2항, 민법 제681조
18) 상법 제382조의3
19) 천경훈. "계열회사 간 합병과 이사의 의무-엘리엇 대 삼성물산 사건의 평석을 겸하여." 상사법연구 36.3 (2017): 253-304.

해를 가져오는 TRS를 체결한 이사는 선관주의의무 및 충실의무 위반에 따라 민·형사상 책임을 질 수 있다.

우선 민사상으로 이사는 회사에 대한 손해배상책임[20] 및 제3자에 대한 손해배상책임[21]을 부담할 수 있다. 형사상으로는 이사가 의무를 위반하여 자기 또는 제3자에게 이득을 취하게 함으로써 회사에 손해를 가한 경우 업무상배임죄의 죄책을 지며[22], 재산상 이득액에 따라 특정경제범죄 가중처벌 등에 관한 법률이 적용될 수 있다.

나. 자본시장법상 대량보유보고의무 위반(자본시장법 제147조 제1항)

상장회사의 지분을 5% 이상 보유하게 되면 그 보유상황, 목적 등을 공시하는 보유 공시를, 이후 1% 이상 지분이 변동하면 그 변동내용에 관하여 변동공시를 하여야 한다. 이를 대량보유보고제도 또는 5% 보고제도라고 하며, 시장에서는 '5% 룰'이라고 부르기도 한다.

이러한 대량보유보고제도가 온전한 주식을 취득하는 경우가 아니라 TRS 계약을 통해 주식과 관련된 일부 권리만 취득하는 경우에도 적용될 수 있다. 하지만 TRS 계약 내용에 따라 대량보유보고 규제가 TRS를 통해 주식에 대한 이해관계를 취득하는 총수익수취인에게는 적용되지 않을 수 있는데, 이 때문에 TRS는 공시규제를 우회하는 수단으로 활용될 수 있다. 이와 관련된 자세한 사항은 제4장 제1절에서 살펴본다.

다. 상호주의 의결권 제한 규정(상법 제369조 제3항)

1) 회사법상 상호주 규제

상법은 회사의 이사가 사실상 회사를 지배하고 자본이 공동화되는 현상을 방지하기 위하여 이원화된 구조를 통해 서로 다른 두 회사가 상대방 회사의 주식을 소유하는 것(상호주)을 규제한다. (i) 우선 두 회사가

20) 상법 제399조 제1항
21) 상법 제401조 제1항
22) 형법 제356조, 제355조 제2항

모자회사관계인 경우 제342조의2 제1항은 자회사가 원칙적으로 모회사의 주식을 취득할 수 없도록 규정하고 있다. 다만 ① 주식의 포괄적 교환·이전, 회사의 합병 또는 다른 회사의 영업전부의 양수로 인한 때이거나, ② 회사의 권리를 실행함에 있어 그 목적을 달성하기 위하여 필요한 때 예외적으로 자회사의 모회사 주식 취득이 허용된다. 그러나 이 경우에도 여전히 자회사는 6개월 이내에 취득한 모회사 주식을 처분해야 한다(제342조의2 제2항).

(ii) 두 회사가 모자회사 관계가 아닌 경우 상법은 두 회사가 서로 상대방 회사의 주식을 취득하는 것을 허용하지만, 한 회사가 상대방 회사의 지분을 10%를 초과하여 보유하는 경우 상대방 회사는 그 회사 지분에 대해 의결권을 행사할 수 없도록 규정하고 있다(제369조 제3항). 가령 모자회사 관계가 아닌 A, B 회사에 대해 A 회사는 B 회사 지분을 30%, B 회사는 A 회사 지분을 5% 보유하고 있는 경우, B 회사는 A 회사 주주총회에서 보유 주식에 따른 의결권을 행사할 수 없다.

상호·순환출자 금지규정과 관련하여서는 두 회사가 모자회사 관계에 있는 경우보다 그렇지 않은 경우가 문제될 때가 많고, 두 경우에 있어 법적 쟁점 및 해결책이 유사하므로 아래에서는 두 회사가 모자회사가 아닌 경우와 관련된 상법 제369조 제3항에 관하여 논의하고자 한다.

2) TRS 계약과 상호주의 의결권 제한 규정 적용 여부

상호출자제한 기업집단에서 계열회사가 서로 상대방 주식을 보유하고 있다면 해당 주식의 의결권은 상법상 상호주 규제에 따라 제한된다. 이때 회사가 상호·순환출자를 해소하기 위하여 계열회사 주식을 기초자산으로 하는 TRS 계약을 체결한 때에도 여전히 상호주의 의결권 제한 규정이 적용되는지 문제된다. 상법 제369조 제3항은 회사가 “주식을 가지고 있는 경우” 적용된다고 명시하고 있는데, TRS 계약에 따라 총수익수취인이 주식과 관련된 일정 권리를 총수익지급인에게 이전하고 그 가격 변동위험만을 부담하는 경우도 “주식을 가지고 있는 경우”라고 할 수 있

는지 판단이 모호하기 때문이다.

일반적으로 주식을 가지고 있는 자는 해당 주식과 관련하여 (i) 의결권을 행사하고, (ii) 배당권을 가지며, (iii) 언제든지 자유롭게 처분할 처분권을 갖고, (iv) 그자에게 주식의 가격변동에 따른 손익이 귀속된다. 주식 소유와 관련하여 이 중 (i) ~ (iii)의 요소를 강조한다면 TRS 계약 내용에 따라 총수익수취인인 회사가 총수익지급인에게 의결권, 배당권, 처분권을 이전했는지에 따라 상법 제369조 제3항의 적용 여부가 달라질 것이다. 반면에 (iv)의 요소를 강조한다면 TRS 계약의 구체적 내용과 상관없이 상법 제369조 제3항이 적용돼 계열회사 주식에 대한 의결권은 상호·순환출자 해소에도 불구하고 계속해서 제한될 것이다. 이와 관련하여 법원은 네 가지 요소를 모두 고려한다고 판시하면서도 (i) ~ (iii)의 요소를 강조하여 TRS를 통해 계열회사 주식을 처분한 때에도 상호주의 의결권 제한규정 적용을 긍정하고 있다.[23] 해당 판시의 구체적 내용은 아래 3. 목차에서, 그에 대한 검토는 제4장에서 살펴본다.

라. 공정거래법상 상호·순환출자 제한규정(공정거래법 제22조 제2항)

계열회사 주식을 기초자산으로 하는 TRS 계약에 관하여 상호주의 의결권 제한보다 중요한 1차적 문제는 TRS 계약을 통해 실제로 상호·순환출자가 해소됐다고 볼 수 있는지다. 만약 해소됐다고 볼 수 없다면 공정거래법 제23조 제1항에 따라 원칙적으로 TRS의 기초자산에 해당하는 주식의 의결권이 제한돼[24] 상법 제369조 제3항의 적용 여부는 검토할 필요도 없어진다.

공정거래법 제22조 제2항은 계열출자를 한 회사는 “취득 또는 소유한 해당 주식을 처분”해야 한다고 규정하고 있다. 따라서 우선 TRS를 통해 계열회사 주식과 관련된 일정한 권리를 총수익지급인에게 이전한 것을 “주식을 처분”한 것으로 해석할 수 있는지 살펴봐야 하는데, 이에 대한

23) 서울남부지방법원 2015. 6. 11. 선고 2014가합4256 판결 참조
24) 공정거래법 제23조 제1항은 상호·순환출자 주식에 대하여 그 의결권 행사를 제한한다.

법리적 판단은 쉽지 않다. 앞서 언급한 바와 같이 주식과 관련된 여러 권리(배당권, 의결권, 처분권 등)를 강조한다면 TRS를 통해 이러한 권리를 상대방에게 이전한 경우 “주식을 처분”한 것으로 해석할 수 있다. 하지만 경제적 손익의 귀속을 강조한다면 TRS를 체결했다 하더라도 여전히 주식의 가격변동에 따른 손익은 총수익수취인(상호・순환출자 해소 의무자)에게 귀속되므로 “주식을 처분”한 것은 아니라고 해석할 수도 있다. 어느 방향으로 해석해도 논란의 여지가 있고 법률의 문언과 합치되지 않는 해석이라는 비판을 받을 수 있다.

따라서 이 문제에 있어 TRS 체결행위를 ‘주식을 처분“한 것으로 볼 수 있는지 직접 판단하기보다는 해당 행위가 공정거래법 제22조 제2항을 회피하는 행위에 해당하는지 검토하는 것이 바람직해 보인다. 공정거래법 제36조 제1항은 동법 제22조(상호・순환출자 금지 규정)에 대한 탈법행위를 금지하고 있고, 금지되는 탈법행위에 대해서는 공정거래법 시행령에 상세히 규정되어 있기 때문이다. 특히 시행령 제42조 제4호는 ‘계열회사의 주식을 타인의 명의를 이용하여 자기의 계산으로 취득하거나 소유하는 행위’가 금지되는 탈법행위 중 하나라고 규정하고 있는데, 이는 TRS와 직접적인 관련이 있다.

결국 이 문제의 핵심쟁점은 TRS 계약체결이 ‘타인의 명의를 이용하여 자기의 계산으로 주식을 소유’하는 행위에 해당하는지가 된다. 만약 해당한다고 보면 회사는 TRS를 통해 주식을 ‘처분’한다 하더라도 상호・순환출자 규제의 적용을 받게 되고, 해당하지 않는다고 보면 TRS를 체결하면 공정거래법상 규제를 받지 않게 된다. 구체적으로 이 쟁점을 다룬 법원의 판결은 없지만, 아래 살펴볼 아시아나항공 사례에서 법원은 상호주 규제와 관련하여 TRS 거래를 자기의 계산으로 타인의 명의를 이용해 주식을 소유하는 것으로 볼 수 없다고 판시한 바 있다.[25] 반면 같은 사례에서 공정거래위원회는 TRS 거래를 진성매각으로 보고 TRS를 통해 주식과 관련된 배당권, 의결권, 처분권을 이전한 경우 상호출자가 해소됐다고 사실상 인정하였다.[26]

---

25) 서울남부지방법원, 앞의 판결(주11)

4. TRS를 통한 의결권 확보 사례(1): 현대엘리베이터 사례(서울고등법원 2019. 9. 26. 선고 2014가합10051 판결)

가. 사실관계

1) 개요

현대엘리베이터의 최대주주(현정은 회장 및 특수관계인)와 2대주주(쉰들러 홀딩 AG; 이하 '쉰들러'라고 한다) 사이 발생한 분쟁에서 TRS를 통한 의결권 확보가 이사의 선관주의의무 및 충실의무 위반에 해당하는지가 문제되었다. 현정은 회장을 비롯한 현대그룹은 현대중공업그룹에게 계열회사인 현대상선의 경영권이 위협받자 현대상선에 대한 의결권을 확보하고자 TRS를 활용하였다. 이때 현대엘리베이터는 다수의 재무적 투자자들과 현대상선 주식을 기초자산으로 하는 TRS를 체결하였는데, 현대엘리베이터의 2대주주 쉰들러는 이에 관하여 현정은 회장을 비롯한 현대엘리베이터 이사들이 선관주의의무 및 충실의무를 위반하였다며 대표소송을 제기하였다.

2) 현대그룹의 지배구조 및 현대상선을 둘러싼 경영권 분쟁

현대그룹[27]은 현대엘리베이터 → 현대상선 → 현대로지스틱스 → 현대엘리베이터로 이어지는 순환출자구조를 통해 기업집단에 대한 경영권을 유지하고 있었다.[28][29] 이와 같은 순환출자구조는 그 구조에 속해 있는 하나의 기업의 경영권을 잃으면 전체 그룹의 경영권이 위험해지는 특징이

26) 더벨 2014. 3. 27.자, "금호석화, 공정위 개입 요청, '곤혹스런' 당국"
27) 현대엘리베이터, 현대상선, 현대로지스틱스, 현대증권, 현대아산, 현대글로벌, 현대종합연수원 등의 계열사로 이루어져 있는 대규모 기업집단이다.
28) 2013년 12월 16일 기준 현대엘리베이터가 현대상선 주식 24.13%, 현대상선이 현대로지스틱스 주식 47.67%, 현대로지스틱스가 현대엘리베이터 주식 21.25%를 보유하고 있었다.
29) 임정하. 앞의 논문.

있다. 현대그룹 역시 순환출자구조에 속해 있는 현대상선의 경영권을 잃으면 전체 그룹의 경영권을 상실할 수 있었는데, 현대중공업그룹으로부터 지속적으로 현대상선의 경영권을 위협받아 그룹 전체의 경영권이 불안정한 상황이었다. 가령 2006년 6월 26일을 기준으로 현대엘리베이터의 지분 현황을 살펴보면 현대그룹과 그 특수관계인의 지분합계는 30.61%, 현대중공업과 그 특수관계인의 지분합계는 25.47%, 현대그룹과 현대엘리베이터를 둘러싸고 경영권 분쟁을 벌였던 KCC와 그 특수관계인의 지분합계는 5.97%로, 현대중공업그룹과 KCC가 연합하면 현대그룹은 현대상선의 경영권을 상실할 수도 있었다.

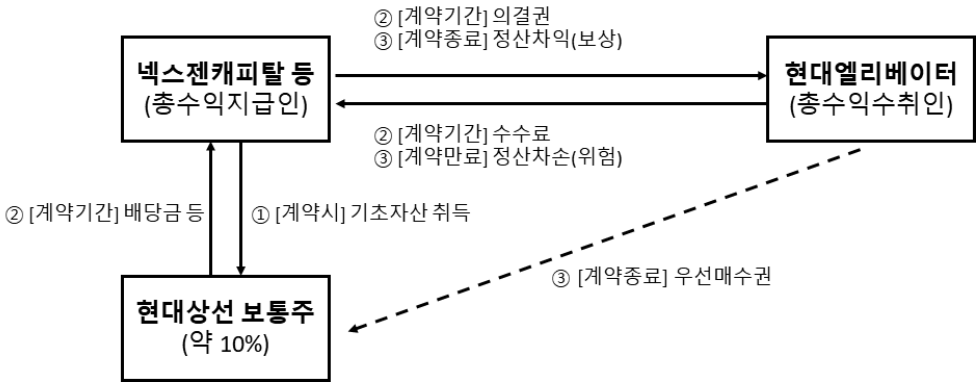
3) TRS의 체결 및 그 구체적 내용

이에 현대엘리베이터는 현대상선에 대한 안정적 지배력을 확보하고 현대그룹 전체에 대한 안정적 경영권을 유지하기 위하여, 현대상선 주식을 기초자산으로 하는 다양한 TRS 계약을 증권회사 등의 계약 상대방들과 체결하였다.[30] TRS 계약의 구체적인 내용은 계약마다 달랐지만, 대체로 다음과 같은 조건으로 체결되었다([그림 3-8] 참조). ① TRS 계약체결과 동시에 계약 상대방(총수익지급인)은 자금을 출연하여 TRS의 기초자산인 현대상선의 주식을 취득한다. ② 계약기간 동안 총수익지급인은 총수익수취인(현대엘리베이터)에게 우호적인 방향으로 의결권을 행사하고[31], 그 대가로 총수익수취인은 총수익지급인에게 일정한 수수료를 지급한다.[32] ③ TRS 만기 시점에 정산차익이 발생한 경우 총수익수취인

30) 천경훈. "파생금융거래를 이용한 계열사 경영권 유지와 이사의 책임-현대엘리베이터 대표소송 항소심 판결." BFL 99 (2020): 64-75.
31) 명시적으로 현대엘리베이터와 동일한 방향으로 의결권을 행사해야 한다는 계약조항을 삽입한 경우도 있었고 그렇지 않은 경우도 있었다. 다만 그렇지 않은 경우에도 거래 상대방들은 실제로 현대엘리베이에 우호적인 방향으로 의결권을 행사하였고, 대부분은 자본시장법상 현대엘리베이터와의 공동보유자로 신고하였다.
32) 약정 수수료는 계약 시에 정해진 주식가격에 고정금리 또는 약정금리를 곱한 금액으로 산정됐으며, 수수료율은 3.72% - 7.50% 사이에서 계약마다 다르게

과 총수익지급인이 이를 약정비율에 따라 나누어 갖고, 정산차손이 발생한 경우 전액을 총수익수취인이 부담한다.[33]

[그림 3-8]



당시 현대엘리베이터는 두 가지 이유로 직접 현대상선 주식을 취득하는 대신 TRS를 체결한 것으로 보인다. 첫째, 공정거래법상 지주회사 규정을 회피하기 위하여서다. 공정거래법 시행령은 모회사가 보유하고 있는 자회사의 주식가액이 모회사 총자산의 50% 이상이 되면 그 모회사를 지주회사로 간주하고[34], 지주회사로 간주되면 공정거래법상 각종 규제의 제한을 받게 된다. 당시 현대엘리베이터가 보유한 현대상선 지분 24.13%의 주식가액은 이미 현대엘리베이터 총자산(약 5,643억)의 50%에 가까웠으므로, 현대엘리베이터가 현대상선 주식을 직접 취득한다면 공정거래법상 지주회사 규제를 적용받을 수밖에 없었다. 따라서 현대엘리베이터는

정해졌다.

33) 계약마다 계약조건에 있어 차이가 있었는데 보통 (i) 정산차익과 손실 모두 현대엘리베이터에게 귀속되거나, (ii) 정산차손은 전액 현대엘리베이터가 부담하고 정산이익은 현대엘리베이터와 계약 상대방이 8:2의 비율로 나누어 갖거나, (iii) 정산차손은 현대엘리베이터가 전액 부담하고 정산차익은 계약 상대방이 전액 수취하는 조건으로 계약이 체결됐다.

34) 공정거래법 제3조 제2항

주식을 직접 취득하지 않으면서 의결권은 확보할 수 있는 TRS를 활용한 것이다.

둘째, 현대그룹은 현대상선 주식을 직접 취득할 자금이 부족하였다. 현대그룹이 현대상선 주식 10%를 직접 취득하려면 2006년 5월 11일 종가를 기준으로 약 2,990억 원이 필요하였다. 이는 당시 현대엘리베이터의 총자산 규모 및 보유 현금액을 고려했을 때 직접 조달하기 어려운 금액이었다. 이에 현대그룹은 막대한 자금을 투입하여 현대상선 주식을 직접 취득하기보다 자금조달 기능이 있는 TRS를 활용하여 현대상선의 의결권만 확보하고자 하였던 것으로 보인다.

4) 원고의 소제기

TRS 체결 이후 2000년대까지는 현대상선 주가가 상승하여 현대엘리베이터는 일정한 이익을 얻었다. 하지만 2010년대 들어서 해운업의 전반적인 불황에 현대상선 주가가 하락하였고, 현대엘리베이터는 TRS 계약에 따라 막대한 파생상품 평가손실 및 수수료 손실을 보게 되었다. 예컨대 2011년 현대엘리베이터가 TRS의 거래 상대방에게 지급한 수수료 248억 원은 2011년 현대엘리베이터 영업이익의 약 86%에 달했고, 2011년 말 현대엘리베이터의 파생상품 평가손실은 약 1,461억원으로 현대엘리베이터 자본총계의 약 27%에 달했다.[35] 이렇게 막대한 손실을 보는 와중에도 현대엘리베이터는 2013년까지 계속하여 TRS 계약을 체결하였고, 그에 따라 수천억 원에 달하는 손실을 보았다.

이처럼 현대엘리베이터가 TRS에 따라 막대한 손실을 보자 당시 현대엘리베이터 지분 30.93% 소유하고 있었던 2대 주주 쉰들러는 현대엘리베이터 감사들에게 이와 관련하여 현정은 현대그룹 회장 및 현대엘리베이터 이사들을 피고로 하여 그들의 책임을 추궁하는 소를 제기할 것을 서면으로 청구하였다. 현대엘리베이터는 제소청구 이후 30일 이내에 소를 제기하지 않았고, 이에 쉰들러는 직접 대표소송을 제기하였다. 쉰들러

35) 서울고등법원 2019. 9. 26. 선고 2016나2063874 판결 101면

는 현대엘리베이터 이사들의 TRS 체결행위는 이사의 선관주의의무를 위반한 임무해태행위일 뿐만 아니라 형법상 업무상 배임 및 상법상 금지되는 신용공여에 해당하는 법령 위반행위이므로 현대엘리베이터에게 상호 연대하여 6,408억 원을 배상해야 한다고 주장하였다.

나. 법원의 판단

1) 제1심 및 제2심법원의 결론

제1심법원은 TRS를 통해 현대엘리베이터가 현대상선의 경영권을 보유함으로써 얻는 이익이 손해보다 크다고 판시하며 원고들의 청구를 기각하였다.[36] 하지만 제2심법원은 피고들(현대엘리베이터 이사들)은 이사의 선관주의의무 및 충실의무를 위반하였다며 원고들의 행위로 인하여 현대엘리베이터가 약 3,456억원의 손해를 입었다며 원고들의 청구를 일부 인용하였다. 제2심법원인 서울고등법원은 실체적 쟁점 이외에도 주주대표소송에 있어 제소 후 제소청구의 적법성 등 일부 절차적인 쟁점과 관련하여도 판시하였으나 본 논문에서는 TRS와 관련이 있는 실체적 쟁점에 대한 판시만 검토한다.

2) 총론적・법리적 판단

서울고등법원은 크게 세 가지 사항에 대한 총론적・법리적 판단을 하였다.[37] (i) 우선 상법 제399조 제1항의 해석상 이사의 의무위반과 그로 인한 손해의 발생, 둘 사이의 인과관계에 대한 입증책임은 원고에게 있다고 하였다.[38] 또한 (ii) 회사가 장외파생상품거래를 하는 때 이사는 회사의 통상적인 업무를 수행하는 경우보다 더 주의를 기울여 손실 위험성을 면밀히 검토한 후 계약체결 여부를 결정해야 한다고 하였다.[39] 마지

36) 수원지방법원 여주지원 2016. 8. 24. 선고 2014가합10051 판결
37) 천경훈, 앞의 논문.
38) 서울고등법원, 각주 30번 판결문, 18면

막으로 (iii) 순환출자관계에 있는 관계회사에 대한 경영권 방어행위는 다층적인 목적을 가지며, 이사의 선관주의의무 내지 충실의무 위반에 해당하는지를 판단할 때 이러한 다층적인 측면을 충분히 고려해야 한다고 하였다.[40]

위 다층적인 목적을 법원은 구체적으로 ① 해당 회사의 자산으로서 관계회사 경영권 유지, ② 관계회사를 통하여 현 지배주주의 해당 회사에 대한 경영권 유지, ③ 기업집단 자체를 유지하고 기업집단 전체에 대한 지배권 유지라고 판시하였다. 즉 법원은 지배주주 및 기업집단의 이익과 회사의 이익을 구분하여 회사의 이익을 기준으로 이사의 의무위반 여부를 판단하였다.

2) 개별적·구체적 판단

서울고등법원은 TRS를 통한 경영권 방어행위에 대해 총론적·법리적 판단에 근거하여 단일한 결론을 내리지 않고, 개별 TRS 계약별로 이사들의 의무위반 및 책임성립 여부를 검토하였다. 법원은 문제된 TRS를 계약 내용에 따라 13개의 항목으로 나누어 각각 판단하였는데, 주요 논거는 아래와 같다.

우선 책임이 인정된 경우 주요 논거는 (i) 이사들이 TRS 계약을 체결하기에 앞서 TRS로 인해 회사에 발생할 이익과 손해를 충분히 비교·검토하지 않았다는 점과 (ii) 현대엘리베이터가 현대상선에 대한 지배주주의 지위에서 경영권 행사에 참여함으로써 얻을 수 있었다는 유무형의 이익은 실체가 불분명하거나, 현대엘리베이터나 일반주주가 아닌 현대그룹 및 현대엘리베이터 지배주주의 이익이었다는 점이다. (i)과 관련하여 법원은 TRS 체결 당시 해운업 전망이 부정적이어서 현대상선 주가 하락의 위험이 컸음에도 이사들이 관련 위험과 그 통제방안, 계약을 통해 얻을 수 있는 실질적인 이익 등을 충분히 검토하지 않아 책임이 인정된

39) 위 판결문, 20면
40) 위 판결문, 22면

다고 하였다. 즉 법원은 사후적 관점에서 실제 회사에 손실이 발생하였는지를 기준으로 하지 않고 계약체결 당시 이사들이 손실을 방지하기 위해 충분한 절차를 거쳤는지를 기준으로 하여 사전적 관점에서 이사들의 선관주의의무 위반 여부를 판단하였다.

(ii)와 관련하여 이사들은 현대엘리베이터가 현대상선의 지배권을 확보할 경우 얻는 유무형의 이익으로 ① 현대상선 주식을 지분법으로 인식함에 따라 얻는 지분법 평가이익, ② 현대상선 지배권을 보유함에 따라 얻는 경영권 프리미엄, ③ 현대그룹 계열회사 지위 유지에 따른 현대그룹의 브랜드가치를 주장하였으나 법원은 이를 모두 배척하였다. 법원은 경영권 방어를 위한 TRS 체결이 합리적인 경영판단으로 인정되려면 현 지배주주 일가가 현대엘리베이터 경영권을 계속 행사하는 경우와 다른 주체가 현대엘리베이터 경영권을 행사하게 될 경우를 비교하여, 현 지배주주의 경영권을 유지하는 것이 회사와 일반주주에게 이익이 되거나 특별한 사회적 필요가 있는지에 관하여 이사들이 필요한 정보를 수집・조사・검토해야 했는데, 이사들이 이러한 절차를 거쳤다고 볼만한 사정이 없다고 판시하였다.

책임이 부정된 경우의 주요 논거는 (i) TRS 체결 당시 해운업 경기전망 및 현대상선의 영업상태가 좋아 TRS를 체결하는 것이 경영판단의 재량권범위를 넘는 것으로서 현저히 불합리한 것으로 보기 어렵다는 점과 (ii) 기존 계약으로 인해 이미 정산금 손실이 발생한 상황에서 손실을 줄이기 위해 변경계약을 체결하는 것은 합리적인 경영판단의 범위 내에 있는 행위라는 점이다. 즉 법원은 TRS 체결 당시의 상황에 비추어 보아 이사들의 행위가 적절한 절차를 거쳐 이루어진 합리적인 경영판단이라 볼 수 있는 경우에는 이사들의 의무위반 및 손해배상책임을 부정하였다.

5. TRS를 통한 의결권 확보 사례(2): 엘리엇 사례

가. 사실관계

미국계 헤지펀드인 엘리엇 인베스트먼트 매니지먼트 L.P. (Elliott Investment Management L.P.; 이하 '엘리엇'이라고 한다)는 삼성물산과 제일모직의 합병에 반대하며 삼성물산 주주총회 표 대결을 준비할 때 TRS를 활용하였다. 엘리엇은 삼성물산 지배주주가 알지 못하게 주주총회 표 대결을 준비하기를 원하였고, 이를 위해 2015년 6월 2일까지 삼성물산 주식을 대량보유보고 기준인 5%보다 적은 4.95%만 직접 소유하였다. 단 엘리엇은 시장에서 급하게 필요한 지분을 취득하는 것이 어렵다는 점을 감안하여 필요한 때 삼성물산 의결권을 확보하기 위하여 메릴린치 등 외국계 증권사와 미리 TRS 계약을 체결해 두었다. 2015년 6월 3일 엘리엇은 위 TRS 계약을 해지하며 삼성물산 주식을 양도받아 삼성물산 주식을 7.12% 보유하게 됐다. TRS 계약 및 그로 인한 의결권 확보에 대한 공지는 엘리엇이 계약을 해지한 후 다음날인 2015년 6월 4일에서야 비로소 공시되었다.[41]

나. 증권선물위원회 및 검찰의 판단

앞서 살펴본 바와 같이 증권선물위원회는 2016년 2월 엘리엇이 대량보유보고의무를 위반하였다고 판단해 엘리엇을 제재하기로 의결하고 검찰에 혐의를 통보하였다. 금융당국은 엘리엇이 하루 만에 2.17%의 대량지분을 확보하기 위해 사전에 기관투자자들이 지분을 매집해 보유하게 한 뒤 명의를 바꾸는 불법 거래를 하였다고 설명하였다. 이에 엘리엇은 "관련 계약은 '소유에 준하는 보유'에 해당하지 않아 대량보유공시의무가 없다고 봤다"며 "TRS 계약과 주식 거래는 별개의 법적·경제적 동기로 공시 의무를 면탈할 의도가 없었다"고 주장하였다.[42] 검찰은 해당 사건을 장기간 수사하였으나 결국 2020년 5월 무혐의 불기소 처분 결정을 내렸다. 결정에 대한 설명으로 검찰은 엘리엇의 대량보유보고의무 위반 혐의를 입증할 명확한 증거를 발견하지 못하였다고 발표하였다.

---

41) 2015. 6. 4..자 엘리엇의 대량보유상황보고서
42) 매일경제 2020. 6. 29.자 "TRS 악용에도 속수무책…해외펀드 공격에 국내기업 '무방비'"

6. TRS 통한 상호·순환출자 해소 사례: 아시아나항공 사례

가. 사실관계

법원에서 상법 제369조 제3항과 관련하여 TRS의 법적 성질이 다투어진 적이 있었는데, 이는 바로 아시아나항공을 둘러싸고 금호석유화학(이하 '금호화학'이라 한다)과 금호산업 사이에서 경영권 분쟁 사안이었다. 해당 분쟁에서는 아시아나항공의 TRS 거래를 주식의 진성매각으로 볼 수 있는지가 핵심쟁점이 되었다.[43]

2013년 10월 23일 금호산업은 재무상황이 악화되어 아시아나항공에 대한 대여금을 상환하지 못하게 되었다. 이에 아시아나항공은 금호산업에 대해 갖고 있던 대여금 채권을 출자전환하였고, 그 결과 금호산업 지분 약 13.08%를 취득하게 되었다. 금호산업과 아시아나항공은 동일한 상호출자제한 기업에 속해 있어 이와 같은 출자전환은 공정거래법 제22조 제1항[44]에 따라 금지되는 계열출자에 해당하였다. 하지만 공정거래위원회는 유권해석으로 위 출자전환은 구 공정거래법 제9조 제1항 제2호[45]의 '대물변제의 수령'에 해당하여 예외적으로 허용된다고 하였다. 다만 아시아나항공은 여전히 구 공정거래법 제9조 제2항[46]에 따라 취득한 금호산업 주식을 6개월 내에 처분해야 했다. 이에 아시아나항공은 대신증권과 금호산업 주식 4.86%를 기초자산으로 하는 TRS 계약을 체결하였다.

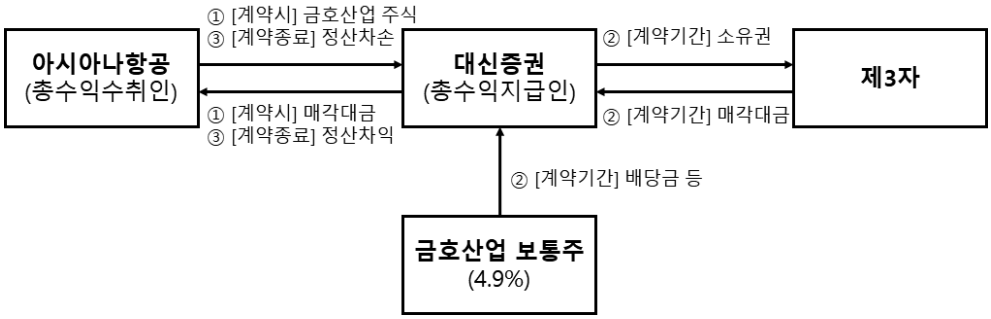
아시아나항공과 대신증권이 체결한 TRS 계약의 거래구조는 아래 [그림 3-4]와 같다. ① 계약 체결시 대신증권은 기초자산인 금호산업 보통주의 매각대금을 아시아나항공에 지급했다. ② 계약기간 동안 아시아나항공은 매년 대신증권에 금호산업 매각대금의 6.4%에 해당하는 수수료를 지급했다. 대신증권은 금호산업 주식으로부터 발생하는 배당금을 수

---

43) 임정하, 앞의 논문.
44) 순환출자 당시 구 공정거래법 제9조 제1항
45) 현 공정거래법 제22조 제1항 제2호
46) 현 공정거래법 제22조 제2항

취할 권한을 가졌고, 자유롭게 금호산업 주식의 의결권을 행사할 수 있었다. 나아가 대신증권은 계약이 종료되기 전이라도 임의적 의사에 따라 불특정 다수인에게 금호산업 주식을 처분할 수 있었다. ③ 대신증권의 주식처분 또는 계약기간의 만료로 TRS 계약이 종료될 때 아시아나항공과 대신증권은 금호산업 주가 변동을 정산하기로 하였다.

[그림 3-4]



위 TRS 계약은 이후 발생한 경영권 분쟁에서 문제되었다. 2014년 3월 27일 아시아나항공 정기주주총회에서 2대 주주인 금호화학의 반대에도 불구하고 박삼구 회장을 포함한 1대 주주 측(금호산업 측) 인사들이 아시아나항공의 이사로 대거 선임됐다. 이에 금호화학은 주주총회의 효력을 다투는 소를 제기하였다. 금호화학은 아시아나항공이 주주총회 개최 직전 보유하고 있던 금호산업 주식을 대신증권에 TRS 방식으로 매도한 것은 진성매각으로 볼 수 없어 금호산업이 보유한 아시아나항공 주식은 상법 제369조 제3항에 따라 의결권이 제한된다고 주장하였다. 금호화학은 따라서 2014년 3월 27일자 정기주주총회 결의는 상법 제368조 제1항에서 규정하는 의결정족수를 충족하지 못하여 부존재 하거나(주위적 청구), 존재한다면 취소되어야 한다고(예비적 청구) 다투었다.

나. 법원의 판단(서울남부지방법원 2015. 6. 11. 선고 2014가합4256

판결)

이 사건에서 쟁점이 된 사항은 크게 세 가지이다. ① 상호주의 의결권을 제한하는 규정인 상법 제369조 제3항의 주식수 산정의 기준시점이 상법 제354조 제1항의 기준일인지 아니면 실제 주주총회 개최일인지, ② 실제 주주총회 개최일을 기준으로 한다면 상호주 의결권 제한 규정에 자기주식 취득 규제에 적용되는 자기계산의 법리를 적용할 수 있는지, ③ 아시아나항공이 TRS를 활용해 금호산업 주식을 처분한 경우에도 여전히 자기의 계산으로 금호산업 주식을 보유하고 있다고 볼 수 있는지 문제되었다.[47]

첫 번째 쟁점과 관련하여 상호주 판단은 주식 상호소유 제한의 목적을 고려할 때 주주총회 당시 실제 보유하는 주식수를 기준으로 하여야 하며, 그에 관하여 주주명부상의 명의개서를 하였는지는 상관없다는 것이 대법원의 입장이다.[48] 이 사안에서도 서울남부지방법원은 대법원의 입장에 따라 상호주 여부는 실제 주주총회 개최일을 기준으로 판단하였다. 이 쟁점은 대법원의 타당한 판시가 있고, TRS와 직접적인 관련이 없어 이하에서는 다루지 않는다.

두 번째 쟁점과 관련하여 서울남부지방법원은 자기계산의 법리가 상호주 의결권 제한 규정에도 적용된다고 판시하였다. 법원은 우선 자기주식 취득 규제의 취지가 자본충실의 저해와 회사지배의 왜곡을 방지하기 위한 것이라고 밝히면서, 상호주 규제인 상법 제342조의2 제1항 및 상법 제369조 제3항도 규제취지가 이와 동일하다고 하였다. 법원은 자기주식 취득 규제에 자기계산의 법리가 적용되므로[49], 상호주 규제에도 비록 명문의 근거는 없으나 자기계산의 법리가 적용될 수 있다고 하였다.[50] 추

47) 이석준. "총수익스왑 (TRS Total return swap) 에 관한 연구-상법상 상호주식 규제여부에 대한 서울남부지법 2015. 6. 11. 2014 가합 4256 판결을 중으로." 상사판례연구 29.3 (2016): 41-97.
48) 대법원 2009. 1. 30. 선고 2006다31269 판결
49) 상법 제341조 제1항은 명문으로 "자기의 명의와 계산으로" 자기의 주식을 취득할 수 없다고 규정하고 있다.
50) 법원은 구체적으로 '발행주식의 총수의 10분의 1을 초과하는 주식을 가지고

가로 법원은 공정거래법의 상호·순환출자 금지 규제에도 입법적으로 '자기계산의 법리'가 도입되었는데,[51] 이 또한 상호주의 의결권 제한 규정에 자기계산의 법리를 적용해야 하는 근거가 된다고 하였다.

세 번째 쟁점과 관련하여 법원은 해당 사안에서 아시아나항공이 자기의 계산으로 금호산업 주식을 보유한 것이 아니라고 판단하였다. 대상판결은 그 근거로 (i) 주식의 매매대금을 실제로 대신증권이 부담하였고 이에 대하여 아시아나항공의 대출 또는 신용공여가 없었으며, (ii) 대신증권이 TRS 계약기간 동안 금호산업 주식에 대하여 의결권, 배당권, 임의로 제3자에게 처분할 수 있는 권리를 가졌으며, (iii) 계약기간 종료 후 아시아나항공이 다시 해당주식을 취득할 수 있는 콜옵션이 없었으며, (iv) 계약종료 후 금호산업 주가의 변동에 따른 손익은 대신증권에게 귀속된다는 점을 들었다.

위와 같은 판단에 근거하여 서울남부지방법원은 금호산업이 아시아나항공 주주총회에서 행사한 아시아나항공 주식에는 상법 제369조 제3항의 의결권 제한이 적용되지 않는다고 하였다. 법원은 따라서 해당 주주총회는 의결정족수를 충족해 적법하다며 원고의 청구를 모두 기각하였다. 법원의 이러한 판단은 그 결론과 논거 모두에 있어 합리적이지 않은 측면이 있다. 상호주의 의결권 제한규제에 자기계산의 법리를 기계적으로 적용하는 것은 바람직하지 않고, 자기계산의 법리를 적용하면서 TRS의 특수성 및 거래관행을 법원이 전혀 고려하지 않았기 때문이다. 이와 관련하여 구체적인 사항은 제4장에서 상세히 검토하기로 한다.

있는 경우'에는 타인의 명의이나 자기의 계산으로 가지고 있는 경우도 포함된다고 해석하는 것이 상당하다고 하였다.

51) 공정거래법 제36조 제1항은 동법 제22조(상호·순환출자 금지 규정)에 대한 탈법행위를 금지하고 있는데, 동법 시행령 제42조 제4호는 '계열회사의 주식을 타인의 명의를 이용하여 자기의 계산으로 취득하거나 소유하는 행위'가 금지되는 탈법행위 중 하나라고 규정하고 있다.

제 2 절 계열회사 신용지원

1. TRS를 통한 계열회사 신용지원 방법

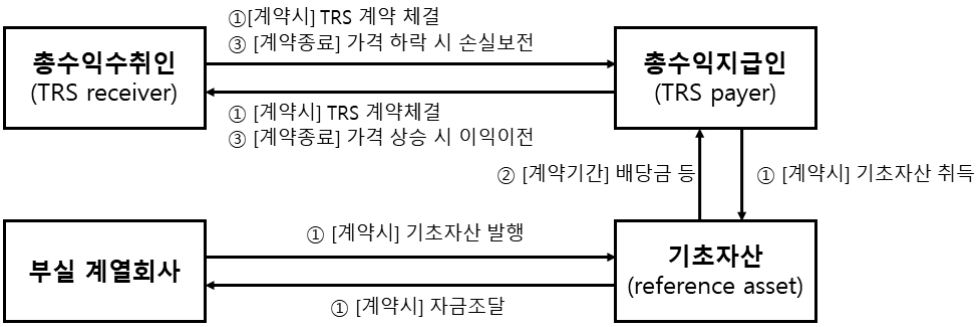
TRS는 계열회사를 지원해주기 위해서도 활용된다. 같은 기업집단 내에서도 신용이 높고 재무상태가 우량한 계열회사와 그렇지 않은 계열회사가 존재하기 마련이다. 이때 기업집단의 지배주주로서는, 기업집단 전체의 이익을 극대화하고자 재무상태가 우량한 계열사로 하여금 열악한 계열사를 지원하게 할 유인을 가진다. 하지만 이는 공정거래법에 의해 명시적으로 금지된다. 공정거래법은 부당하게 특수관계인 또는 다른 회사에 가지급금 · 대여금 등을 제공 또는 거래하여 과다한 경제상 이익을 제공함으로써 지원하는 행위를 부당지원행위로 규정하고 금지하고 있기 때문이다(공정거래법 제45조, 시행령 제52조).

따라서 이러한 규제를 우회하여 계열회사 간에 신용지원을 해주기 위하여 TRS가 활용된다. 상대적으로 신용이 높은 계열사가 TRS를 통해 신용이 낮은 계열사가 발행한 기초자산의 가치를 보장해 준다면, 공정거래법의 규제를 받지 않으면서 계열사 간 신용지원이 가능하기 때문이다. 이때 TRS의 기초자산은 보통 영구교환사채, 상환전환우선주 등 부채의 성격을 띤 금융상품이 된다.

계열사 신용지원을 위한 TRS의 거래구조는 [그림 3-6]와 같다. ① 부실 계열사가 기초자산을 발행하고, 이와 동시에 우량 계열사와 기초자산 인수인은 TRS 계약을 체결한다. 이때 기초자산의 인수조건은 보통 시장의 조건보다 부실 계열사에게 유리하게 설정된다. ② TRS 계약기간 동안 기초자산 인수인인 총수익지급인은 기초자산과 관련하여 배당권 등의 권리를 갖는다. 다만 TRS의 세부적인 조건에 따라 특정 권리는 총수익수취인(우량 계열사)이 행사할 수도 있다. ③ TRS 계약이 종료하면 총수익수취인과 총수익지급인 사이에 부실 계열사가 발행한 기초자산의 가치변동에 따른 차액정산이 이루어진다. 이러한 차액정산 약정 때문에 ①의 단계에서 총수익지급인이 시장가격보다 비싸게 부실 계열사가 발행한

기초자산을 인수하는 것이다. 가령 부실 계열사가 사채를 발행하는 경우, 총수익지급인은 부실 계열사가 아닌 TRS 계약상대방인 건실한 계열사가 발행하는 사채의 가격으로 이를 인수하게 된다. 이는 비록 해당 사채의 발행자는 부실 계열사여도, 우량 계열사인 총수익수취인이 그 가치를 보증하기 때문에 가능하다.

[그림 3-5]



2. 관련 법적 문제

가. 특수관계인에 대한 부당지원행위 및 부당이익 제공행위 규제(공정거래법 제45조 제1항 제9호, 제47조)

앞서 살펴본 바와 같이 공정거래법은 일정한 행위를 불공정거래행위로 규정하고 이를 금지하고 있는데, 그중에는 부당하게 특수관계인에게 대여금을 제공하거나 상당히 유리한 조건으로 거래하는 행위가 포함된다.[52] 또한 공정거래법은 공시대상기업집단[53]에 속하는 국내 회사가 특수관계인과 정상적인 거래에서 적용되거나 적용될 것으로 판단되는 조건

52) 공정거래법 제45조 제1항 제9호 가목
53) 일정한 예외사유를 제외하면 해당 기업집단에 속하는 국내 회사들의 대차대조표상 자산총액이 5조원 이상인 기업집단을 말한다(공정거래법 제31조 제1항, 시행령 제38조 제1항)

보다 상당히 유리한 조건으로 거래하여 특수관계인에게 부당한 이익을 귀속시키는 행위를 금지하고 있다.[54] 이러한 규제는 대기업집단 지배주주의 사익편취 행위를 금지하고 경제력집중을 억제하기 위한 취지에서 도입되었다.

그동안 TRS는 이러한 규제를 우회하면서 계열회사 간에 신용을 지원할 목적으로 활용돼왔지만, 법원은 최근 공시대상기업집단에 속하는 회사가 TRS를 통해 계열회사를 신용지원 해주는 것도 공정거래법 위반이라고 판시하였다.[55] 비록 TRS 계약은 신용지원을 해주는 회사와 자금공급자 사이에 체결되지만, 이를 신용지원 회사와 그 특수관계인 사이의 간접거래로 볼 수 있다는 것이 법원의 논리이다. 이러한 경우 계열회사가 낮은 금리로 자금을 조달할 수 있게 하도록 자금 공급자인 제3자에게 TRS의 기초상품과 관련된 손익을 정산해주는 것은 '특수관계인에게 대여금을 제공하거나 상대방에게 상당히 유리한 조건으로 거래하는 행위'로 해석될 여지가 크다. 판시의 구체적인 내용은 아래에서 살펴본다.

나. 상법상 이해관계자에 대한 신용공여 규제(상법 제542조의9)

상법 제542조의9는 상장회사가 주요주주 등 이해관계자를 위하여 신용공여를 하는 행위를 금지하고 있다. 해당 규정은 본래 상장회사가 직접 주요주주 등 이해관계자에게 신용을 제공하는 행위를 규제하기 위하여 입법되었으나, 동법 시행령을 통하여 적용 범위가 확장되어 상장회사가 TRS를 통하여 주요주주 등 이해관계자에게 신용을 제공하는 경우도 규율한다. 아직까지 법원에서 TRS와 관련하여 해당 규정이 쟁점이 된 바는 없으나, 제4장에서 구체적으로 어떻게 TRS가 상법 제542조의9의 적용대상이 되는지 살펴본다.

---

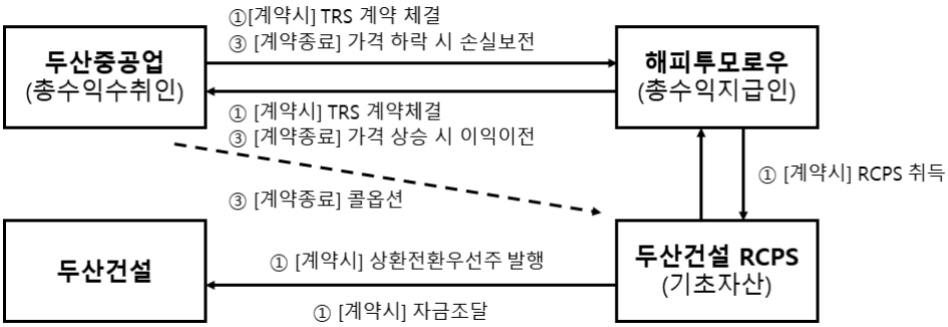
54) 공정거래법 제47조 제1항 제1호
55) 서울고등법원 2021. 1. 28. 선고 2018누52497 판결

3. TRS를 통한 계열회사 신용지원 사례(1): 두산건설 사례

두산중공업이 두산건설이 발행한 상환전환우선주(redeemable convertible preferred shares; RCPS)와 관련하여 해피투모로우제십차와 TRS 계약을 체결한 것이 TRS를 활용한 계열사 신용공여의 대표적인 예이다. 두산건설은 2013년 3분기말을 기준으로 부채비율이 222%였으며, 부채 중 단기차입금 비중이 90%에 달해 유동성 압박에 시달리고 있었다. 이를 해결하기 위하여 두산건설은 2013년 12월 약 4,000억 원 규모의 제3자 배정 상환전환우선주를 발행했다. 이때 상환전환우선주의 발행조건을 두산건설에게 유리하게 하기 위해 두산중공업은 인수인인 해피투모로우제십차와 TRS 계약을 맺고 발행된 상환전환우선주의 가치변동 위험을 사실상 이전받았다.

해당 계약의 거래구조는 [그림 3-6]과 같다. ① 두산건설은 우선배당율 6.5%인 상환전환우선주를 발행했고, 해피투모로우는 약 4,000억원으로 이 상환전환우선주를 전부 인수하였다. 이와 동시에 두산중공업은 해피투모로우와 TRS 계약을 체결하여 실질적으로 이 상환전환우선주의 상환이행을 보증하였다. ③ 발행일로부터 3년 후인 2016년 12월 16일, 두산건설 상환전환우선주의 가격은 많이 하락한 상태였고, 두산중공업은 가격 하락분을 해피투모로우에게 보전하여 주었다. 또한 두산중공업은 콜옵션을 행사해 해당 RCPS를 인수하고, 주주간 계약을 체결해 만기를 연장했다. 두산중공업의 이와 같은 희생 덕분에 두산건설은 당시의 열악한 재무구조에다 불구하고 보다 유리한 조건으로 약 4,000억 원의 자금을 조달할 수 있었던 셈이다.

[그림 3-6]



4. TRS를 통한 계열회사 신용지원 사례(2): 효성그룹 사례(서울고등법원 2021. 1. 28. 선고 2018누52497 판결)

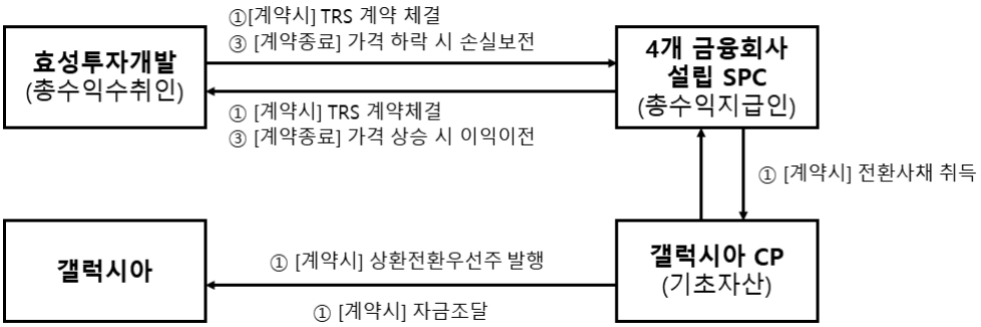
가. 사실관계

효성그룹은 대주주인 조현준 회장이 지배하는 갤럭시아일렉트로닉스(이하 '갤럭시아'라고 한다)가 재무상태가 악화되어 완전자본잠식 상태에 이르자, 그룹 계열회사인 효성투자개발로 하여금 신용지원을 하게 하였다. 효성그룹은 효성투자개발이 갤럭시아에 직접 자금을 대여할 경우 공정거래법상 부당지원행위가 될 것을 우려하여 TRS를 활용하였다. 갤럭시아는 250억원 규모의 전환사채를 발행하고, 이를 여러 금융회사들이 설립한 SPC가 인수하였다. 효성투자개발은 해당 SPC로부터 신용상·거래상 위험을 인수하는 TRS 계약을 체결하고, 계약상 의무이행을 담보하기 위하여 전환사채 원금보다 큰 300억원 상당의 부동산 담보를 제공하였다. 이러한 거래 덕분에 갤럭시아는 자체적으로 자금조달이 불가능한 상황이었음에도 낮은 금리로 자본금의 7.4배에 해당하는 자금을 조달할 수 있었다.[56]

효성투자개발이 금융회사들이 설립한 SPC와 체결한 TRS 계약의 거

래구조는 [그림 3-7]과 같다. ① 갤럭시아는 무보증 후순위 전환사채를 발행하였고, 금융회사들이 설립한 SPC는 이를 전부 인수하였다. 이와 동시에 효성투자개발은 위 SPC와 TRS 계약을 체결하여 갤럭시아가 발행한 전환사채의 위험을 인수하였다. ② TRS 계약기간 동안 갤럭시아는 전환사채에 대한 이자(금리 연 5.8%)를 SPC에게 지급하였다. ③ TRS 계약 종료 시점인 계약일로부터 2년 뒤에 효성투자개발은 전환사채 가치 하락에 따른 손실을 금융회사들이 설립한 SPC에게 정산해주었다. 공정거래위원회는 2018년 5월 이 TRS 거래를 공정거래법상 특수관계인에 대한 부당지원행위(구 공정거래법 제23조 제1항 제7호[57]) 및 부당이익 제공행위(구 공정거래법 제23조의2[58])로 보고 시정명령, 과징금, 고발 등의 처분을 하였다. 이에 효성그룹은 해당 처분의 취소를 구하는 소를 제기하였으나 서울고등법원은 청구를 기각하였다.

[그림 3-7]



나. 법원의 판단(서울고등법원 2021. 1. 28. 선고 2018누52497 판결)

법원에서는 (i) TRS 거래가 부단지원행위 유형에 해당하는지, (ii) CB

56) 리걸타임즈, 2020. 11. 9.자 “총수익률스왑과 관련된 제문제(2)”
57) 현행 공정거래법 제45조 제1항 제9호
58) 현행 공정거래법 제47조

정상금리를 공모 회사채 금리로 산정한 것이 적정한지, (iii) 공정거래저해성 요건이 입증되었는지, (iv) 특수관계인에 대한 부당이익 제공행위에 간접거래가 포함되는지, (v) 특수관계인에 대한 부당이익 귀속 요건이 해당 사안에서 충족되었는지 여부가 쟁점이 되었다.[59] 이 중 (ii), (iii) 요건은 본 논문과 관련이 없어 아래에서는 (i), (iv), (v) 쟁점만 검토한다.

(i) 법원은 TRS 계약을 체결하는 행위는 부당지원행위의 한 유형으로 볼 수 있고, 효성그룹 사례에서 효성투자그룹이 TRS를 통하여 SPC에게 갤럭시아 전환사채 투자원금 및 이자를 지급보증해 준 것으로 볼 수 있으며 이는 무상보증에 준하는 상당히 유리한 거래조건이라고 판시하였다. 또한 법원은 (iv) 공정거래법의 해석상 공정거래법상 금지되는 부당지원행위에는 직접거래뿐만 아니라 제3자를 매개로 한 간접거래도 포함된다고 판단하였다. 마지막으로 법원은 (v) 효성그룹 사례에서 거래 당시 지원객체가 처한 경제적 상황, 거래의 규모 등을 고려할 때 효성투자개발은 SPC와 TRS 계약을 체결하여 특수관계인에게 부당한 이익을 귀속시켰다고 보았다. 이와 같은 논거를 바탕으로 법원은 효성투자개발의 특수관계인에 대한 부단지원행위 및 부당이익 제공행위 모두를 인정하였다. 법원의 이러한 판단의 타당성은 아래 제4장에서 검토한다.

제 4 절 자금조달

1. TRS를 통한 자금조달 방법

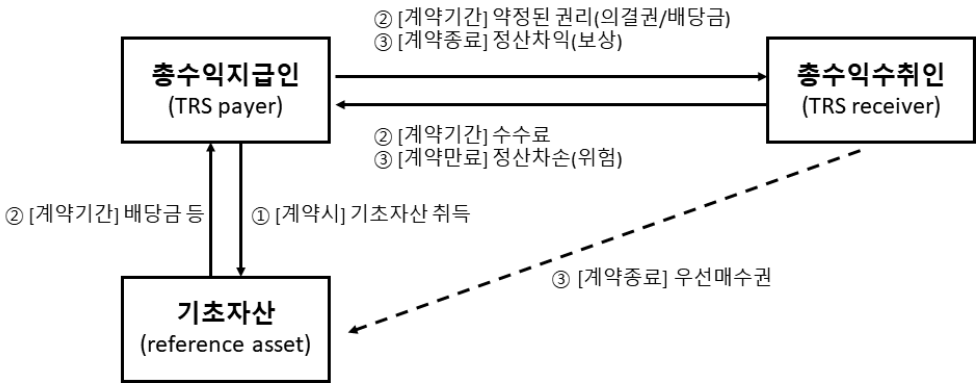
TRS는 기업의 자금조달 수단으로 자주 활용되고 있다. TRS는 실질적으로 기초자산을 담보로 하는 대출과 같이 활용될 수 있기 때문이다. 자금 공급자가 총수익지급인이 되어 기초자산을 취득하고, 기업이 총수익수취인으로서 기초자산과 관련된 권리와 가격변동위험을 이전받는 형태의 TRS 계약을 체결하면, 기업은 그 자산을 직접 취득한 것과 같은

59) 법무법인 지평, 총수익스와프(TRS) 거래를 통한 '총수일가 사익편취' 사건 판결.

경제적 효과를 누릴 수 있다. 이와 같은 TRS를 통한 자금조달은 주로 고가의 자산을 인수할 때, 특히 다른 기업 혹은 대량 지분을 인수할 때 많이 활용한다.

자금조달 목적으로 TRS가 활용되는 경우 그 거래구조는 [그림 3-7]과 같다. ① 계약체결시 자금 공급자인 총수익지급인은 인수대상이 되는 기초자산을 취득한다. ② 이후 TRS의 계약기간 동안 총수익수취인은 의결권, 배당권 등 기초자산과 관계된 여러 권리를 행사하고, 그 대가로 약정된 수수료(기초자산 인수대금의 일정한 비율)를 총수익지급인에게 지급한다. ③ 계약이 종료되면 보통의 경우 총수익수취인이 기초자산에 대한 우선매수권을 가져 인수대상 자산을 취득할 수 있도록 TRS가 설계된다. 총수익수취인이 우선매수권을 행사하는지 여부와 상관없이 TRS 계약 종료시 계약의 양 당사자는 기초자산 가치변동에 따른 차액정산을 한다.

[그림 3-8]



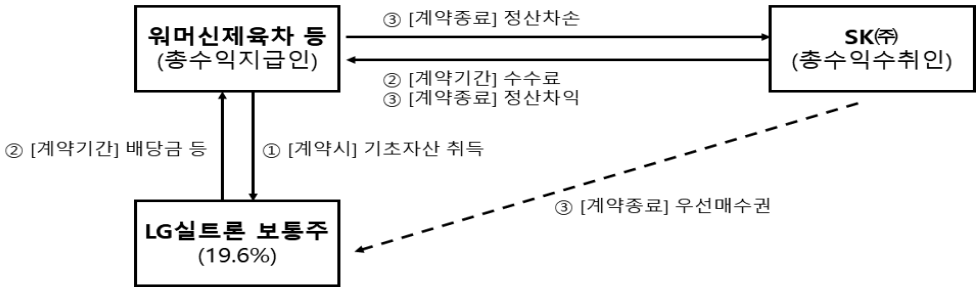
2. TRS를 통한 자금조달 사례: SK 실트론 사례

자금조달 목적으로 활용된 TRS의 대표적인 사례는 SK그룹의 지주회

사 SK(주)가 LG실트론을 인수하기 위하여 워머신제육차 등 재무적투자자들과 체결한 TRS이다. SK그룹은 반도체 사업을 강화하고자 반도체 웨이퍼 생산업체인 LG실트론을 인수하고자 하였으나, 인수 당시 LG실트론 지분 100%를 매입할 현금이 부족하였다. 이에 SK(주)는 LG(주)로부터 LG실트론 지분 51%를 매입한 후 잔여지분 49% 중 KTB 프라이빗에쿼티가 보유하던 19.6% 지분을 인수하기 위하여 TRS를 활용하였다. 이때 NH투자증권 설립한 워머신제육차 등이 SK(주)에 필요한 자금을 조달하여 주었다.

해당 계약의 거래조건은 아래 [그림 3-8]과 같다. ① TRS 계약 체결 즉시 워머신제육차 등은 약 1,700억원을 동원하여 LG실트론 지분 19.6%를 매입하고, SK(주)는 기초자산 취득가액의 0.5%에 해당하는 거래수수료를 워머신제육차 등에 지급한다. ② TRS 계약기간(2017. 8. 25. ~ 2022. 8. 24.) 동안에는 총수익수취인인 워머신제육차 등이 LG실트론 주식의 법적 소유권, 의결권, 배당권을 보유한다. 그 대가로 TRS 계약기간 중 SK(주)는 워머신제육차 등에게 LG실트론 주식 취득가액의 3.2%를 매년 수수료로 지급한다. ③ 계약만기가 도래하면 워머신제육차 등은 LG실트론 지분을 매각하되, 매각차익이 발생하면 이를 SK(주)에게 이전하고 매각차손이 발생하면 SK(주)가 이를 보전한다. 또한 SK(주)는 분기 단위로 행사 여부를 결정할 수 있는 콜옵션을 보유하여 원하는 때에 워머신제육차 등으로부터 LG실트론 보통주를 취득할 수 있다.

[그림 3-9]



자세히 보면 이 TRS 계약의 실질은 SK(주)가 워머신제육차 등으로부터 차입한 자금으로 LG실트론 잔여지분을 취득하고, 그 대가로 약정이자를 지급하는 주식 담보 차입과 유사하다. 다만 주식 담보 차입과 달리, SK(주)는 담보로 제공되는 주식의 소유권, 의결권, 배당권을 보유하지 않았다. SK(주)가 이처럼 TRS 기간 중 의결권과 배당권을 포기한 이유는 이미 SK(주)가 LG실트론 지분 51%를 통해 경영권을 안정적으로 확보하고 있었기 때문으로 보인다. SK(주)는 이미 LG실트론 의결권의 과반을 확보하고 있었고 LG 실트론으로 하여금 배당을 하지 않도록 결정할 수 있는 지위에 있어 추가적으로 의결권이나 배당권을 확보할 필요가 없었다.

3. 관련 법적 문제

TRS를 통해 자금을 조달하는 것 자체는 법적으로 문제되지 않는다. TRS를 활용한 자금조달은 단순히 기초자산을 담보로 하여 일정한 자금을 차입하는 것에 불과하기 때문이다. 실제로 TRS는 이처럼 자금조달 목적으로 많이 활용되기는 하나, TRS의 디커플링 효과로부터 야기되는 여러 법적 문제를 검토하고자 하는 본 논문의 연구목적상 이하에서는 더 이상 해당 목적을 위한 TRS를 살펴보지 않는다.

제 4 장 법적 문제에 대한 해결 및 제안

제 1 절 지분공시제도에 대한 검토

1. 정보공개제도에 대한 개관

우리 자본시장법은 주식시장의 투명성을 제고하기 위하여 일정한 수 이상의 주식을 보유하게 된 자에게 주식보유 정보공개 의무를 부과하고 있다. 주식보유 정보는 지배권 경쟁, 의결권 행사자, 회사의 투자자 구성 등에 대한 정보를 내포하고 있어 주가에 영향을 미치고, 투자자의 투자 판단에 중요한 고려대상이 되기 때문이다. 하지만 자본시장법상 주식보유 정보공개 제도는 전통적인 주식을 염두에 두고 만들어진 제도로, TRS 계약과 같이 근래에 등장한 파생금융상품들에는 어떻게 적용될 수 있는지 국내에서는 아직 명확하게 확립되지 않았다.

이 때문에 회사에 대한 주식보유 비중이 높은 일부 주주들은 정보공개 규율을 피하고자 TRS와 같은 파생금융상품을 적극적으로 활용하기 시작하였다. 이들 주주는 주식보유 목적이 경영권 취득이든 위험 헤지든 보유 정보를 공개하면 각종 규제와 견제의 대상이 되기 때문에 최대한 주식보유 정보를 숨길 유인이 있기 때문이다. 특히 TRS와 관련하여, 주주명부상 주주에 가려진 총수익수취인은 보고의무를 비롯한 각종 규율을 회피하기 위하여 TRS를 활용하기도 한다. 이들은 TRS 계약의 구조적 유연성에 기대어 규제를 회피할 수 있도록 계약을 설계하여 정보공개 제도의 취지를 일부 잠탈하고 있다.

따라서 이러한 문제점을 해결하기 위하여 현행 법률 등의 규정에 근거하여 TRS 계약 당사자들에게 합리적으로 주식보유 정보공개와 관련된 법적 규율을 가할 수 있는지 모색할 필요가 있다. 또한 적절한 규율이 필요하나 현행 제도의 미비점 때문에 그러한 규율이 불가능한 경우,

어떻게 현행 제도를 보완할 수 있는지에 대한 고민이 필요하다. 아래에서는 우선 현행 제도상 어떠한 TRS를 규율할 수 있는지 살펴보고, 이후 어떻게 규제의 공백을 보완할 수 있는지 검토해본다.

2. 현행 자본시장법상 정보공개제도

가. 자본시장법상 정보공개제도

현행 자본시장법은 주식의 보유 및 거래에 관한 정보공개제도로 (i) 대량보유주식 등의 보고의무[60], (ii) 공개매수공고 및 공시의무[61], (iii) 임원 등의 특정증권 소유상황보고의무[62]를 규정하고 있다.[63] 이 중 소유상황보고의무는 임원 또는 주요주주에 관해서만 적용되는 보고의무이고,[64] 내부자거래 예방에 초점이 맞추어진 규제로 TRS와 관련하여 특별히 문제되지 않는다. 공개매수공고 및 공시의무는 TRS와 관련성이 있으나 공개매수라는 특수한 상황에서만 적용되는 의무이며, 조문의 규정형식에 비추어 볼 때 대량보유주식 등의 보고의무에 관한 논의의 내용을 그대로 차용할 수 있어 별도로 살펴보지 않는다. 따라서 아래에서는 대량보유주식 등의 보고의무를 중심으로 어떠한 내용의 TRS 계약에 해당 규제가 적용될 수 있는지 살펴본다.

나. 대량보유보고제도의 내용 및 취지

주권상장법인의 주식 등을 본인과 특별관계자가 합하여 5% 이상 보유하게 된 자는 ① 보유하게 된 때 그 보유상황, 보유 목적 등을, ② 보유 주식 등의 합계가 1% 이상 변동된 때 그 변동내용을, 금융위원회와

60) 자본시장법 제147조 제1항
61) 자본시장법 제134조
62) 자본시장법 제137조 제1항
63) 이석준, 앞의 논문.
64) 자본시장법 제172조 제1항, 제3조 제2항 제2호 나목

거래소에 보고하여야 한다.[65] 이를 대량보유보고제도 또는 5% 보고제도라고 하며, 시장에서는 '5% 룰'이라고 부르기도 한다.

대량보유보고제도는 크게 두 가지 기능을 수행한다. 첫째, 투자자에게 지배권 변동 가능성에 관한 정보를 주고 이를 투자판단에 반영할 수 있게 한다. 둘째, 경영진과 지배주주에게 지배권에 대한 공격을 조기에 인식할 수 있게 해주어 이에 따른 경영권 방어조치를 취할 수 있게 해준다. 결국 대량보유보고제도는 투자자와 회사 경영진에게 정보를 제공하여 증권시장의 투명성을 제고하고, 기업 지배권 경쟁의 공정성을 확보하고자 도입된 제도라고 할 수 있다.[66]

다. 현행법상 대량보유보고제도가 TRS에 적용되는지 여부

대량보유보고제도는 본래 전통적인 주식취득을 염두에 두고 입법된 규정으로, 주식보유에 따른 권리와 위험 중 일부만을 이전하는 TRS를 염두에 두고 만들어진 제도는 아니다. 그러나 주식을 기초자산으로 하는 TRS를 체결하는 때도 일정한 경우 주식을 취득하는 때처럼 대량보유보고제도를 통해 규제해야 할 필요성이 있고, 실제로 현행 제도의 해석상 TRS를 체결할 때에도 대량보유보고가 필수적인 경우가 있다. 대량보유보고제도는 '주식 등'을 본인과 특별관계자가 5% 이상 '보유하는 경우'에 적용되는데, 아래에서 각각의 요건에 따라 어떤 경우 TRS도 대량보유보고제도의 적용대상이 되는지 살펴본다.

1) 주식 등

자본시장법 제147조 제1항에서 규정하고 있는 '주식 등'은 (i) 주권상장법인이 발행한 주권, (ii) 신주인수증권, 신주인수권증서, (iii) 전환대상이 주권인 전환사채, (iv) 인수대상이 주권인 신주인수권부사채, (v) 앞에

65) 자본시장법 제147조 제1항
66) 김건식, 정순섭, 자본시장법(제3판), 두성사(2013), 300면

서 열거한 증권과 교환을 청구할 수 있는 교환사채권, (vi) 교환사채권을 포함하여 앞에서 열거한 증권을 기초자산으로 하는 파생결합증권 등이다.[67] 자본시장법 및 그 시행령의 문언상 파생상품은 제1호부터 제5호에 포함되지 않는 것음 명백하나, 제6호의 '파생결합증권'에 포함될 여지가 있다. 다만 시행령 제139조에서 파생결합증권 중 '권리의 행사로 그 기초자산을 취득할 수 있는 것'[68]만 '주식 등'에 해당한다고 규정하고 있으므로, 이러한 내용의 약정이 없는 TRS는 '주식 등'에 해당하지 않는다. 결국 현금결제형 TRS는 대량보유보고의무의 대상이 되는 '주식 등'에 포함되지 않으며, 금융당국도 현금정산 주식관련 TRS를 체결한 총수익수취인은 '주식 등'을 소유한다고 볼 수 없다고 한다.[69]

하지만 자본시장법은 '주식 등'을 '소유'하는 경우뿐만 아니라 '보유'하는 경우에도 대량보유보고의무를 부과하고 있다. 따라서 현금결제형 TRS를 체결하는 것이 '주식 등을 소유'하는 경우에 해당하지 않더라도, '주식 등을 보유'하는 것과 같게 평가될 수 있다면 현금결제형 TRS에도 대량보유보고의무가 적용될 수 있다. 주식을 기초자산으로 하는 TRS의 경우 계약의 구체적 내용에 따라 총수익수취인이 '주식 등을 보유하는 경우'에 해당할 수도 있고, 해당하지 않을 수도 있는데, 이는 아래에서 살펴본다.

2) 주식 등을 '보유'하는 경우

자본시장법상 '보유'하는 경우에는 소유하는 경우뿐만 아니라 '이에 준하는 경우'도 포함되며[70], 자본시장법 시행령 제142조는 '소유에 준하는 경우'를 7가지로 규정하고 있다. 이 중 총수익스왑과 관련하여 검토할 수 있는 경우는 네 가지로, (i) 누구의 명의로든지 자기의 계산으로 주식 등을 소유하는 경우(제1호), (ii) 법률의 규정이나 계약에 따라 주식 등의

67) 자본시장법 제133조 제1항, 자본시장법 시행령 제139조
68) 자본시장법 시행령 제139조 제1호 바목, 제2호 다목
69) 금융감독원, 기업공시 실무안내(2021년)
70) 자본시장법 제133조 제3항

의결권을 가지는 경우(제3호), (iii) 법률의 규정이나 계약에 따라 주식 등의 취득이나 처분의 권한을 가지는 경우(제4호), (iv) 주식 등을 기초자산으로 하는 자본시장법 제5조 제1항 제2호에 따른 계약상의 권리[71]를 가지는 경우(제6호)가 여기에 해당한다.

시행령 제142조 제1호의 '자기의 계산으로 주식 등을 소유하는 경우'에 해당하는지를 법원은 (i) 자금의 출연주체가 누구인지와 (ii) 주식취득에 따른 손익이 누구에게 귀속되는지를 기준으로 판단한다. 이러한 추상적 기준이 TRS와 관련하여 어떻게 적용될지는 앞서 살펴본 아시아나항공 판결(서울남부지방법원 2015. 6. 11. 선고 2014가합4256 판결)을 참고할 수 있다. 해당 판결은 TRS 거래가 자기계산의 법리에 따른 상호주에 해당하는가를 판단한 것으로 자본시장법상의 '주식 등의 보유' 문제를 판단한 것은 아니나, 법원이 후자를 판단할 때에도 해당 판결과 같은 기준이 적용될 것이기 때문이다.

앞서 살펴본 바와 같이 해당 판결에서 문제된 TRS는 주식을 기초자산으로 하는 TRS로, ① 총수익지급인이 계약체결 당시 총수익수취인에게 주식취득 자금을 지급하고, ② 계약기간 중 총수익수취인은 총수익지급인에게 일정한 수수료를 지급하고, ③ 계약종료 시점에 정산을 통하여 주가변동에 따른 손익은 모두 총수익수취인에게 귀속되는 것을 내용으로 하였다. 해당 판결에서 법원은 (i) 주식의 매매대금을 총수익지급인이 출연한 것이며 (ii) 주식의 경제적 손익 또한 총수익지급인에게 귀속된다며 주식을 기초자산으로 하는 TRS를 체결한 총수익수취인은 자기의 계산으로 주식을 소유하지 않는다고 판시하였다.[72] 판결에서 문제된 TRS 계약의 내용에 따르면 계약기간 중 기초자산 가격변동에 따른 위험은 모두 총수익수취인이 실질적으로 부담하였는데, 이러한 TRS 계약에 대하여도

---

71) 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 권리

72) 제3장 제2절 4. TRS 통한 상호·순환출자 해소 사례: 아시아나항공 사례 나. 법원의 판단 참조

판례는 '자기의 계산으로 주식 등을 소유하는 경우'에 해당하지 않는다고 한 것이다. 따라서 판례의 입장이 변하지 않는다면, 주식의 가격변동에 따른 손익이 모두 총수익수취인에게 귀속되는 TRS 계약을 체결하여도 시행령 제142조 제1호에 따라 대량보유보고 제도가 적용될 여지는 없다.

자본시장법 시행령 제142조 제3호는 주식의 의결권을 가지는 경우 '주식을 보유하는 경우'에 해당한다고 규정한다. 따라서 TRS 계약에서 명시적으로 총수익수취인이 주식의 의결권을 가지도록 정한다면 동 시행령이 적용되어 총수익수취인은 대량보유보고 규제를 받게 된다. 앞서 검토한 현대엘리베이터 사례에서 총수익지급인인 케이프포춘은 이사의 선임·해임, 이사수변동 등 현대상선의 경영권변동에 원인이 되는 안건에 대하여 총수익지급인인 현대엘리베이터의 동의를 받아 의결권을 행사하도록 TRS 계약에 규정되어 있었다. 이러한 약정은 현대엘리베이터에게 명시적으로 현대상선 주식의 의결권을 행사하게 하는 내용으로, 해당 계약에는 대량보유보고 규제가 적용돼 현대엘리베이터와 케이프포춘은 2006년 11월 20일 대량보유상황보고서를 통해 계약내용을 공시했다. 이처럼 명시적인 의결권 위임약정이 TRS 계약에 포함되어 있는 경우에는 시행령 제142조 제3호에 따라 의결권을 보유한 총수익수취인에게 대량보유보고 의무가 부과된다.

TRS는 결제방식에 따라 현금결제형 TRS와 현물결제형 TRS로 구분할 수 있는데, 자본시장법 시행령 제142조 제4호는 이중 현물결제형 TRS에 적용될 수 있다. 시행령 제142조 제4호는 '주식 등의 취득 권한을 가지는 경우'에 대량보유보고 규제를 적용하는데 현물결제형 TRS는 여기에 해당하기 때문이다. 앞서 살펴본 엘리엇 사례에서, 엘리엇은 국내 금융기관들과 삼성물산 주식을 기초자산으로 하는 TRS 계약을 체결하면서 계약 해지시점에 주식실물을 양수할 수 있도록 약정하였다. 이에 대해 2016년 2월 증권선물위원회는 엘리엇이 삼성물산 주식을 TRS 계약을 통해 직접 보유한 것으로 판단하고 엘리엇을 공시의무 위반으로 검찰에 고발하였다.[73] 이를 통해 금융감독당국은 현물정산이 가능한 TRS

73) https://www.yna.co.kr/view/AKR20160224173200008?input=1195m

계약은 대량보유보고의무 적용대상으로 본다는 것을 알 수 있다. 다만 같은 사건에 대하여 검찰은 혐의 사실을 발견하지 못했다며 불기소 처분을 내렸는데, 처분의 구체적인 이유는 공개하지 않았다.[74] 자세한 사항은 알 수 없지만 검찰의 처분은 범죄혐의 입증 문제와 관련된 것으로 보이며, 시행령 제142조 제4호 규정 명문에 비추어 볼 때 금융감독당국과 같이 현물결제형 TRS에는 대량보유보고제도가 적용된다고 해석하는 것이 타당하다고 생각된다.

시행령 제142조 제5호는 당사자 어느 한쪽의 의사표시에 의하여 기초자산이나 기초자산의 가격 등에 의해 산출된 금원을 수수하는 거래를 성립시킬 수 있는 권리를 부여하는 것을 약정한 경우 대량보유보고의무가 적용될 수 있다고 한다. 따라서 TRS 계약을 체결하면서 총수익수취인에게 약정기간이 만료된 후 기초자산을 취득할 수 있는 콜옵션을 부여하는 경우, 총수익수취인은 대량보유보고의무를 갖게 된다.[75]

3) 소결

이상을 종합해보면 TRS는 구체적인 계약내용에 따라 자본시장법 공시규제의 적용을 받을 수도 있고 받지 않을 수도 있다. (i) 명시적 의결권 위임약정이 있거나(제2호), (ii) 현물정산을 계약조건으로 하고 있거나(제4호), (iii) 총수익수취인에게 기초자산에 대한 콜옵션이 부여된 TRS의 경우(제5호) 대량보유보고의무가 적용된다. 하지만 (i) 현금결제형 TRS나 최초 약정은 현금결제형으로 했지만 당사자 요구에 따라 현물결제형으로 변경하는 것이 가능한 경우, (ii) 명시적 의결권 위임약정은 없지만 거래관계에 따라 총수익수취인이 의결권 행사에 '사실상 영향력'을 행사할 수 있는 경우, (iii) 기초자산에 대한 콜옵션 약정이 없는 경우 해당 TRS에는 대량보유보고제도가 적용되지 않는다. 이러한 규제공백의 문제점과 해결책에 대해서는 아래에서 구체적으로 논의하고자 한다.

---

74) 이데일리, 2020. 6. 29.자 "'삼성물산 공시 위반 혐의' 엘리엇, 4년 만에 불기소 처분"
75) 금융감독원, 기업공시 실무안내(2021년)

3. 현행 자본시장법상 공시규제의 규제 공백

정부 규제는 시장 참여자들에게 영향을 주고, 특히 규제 공백이 있는 경우 시장 참여자들은 이를 적극적으로 이용하는 경향이 있다. 자본시장법상 대량보유보고의무는 투자자에게 공시에 필요한 제반 서류를 준비하게 하고, 자신의 투자전략을 시장에 노출시켜 상당한 시간과 비용을 수반한다. 이 때문에 실제 시장에서는 현행 자본시장법상 공시규제를 우회하는 방향으로 TRS 계약이 체결되고 있으며, 이는 자본시장의 투명성을 낮추고 정보비대칭을 심화시켜 시장의 효율성을 저해하고 있다.[76]

앞서 살펴본 바와 같이 자본시장법 시행령 제142조 제3호에 따라 TRS에 명시적인 의결권 위임약정이 있는 경우 총수익수취인에게 보고의무가 부과되는데, 현재 우리나라에서는 계약당사자들이 해당 시행령을 인식하여 TRS 계약을 체결할 때 명시적인 의결권 위임약정을 두지 않고 있다.[77] 실제로 위임장 대결을 목적으로 총수익수취인이 의결권을 확보한 엘리엇 사례, 경영권 방어 및 순환출자 해소 목적으로 TRS가 활용된 아시아나항공 사례 등에서 TRS 계약에 명시적 의결권 위임약정은 존재하지 않았다. 그러나 명시적 의결권 위임약정이 없다 하더라도 해당 사례에서 총수익지급인인 금융기관은 기초자산에 대한 경제적 이해관계가 없어 고객인 총수익지급인이 원하는 방향으로 의결권을 행사할 유인이 높았고, 실제로 그러한 방향으로 의결권을 행사하였다. 이처럼 명시적 의결권 위임약정은 없지만 총수익수취인에게 '실질적 의결권'이 있는 경우가 많은데, 현행 법제도 하에서는 '법률의 규정이나 계약'에 의하여 의결권을 행사할 수 있는 경우만 규율하고 '실질적 의결권'을 가지는 총수익수취인을 규율하지 않아 이점이 문제로 지적되고 있다.[78]

자본시장법 시행령 제142조 제5호 또한 투자자들이 적극적으로 우회

---

76) 이정두. "주식관련 장외파생거래의 제반 문제에 관한 연구: 지배구조 왜곡 및 불공정거래와 규제방향을 중심으로." 증권법연구 17.1 (2016): 203-245.
77) 정일묵, 기업의 총수익교환약정(TRS) 활용사례, CGS Report, 제6권 제56호 (2016)
78) 임정하, 앞의 논문.

하고 있다. 해당 시행령 조항에 따라 총수익수취인이 TRS 계약 종료 시점에 기초자산인 주식에 대해 콜옵션을 보유하는 경우 총수익수취인에게 공시의무가 부과되는데, 거래 당사자들은 이를 의식하여 콜옵션 약정이 배제된 TRS를 체결하는 경우가 많다. 특히 금융기관이 총수익지급인이 되는 경우, TRS 계약종료 시점에 금융기관은 TRS의 기초자산인 주식을 더는 보유할 필요가 없어 고객인 총수익수취인의 요청에 따라 명시적인 콜옵션이 없어도 총수익수취인에게 매도하는 경우가 많은데, 현행 자본시장법상 이러한 경우에도 총수익수취인은 아무런 공시의무를 부담하지 않는다.

마지막으로 현행 자본시장법상 현물결제형 TRS에만 대량보유보고의무가 부과되고 현금결제형 TRS에는 대량보유보고의무가 부과되지 않는데, 이 또한 거래현실에 부합하지 않는다. 현금결제형 TRS라 하더라도 총수익지급인은 자신의 포지션을 헤지하기 위해 주식 실물을 보유하는 경우가 많기 때문이다.[79] 이때 총수익지급인은 위에서 살펴본 바와 같이 총수익수취인이 원하는 방향으로 의결권을 행사할 가능성이 클 뿐만 아니라 고객인 총수익수취인의 요청에 따라 언제든지 TRS 계약을 현물결제형으로 변경해줄 수 있다. 따라서 TRS 계약의 정산방식이 현물결제형인지 현금결제형인지에 따라 공시의무 부과 여부를 달리하는 현행 규정은 경제적 실질에 부합하지 않을 뿐만 아니라, 거래 주체로 하여금 공시의무를 우회할 수 있는 수단을 마련해주고 있다.

4. 외국의 입법례 및 대응조치

미국을 중심으로 하여 2000년대부터 전 세계적으로 파생금융상품이 많이 발행되기 시작하였고, 2008년 금융위기 직전까지 파생상품시장은 별다른 규제의 개입 없이 폭발적으로 성장하였다. 하지만 2008년 금융위기가 발생하였고, 그 원인으로 다양한 파생금융상품이 지목되자 미국, EU 등 여러 나라는 이들 상품에 대한 규제를 강화하기 시작하였다. 특히 이들 상품이 수면 위로 드러나지 않는 '그림자 금융' 때문에 위기가

79) *Ibid.*

확산되었다는 반성 하에 공시의무에 방점을 둔 각종 제도가 도입되었다.

주식을 기초자산으로 하는 TRS[80]에 대한 공시규제도 2008년을 기점으로 전 세계적으로 강화되었다. 미국은 Dodd-Frank Act(The Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act; 이하 'Dodd-Frank 법안'이라고 한다)를 입법하였고, EU는 Transparency Directive[81]를 개정하는 방법으로 공시규제를 개정하였다. 영국, 독일, 프랑스 등 유럽 각국도 Transparency Directive와 같은 방향으로 공시규제를 정비하였다.

2010년대 들어 Schaeffler Group 사건 등 공시규제 우회가 문제되는 사건이 주목받고 투자자 행동주의(Shareholder Activism)에 대한 규제 필요성이 대두되면서, TRS를 비롯한 파생금융상품에 대한 공시규제 강화 흐름은 한 번 더 대두되었다. Schaeffler는 독일 30대 상장회사 중 하나인 Continental AG를 공개매수하는 과정에서 공시규제를 우회하기 위하여 현금결제형 파생금융상품을 이용하였다. 당시 독일법상 공시의무가 발동되는 기준은 3%였는데, Schaeffler는 2.97% 지분은 주식으로, 4.95% 지분은 현금결제형 스왑상품을 통하여 비밀리에 취득하였다. 이에 독일 연방금융감독청(Bundesanstalt fur Finanzdienstleistungsaufsicht ,BaFin)은 독일 증권법이 채택한 당시 EU Transparency Directive[82]에 따르면 현금결제형 스왑계약을 체결한 것은 공시의무의 대상이 되지 않는다고 결론을 내렸다.[83]

---

80) 주식을 기초자산으로 하는 TRS의 경우 나라별로 총수익스왑(TRS) 또는 차액계약(Contract for Difference; 이하 CFD라고 한다)이라는 용어를 사용한다.

81) Directive 2004/109/EC of The European Parliament and of the Council of 15 December 2004 on the harmonisation of transparency requirements in relation to information about issuers whose securities are admitted to trading on a regulated market and amending Directive 2001/34/EC(이하 Transparency Directive)

82) 이때 Transparency Directive는 2013년 개정으로 현금결제형 파생금융상품에도 공시의무가 부과되기 전의 규정이다.

83) Zetzsche, Dirk A. "Continental AG vs. Schaeffler, Hidden Ownership and European Law-Matter of Law or Enforcement?." European business

미국은 2021년 9월 15일 SEC Rule 10B-1을 도입하면서[84] 주식을 기초자산으로 하는 스왑상품에 대한 공시규제를 대폭 강화하였고, 2022년 2월 10일에는 SEC Rule 13d-3을 개정하며[85] 현금결제형 주식파생상품에 대한 공시규제를 강화하였다. 프랑스, 독일 등 유럽국가는 전통적으로 미국보다도 엄격하게 투자자 행동주의를 규제해 왔는데[86], 이들 국가도 주식 관련 파생상품에 대한 공시규제를 한 층 더 강화하는 것을 검토하고 있다.[87]

가. EU Transparency Directive

EU 소속 국가들의 현행 공시제도의 기초는 Transparency Directive라고 할 수 있다.[88] Transparency Directive는 의결권 있는 주식 및 관련된 금융상품을 직접 또는 간접적으로 보유하여 의결권을 보유하거나 보유한다고 간주되는 자는 그 금융상품의 취득 또는 처분으로 의결권이 5%, 10%, 15%, 20%, 25%, 30%, 50%, 75%에 이를 때까지 해당 금융상

---

organization law review 10 (2009).

84) Prohibition Against Fraud, Manipulation, or Deception in Connection with Security-Based Swaps; Prohibition against Undue Influence over Chief Compliance Officers; Position Reporting of Large Security-Based Swap Positions, Release No. 34-93784 (Dec. 15, 2021) (이하 'SEC Rule 10B-1'이라고 한다)

85) 중복규제를 피하고자 2022년 2월 10일 현금결제형 주식파생상품 전반에 적용되는 SEC Rule 13d-3을 개정하며 이중 10B-1의 규제대상인 주식을 기초자산으로 하는 스왑상품은 SEC Rule 13d-3의 적용대상에서 제외한다는 명문의 규정이 삽입되었다.

86) https://corpgov.law.harvard.edu/2020/06/26/response-to-us-critics-of-the-french-securities-regulator-position-on-activism/

87) 대표적으로 프랑스 금융투자청(Autorite des marches financier; AMF)은 프랑스 회사법의 주식보유 공시규제 기준을 기존 5%(의결권)에서 3%로 낮추고, 일정한 경우 상장회사 의결권을 0.5% 이상 확보한 주주는 이를 회사에게 통지하여 회사로 하여금 선택적으로 이를 공시할 수 있는 규제를 도입하였다.

88) Transparency Directive는 현재 EU 소속 국가들의 거래소들에 상장된 기업들에 동일하게 적용되는 최소기준으로, EU 소속 국가들은 이 기준보다 강화된 공시기준을 개별적으로 도입할 수 있다.

품과 관련된 거래를 할 때 이를 발행회사에 공시하도록 요구하고 있다.[89] 여기서 간접보유하는 경우란 투자자와 제3자 사이에 명시적인 의결권 위임약정이 있는 경우로, 이러한 약정이 있다면 Transparency Directive는 투자자에게 공시를 요구하여 파생금융상품에 대해서도 일정 부분 규제를 하고 있다.[90] 하지만 이러한 규제만으로는 주식에 대한 경제적 이해관계만 일방에게 귀속시키는 많은 파생금융상품을 제대로 규제하기 어렵다. EU는 이러한 규제공백을 의식하고 이를 해결하기 위하여 2013년 Directive 2013/50/EU[91]를 도입하여 Transparency Directive를 개정하였다.[92]

개정 전 Transparency Directive는 우리나라 현행 자본시장법과 유사하게 상장회사 주식을 직접 소유한 주주나 명시적인 의결권 위임약정을 체결한 투자자, 현물결제형 파생상품을 보유한 투자자에게만 공시의무를 부과하였다.[93] 이에 따라 명시적 의결권 위임약정을 체결하지 않고 현금결제형 TRS 계약을 체결하여 주식에 대한 경제적 이해관계만 보유한 총수익수취인은 전혀 공시의무를 부담하지 않았다. EU는 이러한 규제공백이 시장교란, 투자자 신뢰 상실과 장기적 관점에서 회사의 이익을 바라는 투자자들의 이해관계에 배치되는 결과를 가질 수 있다고 판단하여 개정을 추진하였다.[94]

개정된 Transparency Directive는 아래와 같이 금융상품 정의 규정을 수정하여 상장회사에 대하여 현금결제형 파생상품을 포함하여 '주식을

---

89) Directive 2004/109/EC of the European Parliament and of the Council of 15 December 2004(이하 Directive 2004/109/EC) Article 9
90) *Ibid*, Article 10
91) Directive 2013/50/EU of the European Parliament of the Council of 22 October 2013
92) Hu, Henry TC, and Bernard Black. "The new vote buying: Empty voting and hidden (morphable) ownership." S. Cal. L. Rev. 79 (2005): 811.
93) 임정하, 앞의 논문.
94) European Commission Memo, "Revised Directive on Transparency requirements for listed companies (Transparency Directive) - frequently asked questions", 2013. 6. 12.

보유한 것과 동일한 경제적 효과를 가지는' 모든 금융상품에 대하여 대량보유 공시의무를 부과한다. 구체적으로 Directive 2013/50/EU는 Article 13.1은 공시규제가 적용되는 투자상품 정의를 (a) 계약의 만기일에 조건 없이 의결권 있는 상장회사 주식을 확보할 수 있는 권리나 재량을 부여하는 금융상품 및 (b) (a)에 해당하지 않으나 상장회사 주식을 기초자산으로 하고 (a)에서 규정한 금융상품을 보유한 것과 유사한 경제적 효과를 가져오는 금융상품으로 정의하였다. 추가로 Article 13.1(b) 단서에서는 '현물정산형에 해당하지 않아도 된다'는 명문을 넣어 현금결제형 금융상품에도 공시규제가 적용될 수 있다는 점을 명시하였다. 아울러 Directive 2013/50/EU는 구체적인 규제범위를 확립하기 위하여 Article 13.1b에서 Article 13.1에서 규정하는 금융상품에 포함될 수 있는 상품을 열거하였다.[95)]

DIRECTIVE 2013/50/EU OF THE EUROPEAN PARLIAMENT AND OF THE COUNCIL of 22 October 2013 Article 13 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

95) Article 13. 1b에는 공시의무 대상 금융상품으로 양도성 증권(transferable securities), 옵션(options), 선물(futures), 스왑(swaps), 선도거래(forward rate agreements), 차액거래(contract for differences)를 명시하고 있다.

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. 제13조 제9조에 열거된 공시의무는 자연인 또는 법인이 직접 또는 간접적으로 다음 각 항의 어느 하나를 보유하는 때에도 적용된다: (a) 계약의 만기일에 명시적 합의로 조건 없이 의결권 있는 상장회사 주식을 확보할 수 있는 권리나 재량을 부여하는 금융상품 (b) (a)에 해당하지 않으나 상장회사 주식을 기초자산으로 하고 (a)에서 규정한 금융상품을 보유한 것과 유사한 경제적 효과를 가져오는 금융상품. 이 경우 현물정산 권리가 있는지를 불문한다.

따라서 현행 Transparency Directive 하에서는 공시규제가 투자자가 상장회사 주식을 직접 소유하거나 상장회사 주식을 기초자산으로 하는 현물결제형 TRS 계약을 체결하는 경우뿐만 아니라 현금결제형 TRS 계약을 체결하는 경우에도 적용된다. 주식을 기초자산으로 하여 경제적 손익이 총수익수취인에게 귀속시키는 TRS는 Transparency Disclosure 13. 1(b)에서 규정하고 있는 '주식을 기초자산으로 하고 주식을 보유한 것과 동일한 경제적 효과를 가지는 금융상품'에 해당하기 때문이다. 즉 개정 이후 EU에 상장된 회사 주식을 기초자산으로 하는 TRS 계약을 체결한다면 그 정산방식이 현물결제형이든 현금결제형이든 공시의무가 부과되는 것이다. 이를 통해 EU 회원 국가들은 주식을 직접 취득하지 않고 현금결제형 TRS를 통해 상장회사에 대한 경제적 이해관계만 취득하고자 하는 투자자를 규제할 수 있게 되었다.

다만 EU의 Translative Directive는 각 회원국의 법률로 입법이 되어야만 효력이 발생하는데, 현재 EU의 주요 회원국들은 이미 관련 입법을 마친 상태이다. 독일은 증권거래법(Gesetz über den Wertpapierhandel,

WpHG)을 Transparency Directive와 동일하게 개정하였고 관련 법령은 2015년 11월 26일부터 시행 중이다. 프랑스는 두 단계에 걸쳐 AMF 종합감독규정(AMF General Regulation)을 개정하였고, 2015년 12월 4일부터 Directive 2013/50/EU 기준에 부합하는 법령이 시행 중이다. 이외에 이탈리아, 벨기에 등 국가들 역시 개정된 Transparency Directive에 부합하는 공시규제가 시행 중에 있다.

나. 영국

영국의 공시제도는 Disclosure Guidance and Transparency Rules(이하 'DTR'이라고 한다)에 규정되어 있는데, 의결권 있는 주식 및 일정한 금융상품을 직접 또는 간접적으로 보유함에 따라 의결권을 보유하거나 보유한다고 간주되는 자는 그 금융상품의 취득 또는 처분으로 의결권이 3%, 4%, 5%, 6%, 7%, 8%, 9%, 10%, 100%에 이를 때까지 관련 거래를 발행회사에 공시하여야 한다.[96] 영국 또한 2008년 금융위기 이전에는 현금결제형 TRS에 적용될 수 있는 공시규제가 마련되어있지 않았으나, 2009년 영국 금융감독청(Financial Service Authority; 이하 'FSA'라고 한다)은 DTR을 개정하여 공시규제의 적용 범위를 현금결제형 TRS를 비롯한 다양한 파생금융상품으로 확대해 규제 공백을 해결하였다.

규제의 구체적인 내용은 EU의 Transparency Directive와 유사하다.[97] Transparency Directive와 마찬가지로 DTR 역시 공시규제가 적용되는 금융상품의 정의를 수정하는 방식으로 규제범위를 확대하였다. DTR 5.3.1. R(1)에 따르면 (a) 계약의 만기일에 조건 없이 의결권 있는 주식을 확보할 수 있는 권리나 재량을 부여하는 금융상품 및 (b) (a)에 해당하지 않으나 (a)에서 규정한 주식을 기초자산으로 하고 (a)에서 규정한 금융상품과 유사한 경제적 효과를 가져오는 금융상품에 공시규제가 적용된다. 또한 DTR에서도 5.3.1. R(1)(b) 단서에서 '현물정산형에 해당하지 않

96) Disclosure Guidance and Transparency Rules Rule 5.1.2. R1(1)
97) FSA의 2009년 DTR 개정이 EU의 2013년 Transparency Directive 개정에 상당한 부분 영향을 미쳐 두 공시제도의 문언이 매우 유사하다.

아도 된다'는 명문을 넣어 현금결제형 금융상품에도 공시규제가 적용될 수 있다는 점을 명시하였다.

Disclosure Guidance and Transparency Rules 5.3 Notification of voting rights arising from the holding of certain financial instruments R(1) A person must make a notification in accordance with the applicable thresholds in DTR 5.1.2R in respect of any financial instruments which they hold, directly or indirectly, which: (a) on maturity give the holder, under a formal agreement, either the unconditional right to acquire or the discretion as to the holder's right to acquire, shares to which voting rights are attached, already issued, of an issuer; or (b) are not included in (a) but which are referenced to shares referred to in (a) and with economic effect similar to that of the financial instruments referred to in (a), whether or not they confer a right to a physical settlement. DTR 5.3.1. R(1) 다음 각 항의 어느 하나에 해당하는 금융자산을 직접적, 간접적으로 보유하는 자는 DTR 5.1.2에 규정된 기준에 따라 공시를 하여야 한다: (a) 계약의 만기일에 명시적 합의로 조건 없이 의결권 있는 회사 주식을 확보할 수 있는 권리나 재량을 부여하는 금융상품 (b) (a)에 해당하지 않으나 회사 주식을 기초자산으로 하고 (a)에서 규정한 금융상품을 보유한 것과 유사한 경제적 효과를 가져오는 금융상품. 이 경우 현물정산 권리가 있는지를 불문한다.

따라서 개정 후 Transparency Directive와 마찬가지로 개정된 DTR은 현금결제형 TRS를 통해 주식에 대한 경제적 이해관계만 취득한 총수익수취인에게도 공시규제가 적용된다. 명시적인 의결권 위임약정이 없더라도 주가변동에 따른 손익을 총수익수취인에게 귀속시키는 TRS는 DTR 5.3.1. R(1)(b)의 '주식을 기초자산으로 하고 주식을 보유한 것과 유사한 경제적 효과를 가져오는 금융상품'에 해당하기 때문이다. 특히 FSA가 개정지침에서 DTR 5.3.1. R(1)(b)에서 규정한 금융상품의 예로 총수익스왑, 차액거래약정, 워런트, 현금결제형 옵션을 열거하여 해당 규제가 현금결제형 TRS를 염두에 두었다는 것을 알 수 있다.[98]

한편 DTR 역시 Transparency Directive와 같이 의결권을 취득, 처분, 행사할 수 있는 권리를 가지는 자를 주식을 간접보유하는 자로 규정하고 공시의무를 부과한다.[99] 주식은 제3자가 보유하더라도 공통의 원칙을 가지고 합의하여 의결권을 행사하기로 약정한 경우, 임시로 일정한 기간 동안 의결권을 위임하기로 한 경우, 제3자가 자기 명의로 타인을 위하여 의결권을 보유하는 경우[100] 등이 여기에 해당한다. 따라서 명시적인 의결권 위임약정이 있는 TRS의 경우 총수익수취인은 계약의 다른 구체적인 내용과 상관없이 공시의무를 부담하게 된다.

다. 미국

미국은 증권거래법(Securities Exchange Act of 1934) Section 13(d)에서 5% 이상의 지분증권을 취득하거나 소유하게 된 실질적 보유자(beneficial ownership)[101]는 SEC(Securities Exchange Commission; 이

98) The rule applies to total return swaps, warrants, contracts for difference, repurchase agreements, conditional contracts, cash-settled options, etc.
99) DTR Rule 5.2.1. R
100) DTR Rule 5.2.1. R(g): voting rights held by a third party in his own name on behalf of that person
101) 규정의 해석상 beneficial ownership을 실질적 보유자라고 번역하였다. 보다 보편적인 번역은 '수익적 소유자'나, 공시규제에 있어 beneficial ownership은

하 'SEC'라고 한다)에 공시에 필요한 서류를 제출하도록 하여 공시의무를 규정하고 있다. 2008년 금융위기 이전에 해당 규정이 주식을 기초자산으로 하는 파생금융상품에도 적용되는지 명확하지 않았는데, 특히 실질적 보유자 개념의 해석과 관련하여 논쟁이 있었다. 이에 오바마 행정부는 2010년 Dodd-Frank 법안을 입법하여 증권거래법 Section 13(o)를 신설하여 실질적 보유자 개념을 확장하였다.

증권거래법 Rule 13d-3에서는 공시의무가 부과되는 실질적 보유자의 개념을 구체화하고 있는데, 해당 규정에 따르면 계약, 약정, 양해, 관계 등의 방법으로 지분증권의 의결권이나 처분권을 직·간접적으로 보유한 자도 실질적 보유자가 된다.[102] 여기서 TRS와 같은 주식을 기초자산으로 하는 파생금융상품계약을 체결하는 경우도 '계약, 약정, 양해, 관계 등의 방법으로 의결권이나 처분권을 보유하는 경우'에 해당할 수 있는지 문제되는데, 이에 관한 판단이 명확하지 않았다.[103]

2008년 제기된 CSX v. TCI 사건에서 해당 쟁점이 문제되기는 하였으나, 연방 법원은 주식을 기초자산으로 하는 TRS 계약을 체결한 경우에도 Rule 13d가 적용되는지에 대한 판단을 회피하였다.[104] 영국의 헤지펀드 The Children's Investment Fund Management(UK) LLP(이하 'TCI '라고 한다)는 3G Capital Partners(이하 '3G'라고 한다)와 함께 미국의 상장회사 CSX Corporation(이하 'CSX'라고 한다)를 인수하고자 하였다. TCI와 3G는 공시규제를 회피하고자 CSX 지분 4%는 지분으로, 지분

실질적으로 지분증권을 보유하여 공시의무를 부담하는 자라는 뜻이 있어 이렇게 번역하였다.

102) For the purposes of sections 13(d) and 13(g) of the Act a beneficial owner of a security includes any person who, directly or indirectly, through any contract, arrangement, understanding, relationship, or otherwise has or shares: (1) voting power (2) investment power

103) 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)

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

12%는 현금결제형 스왑상품으로 보유하고 있었다. 이에 CSX는 2008년 TCI와 3G가 증권거래법 Section 13(d)를 위반하였다며 두 헤지펀드를 상대로 소송을 제기하였다. 법원은 TCI가 Rule 13d-3에 따른 실질적 보유자인지 여부를 판단하는 대신 TCI와 3G가 공시에 앞서 그룹을 형성하였기 때문에 Rule 13d-3(b)[105]를 위반하였다고 판시하였다.

이러한 상황 속에서 2010년 입법된 Dodd-Frank 법안은 증권거래법에 Section 13(o)를 추가하였는데, 해당 규정에서는 지분증권을 기초자산으로 하는 스왑상품을 취득 또는 처분하는 자는 SEC가 제정한 규칙에 해당하는 경우에 한하여 주식 등의 실질적 보유자로 간주한다.[106] 해당 개정을 통하여 SEC가 TRS를 비롯한 주식을 기초로 하는 파생금융상품에 대하여 공시의무를 부과할 수 있는 규칙제정의 법적 근거가 마련되었다. 하지만 SEC는 2008년 금융위기 이후 파생금융상품 규제와 관련하여 생긴 수많은 입법요구에 대응하느라 아직까지 Section 13(o)를 실행하기 위한 그 어떠한 규칙도 제정하지 못하고 있고, Section 13(o)는 사실상 사문화 되었다.

---

105) 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.

106) 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.

이에 미국에서는 증권거래법이 현금결제형 주식파생상품계약을 통해 거래상대방을 조정하거나 거래상대방에 영향을 줘 대규모 지분의 의결권이나 처분권에 영향을 미치는 투자자를 규제하지 못한다는 점이 문제로 제기되었다.[107] 이러한 파생상품 보유 투자자는 거래상대방이 가지는 기초자산의 의결권이나 처분권에 대한 법적인 권한은 없더라도, 경제적 영향력을 통해 실질적으로 거래상대방을 조정해 기초자산의 의결권이나 처분권을 원하는 대로 행사할 수 있다.[108] SEC는 이러한 투자자가 자본시장의 불투명성과 변동성을 높이고 시장의 효율성을 저해한다고 인식하고, 이들을 규제하기 위하여 SEC Rule 10B-1을 도입을 제안하고 SEC Rule 13d-3을 개정을 제안하여 파생금융상품에 대한 공시규제를 강화하고자 하고 있다.

제안된 Rule 10B-1은 지분증권을 기초자산으로 하는 스왑계약을 체결한(owns a security-based swap position) 투자자에게 공시의무를 부과한다. 해당 규정은 증권거래법 Section 13(d)와 13(g)에서 규정된 기존의 공시의무보다 포괄적인 별도의 공시규제로, 가장 큰 특징은 투자자가 의결권과 무관하게 스왑계약을 통하여 경제적 이해관계만 취득하는 경우에도 공시의무를 부과한다는 점이다.[109] 따라서 미국에서 해당 규정이 도입될 경우 의결권 위임약정이 있는지, 현물결제형인지 현금결제형인지를 불문하고 지분증권을 기초자산으로 하는 스왑계약을 체결하여 일정 지분 이상을 취득하게 되면 공시의무가 부과되게 된다. TRS의 경우에도 Rule 10B-1에서 규정하고 있는 '지분증권을 기초자산으로 하는 스왑계약'에 해당하므로, 현금결제형 TRS를 통해 경제적 이해관계만 취득한 총수익수취인 또한 일정한 지분 이상의 권리를 취득할 경우 공시의무를

---

107) Sharfman, Bernard S. "Comment Letter on the SEC's Proposed Rule: Modernization of Beneficial Ownership Reporting." Available at SSRN (2022).
108) Modernization of Beneficial Ownership Reporting, 17 CFR Parts 232 and 240, Release Nos. 33-11030; 34-94211; File No. S7-06-22, Securities and Exchange Commission
109) https://corpgov.law.harvard.edu/2022/04/18/comment-letter-on-sec-rule-10b-1-position-reporting-of-large-security-based-swap-positions/

부담하게 된다.

추가로 SEC는 2022년 2월 지분증권을 기초자산으로 하는 스왑계약에서 나아가 현금결제형 파생금융상품 전반에 대하여 공시의무를 부과하는 방향으로 SEC Rule 개정을 제안하였다. SEC는 공시의무가 부과되는 실질적 보유자의 개념에 관한 규정인 Rule 13d-3에 Rule 13d-3(e)를 추가하는 방향으로 개정을 제안하였는데, 개정안은 현금결제형 파생금융상품을 보유한 자도 공시의무가 부과되는 실질적 보유자로 간주한다고 규정하였다.[110] 다만 이러한 개정안에 두 가지 제한을 부과하였는데, (i) 투자자가 발행회사의 지배권에 영향을 주거나 이를 변경하려는 목적이나 효과를 갖고 현금결제형 파생금융상품을 보유하는 경우[111]에만 실질적 보유자로 간주되며, (ii) 지분증권을 기초자산으로 하는 현금결제형 스왑상품에는 해당 규정을 적용 배제하였다. (ii) 현금결제형 스왑계약만 적용 배제한 이유는 Rule 10B-1과의 중복적용을 회피하기 위한 것이며[112], 현금결제형 TRS는 따라서 Rule 13d-3(e)가 도입되더라도 Section 13(d)의 공시규제를 적용받는 대신 Rule 10B-1에 따른 공시규제를 적용받게 된다. 다만 해당 규정들은 아직 도입되지 않아 미국의 법 개정 상황은 추후 더 지켜볼 필요가 있다.

라. 소결

이상을 종합하면 EU 소속 국가들, 영국, 미국 등 대부분의 국가에서 우리나라와 달리 명시적 의결권 위임약정이나 기초자산에 대한 콜옵션 약정이 없는 현금결제형 TRS에도 공시의무가 부과된다는 점을 알 수

---

110) Rule 13d-3(e): holders of certain cash-settled derivative securities are deemed a beneficial owner of the reference securities in a covered class

111) Rule 13d-3(e)(1): held with the purpose or effect of changing or influencing the control of the issuer of such class of equity securities, or in connection with or as a participant in any transaction having such purpose or effect

112) Supra note 108.

있다. 2008년 금융위기 이전에는 EU와 영국에서도 (i) 명시적인 의결권 위임약정이 있는 경우, (ii) 기초자산에 대한 콜옵션 약정이 있는 경우, (iii) 현물결제를 조건으로 하고 있는 경우에만 TRS 계약을 체결한 총수익수취인에게 공시의무가 부과되었다. 하지만 금융위기 이후 EU는 Directive 2013/50/EU를 도입하고, 영국은 DTR 5.3.1. R(1)을 개정하여 의결권이나 기초자산 취득과 관련된 별도의 약정이 없는 현금결제형 파생금융상품에 대하여도 공시의무를 부과하게 되었다.

미국은 금융위기 이전 기존 법 제도로 파생금융상품에 공시의무를 부과할 수 있는지에 관한 논란이 있었고, 이후 Dodd-Frank 법안을 입법하여 기존 공시규제를 확장하는 방향으로 이 문제를 해결하고자 하였으나 현실적으로 제대로 된 규제가 도입되지 않았다. 그러나 최근들어 SEC를 중심으로 미국도 공시규제를 강화하고자 하고 있고, 2021년 증권거래법 Rule 10B-1을 도입을 제안하여 현금결제형 TRS를 비롯한 주식을 기초자산으로 하는 스왑상품에 대하여 포괄적인 공시의무를 부과할 기초를 마련하였다. 결국 전세계적으로 현금결제형 파생금융상품에도 공시규제를 적용하는 방향으로 입법이 이루어지고 있으며, 이미 상당수의 국가에서는 현금결제형 TRS에도 공시의무를 부과하는 방향으로 입법이 끝났다는 것을 알 수 있다.

5. 입법론적 제안

앞서 살펴본 바와 같이 현행 자본시장법상 대량보유보고의무는 규제 공백을 갖고 있고, 이에 따라 시장의 투명성과 효율성을 저해하고 있다. 현재 자본시장법 규정에 대한 해석만으로는 이러한 규제 공백을 메우기 어려우며, 따라서 이를 해결하기 위하여는 입법론적 접근이 필요하다. EU, 영국, 미국 등 다른 나라들 또한 우리나라와 유사한 규제 공백을 갖고 있었으며 이를 입법론적으로 해결하였거나 해결하는 과정에 있는데, 우리나라 역시 이들 국가를 참조하여 공시규제를 개정하는 방향을 생각해볼 수 있다. 현행 자본시장법 대량보유보고 규정을 고려할 때 (i) 자본

시장법 시행령 제139조를 개정하여 대량보유보고의무의 대상이 되는 '주식 등'의 개념을 변경하는 방법, (ii) 자본시장법 시행령 제132조를 개정하여 주식 등을 '보유하는 경우'에 TRS와 같은 지분증권을 기초자산으로 하는 파생금융상품 계약을 체결한 경우도 포함시키는 방법, (iii) 자본시장법 제173조의2를 개정하여 현재의 장내파생상품에 대한 대량보유보고의무를 장외파생상품에까지 확장하는 방법, 크게 이와 같은 세 가지 방향으로 개선입법을 하는 것을 생각할 수 있다.

가. 자본시장법 시행령 제139조를 개정하는 방법

자본시장법 제147조에서는 대량보유보고의무의 대상이 되는 증권을 '주식 등'으로 규정하고 있는데, 동법 제133조 및 동법 시행령 제139조에서 '주식 등'을 정의하고 있다. 현행 공시규제를 개선하는 가장 쉬운 방법은 자본시장법 시행령 제139조[113]에서 규정하는 '주식 등'의 개념이

---

113) 제139조(공개매수의 적용대상 증권) 제133조 제1항에서 "의결권 있는 주식, 그 밖에 대통령령으로 정하는 증권"이란 의결권 있는 주식에 관계되는 다음 각 호의 어느 하나에 해당하는 증권(이하 "주식등"이라 한다)을 말한다.
1. 주권상장법인이 발행한 증권으로서 다음 각 목의 어느 하나에 해당하는 증권
가. 주권
나. 신주인수권이 표시된 것
다. 전환사채권
라. 신주인수권부사채권
마. 가목부터 라목까지의 증권과 교환을 청구할 수 있는 교환사채권
바. 가목부터 마목까지의 증권을 기초자산으로 하는 파생결합증권(권리의 행사로 그 기초자산을 취득할 수 있는 것만 해당한다)
2. 제1호에 따른 주권상장법인 외의 자가 발행한 증권으로서 다음 각 목의 어느 하나에 해당하는 증권
가. 제1호에 따른 증권과 관련된 증권예탁증권
나. 제1호에 따른 증권이나 가목의 증권과 교환을 청구할 수 있는 교환사채권
다. 제1호에 따른 증권이나 가목·나목의 증권을 기초자산으로 하는 파생결합증권(권리의 행사로 그 기초자산을 취득할 수 있는 것만 해당한다)

‘지분증권을 기초자산으로 하고 지분증권을 직접 소유한 것과 유사한 경제적 효과를 가져오는 금융상품’을 포함하도록 해당 규정을 개정하는 것이다. 실제로 EU와 영국은 앞서 살펴본 바와 같이 공시규제가 적용되는 금융상품 정의를 바꾸는 방법으로 공시규제를 강화하였고, 이는 공시규제를 포괄적으로 강화할 수 있는 가장 간편한 방법이기도 하다. 우리나라 또한 이러한 방법으로 자본시장법 시행령 제139조의 ‘주식 등’의 개념을 확장해야 한다는 견해도 존재한다.[114)]

다만 이처럼 자본시장법 시행령에서 규정하고 있는 ‘주식 등’의 개념을 변경하는 것은 우리나라 자본시장법 체계와 적합하지 않다. 우선 ‘주식 등’의 개념은 EU의 Transparency Directive와 영국의 DTR과 달리 우리나라에서는 단순히 대량보유보고의무의 적용대상을 위한 개념으로 쓰이고 있지 않다. 우리나라에서는 자본시장법 제133조에서 공개매수의 적용대상을 ‘주식 등’으로 규정하고 있고, 동법 제134조 내지 제145조에서 이 개념을 바탕으로 공개매수와 관련된 제반 규제를 규정하고 있다. 따라서 ‘주식 등’의 개념에 TRS와 같은 총수익스왑상품을 체결하는 경우 이러한 기초자산을 취득할 권리도 없는 파생금융상품을 공개매수의 대상으로 정의하게 되는 모순이 발생할 위험이 있다.

또한 자본시장법은 ‘주식 등’을 ‘소유’하는 경우와 ‘보유’하는 경우를 구분하는 이원적 규제체계를 갖추고 있다. ‘주식 등’의 개념을 주식을 기초자산으로 하는 파생금융상품까지 포괄하도록 변경한다면, 자본시장법 시행령 제142조에서 체계적으로 ‘주식 등’을 ‘보유’하는 경우를 규정해두고 자본시장법 제147조 및 제 173조의2에서 보고의무를 주식 등을 보유하는 경우에 적용되도록 규정한 취지에 어긋날 수 있다. ‘보유’의 개념은 나아가 대량보유보고의무 외에 시세조정 등 불공정거래에 관한 규율, 순보유잔고 규율 등에도 활용되고 있는데 이러한 개정은 관련 체계에 혼란을 가져올 수 있다는 문제가 있다.

---

114) 최민용. "주식의 대량보유 등의 보고의무에 대한 재검토 - 의결권과 수익권의 분리 현상을 중심으로—." 상사법연구 26.2 (2007): 457-492.

나. 자본시장법 시행령 제142조를 개정하는 방법

공시규제를 확대하는 두 번째 방법은 자본시장법 시행령 제142조의 '보유' 개념이 '주식 등을 기초자산으로 하고 주식 등을 소유한 것과 유사한 경제적 효과를 가지는 법 제5조 제1항의 파생상품[115]을 취득한 경우'도 포함하도록 해당 규정을 개정하는 방법이다. 이는 미국이 현재 현금결제형 파생금융상품에 대하여 공시규제의 적용범위를 확대하기 위하여 실질적 보유자의 개념을 확대하는 방향으로 증권거래법 Rule 13d-3을 개정하고자 하는 것과 유사한 방법이다.

현재 자본시장법 시행령 제142조는 법률의 규정 또는 계약에 의해 주식 등의 의결권이나 취득권, 처분권을 가지는 경우나 주식 등에 관한 옵션을 가지는 경우만 주식 등을 보유하는 경우로 규정하고 있다. 시행령 제142조를 개정하여 현금결제형 TRS를 통하여 투자자가 사실상 의결권 행사에 영향을 미치는 경우도 주식 등을 보유하는 경우에 포함되도록 규정한다면, 이에 관한 규제 공백을 메울 수 있다. 이러한 개정은 자본시장법이 특수관계인의 정의에서 사실상 영향력 행사에 법적 의미를 부여하는 것과도 일관되어 현행 자본시장법 체계에 부합한다.[116]

다. 자본시장법 제173조의2의 적용 범위를 확대하는 방법

마지막으로 대량보유보고의무를 개선하는 방향으로 자본시장법 제173조의2를 개정하여 현재 장내파생상품에 대한 대량보유보고의무를 장외파생상품에까지 확장하는 방향을 생각해볼 수 있다. 이는 미국에서 지분증권을 기초자산으로 하는 스왑계약을 체결한 투자자에게도 공시의무를 부과하는 방향으로 Rule 10B-1 개정안을 제안한 것과 유사한 방법이라고

---

115) 자본시장법 제5조 제1항에서 파생상품에 관하여 정의하고 있으며, 현금결제형 TRS와 같은 주식을 기초자산으로 하고 그 경제적 이해관계만 취득하는 파생금융상품은 이 개념에 포함된다.

116) 임정하. "총수익률스왑과 의결권 행사-회사법, 공정거래법 및 자본시장법 문제를 중심으로." BFL 83 (2017): 18-40.

할 수 있다. 이러한 방향의 개정은 장외파생상품에 대한 포괄적인 규제를 가능하게 하고, 미국의 의도와 같이 기존 '주식 등'에 대한 대량보유보고의무와 별도로 다른 수준의 보고의무를 편리하게 규정할 수 있다는 장점이 있다.

하지만 이러한 방향의 개정은 현행 자본시장법 체계에 적합하지 않다. 자본시장법 제173조의2에 따른 장내파생상품에 대한 대량보유보고의무는 동법 제147조에 따른 주식 등의 대량보유보고의무와 달리 시세조정 등 불공정거래를 규율하기 위하여 입법된 조항이다.[117] 해당 조항이 자본시장법 제4편 불공정거래의 규제에 규정되어 있다는 사실이 이를 방증한다. 따라서 해당 규정에 따른 보고의무에는 자본시장법 제149조에 따른 공시규정 등이 적용되지 않고, 동법 제150조 내지 제151조에 따른 위반시 제재조항도 적용되지 않아 실질적으로 공시규제라고 하기 어렵다. 따라서 별도로 공시규정을 추가입법하지 않는 한 투자자에게 보고의무만 부과하는 자본시장법 제173조의2를 장외파생상품까지 포함하도록 개정하는 것은 해당 규정의 취지와 현행 규정체계에 적합하지 않다고 본다.

또한 이러한 방식의 개정은 보고의무를 지나치게 확대할 우려가 있다는 문제점이 있다. 장외파생상품 일반에 대하여 보고의무를 부담하게 하는 것은 현실적으로 어려우며, 투자자들에게 지나친 부담을 야기하고 시장을 위축시킬 우려가 있다. 미국 역시 증권거래법에 Rule 13d-3(e) 도입을 통하여 현금결제형 파생금융상품에 대한 일반적인 공시의무를 부과하는 것을 제안하면서도 투자자가 발행회사의 지배권에 영향을 주거나 이를 변경하려는 목적이나 효과를 갖는 경우로 규제를 제한하고자 하고 있다. 이는 장외파생상품에 대한 일반적인 규제가 투자자 행동주의를 지나치게 위축시키고 시장의 효율성을 저해할 위험이 있었기 때문으로 보인다.[118] 우리나라 역시 같은 문제가 발생할 수 있어 이러한 방향의 법

---

117) 이석준. 주식 총수익스왑 (Equity TRS) 에 관한 법적 연구-주식보유정보 공개, 자기주식· 상호주식· 순환출자 등과 관련한 법적 문제와 그 개선방안을 중심으로. Diss. 서울대학교 대학원, 2017.

118) https://corpgov.law.harvard.edu/2022/04/18/comment-letter-on-sec-rule-10b-1-position-reporting-of-large-security-based-swap-positions/

개정은 신중할 필요가 있다.

라. 소결

종합하면 총수익수취인이 주식에 대한 실질적인 의결권을 행사하는 현금결제형 TRS에 대량보유보고의무를 확대하기 위한 가장 적합한 방법은 자본시장법 시행령 제142조를 개정하여 주식 등을 '보유하는 경우'의 개념을 확장하는 방법이라 할 수 있다. 시행령 제139조를 개정하여 '주식 등'의 개념을 확장하는 방법은 공개매수제도에 영향을 줄 우려가 있고 주식 등을 소유하는 경우와 보유하는 경우를 나누는 현재의 이원적 체계에 부합하지 않는다. 반면에 자본시장법 제173조의2의 장내파생상품에 대한 보고의무를 확장하는 방법은 규제범위를 지나치게 넓게 확장할 우려가 있고, 불공정거래행위를 규율하려고 하는 해당 조문의 입법취지에 배치된다. 시행령 제142조를 개정하는 방법은 현행 자본시장법의 체계와 조문의 입법취지에 잘 부합할 뿐만 아니라 규제범위를 편이하고 적정하게 조정할 수 있는데, 이 점에서 아래와 같이 시행령 제142조에 제8호를 추가하는 방법이 가장 합리적인 개정방법이라고 생각된다.

자본시장법 시행령 제142조(소유에 준하는 보유) 법 제133조 제3항 본문에서 "소유, 그 밖에 이에 준하는 경우로서 대통령령으로 정하는 경우"란 다음 각 호의 어느 하나에 해당하는 경우를 말한다. 8. 주식 등을 기초자산으로 하고 주식 등을 소유한 것과 유사한 경제적 효과를 가지는 법 제5조 제1항의 파생상품을 취득한 경우

위와 같은 개정이 이루어진다면 (i) 명시적인 의결권 위임약정 및 (ii) 주식매수청구권이 총수익수취인에게 부여되지 않은 (iii) 현금결제형 파

생금융상품에도 자본시장법상 공시규제가 적용되게 된다. 가령 위임장 대결을 염두에 두고 TRS를 통해 실질적인 지분보유를 숨겼던 엘리엇도 개정된 자본시장법 시행령 규정에 의하여 공시의무가 부과될 것이고, 경영권 방어 및 순환출자 해소 목적으로 TRS를 활용한 아시아나항공 역시 개정 법령에 의하면 공시의무를 부담할 것이다. 이처럼 개정을 통하여 현재 존재하는 규제공백을 메운다면 우리나라 자본시장의 정보비대칭을 낮추고 시장의 효율성을 제고할 수 있을 것으로 기대된다.

제 2 절 자기계산 법리의 적용

1. 자기계산의 법리의 작용국면

자기계산의 법리는 본래 자기주식 취득에 관하여 적용되는 법리로, 자기주식 취득금지 규제를 적용할지 여부를 결정하는 기준으로 확립된 법리이다. 상법 제341조 제1항은 회사는 일정한 방법에 따라 '자기의 명의와 계산으로' 자기주식을 취득할 수 있다고 규정하고 있는데, 판례는 여기서 '자기의 계산'으로 주식을 취득하는 경우를 구체화하기 위하여 자기계산의 법리를 도입하였다. 자기계산의 법리에 따르면 (i) 주식취득을 위한 자금이 회사의 출연에 의한 것이고, (ii) 그 주식취득에 따른 손익이 회사에 귀속되는 경우 회사가 자기의 계산으로 주식을 취득하였다고 본다.[119]

자기계산의 법리는 앞서 제3장 제2절에서 살펴본 바와 같이 상호·순환출자 해소 목적으로 TRS가 활용되는 경우에도 적용될 수 있다. 공정거래법상 상호·순환출자 금지규제를 준수하기 위하여 TRS가 활용되는 경우 상법 제369조 제3항의 상호주의 의결권 제한규정과 공정거래법 제36조 제1항의 금지되는 탈법행위 규정이 문제되는데, 해당 규정들을 해

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

석할 때에도 자기계산의 법리가 적용될 수 있기 때문이다. 특히 상법 제369조 제3항과 관련하여는 법원이 명시적으로 자기계산의 법리가 적용될 수 있다고 판시하였으므로,[120] TRS의 구체적인 계약내용에 따라 자기계산의 법리가 어떻게 적용될 수 있는지 살펴보는 것이 필요하다.

2. 상호주 의결권 제한규정과 자기계산 법리의 해석

가. 자기계산 법리 적용의 타당성

상법 제369조 제3항은 상호주의 의결권 제한에 관하여 규정하고 있는데, 모자회사 관계가 아닌 서로 다른 두 회사 사이에서 한 회사가 10%를 초과하여 다른 회사 주식을 가지고 있는 경우 상대방 회사는 자기가 가진 다른 회사 주식에 대하여 의결권을 행사할 수 없다. 해당 규정은 본래 주식을 가질 때를 규율하기 위하여 입법되었으나, 주식과 관련된 일정한 파생금융상품 계약을 체결한 경우에도 적용될 수 있다. 특히 총수익수취인이 주식을 기초자산으로 하는 TRS 계약을 체결하여 주식에 대한 경제적 이해관계만 가진 경우도 '주식을 가지고 있는 경우'로 해석될 수 있어 TRS에도 해당 규정이 적용될 여지가 있다.

앞서 살펴본 아시아나항공 사례에서 법원은 TRS 계약을 체결한 총수익수취인이 '주식을 가지고 있다'고 평가할 수 있는지를 결정할 때 자기계산의 법리를 적용하였다. 법원은 TRS에 상법 제369조 제3항을 적용할지 여부를 결정할 때 자기계산의 법리를 적용할 수 있는 근거로 (i) 상법 제341조에서 자기규식의 취득을 규제하는 취지와 상법 제369조 제3항에서 상호주의 의결권을 제한하는 취지가 동일하고, (ii) 공정거래법이 상호출자제한 기업집단에 속하는 회사가 자기의 주식을 취득 또는 소유하고 있는 계열회사의 주식을 취득 또는 소유하는 것을 금지하고 있는데, 이와 관련하여도 자기계산의 법리가 입법적으로 도입된 점[121]을 들

120) 서울남부지방법원 2015. 6. 11. 선고 2014가합4256 판결 참조
121) 공정거래법 시행령 제42조 제4호

었다.

자기계산의 법리를 적용한 법원의 판단 자체는 합당한다고 생각된다. 상법이 자기주식 취득을 금지하는 취지는 자기주식을 취득하는 경우 발생할 수 있는 자본충실의 저해와 회사지배의 왜곡을 방지하기 위한 것인데, 상호주의 의결권 제한 역시 서로 다른 회사가 상호주를 보유함에 따라 자본이 공동화되고 회사지배구조가 왜곡되는 것을 방지하고자 입법된 규제로 두 규제의 입법취지가 같다.[122] 법원이 지적하고 있는 것처럼 공정거래법에서도 상호출자제한 기업집단을 규율하기 위하여 자기계산의 법리를 입법적으로 도입하였고, 같은 맥락에서 상호주 규제에도 자기계산의 법리를 적용하지 않는다면 타인 명의로 주식을 보유하여 상호주 규제를 용이하게 잠탈할 수 있어 이를 규율할 필요가 인정된다.

다만 자기주식 취득규제와 상호주 의결권 제한규제는 규제목적이 완전히 동일하지는 않으므로, 자기계산의 법리를 기계적으로 적용하는 것보다 거래를 하게 된 동기 또는 목적, 거래에 이르게 된 경위, 계약서에 나타나지 않은 실제 거래 관행, 당사자의 의사해석 등을 고려하여 TRS가 차명거래로서 자기의 계산으로 이루어졌는지를 판단할 필요가 있다.[123]

나. 자기계산 법리에 관한 법원의 적용기준 검토

법원은 아시아나항공 사례에서 자기계산의 법리를 적용하면서 (i) 총수익수취인이 기초자산인 주식의 매수대금을 부담하였는지, (ii) TRS 계약기간 동안 총수익지급인이 기초자산을 임의로 제3자에게 처분할 수 있었는지, (iii) 계약기간 동안 총수익수취인이 의결권을 행사할 수 있었는지, (iv) 계약종료 후 총수익수취인에게 우선주식매수청구권과 같이 기초자산을 다시 취득할 수 있는 권리가 있는지, (v) 계약종료 후 기초자산 가격변동에 따른 손익이 누구에게 귀속되는지를 주요기준으로 삼았다.

---

122) 임정하, 앞의 논문.

123) 노혁준. “2015년 회사법 판례”, 인권과 정의 제456권, 대한변호사협회, 2016.

하지만 이러한 기준은 TRS의 특성 및 거래 관행을 충분히 고려하지 않았을 뿐만 아니라 상호주 의결권 제한규정과 자기주식 취득 금지 규정 사이의 차이를 고려하지 않아 바람직하지 않다.

1) 주식매매대금 출연 기준

우선 주식 매매대금을 누가 부담하였는가에 따라 총수익수취인과 총수익지급인 중 누가 실제로 '주식을 가지고 있는 경우'에 해당하는지 판단한 것은 자기주식 취득에 적용되는 자기계산 법리를 TRS의 특수성을 고려하지 않고 지나치게 기계적으로 적용한 것으로 보인다. 자기주식 취득과 관련하여 확립된 판례 법리는 자기의 계산으로 주식을 취득하였는지에 대하여 주식취득을 위한 자금을 누가 출연하였는지를 중요한 판단기준으로 삼는다. 하지만 TRS는 총수익수취인이 거액의 수수료를 부담한다는 특수성을 고려하면, 상호주 의결권 제한 규제에 관하여는 이러한 기준을 유연하게 적용할 필요가 있다.

아시아나항공 사례에서 법원은 총수익지급인인 대신증권이 기초자산인 금호산업 주식 매매대금을 실제로 지급하였고, 총수익수취인인 아시아나항공은 이에 대하여 자금대여나 담보제공 등의 방법으로 이에 기여한 바가 없으므로 아시아나항공이 자기의 계산으로 금호산업 주식을 가진다고 할 수 없다고 판단하였다. 하지만 이는 아시아나항공이 출연대금의 4.9%라는 거액의 수수료를 부담하였다는 점을 간과할 판단이다. 이와 같은 수수료 수익이 없었을 경우 대신증권은 애초에 금호산업 주식을 취득하지 않았을 것이라는 점에서 아시아나항공이 주식출연 자금을 전혀 부담하지 않았다고 할 수 있는지는 의문이 든다. 이처럼 배후에 TRS 계약이 있는 경우 통상적인 자기주식 취득 상황과 다르게 총수익수취인은 총수익지급인에게 일정한 수수료를 지급하게 되고, 이러한 경우 단순히 총수익지급인이 기초자산 취득대금을 출연하였다는 사정만으로 총수익수취인이 자기 계산으로 기초자산을 보유하는 것은 아니라고 판단하는 것은 합리적이지 않다.

2) TRS 계약기간 중 총수익지급인의 기초자산 처분권 보유여부 기준

TRS 계약기간 도중 총수익지급인이 기초자산인 주식을 임의로 제3자에게 처분할 권한이 있다면 총수익수취인이 자기계산으로 주식을 가진다 할 수 없다는 법원의 판단은 논란의 여지가 있다. TRS 계약의 거래관행상 총수익지급인이 계약기간 중에 총수익수취인의 의사에 반하여 기초자산을 처분할 수 있다고 하더라도 실제로 처분하기 전까지 기초자산 가격 변동에 따른 경제적 손익은 총수익수취인에게 귀속되는 경우가 많기 때문이다. 하지만 기초자산에 대한 처분권을 기초자산의 소유권을 구성하는 중요한 요소로, TRS 계약기간 중 총수익지급인에게 기초자산에 대한 임의적 처분권이 있다면 총수익수취인이 해당 기초자산을 가지고 있는 경우라고 평가할 수 없다는 견해도 일응 타당하다.

다만 아시아나항공 사례에서 법원의 판단은 이러한 점을 고려하더라도 합리적이었다 할 수 없다. 법원은 대신증권이 임의로 기초자산인 금호산업 주식을 TRS 계약기간 만료 전에 처분할 수 있었고 실제로 기간 만료 전에 해당 주식을 처분했으므로 총수익수취인인 아시아나항공이 자기 계산으로 금호산업 주식을 가지고 있지 않다고 판단하였다. 하지만 대신증권과 아시아나항공 사이에 체결된 TRS 계약에 의하면 계약을 종료하기 위하여는 거래당사자 쌍방의 합의가 필요하였는바, 대신증권에게 TRS 계약기간 도중 아시아나항공의 동의 없이 기초자산을 처분할 권리가 있었다고 볼 수 없다. 따라서 이와 같은 이유로 아시아나항공이 자기계산으로 금호산업 주식을 가지고 있는 경우로 볼 수 없다는 법원의 판단은 수긍하기 어렵다.[124]

3) 의결권 귀속, 우선매수청구권 부여 여부 기준

---

124) 대신증권과 아시아나항공 사이에 체결된 TRS를 살펴보면 '본 거래는 종료일 이전이라도 쌍방 또는 일방의 요청에 의하여 쌍방간의 합의에 의하여 본 거래의 일부 또는 전부를 조기종료할 수 있다'고 기재되어 있다.

TRS 계약기간 중 누구에게 의결권이 귀속되는지 및 총수익수취인이 계약종료 후 기초자산인 주식에 대한 우선매수청구권을 가지는지를 기준으로 총수익수취인이 자기계산으로 주식을 가지는 경우에 해당하는지 판단하는 것은 TRS 계약의 거래관행을 고려하지 않아 합리적이지 않다. 앞서 제4장 제1절에서 살펴본 것처럼 TRS 계약에 명시적인 의결권 위임약정이 있거나 총수익수취인에게 계약기간 만료 후 콜옵션이 있는 경우 자본시장법에 따라 총수익수취인은 공시의무를 부담할 수 있다. 이를 회피하기 위하여 대부분의 TRS 계약은 명시적인 의결권 위임약정 및 콜옵션 없이 체결되고 있다.

하지만 앞서 살펴본 바와 같이 명시적인 의결권 위임약정이 없다고 하더라도 TRS 거래 관행상 총수익수취인이 실질적으로 의결권을 가지는 경우가 많다. 특히 금융기관이 총수익지급인인 경우 기초자산에 대한 경제적 이해관계가 없는 총수익지급인은 고객인 총수익수취인의 의사대로 의결권을 행사할 유인이 크다. 마찬가지로 명시적인 콜옵션은 없다 하더라도 총수익지급인이 헤지 목적으로 실물로 기초자산을 보유하는 TRS 거래 관행상 총수익수취인이 원할 경우 TRS 계약 만료 후 총수익수취인의 요청에 따라 총수익지급인이 총수익수취인에게 기초자산을 양도하는 경우가 빈번하다. 이러한 점을 고려할 때 명시적인 의결권 위임약정이 있는지 및 계약만료 후 총수익수취인이 주식매수청구권이 있는지를 자기계산 법리를 적용할 때 중요 판단기준으로 삼는 법원의 태도는 부당하다고 생각된다.

아시아나항공 사례에서 법원은 아시아나항공이 자기의 계산으로 금호산업 주식을 소유하고 있지 않다는 근거로 (i) TRS 기간 중 실제 의결권은 총수익지급인인 대신증권이 행사하였고, (ii) TRS 만료 후 아시아나항공이 금호산업 주식을 다시 취득할 콜옵션이 없었다는 점을 들었다. 하지만 당시 금호산업을 둘러싸고 대주주인 박삼구 회장과 금호화학 사이에 경영권 분쟁이 있었고 이러한 분쟁 상황을 전제로 TRS가 체결되었다는 점, 대신증권은 금호산업 주식에 경제적 이해관계가 없어 고객사

인 아시아나항공의 의사에 따라 의결권을 행사할 유인이 높았다는 점[125] 등을 고려할 때 대신증권과 아시아나항공 사이에 명시적인 의결권 위임 약정은 없어도 아시아나항공이 사실상 의결권을 행사할 수 있었다고 보는 것이 합리적이다. 또한 아시아나항공의 경우 애초에 공정거래법상 상호·순환출자 금지 규정 때문에 애초에 다시 금호산업 주식을 취득할 수 없었다. 따라서 명시적 의결권 위임약정의 존재 및 콜옵션의 존재를 자기계산 법리의 판단 기준으로 삼은 법원의 태도는 합당하다고 하기 어렵다.

4) 계약종료 후 손익귀속 기준

법원이 TRS 계약종료 후 손익이 누구에게 귀속되는지를 기준으로 자기계산의 법리를 적용하는 것은 고려하지 않아야 할 사정을 고려한 것으로 부당하다. 자기계산의 법리를 통해 총수익수취인이 TRS를 체결한 경우도 상호주 의결권 제한 규제의 적용을 받는 '주식을 가지고 있는 경우'에 해당하는지 판단할 때 그 기준시점은 당연히 의결권을 행사하는 때가 되어야 한다. 즉 자기계산의 법리를 적용할 때 TRS 만료 후 경제적 손익이 누구에게 귀속되는지가 아니라 TRS 기간 중 경제적 손익이 누구에게 귀속되는지를 기준으로 판단하여야 한다. TRS 만료 후에는 이미 총수익수취인과 총수익지급인 사이의 계약관계가 종료되어 기초자산을 계약기간 종료 이후 소유한 자에게 기초자산 가격변동에 따른 손익이 귀속된다는 점을 고려하면 이는 당연한 것으로 보인다.

다. 자기계산 법리 적용기준

이상에서 살펴본 바와 같이 자기계산의 법리를 적용하면서 법원이 제

125) 당시 경영권 분쟁생황을 고려할 때 대신증권은 TRS 체결 전 아시아나항공과 의결권 행사와 관련된 묵시적 합의를 하였을 확률도 있다. 다만 실제로 대신증권이 어떠한 방향으로 의결권을 행사하였는지는 알려진 바 없다.

시한 판단 기준은 타당하지 않다. 따라서 총수익수취인이 TRS 계약을 통해 주식에 대한 경제적 이해관계를 가진 경우에도 자기계산의 법리에 따라 상호주의 의결권 제한규제를 적용할지를 판단할 때에는 확립된 법리에 따라 (i) 주식취득을 위한 자금출연의 주체가 총수익수취인인지 및 (ii) 그 주식취득에 따른 손익이 총수익수취인에게 귀속되는지를 기준으로 하는 것이 적절하다고 생각된다.

다만 (i)과 관련하여 TRS 거래 관행상 총수익지급인이 기초자산 취득을 위한 자금을 출연하는 경우가 대부분이나 이에 따라 총수익수취인이 비정상적인 수수료를 부담한다면 이를 판단에 고려하여야 할 것이다. 총수익수취인이 총수익지급인에게 수수료를 지급한다면 기초자산 매매대금을 총수익지급인이 온전히 부담한다고 하기 어렵기 때문이다. 실제로 TRS 거래 구조상 총수익수취인이 총수익지급인에게 지급하는 수수료는 기초자산 매매대금의 이자 기능을 하는데, 이를 통해 총수익수취인이 총수익지급인의 자금출연에 기여한다고 할 수 있다.

또한 (ii)와 관련하여 명시적인 의결권 위임약정의 존재, 계약종료 후 주식매수청구권의 존재, 계약종료 후 기초자산 가격변동에 따른 위험부담자 등은 고려하지 않고 TRS 기간 중 기초자산의 가격변동위험을 실제로 누가 부담하는지만을 기준으로 판단하여야 한다. 자기계산의 법리는 회사가 실질적으로 기초자산 취득에 따른 경제적 손익을 부담하면서 타인 명의로 기초자산을 취득하는 방법으로 법 규정을 우회하는 것을 방지하기 위한 법리이다. 이를 고려한다면 법원이 제시한 여러 기준을 배제하고 TRS 계약의 명문상 기초자산 가격변동에 따른 실제 경제적 손익이 누구에게 귀속되는지만을 기준으로 상법 제369조 제3항 적용 여부를 판단하는 것이 합리적으로 보인다.

3. 상호·순환출자 제한규정과 자기계산 법리의 해석

제3장 제2절에서 살펴본 바와 같이 공정거래법은 상호·순환출자를 금지하고 있고, 계열출자를 한 회사는 일정한 기간 내에 취득 또는 소유

한 해당 주식을 처분해야 한다.[126] 이때 계열출자를 한 회사가 TRS 계약을 통하여 계열회사 주식에 관한 일정한 권리를 총수익지급인에게 이전한다면 이를 '주식을 처분한 것'으로 해석할 수 있는지에 관하여도 자기계산의 법리가 적용된다. 공정거래법 제36조 제1항에서는 상호·순환출자 제한규정을 회피하는 탈법행위를 금지하고 있고, 동법 시행령 제42조 제4호는 '계열회사의 주식을 타인의 명의를 이용하여 자기의 계산으로 취득하거나 소유하는 행위'가 금지되는 탈법행위 중 하나라고 규정하고 있다. 따라서 계열출자를 한 회사가 TRS를 통해 상호·순환출자를 해소하였는지에 대한 판단도 결국 TRS 계약의 해석상 회사가 타인의 명의와 자기의 계산으로 계열회사 주식을 보유하는지에 따라 달라진다고 할 수 있다.

실제로 TRS를 통해 상호·순환출자를 해소한 경우 공정거래법 위반 여부가 법원에서 문제된 적은 없으며, 아시아나항공 사례에서 법원은 TRS 계약이 체결된 경우 상호·순환출자가 해소되었음을 전제로 판결을 하였다. 앞서 언급한 바와 같이 동일 사례에서 공정거래위원회는 TRS를 통해 배당권, 의결권, 처분권을 총수익지급인에게 이전한 경우 상호출자가 해소됐다는 취지로 발표한 바 있다.[127] 하지만 이러한 법원 및 감독당국의 판단은 충분한 검토를 거치지 않은 판단으로 보이며, TRS의 계약 내용에 따라 공정거래법 위반 여부가 달라진다고 하는 것이 타당해 보인다.

상호·순환출자 제한규정 위반과 관련하여 자기계산의 법리를 적용할 때에도 (i) 기초자산 취득을 위한 자금출연의 주체가 누구인지 및 (ii) 기초자산 가격변동에 따른 손익이 누구에게 귀속되는지를 기준으로 삼는 것이 합리적이다. 이때 (i) 자금출연의 주체와 관련하여 상호·순환출자 해소 목적으로 TRS가 체결되는 경우 대부분 총수익수취인이 자신이 소유하던 계열회사 주식을 총수익지급인에게 매각할 것이므로, 기초자금인 계열회사 주식의 매매대금은 총수익지급인이 부담하게 될 것이다. 그러

126) 공정거래법 제22조
127) 더벨 2014. 3. 27.자, "금호석화, 공정위 개입 요청, '곤혹스런' 당국"

나 일반적으로 총수익수취인은 그 대가로 총수익지급인에게 높은 수준의 수수료를 부담할 것이고 이처럼 총수익수취인이 수수료를 지급한다면 자금출연의 주체를 총수익수취인이라고 할 수 있을 것이다. (ii) 경제적 손익귀속과 관련하여는 기초자산 가격변동에 따른 손익이 총수익수취인에게 귀속되거나 총수익수취인이 총수익지급인에게 기초자산 가격 하락에 따른 손실을 보상하는 약정이 존재한다면 총수익수취인에게 손익이 귀속된다고 할 수 있다. 하지만 이러한 약정이 존재하지 않는다면 총수익지급인에게 거래에 따른 경제적 손익이 귀속되어 공정거래법 위반에 해당하지 않는다고 판단하여야 할 것이다.

결국 이러한 해석론에 따르면 회사가 상호·순환출자 제한규정을 회피할 목적으로 TRS 계약을 체결한다면 이는 공정거래법 제22조 위반이 될 것이다. 거래 관행 및 거래당사자의 이해관계상 상호·순한출자 해소 목적으로 체결되는 TRS는 총수익수취인이 상당한 수수료와 기초자산의 가격변동에 따른 위험을 부담하기 때문이다. 공정거래위원회가 문제 삼지 않은 아시아나항공 사례에서도 총수익수취인인 아시아나항공은 상당한 수수료 대금을 대신증권에게 지급하였고, 기초자산인 금호산업 주식의 가격변동에 따른 손익은 아시아나항공에 귀속되었으므로 공정거래법 위반 소지가 있었다고 본다. 제자기계산의 법리에 따른 이러한 해석론을 적용하여야만 상호출자제한기업집단에 소속 회사가 TRS를 통해 공정거래법 규정을 우회해 상호·순환출자 제한규정이 몰각되는 것을 방지할 수 있다.

다만 공정거래법 위반은 규제 위반자는 과징금을 부과받거나 일정한 형사제재를 받을 수 있으므로 공정거래법에는 명확성의 원칙과 불이익해석 금지 원칙 등이 적용된다.[128] 위와 같은 해석은 이러한 원칙들에 저촉될 소지가 있는데, 상호·순환출자 제한규정이 TRS에 의하여 몰각되는 것을 방지하면서 위 법 원칙들을 지키기 위해서는 입법론적 방법도 생각해볼 수 있다. 이를 위하여 공정거래법 시행령을 개정한다면 상호·

128) 공정거래법상 상호·순환출자 제한규정 위반행위에 대하여도 과징금 부과 및 형사제재가 규정되어 있다(공정거래법 제38조, 제124조 제1항 제7호).

순환출자 제한규정에 대한 탈법행위를 규정하고 있는 시행령 제42조에 다음과 같이 제8호를 추가하는 방향을 생각할 수 있다.

공정거래법 시행령 제42조(탈법행위의 유형 및 기준) 8. 자기의 주식을 취득·소유하고 있는 계열회사의 주식을 기초자산으로 하고 해당 주식을 소유한 것과 유사한 경제적 효과를 가지는 「자본시장과 금융투자업에 관한 법률」 제5조 제1항의 파생상품을 취득한 경우

제 3 절 신용공여 규제의 적용

1. TRS와 신용공여 규제

상법, 은행법, 공정거래법 등 금융과 관련된 여러 법령에서는 특정한 경제주체 사이에 신용공여를 제한하거나 금지하는 규정들이 다수 존재한다. 상법은 상장회사가 주요주주 및 특수관계인, 이사, 감사 등에게 신용공여를 하는 것을 금지하고 있고,[129] 공정거래법은 공시대상기업집단에 속하는 회사가 특수관계인에게 특수관계인에게 유리한 조건으로 신용공여를 하는 것을 금지하고 있다.[130] 은행법은 은행이 동일인에게 은행의 자기자본의 100분의 25를 초과하는 신용공여를 하는 것을 금지하고 있으며,[131] 자본시장법은 자기자본 3조원 이상의 대형 증권사가 자기자본의 100분의 200을 초과하여 신용공여를 하는 것을 금지하고 있다.[132]

TRS는 신용공여 및 자금조달 기능도 갖고 있어, 이러한 신용공여 규

129) 상법 제542조의9
130) 공정거래법 제45조 제1항, 제47조
131) 은행법 제35조 제1항
132) 자본시장법 제77의3 제5항

제들의 적용대상이 될 수 있다. TRS를 체결하면서 총수익수취인이 자신이 보유하던 기초자산을 총수익지급인에게 대가를 받고 이전하고, TRS 기간 동안 총수익수취인은 총수익지급인에게 일정한 수수료를 지급하기로 약정할 수 있다. 이때 기초자산에서 발생하는 경제적 손익이 총수익수취인에게 귀속되게 한다면, 이와 같은 TRS는 실질적으로 기초자산을 담보로 하는 자금대출과 동일한 경제적 기능을 한다. 이처럼 TRS를 통하여 총수익수취인이 총수익지급인으로부터 자금조달을 하는 경우도 신용공여 관련 법령 위반에 해당하는지 검토할 필요가 있는데, 아래에서는 상법 및 공정거래법상 신용공여 제한규정을 살펴본다.

2. 상법상 신용공여 규제

상법 제542조의9는 상장회사가 주요주주 및 그 특수관계인, 이사 및 집행임원, 감사를 상대방으로 하거나 그를 위하여 신용공여를 하는 것을 금지하고 있다. 상법은 신용공여 등 회사의 주요 경영사항에 대한 결정권을 가진 주요주주 등 이해관계자가 회사 및 소수주주의 이익에 반하여 자신들에게 신용공여를 하는 것을 방지하기 위하여 이들에 대한 신용공여를 금지하는 것이다. 이들에 대한 신용공여는 이사회 승인 요건 및 거래 절차와 내용의 공정성 요건 등을 갖춘 경우에도 일반적으로 금지된다.[133]

이러한 규정의 취지 및 상법과 동법 시행령의 문언을 고려할 때 상장회사가 TRS를 통해 주요주주 등 이해관계자에게 신용공여를 하는 것도 상법 제542조의9의 적용대상이 된다. TRS를 이용하는 경우 상장회사는 주요주주 등과 직접 거래하는 것은 아니지만, 상법 제542조의9 제1항에서는 신용공여를 '거래상의 신용위험이 따르는 직접적·간접적 거래'라고 정의하여 간접거래도 해당 규정의 적용대상이 된다고 명시하고 있다. 또한 상법 및 자본시장법 시행령은 '제3자와의 계약 또는 담합 등에 의하

133) 김지평 "상장회사 이해관계자 거래 규제(상법 제542조의 9)의 실무상 쟁점" 선진상사법률연구 81 pp.117-151 (2018) : 117.

여 서로 교차하는 방법으로 하는 거래' 및 '장외파생상품 등을 이용하는 거래'도 상법 제542조의9에서 금지되는 신용공여로 보므로,[134] TRS를 통하여 주요주주 등 이해관계자에게 신용을 지원해주는 행위는 상법 제542조의9 위반행위가 된다. 나아가 상법 제542조의9에 규정된 특수관계인에는 계열회사도 포함되므로,[135] 상장회사가 TRS를 통하여 계열회사에 신용공여를 하는 것도 상법에 위반된다.

3. 공정거래법상 신용공여 규제

제3장 제3절에서 살펴본 바와 같이 공정거래법은 특수관계인에게 대여금을 제공하거나 특수관계인에게 상당히 유리한 조건으로 특수관계인과 거래하는 행위를 부당지원행위로 규정하여 금지하고 있고,[136] 특히 공시대상기업집단에 속하는 회사가 특수관계인에게 상당히 유리한 조건으로 특수관계인과 거래하여 그에게 부당한 이익을 귀속시키는 행위를 금지하고 있다.[137]

회사가 특수관계인을 위하여 제3자와 TRS를 체결하는 경우에도 위 공정거래법 규정들이 적용될 수 있는지 문제되는데, 앞서 본 효성그룹 사례에서 법원은 TRS에도 해당 규정들이 적용된다고 보았다.[138] 다만 법원은 TRS가 체결된 경우 이것이 언제나 특수관계인에 대한 부당지원행위 및 부당이익 제공행위가 되는 것은 아니고, TRS 계약의 구체적인 내용을 살펴야 한다고 보았다.

이러한 법원의 판시는 타당한 것으로 보인다. 우선 부당지원행위와 관련하여 법원은 TRS를 체결하는 행위가 부당지원행위 유형에 해당한다고 보았는데, TRS 계약의 경제적 효과를 고려할 때 이는 합당하다. TRS가 사실상 총수익수취인이 그 특수관계인이 발행하고 총수익인수인

---

134) 상법 시행령 제35조 제1항 제5호, 자본시장법 시행령 제38조 제1항 제4호
135) 상법 제542조의8 제2항 제5호, 상법 시행령 제34조 제2호 나목
136) 공정거래법 제45조 제1항 제9호
137) 공정거래법 제47조 제1항 제1호
138) 서울고등법원 2021. 1. 28. 선고 2018누52497 판결 참조

이 인수한 기초자산의 시장위험·신용위험을 총수익수취인에게 이전시키기 위하여 체결되었다면, 이는 총수익수취인이 기초자산을 발행한 특별이해관계인을 위하여 지급보증을 해준 것과 동일한 경제적 효과를 발생시킨다. 즉 해당 TRS 계약은 총수익수취인이 기초자산을 발행한 특수관계인으로부터 어떠한 반대급부도 받지 않고 그를 무상보증해주는 것으로, 공정거래법 제45조 제1항 제9호에서 금지하는 상당히 유리한 조건의 거래에 해당한다고 보는 것이 합리적이다.

법원은 또한 간접거래도 특수관계인에 대한 부당지원행위 및 부당이익 제공행위에 포함된다고 판시하였는데 공정거래법 명문의 해석상 이 또한 합당한 판시라고 생각된다. 공정거래법은 '거래'의 개념을 '계약'과는 명확히 구별하고, 법원은 계약과 달리 거래에는 직접적인 거래행위뿐만 아니라 제3자를 매개로 한 간접적인 거래행위도 포함된다고 일관되게 해석하여 왔다. 특수관계인에 대한 부당지원행위와 부당이익 제공행위는 '거래행위'를 규율하고, 이에 대해서 달리 해석할 이유가 없으므로 공정거래법 제45조 제1항 제9호 및 제47조는 간접거래에도 적용된다고 보는 것이 타당하다. 따라서 효성그룹 사례와 같이 회사가 계열회사가 유리한 조건으로 기초자산을 발행할 수 있도록 제3자와 TRS 계약을 체결한다면 이는 특수관계인에 대한 부당지원행위 및 부당이익 제공행위에 해당할 수 있다.

마지막으로 법원은 특수관계인에 대한 부당이익 귀속 여부를 판단할 때 TRS의 계약내용 및 지원주체 및 지원객체와 특수관계인의 관계 등을 고려하여야 한다고 판시하였는데, 이는 타당한 기준을 제시한 것이라고 할 수 있다. 특수관계인에 대한 부당이익 제공행위를 규정한 공정거래법 제47조는 대기업집단 총수 일가의 사익편취 행위를 금지해 경제력 집중을 억제하기 위한 취지에서 도입되었다.[139] 이와 같은 입법취지를 고려할 때 공시대상기업집단에 속하는 회사가 TRS를 통하여 특수관계인을 지원할 때 해당 규정을 적용하는 것은 타당해 보인다. 다만 공시대

139) 김홍기. "TRS 의 다양한 활용사례와 관련법령의 적용 방안-보험, 신용공여, 경영권방어, 상호주 규제를 중심으로." 증권법연구 21.3 (2020): 1-34.

상기업집단 소속 회사가 TRS를 체결한다고 해서 언제나 그것이 특수관계인에 대한 부당이익 제공행위라고 할 수 없고, 지원주체 및 지원객체와 특수관계인의 관계, 거래 당시 지원객체가 처한 경제적 상황, 거래의 경위, 특수관계인에게 귀속되는 이익의 규모 등을 종합적으로 고려하는 것이 필요하다.

제 5 장 결론

TRS는 기초자산인 주식으로부터 발생하는 경제적 이해관계와 의결권을 분리하는 혁신적인 투자 수단으로 전통적인 주식거래로 달성하기 힘든 구조적·기능적 유연성을 가지고 있고, 이 때문에 다양한 목적으로 활용되고 있다. 그러나 TRS의 이러한 디커플링 효과 및 구조적·기능적 유연성은 전통적인 주식취득을 염두에 둔 다양한 회사법적 규제들이 TRS에 적용될 수 있는지, 적용된다면 어떻게 적용될 수 있는지에 관하여 다양한 법적 문제들을 야기한다. 본 논문에서는 TRS를 통한 대량보유보고제도 및 상호·순환출자규제 우회, 상호주의 의결권 제한규제 및 계열회사 신용공여 금지규제 적용 여부 등의 문제점을 분석하고, 이로부터 세 가지 결론을 도출하였다.

첫째, 현행 자본시장법상 공시규제는 해석상 현금결제형 TRS에 적용될 수 없고, 이에 대하여는 입법론적 보완이 필요하다. 보완하는 방법으로는 유럽, 영국과 같이 공시규제의 적용대상이 되는 '주식 등'의 개념을 바꾸는 방법, 미국이 제안한 현금결제형 스왑상품 규제와 같이 주식 등을 '보유'하는 경우의 개념을 확장하는 방법, 기존 장내파생상품에 대한 보고의무를 확대하는 방법이 있다. 우리나라 자본시장법 체계와 규제목적을 고려할 때 이중 주식 등을 보유하는 경우의 개념을 확장하는 두 번째 방법이 가장 타당해 보인다.

둘째, TRS 또한 상호주의 의결권 제한규정 및 상호·순환출자 금지규정의 적용대상에 포함되며, 이들 규제를 적용할 때 자기계산의 법리가 적용될 수 있다. 다만 현재 법원이 상호주 의결권 제한규정에 자기계산의 법리를 적용할 때 제시한 기준은 타당하지 않으며, 자기계산의 법리를 적용할 때 TRS의 거래 관행과 특수성을 보다 고려할 필요가 있다. 구체적으로 (i) 자금출연의 귀속주체를 판단할 때 총수익수취인이 총수익지급인에게 상당한 수수료를 지급하는 경우 이를 고려해야 하며, (ii) 거래에 따른 경제적 손익의 귀속을 판단할 때 이와 무관한 요소인 명시적인 의결권 위임약정 및 우선매수청구권의 존재 등에 관한 고려는 배제

해야 한다.

셋째, 현행 상법 및 공정거래법상 신용공여 제한규정은 해석상 TRS에도 적용될 수 있다. 상장회사가 주요주주 등 이해관계자에게 신용공여하는 것을 일반적으로 금지하는 상법 제542조의9는 상법 및 자본시장법 시행령 명문에 따라 TRS에도 적용될 수 있다. 특수관계인에 대한 부당지원행위 및 부당이익 제공행위를 금지하는 행위 또한 TRS의 적용대상이 될 수 있고, 실제로 법원은 그렇게 해석하고 있다. 다만 공정거래법상 규정을 적용할 때에는 거래의 목적과 내용 등을 보다 구체적으로 고려할 필요가 있다.

본 논문에서 다룬 법적 문제 외에도 TRS는 자본시장법상 증권회사의 신용공여 제한규정[140][141], 외국인투자촉진법상 일정한 제한규정[142], 금융회사의 지배구조에 관한 법률의 각종 규정 등 각종 규정의 회피 및 적용 여부에 관한 여러 법적 문제를 일으키고 있다. 이들 문제에 대하여도 각 법 규정의 취지와 목적, TRS의 특성을 고려하여 합리적인 해결책을 모색하기 위하여 연구가 추가적으로 이루어져야 할 것으로 보인다.

---

140) 한국투자증권은 2017년 특수목적법인(SPC)에 SK 실트론 지분 매입자금 1700억 원을 대출하여주고 해당 SPC는 SK그룹 최태원 회장과 TRS 계약을 체결하였는데, 금융감독원은 이를 자본시장법상 금지되는 개인에 대한 신용공여로 보고 한국투자증권에 기관경고, 과태료 부과, 임원 감봉조치의 경징계를 내렸다.

141) 한국경제 2019. 4. 3.자 “한숨 돌린 한국투자증권…'최태원 부당대출' 혐의 '경징계'” 참조.

142) 통신사업에 대하여 외국인 지분은 50%를 초과하지 못하는데, 과거 TRS를 통하여 이를 우회하려는 시도가 있었다.

참 고 문 헌

김건식, 정순섭, 자본시장법(제3판), 두성사(2013)

김지평 "상장회사 이해관계자 거래 규제(상법 제542조의 9)의 실무상 쟁점" 선진상사법률연구 81 pp.117-151 (2018) : 117.

김홍기. "TRS 의 다양한 활용사례와 관련법령의 적용 방안-보험, 신용공여, 경영권방어, 상호주 규제를 중심으로." 증권법연구 21.3 (2020): 1-34.

노혁준. "2015년 회사법 판례", 인권과 정의 제456권, 대한변호사협회, 2016.

법무법인 지평. 총수익스와프(TRS) 거래를 통한 '총수일가 사익편취' 사건 판결

이석준. 주식 총수익스왑 (Equity TRS) 에 관한 법적 연구-주식보유정보공개, 자기주식· 상호주식· 순환출자 등과 관련한 법적 문제와 그 개선방안을 중심으로. Diss. 서울대학교 대학원, 2017.

이석준. "총수익스왑 (TRS Total return swap) 에 관한 연구-상법상 상호주식 규제여부에 대한 서울남부지법 2015. 6. 11. 2014 가합 4256 판결을 중으로." 상사판례연구 29.3 (2016): 41-97.

이정두. "주식관련 장외파생거래의 제반 문제에 관한 연구: 지배구조 왜곡 및 불공정거래와 규제방향을 중심으로." 증권법연구 17.1 (2016): 203-245.

임정하. "총수익률스왑과 의결권 행사-회사법, 공정거래법 및 자본시장법 문제를 중심으로." BFL 83 (2017): 18-40.

정일묵, 기업의 총수익교환약정(TRS) 활용사례, CGS Report, 제6권 제56호(2016)

천경훈. "계열회사 간 합병과 이사의 의무-엘리엇 대 삼성물산 사건의 평석을 겸하여." 상사법연구 36.3 (2017): 253-304

천경훈. "파생금융거래를 이용한 계열사 경영권 유지와 이사의 책임-현대엘리베이터 대표소송 항소심 판결." BFL 99 (2020): 64-75.

최민용. "주식의 대량보유 등의 보고의무에 대한 재검토 - 의결권과 수익권의 분리 현상을 중심으로—." 상사법연구 26.2 (2007): 457-492.

한승엽, 김영준, and 최종학. "총수익스왑에 대한 이해: 활용사례와 회계처리." 회계저널 28.2 (2019): 207-239.

Hu, Henry TC, and Bernard Black. "The new vote buying: Empty voting and hidden (morphable) ownership." S. Cal. L. Rev. 79 (2005): 811.

Hu, Henry TC. "Financial innovation and governance mechanisms: The evolution of decoupling and transparency." The Business Lawyer (2015): 347-405.

Modernization of Beneficial Ownership Reporting, 17 CFR Parts 232 and 240, Release Nos. 33-11030; 34-94211; File No. S7-06-22,

Securities and Exchange Commission

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)

Sharfman, Bernard S. "Comment Letter on the SEC's Proposed Rule: Modernization of Beneficial Ownership Reporting." Available at SSRN (2022).

Waddell, Chris W., et al. "Identifying the legal contours of the separation of economic rights and voting rights in publicly held corporations." Rock Center for Corporate Governance at Stanford University Working Paper 90 (2010).

Zetzsche, Dirk A. "Continental AG vs. Schaeffler, Hidden Ownership and European Law-Matter of Law or Enforcement?." European business organization law review 10 (2009).

https://corpgov.law.harvard.edu/2020/06/26/response-to-us-critics-of-the-french-securities-regulator-position-on-activism/

더벨 2014. 3. 27.자, “금호석화, 공정위 개입 요청, ‘곤혹스런’ 당국”

더벨 2014. 3. 27.자, “금호석화, 공정위 개입 요청, ‘곤혹스런’ 당국”

더벨 2017년 4. 4.자 “파인스트리트, LPG충전소 '부동산대출+TRS'”

머니투데이 2015. 5. 21.자 “롯데 KT렌탈 인수금융 2%대 3100억 TRS 조달”

매일경제 2020. 6. 29.자 “TRS 악용에도 속수무책…해외펀드 공격에 국내기업 ‘무방비’”

이데일리, 2020. 6. 29.자 “‘삼성물산 공시 위반 혐의’ 엘리엇, 4년 만에 불기소 처분”