

총수익스왑(TRS)*, 재무적 의사결정의 한 수단

* Total Return Swap

조주현 수석연구원, 경영연구센터 (nathancho@posri.re.kr)

목차

1. TRS에 대한 이해
2. 최근 기업들의 TRS 활용 사례
3. TRS 활용에 대한 우려와 실패 경험
4. 결론 및 시사점

Executive Summary

- 최근 국내 기업들이 순환출자 해소, 자금조달 및 자본확충의 일환으로 파생계약의 한 종류인 TRS를 활용하면서 자본시장의 새로운 거래 기법으로 주목
 - 자산의 신용위험만을 분리하여 거래하고 채무불이행 시에만 계약이 집행되는 CDS(신용부도스왑)와 달리 TRS(총수익스왑)는 가격변동 위험까지 상대방에게 이전시키고 자산에서 나오는 수익을 계약 쌍방이 서로 공유하는 신용파생거래
 - TRS는 거래 쌍방이 자산 보유에 대한 리스크를 부분적으로 헤지(hedge)하면서도 자산가치 상승에 따른 수익을 공유하는 계약 방식이 가장 큰 장점
- H그룹, L그룹, D그룹 등의 대기업들은 TRS를 활용하여 자금조달, 자본확충, 순환출자 해소 등 재무적 관점의 전략적 의사결정을 수행하였음
 - (H그룹) 그룹사 A의 주식을 TRS 방식으로 증권사에 매각하여 순환출자 이슈를 해결, 블록딜 등 타 방식 대비 손실이 적고 투자수익도 확보 가능한 점 고려
 - (D그룹) 재무구조 개선을 위한 자본확충 방안 마련 시 TRS 활용, 모회사의 원금보장 및 향후 보통주 전환 권리 부여하여 투자자 유치 및 재무건전성 확보
 - (L그룹) 렌탈 기업 K사 인수대금을 TRS 방식으로 조달하여 안정적인 기업인수 자금 마련 및 향후 주가 상승에 따른 이익 공유까지 두 가지 이점 동시에 확보
- 한편 무분별한 파생상품 활용 증가에 대한 시장 이해관계자들의 우려 고조
 - 과거 서브 프라임 모기지 사태, 키코(KIKO)* 사태, 최근 중국 증시폭락으로 인한 추가연계증권 투자 손실 등도 파생계약이 수반된 대규모 부실 사례

* KIKO(knock-in, knock-out): 일정 구간 내 환율 변동 시 환 리스크를 헤지 할 수 있는 상품으로 '08년 글로벌 금융위기 시점에 급격한 환율 변동으로 많은 기업들에 큰 손실을 입혔던 대표적인 파생 계약
- 과거 전선기업 DH사는 글로벌 1위 기업 인수를 목적으로 TRS 계약을 활용했으나, 무리하게 추진한 전략의 실패로 한 순간에 기업 존폐의 위기를 경험
 - '08년 금융위기 전후에 세계 최대 전선기업 P사의 지분 28.4%를 인수하여 국내외 전선시장에 대한 영향력 확대 및 사업 시너지 창출을 꾀하였음
 - 그 과정에서 18.5% 지분을 간접적으로 취득하기 위해 TRS 계약을 활용하였는데 이를 위한 7,000억 원의 자금 마련 등으로 재무건전성 악화 및 부실 우려
 - 이에 국내외 투자자를 통해 추가 자금 마련을 시도하였으나 기존 채권단 반대로 결국 '09년 6월 재무구조개선 약정(MOU)을 맺고 P사 인수를 포기
 - 결국 모든 지분을 매각하면서 총 1.3조원의 투자금 중 6,000억 원만을 회수하면서 큰 손실을 입고 50년 흑자 기업이 존폐의 위기까지 맞게 되었음
- TRS는 파생계약 특성을 이해하고 자사 전략적 목적에 부합하면서도 실익, 관련 규제 등을 사전 검토하여 위험을 최소화하는 차원에서 활용할 필요
 - 쌍방의 이해관계를 충족시키는 동시에 위험을 부분적으로 헤지할 수 있지만 고정수수료 및 손실 보전, 최근 공시의무 확대 등에 대한 부담, 그리고 파생계약 특성 상 불확실성에 민감한 점을 고려하여 무분별한 활용은 자제해야 할 것

1. TRS(Total Return Swap)에 대한 이해

□ 최근 국내 기업들이 순환출자 해소, 자금조달 및 자본확충의 일환으로 TRS 계약을 활용하면서 자본시장의 새로운 거래 기법으로 주목

○ 글로벌 금융위기 이후, 불확실성이 고조되는 경제 상황 하에 위험을 이전시킬 수 있는 신용파생상품이 유행하고 있음

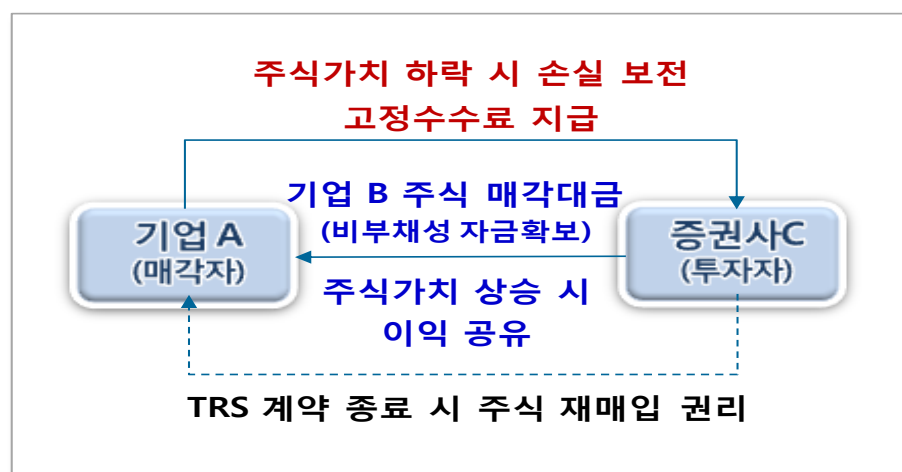
- 널리 활용되고 있는 신용파생상품은 크게 CDS(신용부도스왑)*와 TRS(총수익스왑)로 구분할 수 있음
- CDS는 대출금이나 유가증권 등 기초 자산의 신용위험(부도위험)만을 분리하여 시장에서 거래되며, 채무불이행(Default)이라는 구체적인 사건이 발생하는 경우에만 계약 내용이 집행

신용부도스왑(Credit Default Swap)

- 예를 들어 A 은행이 B 기업의 회사채를 인수하였으나 B 기업이 파산하는 경우 원금을 회수할 수 없기 때문에 A 은행은 이러한 신용위험을 회피하기 위해 C 금융사에게 정기적으로 수수료를 지급하는 대신 B 기업이 파산할 경우 투자 원금을 C 금융사로부터 회수하도록 하는 계약을 의미

- 한편 TRS는 기초자산에서 발생하는 모든 현금흐름 즉, 시장위험(가격위험)과 신용위험을 모두 이전시키는 상품으로 기초자산에서 나오는 수익을 계약 상대방이 서로 공유하는 신용파생거래
- TRS는 거래 쌍방이 자산보유에 대한 리스크를 부분적으로 헤지(hedge)하며, 자산가치 상승에 따른 수익을 공유하는 계약 방식이 가장 큰 장점

〈그림 1〉 최근 활용되는 TRS 계약의 대표적인 유형



- 예를 들어, 기업 A가 보유하고 있는 기업 B의 주식을 투자자인 증권사 C에게 매각해 투자자 C가 B 기업의 주식을 보유
- 투자자 C는 기업 B의 주식을 매입하였으나 기업 A 대신 기업 B 주식을 맡아서 운용하는 것과 유사하게 고정 수수료로 기업 A로부터 받으며, 기업 B의 주식가치 하락에 대한 손실도 기업 A로부터 보전 가능
- 한편, 기업 A는 기업 B의 주식을 보유하지 않은 상황임에도 불구하고 보유한 것과 같이 B 주식가치 상승에 대한 이익을 투자자 C와 공유
- TRS를 활용하는 기업 A 관점에서는 고정 수수료, 자산가치 하락에 따른 손실 보전 등 부담이 적지 않음
- 반면 주식 매매로 자금을 확보하는 동시에 매각한 주식의 가치 상승에 따른 수익 공유, TRS 계약이 일정기간 고정 이자를 지급해야 하는 채권적 성격임에도 회계상 부채로 인식되지 않는다는 이점을 누릴 수 있음
- 일반적으로 TRS 계약 종료 시 기업 A는 증권사 C가 보유한 기업 B의 주식을 재매입할 권리를 가지고 있는 경우가 많아 TRS 계약을 진성매각(True Sale)이 아닌 파킹딜*로 바라보는 관점도 존재

파킹딜(Parking Deal)

- 일시적으로 지분을 맡기는 거래로 경영권 매각처럼 꾸미고서 일정 기간 뒤 지분을 재매수하는 형태로 활용되는 경우가 많음

- 이와 같이 TRS 계약은 위험 헤지(hedge), 비부채성 자금조달 등을 추구하는 기업과 안정적인 수익 확보를 선호하는 투자자 간 이해관계 합의로 인해 빈번하게 이루어지고 있음
- H그룹, S그룹, D그룹, L그룹 등 국내 대기업 그룹 등은 TRS 계약을 활용하여 재무적 관점의 전략적 의사결정을 수행하고 있음

□ 파생상품의 일종인 TRS에 대한 이해와 최근 사례를 살펴보고, 주요 특징 및 장단점을 분석하여 전략적 관점의 활용방향을 모색할 필요

2. 최근 기업들의 TRS 활용 사례

□ 과거 위험 회피를 주된 목적으로 하였던 TRS 계약은 최근 헤지 펀드(Hedge fund)나 특수목적법인(SPC) 등의 고수익 투자수단으로 사용되거나, 자금 조달, 기업 인수 등 기업의 재무적 의사결정 수단으로 활용되고 있음

[1] 공격적 투자 수단 - 헤지펀드 E사

- 미국 헤지펀드 E사는 TRS 계약을 통해 지분을 사전 보유하고, 공격이 필요한 시점에 TRS 계약 해지를 통해 추가 지분을 확보하면서 합병 반대 등 경영권 압박
 - E사는 J사와 C사의 합병 결정 전까지 금융사와의 TRS 계약을 통해 C사 주식의 이익과 손실을 모두 떠안는 조건으로 C사 주식을 사전 보유('15.6.2 기준 보유지분 4.95%)
 - '15.6.4 장내에서 단 하루 만에 지분 2.17%를 추가 매수하여 총 7.12%를 보유한 주주로서 양사 간 합병을 반대하는 등 영향력 행사
- E사는 공시의무가 없는 파생계약의 이점을 활용하여 보유 지분을 시장에 드러내지 않고 필요 시점에 활용하는 공격적 투자 이행
 - 5%룰¹에 따르면 지분 5% 이상 보유 시 5일 이내에 그 내역을 공시해야 하나, TRS는 현행 공시의무 대상에 명시되어 있지 않다는 점을 활용
 - 금융당국은 E사와 TRS 계약을 맺은 금융사가 해당 지분의 대부분을 사전 매입 후 E사에 넘겨준 것으로 판단하여 5%를 위반으로 판단
 - 결과적으로 E사는 C사 지분을 전량 매각하기로 하였으며 그 과정에서 주식매수청구권² 가격 협상으로 인한 투자수익을 확보할 수 있었음

[2] 순환출자 해소 수단 - H그룹, S그룹

- H그룹은 국내 그룹사인 A사 주식을 TRS 방식을 통해 국내 증권사에 매각하여 그룹 순환출자 이슈 해결 시도
 - H사와 K사는 '16년 1월, 각각 4.3%, 2.3%씩 보유 중인 A사 주식 총 880.9만주(6.6%)를 TRS 방식으로 NH투자증권에 매각하기로 함
 - 최초 블록딜(Block Deal)이나 교환사채(Exchangeable Bond) 방식을 활용하려고 하였으나, 할인율 적용 매각에 따른 손실과 주식 교환 신청 시 지분 이전으로 인정된다는 점을 고려하여 TRS 방식을 최종 선택

¹ 자본시장과 금융투자업에 관한 법률 제 147조(주식 등의 대량보유 등의 보고) : 본인과 특별관계자의 주식 등의 소유합계가 총 5% 이상을 보유하게 되면 그 날부터 5일 이내에 그 보유사항과 보유 목적, 보유 주식 등에 관한 주요 계약 내용을 금융위와 거래소에 보고하고, 보유주식의 1% 이상 변동하는 경우 변동일로부터 5일 이내에 다시 보고하도록 한 제도로 흔히 5%룰(Rule)이라고 함

² 주식매수청구권(Claims of Stock purchase) : 주주총회에서 특별결의사항에 대하여 반대의견을 갖는 주주가 회사에 대하여 자기가 보유한 주식을 정당한 가격으로 매수해 줄 것을 청구하는 권리

블록딜(Block Deal)

- 매도자와 매수자 간 주식 대량 매매를 뜻하며, 일반적으로 시장가격에 영향을 미치지 않도록 장 개장 전이나 마감 후의 시간 외 매매를 통해 거래함

교환사채(Exchangeable Bond)

- 채권자의 의사에 따라 주식 등 유가증권으로 교환할 수 있는 사채를 뜻하며, 유동성 측면에서 발행한 교환사채를 증권 예탁원에 일정기간 예치하여야 한다는 (유가증권의 담보화) 단점이 있음

- 또한 TRS 계약을 활용하는 경우, A사 주가상승 시 수익을 공유할 수 있다는 점에서 블록딜 등 과거 활용되어 왔던 방식에 비해 TRS가 훨씬 매력적이었음
- S그룹 전기전자 기업 S사도 시장충격을 최소화 하면서 공정위 가이드라인을 충족시키기 위해 TRS 방식을 통해 신규 순환출자 이슈를 해결하기로 결정
 - '16년 2월, S사는 '15년 12월 공정거래위원회의 합병관련 '신규 순환출자 금지 제도 법집행 가이드라인'에 따라 이에 해당되는 B사 지분 500만주(2.6%)를 처분하기로 함
 - H그룹과 같이 투자자에 대한 일정기간 확정이자를 지급하고 주식에 대한 가치 하락 시 손실을 보전해주는 대신 향후 주가상승에 따른 수익 공유를 목적으로 TRS를 활용

[3] 자본확충 수단 - D그룹, HS그룹

- D그룹 건설기업 D사는 '13년 12월, 재무구조 개선을 위한 자본확충 방안으로 4,000억 원의 RCPS(상환전환우선주)를 발행하면서 TRS를 활용
 - 상환전환우선주는 채권처럼 만기 때 상환 받거나 보통주로 전환할 수 있는 권리가 있으며, IFRS상 부채로 분류되지만 회사가 상환권을 가지면 자본으로 인정
 - 향후 RCPS를 보통주로 전환했을 때 주가가 RCPS 발행가 이하로 하락하는 경우, 최대 주주인 DH사가 주가하락에 대한 손실을 보전하기로 함
- D사는 안정적인 투자수익을 보장하는 TRS 계약을 통해 투자자를 유치하여 유동성 및 재무건전성을 확보할 수 있었음
- 또한 HS그룹의 엔지니어링 기업 HE사도 '14년 10월, 350억원 규모의 영구 전환사채 발행 시 100% 주주인 HS사가 TRS 계약을 통해 원금을 보장하고 향후 보통주로 전환할 수 있는 권리를 부여

- 영구채는 일반 회사채보다 높은 이자비용을 지불하지만 만기가 없어 회계상 자본으로 처리가 가능하다는 장점이 있으며, 모회사인 HS사의 원금 보장까지 있어서 투자자에게는 매력적인 투자처로 인식되었음
- HE사는 모회사 HS사의 지원에 힘입어 TRS 계약을 통해 부채인식 없이 유동성을 조달하여 자본을 확충하고 부채비율을 낮춰 재무구조를 강화

[4] 기업인수자금 조달 수단 - L그룹, N사

- L그룹은 '15년 5월, 렌탈 기업 K사 인수 시 1.2조원의 인수대금 중 3,100억 원을 TRS 방식을 통해 조달
 - KDB대우증권(現 미래에셋대우), 신한금융투자 등으로 구성된 재무적 투자자(FI)들에게 K사의 주가 하락에 대한 손실을 보전하는 한편, 기준가 이상 상승 시 수익의 일정비율을 나누어 가져가는 방식으로 계약
 - TRS 계약 방식을 통해 기업인수를 위한 자금 마련과 향후 주가 상승에 따른 이익 공유까지 두 가지 이점을 동시에 얻을 수 있었음
- N사는 '16년 4월, 나스닥 상장 게임업체 인수를 위해 4,000억 원 규모의 자금조달을 계획하고 그 과정에서 TRS 계약을 활용할 예정
 - 특히 N사의 경우 현재 IPO(기업공개)를 추진하는 상황에서 회사채 발행을 통한 부채비율 증가 부담과 재무구조 변화에 따른 기업가치 변동 등을 우려
 - 그 때문에 유동성은 확보하고 재무구조 건전성을 유지시킬 수 있는 TRS 계약 방식을 적극 활용하기로 함

3. TRS 활용에 대한 우려와 실패 경험

- TRS와 같은 파생계약은 상황과 목적에 따라 거래 쌍방이 혜택을 누릴 수 있으며 일부 위험을 서로 이전 및 공유하기 때문에 과거와 달리 여러 가지 목적으로 활용되고 있음
- 한편 회계법인, 금융전문가 등 시장의 이해관계자들은 파생상품 활용으로 인한 금융위기 발생, 우량기업의 부실화 등 과거 실패 사례를 근거로 무분별한 파생상품 활용 증가에 대한 우려감을 나타내고 있음
- TRS와 같은 신용 파생상품은 '08년 리먼 브라더스 사태와 같은 금융위기를 초래한 원인이라는 인식 때문에 그 이후 활용이 줄어들었다가 최근 위험 헤지, 투자, 자금조달 및 자본확충 등 다양한 목적에 맞는 상품

등장으로 그 활용이 급격히 늘어나고 있다는 점을 지적

- 과거 서브 프라임 모기지 부실 뿐 아니라 '08년 국내에 큰 영향을 미쳤던 키코(KIKO)사태³ 등도 파생계약의 한 형태이며, '16년 중국 증시 폭락으로 인해 큰 피해를 입힌 주가연계증권(ELS)⁴ 등도 파생계약이 수반된 상품
- 과거 전선기업 DH사는 글로벌 1위 기업 인수를 목적으로 TRS 계약을 활용하였으나, 전략 실패로 인해 50년간 한번도 적자를 내지 않았던 우량기업에서 채권단과 재무구조개선 약정을 맺어야 하는 처지로 전략
 - DH사 '07년 11월, 세계 최대 전선기업 P사의 지분 9.9%를 인수하여 2대주주가 되는 계약을 체결하기로 결정
 - '07년말 DH사는 그 동안의 업적과 뛰어난 기술력을 가지고도 매출기준 국내 전선업계 1위의 절반수준⁵에 머물러 있었으나, 전략적 선택을 통해 업계 전체에 엄청난 영향력을 미칠 것으로 기대되었음
 - 한편 '08년 금융위기 시점에 P사의 주가가 급락하자 투자실패에 대한 비판에도 P사에 대한 영향력 확대를 목적으로 주식교환 형태로 18.5% 지분을 추후 확보할 수 있는 TRS 계약을 체결
 - TRS 계약을 통해 총 28.4% 지분을 보유한 DH사는 사업 시너지를 고려한 큰 계획들을 마련하였으나, TRS 계약을 위한 7,000억 원 규모의 자금 마련 등으로 재무건전성이 급격히 악화되면서 부실 우려가 확대
 - 이에 국내외 금융권 및 외국계 재무적 투자자(FI)로부터 추가 자금조달을 시도했으나 기존 채권단 반대로 인해 '09년 6월 재무구조개선 약정(MOU)을 맺고 P사 인수를 포기
 - 결국 모든 지분을 매각하면서 총 1.3조의 투자금 중 6,000억 원만 회수하여 큰 손실을 입고 기업 존폐의 위기까지 경험하게 되었음

³ **KIKO(Knock-in, Knock-out) 사태** : 환율이 일정 범위 안에서 변동할 경우, 미리 약정한 환율에 약정 금액을 팔 수 있도록 한 파생상품으로 과거 우수한 환 헤지(Hedge)상품으로 많은 기업들이 활용하였으나, 일정 선 이하로 환율이 떨어지는 경우 환 헤지 권리가 상실되고 일정 선 이상으로 상승 시 2~3배를 물어줘야 하는 리스크가 존재하였는데 이를 제대로 인지하지 못했던 기업들에게 글로벌 금융위기 시점에 실제 흑자기업이 부도가 나는 등 큰 손실을 입었던 대표적인 파생상품 활용 사례

⁴ **주가연계증권(Equity-Linked Securities)** : 특정 주식의 가격이나 주가지수의 수치에 연계한 증권으로 이에 연계하여 투자수익이 결정되는 유가증권을 나타냄

⁵ **'07년말 국내 전선사 매출순위** : 1위 LS사(3.2조원), 2위 DH사(2.1조원), 3위 GO사(0.8조) 등이었으나, GO사가 LS사 그룹임을 감안하면 D전선은 1위(4조 규모)의 절반수준

4. 결론 및 시사점

- TRS는 위험을 헤지하기 위한 파생상품으로 출발하였으나 최근 기업들의 재무적 의사결정을 위한 실행도구로 활용되고 있음
 - TRS는 계약 쌍방의 이해관계를 충족시키는 동시에 위험을 부분적으로 헤지(hedge)한다는 관점에서 자금조달, 자본확충, 기업 인수, 순환출자 해소 등 여러 가지 목적에 맞게 활용 가능
 - 보유주식 기반 TRS계약 시 실물 자산을 보유하지 않고도 향후 해당 기업의 주가 상승에 따른 수익을 공유할 수 있다는 것이 가장 큰 장점
 - 또한 전략적 관점에서는 부채로 인식되지 않고서도 자금을 조달하여 재무구조를 개선하거나, 투자수단 등으로 활용이 가능하다는 점도 매우 유용
 - 한편 TRS 계약에 따른 고정적인 수수료 등이 발생하고 파생계약 성격 상 경제 상황의 불확실성에 민감하기 때문에 더 큰 손실을 초래할 수 있음
 - TRS 계약으로 인한 장점을 얻는 대신 투자자에 대한 일정기간 확정이자 지급 및 기초자산 가치 하락에 따른 손실을 보전해주는 형태로 계약이 이루어지는 경우가 많기 때문에 계약 기간에 따른 고정적인 비용 발생
 - 또한 과거 글로벌 금융위기와 같이 경제 및 경영환경의 급격한 변화가 발생하는 경우 예상치 못한 큰 손실을 입는 경우도 발생 가능
 - 또한 최근 헤지펀드 E사 사태 이후 파생상품에 대한 공시의무 확대 등 관련 규제가 강화되는 움직임이 있기 때문에 무분별한 활용은 자제해야 함
 - TRS 계약을 통한 간접적 지분확보로 논란이 되었던 E사-C사 간 분쟁 이후, 금융위원회와 금융감독원은 파생상품을 활용한 경우에도 공시의무를 적용하여 TRS를 악용하는 행위를 차단하기로 함
 - 또한 순환출자 해소를 위해 TRS를 활용하는 경우, 지분을 처리하더라도 실제로는 영향력을 행사할 수 있어 규제를 회피한다는 지적과 함께 장외 파생상품 거래 시 보유 주체에 대한 공시가 필요하다는 목소리가 커지고 있음
- TRS를 온전히 활용하기 위해서는 파생계약의 특성을 이해하고 자사의 상황과 실익, 관련규제 등 제반 사항을 면밀히 사전 검토 후 활용 필요
 - TRS 는 전략적 목적에 적합하고 위험을 최소화 하는 차원에서 활용되어야 하며 궁극적으로 기업 경쟁력 강화를 위한 의사결정 지원도구로서 그 역할을 담당할 수 있어야 함

이 자료에 나타난 내용은 포스코경영연구원의 공식 견해와는 다를 수 있습니다.

[참고자료]

[보고서]

한국금융연구원. “국제금융이슈: 최근 국제금융시장에서의 파생금융상품 거래 급증과 금융시스템 리스크 우려”, 2014.8

[논문]

정재열. “KIKO 통화옵션 거래에 대한 분석 및 향후 대책”, 한국비즈니스리뷰 제2권 제3호, 2009.12

[언론]

머니투데이. “수포로 돌아간 원대한 꿈 ‘세계 1위’”, 2010.10.21

한국경제. “엘리엇에 화들짝...TRS 통한 ‘주식 파킹’ 원천봉쇄”, 2016.2.25

한국경제. “현대제철 지분 블록딜 아닌 TRS 매각...현대·기아차, 순환출자 해소한다”, 2016.1.29

[도서]

박정식·박종원. “현대투자론”, 제3판, 다산출판사, 2010

최종학. “서울대 최종학 교수의 숫자로 경영하라 3”, 원앤원북스, 2014