

기업분할과 자본조달 수단으로서의 사업신탁의 설립과 상장

-싱가폴과 홍콩의 경험을 중심으로-*

이 중 기**

목 차

- | | |
|-----------------------------|--------------------------------------|
| I. 머리말 - 사업신탁 제도의 입법례와 활용례 | 4. 홍콩 사업신탁에서의 쟁점 |
| II. 싱가포르에서의 사업신탁 | IV. 우리나라에서의 시사점과 활용방안 |
| 1. 싱가포르에서의 사업신탁 도입 맥락 | 1. 회사의 분할설립에 대한 대안으로서 |
| 2. 싱가포르 사업신탁의 특징과 운용 | 유한책임 사업신탁 |
| 3. 등록 사업신탁의 장점 | 2. 사업신탁의 상장 |
| 4. 싱가포르 사업신탁의 쟁점 : 지배구조 문제 | 3. 사업신탁의 지배구조 문제 : 사채투 |
| III. 홍콩에서의 사업신탁 | 자자와의 비교 |
| 1. 홍콩에서의 사업신탁 도입과 상장의 허용 맥락 | 4. 사업신탁의 설정과 모회사 소수주주의 보호 |
| 2. 홍콩 사업신탁의 특징과 운용 | 5. 활용방안의 예 I : 롯데월드타워 건설과 관련하여 |
| 3. 결합증권/주식결합수익권의 상장과 상장규제 | 6. 활용방안의 예 II : 통일사업을 위한 인프라사업의 자본조달 |

I. 머리말 - 사업신탁 제도의 입법례와 활용례

개정신탁법은 신탁가능한 재산으로서 “영업”을 명시함으로써(제2조) 회사 혹은 기타 기업이 ‘사업부분’을 분할하여 사업을 영위하는

* 이 글은 2014.2.7. 건국대학교 법학연구소 기업법센터가 “신탁법제와 유동화법제 관련 최근 쟁점”이라는 주제로 주최한 2013년 「제6차 건국대학교 법학연구소 국내학술대회」에서 발표한 글을 정리한 것이다. 학술대회에서 유익한 토론을 해 주신 서울대학교 노혁준 교수께 감사한다.

** 홍익대학교 법과대학 교수

신탁, 즉 ‘사업신탁’을 설정할 수 있는 길을 명시적으로 허용하였다. 나아가 제11장에서 등기에 의해 설립되는 ‘유한책임신탁’에 관한 규정을 둠으로써, 이러한 ‘사업신탁’이 독자적 명의를 갖는 유한책임기업의 한 형태로서 설립, 운용, 존속, 청산할 수 있는 법적 기초를 마련하였다.¹⁾

즉, 사업을 영위하는 유한책임신탁이 주식회사와 같이 유한책임기업의 한 형태로서 작동하기 위해서는, (i) 출연자와 경영자의 역할 분리와 감시장치의 확보, (ii) 출연재산의 독립성 인정과 법적 보호, (iii) 출연자의 유한책임과 채권자에 대한 후순위화 등에 대한 법적 원칙이 안정적으로 확보되어야 하는데, ‘유한책임신탁인 사업신탁’(이하 “유한책임사업신탁”)은 이러한 법적 요건을 모두 충족시키는 것으로 볼 수 있다.²⁾ 나아가, 이러한 요건을 충족시키는 ‘유한책임사업신탁’이 계속기업으로서 더 크게 성장하기 위해서는 사업자금의 조달을 위해 자본시장을 이용할 수 있어야 하는데, 이 경우 ‘유한책임사업신탁’에 대한 수익권의 공모와 상장이 문제된다.

이 글은 ‘유한책임사업신탁’이 실제로 어떻게 활용되고 있는가를 싱가포르, 홍콩의 예를 들어 살펴보는 것을 주된 목적으로 한다. 사업신탁이

1) 이에 대한 논의로는 김태진, “기업형태로서의 신탁: 사업신탁, 수익증권발행신탁 및 유한책임신탁을 중심으로”, 법학논총 제31집 제2호(전남대학교 법학연구소, 2011) 119쪽; 안성포, “기업유형으로서 상사신탁의 법적 쟁점”, 상사법연구 제32권 제2호(한국상사법학회, 2013); 최승재, “신탁법을 고려한 사업신탁의 활용에 대한 소고”, 신탁법제와 유동화법제 관련 최근 쟁점(건국대 법학연구소 학술대회 자료)(2014.2.7) 등.

2) 노혁준, “주식회사와 신탁에 관한 비교 고찰 -재산분리 기능을 중심으로”, 증권법연구 제14권 제2호(한국증권법학회, 2013), 627쪽; 이중기, “법인과 비교한 신탁의 특징”, 서울대학교 법학 제55권 제2호(서울대학교법학연구소, 2014.6) 참조. 이 논문들에 의하면, 계약법이나 조합법이 제공할 수 없는 ‘재산분리기능’(asset partitioning)이 조직법제(organization law)의 특징이고, 신탁법은 재산분리기능을 제공할 수 있기 때문에 신탁법상 설립되는 사업신탁은 주식회사와 같이 독자적인 유한책임기업조직으로서 작동할 수 있다고 본다.

기업의 한 형태로서 활용되고 있는 예는 미국의 매사추세츠 사업신탁이나 델라웨어 사업신탁³⁾ 혹은 통일제정법상신탁법(Uniform Statutory Trust Entity Act)에 의한 제정법상 신탁(a statutory trust)⁴⁾의 경우 일부 문헌으로 소개⁵⁾되고 있으나, 다른 나라의 예는 별로 소개되고 있지 않는 것 같다.⁶⁾ 하지만 사업신탁은 호주에서도 활용되고 있고, 특히 최근 들어 싱가포르와 홍콩에서 사업을 영위하는 사업신탁이 거래소에 상장되는 사례가 증가하고 있다. 아래에서는 싱가포르와 홍콩에서 사업신탁의 상장이 활성화되는 이유를 각국의 맥락에서 살펴보고, 기업분할과 자본조달 수단으로서 사업신탁의 구조가 회사제도와 비교할 때 유리한 점이 무엇인가를 살펴본다.

3) R. Flannigan, Understanding the Business Trust (1987) 23 *Estate and Trust Reports* 44; T. Frankel, The Delaware Business Trusts Act Failure as the New Corporate Law, 23 *Cardozo L. Rev.* 325(2001); R. Sitkoff, Trust as Uncorporation: A Research Agenda, *U of Ill L Rev* 31(2005).

4) T. Rutledge & E. Habbart, The Uniform Statutory Trust Entity Act, 65 *Bus. Law* 1(2010); P. Miller, The Future for Business Trusts: A comparative Analysis of Canadian and American Uniform Legislation, 36 *Queen's L. J.* 443(2011).

5) 예를 들어, 오성근, “사업신탁의 기업조직적 특징과 수익자책임법리”, 기업법연구, 제22권 제1호(한국기업법학회, 2008), 419쪽; 문기석, “법인대용화 가능성을 가진 기업형태로서의 미국 사업신탁제도에 관한 소고”, 전남대학교 법학논총, 제33집 제2호(전남대학교 법학연구소, 2013), 71쪽; 이중기, “제정법상 신탁에 관한 미국의 새로운 통일법과 유한책임신탁과의 비교”, 선진상사법률연구 제59호(법무부, 2012.7), 61쪽 등. 미국 뮤추얼펀드의 절반 정도는 신탁형펀드인데, 이러한 신탁형펀드도 사업신탁의 형태로 조직된다. 뮤추얼펀드에 이용되는 사업신탁에 대해서는, 박삼철/이중기, “제도로서의 투자신탁법제의 기본구조와 발전전략”, 홍익법학 제15권 제1호(홍익대학교 법학연구소, 2014), 533-554쪽 이하.

6) 예외적으로 문기석, 앞의 논문은 싱가포르 사업신탁에 대해서도 소개를 하고 있다.

Ⅱ. 싱가포르에서의 사업신탁

1. 싱가포르에서의 사업신탁 도입 맥락

싱가폴은 세계은행에 의해 2013년을 포함해 계속해서 “가장 사업하기 쉬운 나라”로 선정되고 있고,⁷⁾ 투명한 규제체제, 조세제도뿐만 아니라 ‘혁신적 투자제도’를 도입함으로써 국제적인 금융허브로서의 지위를 누리고 있다. 예를 들어, 2013년 싱가포르에 이은 세계 2위의 IPO 시장으로 성장⁸⁾하였다. 이러한 성장에는 ‘사업신탁’의 성장이 큰 역할을 하고 있다.⁹⁾ 싱가포르에서 사업신탁(Business Trust : 이하 “BT”)은 이러한 ‘혁신적 투자제도’의 일환으로 2004년 사업신탁법(Business Trusts Act: 이하 “BTA”) 제정을 통해 도입되었다. 싱가포르에서도 사업신탁에 대한 최초의 반응은 별로 크지 않았다. 하지만, 2011년 Hutchinson Whampoa 그룹이 항만사업을 사업신탁 형태로 공모해 그해 세계최대 규모의 IPO로서 성공시킨 후 상황은 급변했다.¹⁰⁾

싱가폴에서 사업신탁법 제정을 통한 사업신탁 도입은 투자자가 투자할 새로운 유형의 자산을 창조한 것이고, 이는 싱가포르 자본시장의 심도와 다양성을 제고하였다.¹¹⁾ Monetary Authority of Singapore(이하 “MAS”)에 의하면, “[사업신탁법에 의한] 사업신탁 구조의 장점은 수익자에 대해

7) <<http://www.doingbusiness.org/rankings>.>

8) “Singapore jumps to second spot in global IPO activity” 자세히는 <<http://www.cnbc.com/id/101064043>.>

9) “Singapore’s competitive edge through its first-mover advantage position has established itself as a major Asian hub for REITs and business trust over the last decade”. 자세히는 <<http://sbr.com.sg/markets-investing/news/singapore-ipo-proceeds-climbed-28-622b#sthash,DeWkcjJt.dpuf>>

10) T. H. Wu, The Resurgence of “uncorporation”: the Business Trust in Singapore(2012) *J.B.L.* 683-684쪽.

11) Wu, 위의 논문, 685쪽.

현금수익(cash profits)으로부터 배당을 할 수 있다는 점이다. 이것은 회사구조와 비교되는데, 회사구조에 의하면 회사는 (감가상각과 같은 비현금성 비용(non-cash expenses)을 공제한 후 발견되는) 회계상 수익(accounting profits)으로부터만 배당을 할 수 있다. 따라서, 사업신탁 구조는 꾸준한 성장과 높은 현금흐름을 갖는 사업에 특히 적합하다. 싱가포르에서의 사업신탁 구조의 도입은 투자자를 위한 새로운 자산유형을 창조하는 것이고, 싱가포르 자본시장에 깊이와 활력을 더할 것이다.¹²⁾

2. 싱가포르 사업신탁의 특징과 운용

2.1 전통적 신탁형식을 취한 수익창출기구

싱가포르 사업신탁은 ‘법적 형식’으로 보면 전통적 신탁과 전혀 다르지 않다. 하지만, ‘신탁의 설정목적’의 관점에서 보면 전통적 신탁보다는 unit trust와 비슷하며, 또한 경영활동을 한다는 점에서는 회사와 유사한 성질을 갖는다. 먼저 ‘법적 형식’에 대해 살펴보자. 싱가포르 사업신탁에서 법적 소유권과 수익권은 수탁자-운용자(trustee-manager: 이하 “TM”)와 수익단위보유자(unit-holders) 사이에 분리되는데, TM은 자산에 대한 법적 소유권을 갖는 반면 수익자는 수익권을 갖는다는 점에서 전통적 신탁과 다르지 않다. 따라서, 개념적으로 전통적 신탁법리와 싱가포르 사업신탁법리 사이에 차이는 없다. 하지만, 신탁을 ‘설립하는 목적’에 있어서는 전통적 신탁과 사업신탁 사이에 큰 차이가 있다. 전통적 신탁은 ‘무상양도’(gratuitous transfer)의 목적으로서 설정되지만, 싱가포르 사업신탁은 수익자들에게 ‘수익을 창출’(profit making)시킬 목적으로 설

12) Monetary Authority of Singapore(MAS), *Consultation Paper 15-2003 Regulation of Business Trusts* (Dec. 2003) (이하, “MAS, Consultation Paper”), 2-3쪽.

립된다. 즉 전자의 경우 설정자는 재산을 수탁자에게 무상양도하고 수탁자로 하여금 일정한 수익자를 위해 신탁재산을 운용할 의무를 부과하는데 반해, 후자는 스폰서인 모회사(sponsoring entities)가 대가를 받고 TM에게 수익재산을 양도하고 TM은 이 수익재산에 대한 수익단위(unit)를 공중에게 유상매각한다. 즉 싱가포르 사업신탁은 무상양도재산이 아니라 공중으로부터 조달한 펀드자산으로 구성된 수익창출벤처이다.¹³⁾ 이처럼 사업신탁은 형식은 전통적 신탁의 형식을 띠고 있지만, 무상양도목적으로 설정된 재산이 아니고 수익창출목적으로 공중의 자금으로 설정된 벤처라는 점에서 unit trust와 같은 집합투자기구(Collective Investment Schemes: “CIS”)¹⁴⁾의 성질을 갖는 사업구조¹⁵⁾이다. 하지만, TM의 활동이 투자/운용이 아니라 사업영위라는 점에서는 회사와 유사한 성질을 갖는다.

2.2 Unit trust와의 유사성과 차이점

싱가포르 사업신탁이 unit trust와 유사한 측면에 대해 살펴보자. 우선 사업신탁의 자산은 TM에 의해 신탁상 보유되는데, 모든 수익권자를 위해 보유한다. 그 결과, 사업신탁에 투자한 수익권자는 사업신탁에 경제적 이익을 가지지만, 신탁재산에 대해 법적 권한은 갖지 못한다.¹⁶⁾

13) Wu, 앞의 논문, 687쪽.

14) 싱가포르에서 unit trust는 CIS로서 Securities and Futures Act(“SFA”)에 의해 규제된다.

15) 전통적 신탁의 ‘무상양도성’과 집합투자기구의 ‘수익창출성’에 대해서는, 박삼철/이중기, 앞의 논문, 536쪽.

16) Business Trusts Act, § 2 “business trust” means —

(a) a trust that is established in respect of any property and that has the following characteristics:

(i) the purpose or effect, or purported purpose or effect, of the trust is to enable the unitholders (whether by acquiring any right, interest, title or benefit in the property or any part of the property or otherwise) to

또 수익권자의 책임은 수익권의 인수대금에 한정된다. 이와 같이 싱가포르 사업신탁은 법적 형식은 전통적 신탁이지만, unit trust와 같이 수익목적에서 설립되고 수익단위보유자는 수익재산에 대해 직접적인 권리를 갖지 못하고 수익단위만 보유하게 된다.

하지만, 싱가포르의 사업신탁은 unit trust와 다른 점이 있다. 바로 신탁의 수탁자인 TM이 자산을 운용(즉 증권에 투자)한다기보다는 사업을 경영한다는 점이다.¹⁷⁾ 즉 집합투자기구의 규제체제는 투자금의 운용을 맡은 운용사로 부터 투자금을 보호하기 위하여 운용사에 대한 규제를 가하고, 운용사에 대한 감독장치로서 보관자를 선정한다. 또한 운용의 원칙으로서 위험분산을 위해 단일종목에 대한 투자한도규제와 같은 운용규제가 적용된다. 하지만 사업신탁규제체제에서는 TM에 대해 자산운용 측면에서 회사와 같은 적극적 사업경영을 허용하고, TM의 경영

participate in or receive profits, income or other payments or returns arising from the management of the property or management or operation of a business;

- (ii) the unitholders of the trust do not have day-to-day control over the management of the property, whether or not they have the right to be consulted or to give directions in respect of such management;
- (iii) the property subject to the trust is managed as a whole by a trustee or by another person on behalf of the trustee;
- (iv) the contributions of the unitholders and the profits or income from which payments are to be made to them are pooled; and
- (v) either —
 - (A) the units in the trust that are issued are exclusively or primarily non-redeemable; or
 - (B) the trust invests only in real estate and real estate-related assets specified by the Authority in the Code on Collective Investment Schemes referred to in section 284 of the Securities and Futures Act (Cap. 289) and is listed on a securities exchange; or
- (b) a class or description of trust that is declared by the Authority, by notice published in the Gazette, to be a business trust for the purposes of this Act, but does not include the types of trusts specified in the Schedule;

17) BTA § 28(1) (b).

판단에 대해 개입하지 않는다. 이는 unit trust의 운용사가 신탁자산을 운용원칙에 따라 운용하는 것과 크게 다른 점이다. 즉, 상장회사의 증권 발행에 대해 투자설명서 규제가 적용되지만 상장회사의 경영에 대해서는 규제가 없듯이, 상장 사업신탁의 경우, 수익권 상장에 있어서는 투자 설명서 규제가 행해지지만 사업신탁의 경영판단에 대한 규제는 존재하지 않는다.¹⁸⁾

이와 같이 TM이 자산을 증권에 운용하여 간접투자하는 것이 아니라 직접 사업을 경영하는 결과 수탁자와 운용자의 구별이 불필요하게 된다. 즉 unit trust에서는 운용자가 소극적으로 증권에 투자하고 증권으로부터의 수익을 분배하기 때문에 그 운용의 감독이 가능하고 감독을 위한 수탁자의 역할이 중시¹⁹⁾되지만, 사업신탁에서는 직접 사업을 경영하고 위험을 적극적으로 인수하는 결과 경영위험의 선택에 대한 수탁자의 감독 자체가 힘들어지고 따라서 운용자-수탁자의 역할분리가 불필요해 진다. 그 결과 싱가포르 사업신탁은 unit trust와 같이 수익창출을 위해 공중으로 자금을 집합한 점은 동일하지만 적극적 사업위험을 직접 추구하는 결과 수탁자와 운용사의 분리전 상태로 돌아가게 된다. Trustee-Manager 즉 수탁자-운용자라는 명칭은 이렇게 도출된 것이다.²⁰⁾

2.3 등록 사업신탁의 설립, 등록, 상장

싱가폴 사업신탁은 BTA에 의해 규제되는데, 신탁증서(trust deed)에 의해 설립되고 규율된다. 사업신탁의 목적은 수익단위를 보유한 수익권자로 하여금 자산의 운용 혹은 사업의 경영으로부터 발생한 이익 혹은

18) MAS, *Consultation Paper*, 4쪽.

19) Unit trust에서 운용자와 수탁자의 ‘역할분리’의 역사와 그 필요성에 대해서는, 박삼철/이중기, 앞의 논문, 559쪽 참조.

20) Wu, 앞의 논문, 694쪽.

소득에 대한 참가 혹은 수령을 가능하도록 하는 것이다. 또, 사업신탁의 수익단위보유자는 재산의 운영에 대한 일상적 지배권(day-to-day control)을 갖지 않고, TM이 지배권을 갖는다.²¹⁾ 이와 같이 사업신탁은 TM을 통해 사업을 영위해야 하는데, TM은 신탁의 운용과 경영을 유일한 영업으로 하는 싱가포르에서 설립된 회사이어야 한다.²²⁾ TM은 통상 사업신탁을 설립하는 스판서인 모회사의 완전자회사로 설립된다. TM은 또한 MAS가 요구하는 바에 따라 책임보험에 가입하거나 담보를 제공해야 한다.

한편, 모회사의 입장에서는 사업신탁의 궁극적 설립 목적은 분할된 사업부분을 사업신탁으로 설립해 싱가포르증권거래소(Singapore Stock Exchange: 이하 “SGX”)에의 상장을 통해 신규자본을 조달하는 것이다. 그런데, 거래소상장을 위해서는 MAS에 등록을 해야 하므로, 상장을 염두에 둔 사업신탁은 MAS에의 등록신청²³⁾이 사실상 강제된다. 또 등록 사업신탁(registered business)의 TM은 신탁증서에 다음의 사항을 명시해야 하므로, 상장을 염두에 둔 등록 사업신탁은 처음부터 신탁증서에 다음의 사항을 규정해야 한다:²⁴⁾

- (i) 사업의 범위 및 수익단위의 구조와 성질
- (ii) 사업의 경영에 대한 TM의 권한
- (iii) 등록 사업신탁의 기한이 있는 경우 그 기한, 기한이 없는 경우 그 뜻
- (iv) 수익단위의 양도에 관한 조건
- (v) TM의 보수와 보수지급방법, 및 신탁재산으로부터 지급될 수 있는 다른 보수

21) BTA § 2. 앞의 각주 16)의 business trust의 정의 조항 참조.

22) BTA § 6.

23) BTA § 3(1).

24) BTA § 28(1).

- (vi) 청산의 절차
- (vii) 기타 MAS가 정하는 사항.

2.4 TM의 자격과 역할, 담보책임

등록 사업신탁의 TM의 역할은 싱가포르에서 설립된 회사만이 수행할 수 있으며, 등록 사업신탁의 사업은 당해 사업신탁의 TM에 의해서만 경영되어야 한다.²⁵⁾ 또한 TM은 등록 사업신탁의 TM으로서의 경영을 제외한 다른 사업은 영위할 수 없다.²⁶⁾ TM으로 하여금 하나의 사업신탁만을 인수하도록 한 이러한 제한은 아래에서 보는 것처럼, TM이 수탁 자자격에서 부담한 채무에 대해 인적책임을 질 가능성 때문에 부과된 규제이다. 즉 TM이 수개의 사업신탁을 영위할 수 있다면, 어느 사업신탁의 도산은 다른 사업신탁에 영향을 미칠 수 있기 때문이다. 예를 들어, 도산한 어느 한 신탁의 채권자는 TM에 대해 도산절차를 진행하게 되는 데, 이러한 도산절차개시는 다른 신탁으로 하여금 새로운 TM의 선임을 요구하는 등 복잡한 문제를 야기할 수 있기 때문에 “1 TM, 1 사업”의 규제는 필요하게 된다.²⁷⁾

싱가폴과 같은 영국법계에서 수탁자는 원칙적으로 신탁채무에 대해 무한책임을 진다. 즉 사업신탁의 형식은 전통적 신탁이기 때문에 수탁 자자격에서 채권자와 거래를 한 경우 원칙적으로 TM은 신탁채무에 대해 인적 책임을 지게 된다. 물론 TM은 신탁채무를 대신 이행한 경우 신탁재산으로부터 상환받을 수는 있다. 또 신탁채권자는 TM이 갖는 신탁재산으로부터의 상환권도 대위할 수 있다.²⁸⁾ 그런데, TM의 신탁위반이 있는 경우, 신탁재산으로부터의 상환권은 제한되고, 특히 BTA는

25) BTA § 6(1) 및 (2).

26) BTA § 6(3).

27) Wu 689.

28) Wu 688.

과실, 신탁위반 등의 경우 TM의 임직원이 갖는 구상권은 신탁증서에 규정하더라도 무효라고 선언한다.²⁹⁾ 따라서 이러한 경우 TM은 명시적 약정에도 불구하고 상환을 받을 수 없게 된다.

2.5 사업신탁의 충실의무와 지배구조

2.5.1 TM의 역할과 충실의무

TM은 크게 두가지 역할을 담당하는데, 하나는 사업신탁 자산을 자기 명의로 수익자를 위해 보유하는 ‘수탁자’ 역할이다.³⁰⁾ 다른 한 가지 역할은 사업신탁의 사업을 경영하는 ‘경영자’ 역할이다.³¹⁾ 이때 TM은 항상 수익자 전체의 최선의 이익을 위해 행위해야 하며, 자신의 이익(혹은 모회사의 이익)과 수익자의 이익이 충돌할 때 수익자의 이익을 우선해야 한다.³²⁾ 이러한 이익충돌은 TM을 경영하는 TM 이사들에게도 동일하게 발생하고, TM의 이사들에 대해서도 수익자이익의 우선의무가 부과된다. 즉 TM 혹은 TM의 이사들은 사업신탁의 수익단위보유자들의 이익을 위해 행위해야 할 의무를 지지만(신탁법상 수익자에 대한 의무), 한편으로는 TM이 사업신탁을 추진하는 모회사의 완전자회사로서 지배를 받기 때문에 모회사의 이익을 위해 행위해야 할 압력(회사법상 주주전체에 대한 의무)에 직면하게 된다. BTA는 이러한 이익충돌을 예상하였고, 이러한 이익충돌이 발생하는 경우 TM 및 TM의 이사들은 TM의 수탁자로서 의무, 즉 수익단위보유자의 이익을 우선할 것을 명시적으로 선언한 것이다.³³⁾

29) BTA § 27.

30) BTA § 10(4).

31) BTA § 6(2).

32) BTA § 10(2), 11(1).

33) Wu, 앞의 논문, 690쪽.

2.5.2 TM 이사회의 구성과 해임

BTA는 등록 사업신탁의 수탁회사인 TM의 활동과 사업신탁의 경영에 대해 엄격한 제한을 가한다. 즉 TM은 통상 사업신탁을 설립하는 모회사에 의해 계열사로 설립되고 사업신탁의 수탁회사로 선임되어 등록 사업신탁을 경영하지만, BTA는 이러한 TM의 이사회 구성에 대해 엄격한 규제를 가한다. 즉 (i) TM 이사회의 과반수는 TM과 경영관계 사업관계로부터 독립된 자로 구성하여야 하고, 또한 (ii) 적어도 1/3은 TM과 경영관계 사업관계로부터 독립되어야 하고 또한 TM의 모든 주요 주주(substantial shareholders)³⁴⁾로부터도 독립된 자로 구성해야 한다. 또한 (iii) 이사의 과반수는 어떤 주요주주로부터도 독립된 자로 구성되어야 한다.³⁵⁾ 이는 매우 강력한 규제조치인데, 뒤에서 살펴볼 지배구조의 논란³⁶⁾을 해소하기 위한 조치이다. 나아가 재무공시를 감독하기 위해 감사위원회가 설립되어야 하는데, TM과 경영관계 사업관계로부터 독립된 적어도 3인 이상이 참여해야 하고, 위원의 다수는 TM으로부터 독립되어야 하고 또한 주요주주로부터도 독립되어야 한다.³⁷⁾ 또한 TM 이사의 이익 및 일부거래에 대한 공시와 같이 공시요건도 부과된다.³⁸⁾ 이러한 지배구조에 관한 기준은 SGX에 상장된 상장회사에 대한 기준보다 훨씬 엄격한 것이다.³⁹⁾

반면에 사업신탁에서의 TM의 경영활동의 안전성과 지속성을 보장하기 위해 TM의 해임요건은 엄격히 규정하고 있다. 즉, BTA는 수익자

34) 주요주주에 대해서는 Singapore Companies Act, Ch. 50, Pt. V. §81 (2006)에 정의되어 있다.

35) BTA § 14(1) 및 Business Trust Regulations § 12(1).

36) 아래의 II. 4. 참조.

37) BTA § 15 및 Business Trust Regulations § 13(1).

38) BTA § 12-13.

39) N. Ho, "A Tale of Two Cities : Business Trust Listings and Capital Markets in Singapore and Hong Kong", 11 *J of Int'l Bus. & Law* 311(2012), 317쪽; Wu, 앞의 논문, 691-92쪽.

의 의결권의 3/4 이상의 찬성으로만 해임할 수 있도록 한다.⁴⁰⁾ TM의 해임안건은 수익권을 10% 이상을 보유한 수익자가 제출할 수 있다.⁴¹⁾ 마찬가지로 10% 이상 수익권 보유자는 TM의 직무를 대행할 회사의 선임을 신청할 수 있다.⁴²⁾ 수익권자의 TM의 해임결의는 직무대행자가 선임될 때까지 효력이 정지되는데,⁴³⁾ 직무대행자는 수익권 과반수로서 선임한다.⁴⁴⁾

2.5.3 수익단위보유자의 대표소송권

사업신탁이 회사는 아니지만 BTA는 주주에 대한 회사법상 구제수단을 수익단위보유자에게도 인정한다. 즉 소수주주에 대해 억압적인 방법으로 사업이 영위되는 경우, 영국계 회사법은 소수주주에 대한 억압(oppression on minority)으로 보아 법원에 대한 구제청구권을 인정하는데, BTA도 사업신탁이 수익단위보유자에게 억압적인 방법으로 영위되는 경우, 수익단위보유자에게 법원에 적절한 구제를 청구할 권리를 인정한다.⁴⁵⁾ 또 수익단위보유자에게는 모든 수익단위보유자를 위해 대표소송을 제기할 권리도 인정된다.⁴⁶⁾ 싱가포르 법원은 이러한 조항을 적용함에 있어 회사법의 관련조문을 참고할 것이므로, 사업신탁은 회사는 아니지만 회사에서와 비슷한 수익단위보유자 보호가 행해질 것으로 예상된다.⁴⁷⁾ 이와 같이 사업신탁은 회사처럼 수익단위를 공중으로부터 모집하기 때문에, BTA는 회사법과 같은 수익단위보유자의 권리와 TM

40) BTA § 20.

41) Business Trust Regulations § 15(1).

42) Business Trust Regulations § 15(3).

43) Business Trust Regulations § 15(3).

44) Business Trust Regulations § 15(6).

45) BTA § 41.

46) BTA § 42.

47) Wu, 앞의 논문, 692쪽.

의 의무와 책임성을 확립하기 위한 규정을 마련하고 있다. 사업신탁법이 회사법처럼 일부 강행성을 갖는 이유이다.⁴⁸⁾

3. 등록 사업신탁의 장점

3.1 투자자측면의 장점 I : 분배의 융통성

사업신탁은 사업신탁의 영업과 관련된 현금흐름으로부터 분배가 가능하므로, 회사보다 훨씬 큰 융통성을 보장한다. 즉 TM은 사업으로부터 수익이나 소득 등이 있으면 이에 대해 분배(distribution)를 선언할 권리를 가진다.⁴⁹⁾ 분배라는 용어가 의미하듯이, 분배는 모든 영업활동으로 인한 현금흐름(any operating cash flows)으로부터 행해질 수 있어서, 사업신탁 구조는 회사보다 더 큰 융통성을 제공한다. 회사에서는 회계상 수익(accounting profits)이 잡히는 경우에만 이익배당(dividends)을 행할 수 있기 때문이다. 다시 말해, 사업신탁은 감가상각으로 인해 회계상 순손실(net loss)이 된 경우에도 현금흐름이 있으면 분배를 할 수 있다.⁵⁰⁾

MAS도 원래 의견수렴단계에서는 1) 신탁재산의 가치가 TM이 신탁

48) 한국 회사법의 강행규정성에 대한 논의로는, 송옥렬, “회사법의 강행법규성에 대한 소고”, 상사판례연구 제24집 제3권(한국상사판례학회, 2011), 2쪽; 박세화, “회사법에 있어서 강행법규 체제의 역할과 한계: 미국 회사법과의 비교법적 검토를 중심으로”, 상사판례연구 제20집 제3권(상)(한국상사판례학회, 2007), 435쪽 등 참조. 미국에서의 논의로는, L. Bebchuk, “The Debate on Contractual Freedom in Corporate Law”, 89 *Colum. L. Rev.* 1395(1989); L. Bebchuk, “Limiting Contractual Freedom in Corporate Law: The Desirable Constraints on Charter Amendments”, 102 *Harv. L. Rev.* 1820(1989); J. Coffee Jr., “The Mandatory/Enabling Balance in Corporate Law: An Essay on The Judicial Role”, 89 *Colum L. Rev.* 1618(1989); M. Eisenberg, “The Structure of Corporation Law”, 89 *Colum L. Rev.* 1461(1989); J. Gordon, “The Mandatory Structure of Corporate Law”, 89 *Colum L. Rev.* 1549(1989) 등.

49) BTA § 33(1).

50) Ho, 앞의 논문, 317쪽; Wu, 앞의 논문, 692쪽.

재산으로 부담하는 책임(contingent liability를 포함)을 초과하고 (소위 ‘순자산기준’(net assets test)), 2) TM의 이사회가 책임의 이행기 도래시 지급이 가능할 것이라고 생각하는 경우에만 수익자에 대한 분배를 할 수 있다고 제안했다.⁵¹⁾ 하지만, 많은 의견제시자들이, 순자산기준은 분배시 마다 자산과 부채의 정기적 평가를 수행해야 하므로 부담이 과중하다는 의견을 표명하였다. 다른 의견제시자는 순자산기준은 오해를 유발할 수 있고 어떤 경우 논란이 된다고 주장했다. 왜냐하면 현금흐름이 좋은 사업의 경우 당해사업의 엄격한 자산적 기초(vigorous asset base)가 없는 경우에도 이자지급여력을 유지할 수 있기 때문이다.⁵²⁾ 이러한 비판들을 수용하여, MAS는 순자산기준을 철회하고, 자산평가가 어려울 수 있다는 점에 동의했다. 왜냐하면 과거비용(historical cost)은 사업의 계속으로 파생되는 미래의 현금흐름 혹은 사용가치(value in use)를 제대로 반영할 수 없기 때문이다.⁵³⁾ 대신에, TM 이사회의 확인요건(certification requirement)을 설정하였고, 또한 TM이 모든 수익자들에게 이사회의 서면확인서(certification) 및 분배정책과 분배금액 도출방법을 공시하는 서면설명서를 제공할 의무를 부과하였다.⁵⁴⁾

3.2 투자자측면의 장점 II : 수익단위보유자의 유한책임과 신탁재산의 독립성

이러한 분배에 있어서의 장점 외에, BTA는 Delaware Statutory Trust Act와 마찬가지로, 수익자의 유한책임(limited liability)을 보장하고, 수익자의 채권자로부터 신탁재산의 독립성을 확보한다.⁵⁵⁾ BTA는 명시적

51) MAS, Consultation Paper, 19-20쪽.

52) MAS, *Consultation on Regulation of Business Trusts- MAS's Response to Feedback Received*(July, 2004).

53) MAS, 위의 책.

54) BTA § 33(2)(a).

으로, 수익자는 등록 사업신탁에 대해 추가 출연할 책임이 없고, 또한 TM이 수탁자로서 부담한 채무에 대해서도 책임이 없음을 선언한다.⁵⁶⁾ 나아가, BTA는 수익자의 채권자가 사업신탁의 재산에 대한 압류할 수 없음을 선언한다.⁵⁷⁾ 이러한 사업신탁 수익자의 유한책임조항 그리고 사업신탁자산의 독립성보호조항은, 투자자 입장에서는 완벽한 재산분리(asset partitioning)를 실현⁵⁸⁾하는 조항이므로 융통성 있는 분배를 통한 고수익을 확보만큼이나 필요한 것이다.

3.3 투자자측면의 장점 III : 수익창출자산의 수익구조의 투명성

사업신탁에 매각되는 자산은 꾸준한 수익을 창출하는 고가자산, 예를 들어, 수익창출 부동산, 선박 혹은 도로, 항만, 통신시설과 같은 인프라프로젝트이고, 사업신탁이 투자자에게 제공하는 수익은 이들 고가자산이 창출하는 운용수익이다. 따라서, 사업신탁은 투자자로 하여금 고가자산에 대한 접근을 가능하게 하는 한편 투자자에 대해 투자포트폴리오의 내용을 명확히 제시할 수 있다. 따라서, 투자자로서는 사업신탁을 통해 이러한 수익창출자산과 수익창출구조에 대한 이해를 명확히 할 수 있다.⁵⁹⁾ 그런데, 사업자산의 투명성은 그 사업이 장기불황 사이클에 진입한 경우 역으로 작용할 가능성이 있다. 즉 싱가포르사업신탁은 수익구조를 명확히 하는 대신 다양한 사업을 영위할 융통성을 염두에 두고 설계된 것이 아니므로 목적사업이 장기불황인 경우 투자자

55) Delaware Statutory Trust Act, Del. Code Ann. tit. 12, § 3803(a) 및 § 3805(b) (2011) 참조.

56) BTA § 32(1).

57) BTA § 34.

58) 재산분리 기능에 대해서는 노혁준, 앞의 논문, 636쪽 이하, 이종기, 각주 2)의 논문, II 참조.

59) Wu, 앞의 논문, 692쪽, 696쪽.

에게 불리하게 작용할 수 있다. 예를 들어, 선박으로 설정된 사업신탁인 경우 수입창출구조가 투명한 대신 해운업이 불황사이클에 진입한 경우 나쁜 실적을 극복할 능력은 없어 보인다.⁶⁰⁾

3.4 모회사측면의 장점 I : 사업에 대한 자본조달과 자산의 유동화 수단-등록사업신탁의 상장

사업신탁의 설립과 상장은 또한 모회사로 하여금 새로운 투자자의 신규자본을 조달할 수 있게 하고, 그렇지 않았다면 유동성이 없었을 사업자산을 유동화하여 사업에 대한 확대투자를 가능하게 한다. 즉 선단을 소유한 해운사 혹은 항구, 가스, 전기, 수도와 같은 인프라 시설 혹은 인프라 프로젝트를 보유한 모회사의 경우 이러한 자산은 매각하기 어려우므로 신규자본을 조달하기 힘들지만 일부를 사업신탁에 매각하면 유동성을 확보할 수 있고, 이 유동성으로 다른 나라의 인프라사업 등에 신규투자를 할 수 있게 된다.⁶¹⁾ 싱가포르의 상장사업신탁의 대부분이 항만업, 통신업과 같은 사회인프라사업이거나, 리조트나 호텔사업 같은 부동산개발사업, 혹은 해운업을 경영한다는 점은 이를 단적으로 보여준다.⁶²⁾

2014년 1월 15일 현재, 23개의 사업신탁이 MAS에 등록되어 있고,⁶³⁾ 이중 15개의 등록사업신탁이 SGX에 상장되어 다른 상장회사와 같이 거래되고 있다.⁶⁴⁾ 싱가포르 등록 사업신탁은 SGX의 상장을 통해 사회인

60) Wu, 앞의 논문, 698쪽.

61) Wu, 앞의 논문, 695쪽.

62) Ho, 앞의 논문, 324쪽.

63) <<http://www.mas.gov.sg/Regulations-and-Financial-Stability/Regulations-Guidance-and-Licensing/Business-Trusts/List-of-Registered-Business-Trusts.aspx>>

64) SGX 홈페이지의 Stocks 부분을 검색하면, 상장회사와 함께 사업신탁의 수익권가격이 나타난다. 예를 들어, H 부분에서 HK의 재벌 Li Ka-shing이 상장한 Hutchinson

프라사업 등에 필요한 자본에 대한 접근성을 크게 제고할 수 있다. 이러한 등록사업신탁의 자본조달에 대한 용이성 때문에 특정 사업부분에 대한 추가자본을 필요로 하는 회사로서는 그 사업을 분할해 사업신탁으로 설립하는 방안이 매우 매력적인 구조조정 수단이 될 수 있다.

3.5 모회사측면의 장점 II : TM의 보수

모회사가 사업재산을 사업신탁에 매각한 후에는 그 재산의 소유권을 상당부분 상실한다. 하지만 모회사는 그 사업의 보유와 운용을 담당하는 사업신탁의 TM을 통해 일정한 현금흐름을 확보할 수 있다. 즉 TM은 스판서 모회사의 완전자회사 형태로 설립되는데, TM은 (i) 수탁자로서의 활동 및 (ii) 사업신탁의 사업경영자로서의 일상적 활동에 대한 대가로서 다양한 보수를 받기 때문에 TM이 교체되기 전에는 모회사는 안정적인 수익을 확보할 수 있다.⁶⁵⁾ 이는 마치 투자신탁에서 수탁자가 신탁자산의 보유자로서 신탁보수를 받고, 운용사가 신탁재산의 운용자로서 운용보수를 받는 것과 같은 원리이다. 그런데, 과도한 보수는 수익자의 관점에서 보면 낮은 수익률을 의미한다. 따라서, BTA는 수익단위보유자의 보호를 위해 “TM의 보수와 보수지급방법, 및 신탁재산으로부터 지급될 수 있는 다른 보수”는 신탁증서에 기재하도록 하고 있다.⁶⁶⁾ 수탁자 및 운용자로서의 보수는 기본보수와 사업신탁의 성과에 연동되는 성과보수(performance fee)로 통상 구분된다. 또 신탁자산의 처분이나 취득에 대하여 보수를 청구할 수 있는데, 자산의 취득가격, 매각가격의 일정비율로서 정할 수 있다.

Port Holdings Trust의 상세가 나타난다.

65) Wu, 앞의 논문, 695쪽.

66) II. 2. 2,3 참조.

4. 싱가포르 사업신탁의 쟁점 : 지배구조 문제

싱가폴에서 문제된 사업신탁에 대한 주요 쟁점은 지배구조에 관한 것이다. 앞서 언급한 것처럼, 사업신탁에 있어 TM 활동의 안전성과 지속성을 보장하기 위해 해임요건을 엄격히 규정하고 있는데, 수익자의 의결권의 3/4 이상의 찬성으로만 해임될 수 있다.⁶⁷⁾ 이러한 해임요건은 자신의 지위를 쉽게 보호(소위 ‘entrenchment’)할 수 있는 TM의 능력을 고려하면 우려할 만한 것이다.⁶⁸⁾ 예를 들어, 사업을 분할하려는 모회사가 사업신탁의 의결권을 1/4을 초과해 보유하면 다른 수익권자들의 TM 해임은 불가능해진다. 또 모회사가 1/4을 보유하지 않은 경우에도 해임을 발의하는 수익자의 입장에서는 3/4 이상의 의결권을 모으는 것은 쉽지 않다.

하지만 MAS는, 이러한 가중된 해임요건에 대해 TM을 사소한 해임(frivolous removal) 으로부터 보호할 필요성과 수익자에 대한 충분한 해임권한의 제공필요성 사이의 균형을 이룬 것으로 본다.⁶⁹⁾ 특히, 사업신탁을 설립하려는 모회사 입장에서는, 이러한 지배구조상 문제점은 오히려 싱가포르 사업신탁의 장점이 될 수 있다고 본다. 즉 사업의 일부를 독립된 상장 사업신탁으로 분할(spin-off)하고자 하는 모회사의 입장에서는, 싱가포르 사업신탁의 장점 중 하나는 모회사가 계속 TM의 지배를 통해 사업신탁 및 사업신탁이 지배하는 사업에 대해 지배권을 행사할 수 있다는 점이다. 이러한 지배력은 모회사로 하여금 장기적인 사업전략의 검토와 실행을 가능하게 하기 때문이다.⁷⁰⁾ 하지만 장기적 사업전략의 검토와 실행을 가능하게 하는 정도가 왜 3/4이어야 하는지는 분명

67) BTA § 20.

68) Wu, 앞의 논문, 697쪽.

69) MAS, *Consultation on Regulation of Business Trusts – MAS' Response to Feedback Received* (Jul. 2004).

70) Ho, 앞의 논문, 323쪽; Wu, 앞의 논문, 692쪽.

하지 않다. 2/3로도 충분하다고 볼 여지도 있기 때문이다.

Ⅲ. 홍콩에서의 사업신탁

1. 홍콩에서의 사업신탁 도입과 상장의 허용 맥락

홍콩은 이전에는 사업신탁과 사업신탁의 상장을 허용하지 않았다. 하지만, 최근 홍콩의 금융당국은 마음을 바꾼 것 같다. 특히 사업수단 혹은 투자수단으로서의 사업신탁의 개념은, 홍콩에서 가장 영향력있는 인물인 Li Ka-shing이 2011년 1월 그의 Hutchinson Whampoa 그룹⁷¹⁾의 자회사인 Hutchinson Port Holdings Ltd.를 싱가포르에 사업신탁으로 상장 시키기로 한 이후 더욱 이슈가 되었다. Hutchinson Port Holdings Trust는 SGX 상장을 통해 US\$6 billion를 조달하였고, 이것은 싱가포르 역사상 가장 큰 IPO가 되었다.⁷²⁾ 이에 비해 홍콩은 사업신탁을 허용하지 않았기 때문에 이러한 거대기업의 IPO 기회를 상실하게 되었다. 그 후 홍콩 정부는 금융정책의 의제를 설정할 때 사업신탁을 허용하고 상장시키는 것을 우선순위로 두는 듯한데, 이는 홍콩이 선도적 금융센터로서 싱가포르와의 경쟁관계가 자극이 된 것으로 보인다.⁷³⁾

71) Hutchinson Whampoa 그룹의 그룹 구조에 대해서는, <http://www.hutchison-whampoa.com/en/about/structure.php>

72) Ho, 앞의 논문, 324쪽.

73) Ho, 위의 논문.

2. 홍콩 사업신탁의 특징과 운용

2.1 싱가포르 사업신탁과 비교한 구조상 특징

홍콩에서도 사업신탁을 설립하려는 모회사는 분할하는 사업부분을 사업신탁의 지배하에 두고 사업신탁의 수익권을 공모해 상장시킴으로써 분할사업부분에 필요한 자금을 조달한다. 하지만, 홍콩 사업신탁의 특징은 싱가포르 사업신탁처럼 사업신탁이 직접 사업을 영위하는 것이 아니라, 사업을 영위하는 회사를 소유하는 소극적 사업신탁이라는 점이다. 하지만 싱가포르 사업신탁과 마찬가지로 사업신탁에 대한 투자자는 직접 사업을 영위하는 회사의 수익에 대한 접근권도 갖는데, 이러한 효과는 사업신탁이 소유한 사업회사의 주식을 사업신탁의 수익권과 결합(소위 'stapling')하여 결합증권(stapled securities)을 만든 후, 결합증권에 대해 투자자를 공모하고 그 결합증권을 상장하는 방법을 통해 이루어진다.⁷⁴⁾ 또, 홍콩 사업신탁은 싱가포르 사업신탁과 마찬가지로 TM에 의해 운영되지만, 홍콩 TM의 역할은 적극적 사업을 경영하는 것이 아니라 수탁자로서의 역할을 하는 데 그친다. 따라서, 홍콩 사업신탁에서는 TM이 창출하는 수익의 흐름은 제한된다.

2.2 싱가포르와 비교한 규제상 특징

싱가포르에서는 앞서 본 것처럼 사업신탁의 등록, TM의 구성, 지배구조 등에 관한 별도의 제정법(즉 Business Trusts Act: BTA)을 만들어 사업신탁의 규제를 위한 별도의 규제체제를 정립하였다. 하지만, 홍콩에서는 사업신탁을 위한 별도의 법률은 존재하지 않는다. 홍콩에서의

74) 결합증권에 대해서는 아래의 3. 및 <<http://www.hkiec.hk/web/en/investment/understanding-products/stock/listing-formats/stapled-securities.html>>

규제철학은 “사업신탁은 결합증권을 통해 사업신탁이 소유하는 회사와 같이 상장되는 경우, 회사의 상장기준과 동일한 규제를 받도록 한다”는 것이다. 따라서, 홍콩의 사업신탁은 그 구성에 있어 별도의 규제를 받지 않으나, 결합증권으로서 상장될 때 상장회사에 적용되는 규제인 Securities and Futures Ordinance(이하 “SFO”), Listing Rules, Takeover Code 등의 규제가 적용되게 된다.⁷⁵⁾

3. 결합증권/주식결합수익권의 상장과 상장규제

3.1 증권의 결합

증권의 결합이란 둘 이상의 증권을 결합하여 결합증권을 만들고, 이 결합증권을 상장, 거래 등의 목적상 하나의 증권으로서 취급하는 것을 말한다. 증권의 결합에서는 결합증권을 구성하는 구성증권이 분리되어 따로 거래되지 않도록 하는 장치를 갖추어야 한다. 홍콩의 결합증권 모델은 호주의 결합증권 모델을 참조하였다. 호주의 모델은, 예를 들어, 고속도로 건설사업의 경우, unit trust는 고속도로를 건설하고 소유하면서, 결합된 운영회사에 고속도로를 리스하고, 결합 운영회사는 도로를 운영하고 사용료(toll)를 징수하는 수익구조를 갖는다. 이러한 호주의 사회인프라투자 unit trust에서 결합증권은 다음 두 구성요소를 가진다.⁷⁶⁾

- (i) unit trust에 대한 ‘unit’ : 사회인프라를 건설해서 소유하고 대여하는 unit trust가 발행.
- (ii) 운영회사에 대한 ‘주식’ : 사회인프라의 운영사업을 영위하는

75) <<http://www.hkiec.hk/web/en/investment/understanding-products/stock/listing-formats/stapled-securities.html>>

76) O. Teunissen & J. Geuther, Infrastructure Investing, 22 *J.I. Tax*, 24(2011), 29쪽 이하.

운영회사가 발행.

‘주식부분’으로부터 지급되는 배당금은 운영회사의 도로운영사업으로 인한 이익(profits)으로부터 지급되는데 반해, ‘unit 부분’으로부터 지급되는 분배는 unit trust의 사회인프라의 소유와 운용으로부터 발생하는 현금흐름(income)으로부터 지급되므로, 결합증권에 대한 투자는 안정적이고 장기적인 현금흐름에 대한 적절한 투자수단이 될 수 있다.

3.2 HKT Trust의 사례 : 주식결합수익권

최초의 홍콩 사업신탁의 상장은 PCCW Limited의 분할사업부분을 사업신탁으로 설립한 HKT Trust의 상장이다. PCCW가 통신사업 부분(유선, 무선 사업과 인터넷 및 모바일전화 서비스를 포함)을 사업신탁으로서 분사한 사건은 상당한 언론의 주의를 끌었는데, 특히 그 거래가 2011년 6월 2일 HKEx에 의해 최종 승인된 후 그러하였다.⁷⁷⁾

PCCW 사례의 경우, 응모자는 (i) 사업회사를 지배하는 unit trust의 unit과 (ii) 사업회사가 발행한 주식의 결합증권, 즉 주식결합수익증권에 응모하였다. 이 결합증권은 세 가지 구성부분을 갖는다:

- (i) unit trust에 대한 unit
- (ii) 상장사업회사의 보통주에 대한 실질적 권리 (법적 명의를 unit trust의 TM이 보유)
- (iii) 상장사업회사의 우선주

결합증권 즉 주식결합수익권의 모든 구성부분은 HKEx에서 하나의 단위로서 거래되고, 발행된 각 unit, 보통주, 우선주의 숫자는 항상 동일

77) Ho, 앞의 논문, 325쪽.

하다. 또 HKEx에서의 가격은 하나로서 나타나고 개별 구성부분에 대한 가격은 존재하지 않는다. 세가지 구성부분 모델은 다음과 같은 세가지 투자자보호장치를 제공한다:⁷⁸⁾

- (i) unit 부분 : 신탁증서는 unit trust가 사업회사의 배당 등으로부터 받은 현금 흐름 전부를 배당하도록 한다.
- (ii) 보통주 부분 : TM이 보유하는 보통주는 다른 보통주와 마찬가지로 상장회사에 대한 이익이 있을 때 이익배당을 받을 수 있게 한다.
- (iii) 우선주 부분 : 우선주는 상장회사의 배당 기타 다른 분배를 가져오는 것은 아니나, 사업신탁이 종료한 경우, unitholder 즉 결합증권보유자에 대해 일정 측면에서 보통주 보유자(즉 TM)에 대한 우선권을 부여한다.

PCCW의 unit trust는 상장회사의 증권에만 투자할 수 있는 fixed single-investment trust이었고, unitholder에게는 unit trust가 보유한 자산에 대한 수익권을 부여하였다. TM은 상장회사의 완전자회사로서 설립되어, unit trust 자산의 법적 소유권을 보유하지만, 이 자산은 TM이 신탁상 unitholders를 위해 보유하는 것이 된다.⁷⁹⁾

3.3 결합증권에 대한 상장규제 등

홍콩에는 사업신탁의 설정 및 결합증권의 방법으로 상장을 하는데 대한 단일 규제체제 혹은 입법체제는 아직까지 존재하지 않는다. HKEx와 Securities and Futures Commission (이하 “SFC”)은 HK에서의 사업신

78) “Introducing business trusts and stapled securities” <<http://www.lexology.com/library/detail.aspx?g=5708b957-e3d2-4aa0-8696-9c89fd4a927a>>.

79) 위의 각주와 동일.

탁 상장을 위한 규제체제를 시장참여자들과 논의하였으나, 아직 별도의 입법체제가 마련된 것은 아니다. 따라서 현재, 홍콩의 사업신탁 설정과 결합증권 상장에 대해서는 기존 규제체제가 병렬적으로 적용되는데, 다음과 같은 규제가 적용된다:

- unit trust (및 TM)와 상장회사는 Listing Rules이 규정하는 상장증권의 발행인에 해당하므로, Listing Rule의 적용을 받는다.
- 결합증권, unit trust, TM 및 상장회사에 대해서는 SFO와 Takeover Code의 적용을 받는다.
- 결합증권의 환매는 SFC가 제정하는 규칙에 의해 허용될 때까지는 허용되지 않는다.

4. 홍콩 사업신탁에서의 쟁점

4.1 수익자에 대한 회사법의 주주 보호규정의 적용 여부 : 신탁증서에 의한 자율규제

홍콩의 사업신탁 제도에서 문제된 쟁점 중 하나는 사업신탁은 신탁증서에 의해 설정되는 ‘신탁’이기 때문에 ‘상장회사’에의 적용을 위해 규정된 SFO나 Companies Ordinance의 주주보호 규정이 적용되지 않는다는 점이다. 따라서, unitholder가 상장회사의 주주와 같은 보호를 누리 기 위해서는 추가적 조치가 필요하게 된다. PCCW 사례의 경우 PCCW가 취한 조치는 unit trust를 설립하는 신탁증서에 이러한 unitholder 보호장치를 주주보호장치처럼 규정하는 방식이었다. 즉 신탁증서에는 결합증권 보유자의 총회와 같이 (주주뿐만 아니라) unitholders의 총회를 규정하여, 상장회사뿐만 아니라 unit trust에 관한 총회의 소집통지, 재무제표의 공시 기타 unitholder 보호장치를 마련하였고, unitholder는 관련

총회에서 1 결합증권당 1 의결권을 행사하도록 하였다.⁸⁰⁾

4.2 사업신탁에 대한 상장규제와 상장증권의 투자자 보호법제의 적용여부

또 다른 쟁점은 현행 Listing Rules은 사업신탁이 상장신청을 할 수 있는 명시적 근거규정을 갖고 있지 않았다는 점이다. 하지만, HKEx는 현재도 홍콩에서 사업신탁의 상장에 대한 장애요인은 없다고 보고, 사업신탁의 상장을 위한 새로운 Listing Rule을 도입할 계획은 없다고 한다.⁸¹⁾ 즉, 이러한 사업신탁의 상장신청에 대해 다른 상장신청과 동일한 원칙을 적용함으로써 문제를 해결할 수 있다고 본다.

하지만, SFO에 의하면 HKEx에 상장된 주식만이 내부자거래와 공시규제와 같은 SFO의 투자자보호규제 대상이 되고, 상장 집합투자기구의 unit의 거래에 대해 이러한 투자자보호규제가 적용되는지는 분명하지 않다. 따라서, 상장 사업신탁의 unit에 대한 거래에 적용될 수 있게 투자자보호법제를 개정하는 것이 필요하다는 견해도 있다.⁸²⁾

IV. 우리나라에서의 시사점과 활용방안

머리말에서 본 것처럼, 우리나라는 영업에 대한 유한책임신탁이 설정될 수 있기 때문에 ‘사업신탁’이 독자적 명의를 갖는 유한책임기업의

80) 위의 각주와 동일.

81) <<http://blogs.wsj.com/moneybeat/2013/10/14/business-trusts-gain-fans-in-hong-kong/>>

82) Introducing business trusts and stapled securities
<<http://www.lexology.com/library/detail.aspx?g=5708b957-e3d2-4aa0-8696-9c89fd4a927a.>>

한 형태로서 설립, 운용, 존속, 청산할 수 있는 법적 기초를 마련하였다. 따라서, 약간의 입법적 보완이 행해진다면 싱가포르 방식의 사업신탁이 활용될 수 있다고 생각된다.

1. 회사의 분할설립에 대한 대안으로서 유한책임 사업신탁

창업자 혹은 모회사가 회사의 일정 사업부분에 대한 지배권을 유지하기를 원하지만 사업에 대한 신규자금 조달 필요성이 생기는 경우가 있다. 이때 만약 안정적인 현금흐름을 원하는 투자자가 있는 경우라면, 사업부분을 분할해 유한책임 사업신탁으로 설립하고 투자자에게 소수 수익권 일부를 매각하는 방법(소위 “carve-out”)은 창업자 혹은 모회사의 사업에 대한 지배권을 유지하게 하면서 모회사가 필요한 자금을 조달해 주는 좋은 대안이 된다.

동일한 효과는 회사의 사업부분을 분할하고 분할부분에 대해 신규투자를 유치하는 ‘분할모집’의 방법으로도 달성될 수 있다. 하지만, 분배에 있어서의 융통성을 확보하고자 한다면, 신탁행위로서 융통성을 기할 수 있는 사업신탁의 설립이 회사의 분할설립보다 더 효과적이다. 특히, 분할될 사업부분이 통신사업이나 인프라사업과 같이 현금창출능력이 안정적인 경우라면, 엄격한 회계상 이익에 기해 이익배당을 하는 회사보다는 현금흐름에 기해 분배할 수 있는 사업신탁이 투자자에게 더 적합한 투자수단이 될 수 있다. 싱가포르 사업신탁의 활성화는 이러한 점을 확실히 보여준다.⁸³⁾

2. 사업신탁의 상장

사업신탁의 상장은 사업신탁의 수익권 인수인으로 하여금 투자자본

83) II. 3. 3.1.

을 쉽게 회수할 수 있는 자본시장에의 접근성을 보장한다는 점에서 의미가 있다. 사업신탁의 수익권에 대한 상장은 회사의 증권의 상장과 다르지 않다는 점에서 사업신탁의 상장에는 큰 문제는 없다고 본다.⁸⁴⁾ 특히 상장사업신탁의 수익권을 상장증권과 동일하게 취급할 수 있다면, 내부자거래의 규제, 공시규제와 같은 증권법상의 투자자보호규제가 사업신탁의 수익권에 대해서 동일하게 적용될 수 있을 것이다. 우리는 이미 유한책임신탁제도가 도입되어 있기 때문에 홍콩의 경우보다 더 쉽게 사업신탁이 활용될 수 있고, 또한 사업신탁의 상장도 이루어질 수 있을 것이다.

3. 사업신탁의 지배구조 문제 : 사채투자자와의 비교

회사제도와 비교할 때 사업신탁의 지배구조는 신탁행위에 의해 융통성있게 설계될 수 있다. 따라서 싱가포르 및 홍콩에서 문제된 것처럼, 사업신탁을 설정하는 모회사의 지배력을 영구화할 수 있다는 점에서 지배구조의 문제를 야기할 수 있다. 하지만 앞서 본 것처럼, 사업신탁의 지배구조 문제는 다른 측면에서 보면 사업신탁의 장점이 될 수 있다. 안정적인 지배력은 장기적인 전략의 검토와 실행을 가능하게 하기 때문이다.⁸⁵⁾ 따라서, 사업신탁은 지배구조를 중시하는 투자자에게는 적절한 투자수단이 되기 어렵지만, 회사지배보다 안정적인 현금흐름을 중시하는 투자자에게는 좋은 투자수단이 될 수 있다. 이러한 투자자에게 비교대상은 회사지배를 가능하게 하는 ‘보통주식’이 아니라 의결권없는 ‘우선주식’ 혹은 고정된 이자수익을 제공하는 ‘사채’가 될 것이기 때문이다. 따라서 이러한 투자자에게는 사채와 비교되는 수익률을 제공하면서 지분권으로서 지배력도 수반하는 사업신탁의 수익권은 좋은

84) III. 4. 4.2.

85) II. 4.

투자수단이 될 수 있다. 적어도 저금리기조가 계속되는 한 그보다 높은 배당을 제공하는 사업신탁은 좋은 대안이 될 수 있다.

4. 사업신탁의 설정과 모회사 소수주주의 보호

모회사 소수주주의 입장에서 사업의 분리와 분리된 사업으로 사업신탁을 설정하는 것은 문제가 되지 않는가? 소수주주 입장에서 보면 분리된 사업에 대한 기존주주의 지배권이 사업신탁에 대한 신규투자자의 지분 취득으로 인해 희석되게 되는데, 이는 회사분할과 분할사업에 대한 신규주주의 모집과 별로 다르지 않다. 따라서 소수주주 보호차원에서 제기되는 회사법상의 문제 이상의 문제가 제기될 가능성은 없다고 생각된다.

상법은 기존주주의 지배권을 완전히 배제하고 지주회사관계를 설정하는 ‘물적분할’도 인정하는데, 사업신탁 설정은 기존주주의 지배권을 배제하지 않는다는 점에서 물적분할보다 기존주주 권리에 영향을 미치는 요소가 약하다. 따라서 사업신탁설정으로 인해 소수주주 보호문제가 크게 등장한다고 보기는 어렵다.

5. 활용방안의 예 I : 롯데월드타워 건설과 관련하여

다음은 The Bell의 4월 23일자 기사이다. “롯데월드타워 시행을 맡고 있는 롯데물산이 작년말 일본 스미토모미쓰이은행과 2,000억 원 규모의 시설자금대출약정을 맺었다. 그동안의 조달 전략과 판이한 성격의 자금으로, 롯데물산이 잠실 롯데월드타워 공사비 조달에 애로를 겪고 있다는 해석이 나온다… 롯데물산은 롯데쇼핑 및 호텔롯데와 함께 서울 잠실에 123층 555m의 롯데월드타워와 복합쇼핑몰인 롯데월드몰을 개발하고 운영할 시행사다. 최소 3조5,000억 원의 총공사비가 소요될 것으로 예상되며 롯데물산 부담분은 이 중 약 2조 원에 달한다. 롯데물산

내부자료에 따르면 2013년까지 1조1,500여억 원이 투자됐고 아직도 최소 9,000억 원가량의 자금이 필요하다....주로 자체 신용을 통한 회사채 발행으로 자금을 조달해 오던 롯데물산이 작년말 새롭게 미쓰이스미토 모은행과 2,000억 원 상당의 크레딧라인을 개설했다는 건 회사채 발행이 여의치 않다는 점을 우선 시사한다. 업계 한 관계자는 “자체 신용으로 막대한 공사비를 조달하는 건 쉽지 않아 대부분 파이낸싱을 일으켜 자금을 조달한다”며 “3조5,000억 원가량이 소요되는 대규모 공사를 회사채 발행이나 기업어음(CP)발행 만으로 조달하기에는 처음부터 역부족이었다”고 말했다. 롯데물산은 실제 지난해 말 1,000억 원 규모의 회사채를 발행하기는 했지만 수요예측 과정이 순탄치 않았다. 여러 사고가 이어지면서 공사 일정 연기 가능성이 불거져 회사채를 사려는 투자자들이 초기엔 없었다.”⁸⁶⁾

이러한 상황에서 롯데그룹이 타인자본을 조달하는 것이 아니라 신축 부지 기타 재산으로 사업신탁을 설정하고, 사업신탁이 수익지분을 매각해 투자자들을 모집했다면 어떻게 진행되었을까? 아마도 롯데그룹은 사업신탁을 통해 롯데월드타워에 대한 지배는 유지하면서 필요한 자기자본을 쉽게 조달할 수 있었을 것이다.

6. 활용방안의 예 II : 통일사업을 위한 인프라사업의 자본조달

남북이 통일이 되는 경우 통일한국의 원활한 작동을 위해서는 북한 인프라의 확충이 시급하다. 앞서 본 것처럼, 사업신탁은 수익창출자산과 수익창출구조에 대해 투명성을 제공⁸⁷⁾할 수 있기 때문에 ‘장기’투자자에게 좋은 투자대상이 될 수 있다. 특히 저금리기조가 계속된다고

86) ‘월드타워’ 시행사 롯데물산, 자금조달 꼬이냐 (The Bell의 2014.4.23자 기사), [〈http://www.thebell.co.kr/front/free/contents/news/article_view.asp?key=201404210100033310002033〉](http://www.thebell.co.kr/front/free/contents/news/article_view.asp?key=201404210100033310002033)

87) II. 3. 3.3.

생각하는 투자자에게는 예상수익율을 계속적으로 제공할 수 있는 북한 인프라에 대한 투자는 채권에 대한 좋은 대안이 될 수 있다. “[사업신탁을] 통일사업을 위한 투자[기구]로 활용할 수 있다면 통일의 가능성이 고조되면 될수록 그 통일사업은 안정적인 성장을 할 것이고 높은 현금 흐름으로 인해 고수익창출에 대한 기대감을 높일 수 있”지 않을까?⁸⁸⁾ 물론 아직까지 사업신탁의 설정과 운용에 관한 법적 불명확성이 존재한다. 하지만, 추가적 연구를 통해 법적 불확실성을 해소한다면 앞으로 이러한 대형사업에 대해 사업신탁이 활용될 수 있지 않을까 기대해 본다.

(투고일 2014년 4월 27일, 심사(의뢰)일 2014년 5월 19일, 게재확정일 2014년 6월 13일)

주제어 : 유한책임신탁, 사업신탁, 싱가포르 사업신탁, 투자신탁, 수탁자-운용자, 상장, 사업신탁의 상장, 분배의 융통성, 수익자의 유한책임, 지배구조, 분할, 기업재편, 구조조정

88) 안성포, “자본조달을 위한 유한책임사업신탁의 설계”, 통일사업을 위한 유한책임사업신탁의 활용방안(입법조사처, 전남대 법학연구소 세미나 자료), (2014.4.24), 6쪽.

참고문헌

1. 논문

- 김대진, “기업형태로서의 신탁: 사업신탁, 수익증권발행신탁 및 유한 책임신탁을 중심으로” 법학논총 제31집 제2호, 전남대학교 법학연구소, 2011, 119-151쪽.
- 노혁준, “주식회사와 신탁에 관한 비교 고찰 - 재산분리 기능을 중심으로”, 증권법연구 제14권 제2호, 삼우사, 2013, 627-658쪽.
- 문기석, “법인대용화 가능성을 가진 기업형태로서의 미국 사업신탁 제도에 관한 소고”, 법학논총 제33집 제2호, 전남대학교법학 연구소, 2013, 71-90쪽
- 박삼철/이증기, “제도로서의 투자신탁법제의 기본구조와 발전전략”, 홍익법학 제15권 제1호, 홍익대학교법학연구소, 2014 533-573쪽
- 박세화, “회사법에 있어서 강행법규 체제의 역할과 한계: 미국 회사 법과의 비교법적 검토를 중심으로”, 상사판례연구 제20집 제3권(상), 한국상사판례학회, 2007, 417-450쪽.
- 송옥렬, “회사법의 강행법규성에 대한 소고”, 상사판례연구 제24집 제3권, 한국상사판례학회, 2011, 2-27쪽.
- 안성포, “기업유형으로서 상사신탁의 법적 쟁점”, 상사법연구 제32 권 제2호, 한국상사법학회, 2013, 181-214쪽.
- _____, “자본조달을 위한 유한책임사업신탁의 설계”, 통일사업을 위한 유한책임사업신탁의 활용방안, 입법조사처, 전남대 법 학연구소 세미나 자료, 2014.4.24, 3-32쪽.
- 오성근, “사업신탁의 기업조직적 특징과 수익자책임법리”, 기업법연구, 제22권 제1호, 한국기업법학회, 2008, 419-454쪽.
- 이증기, “제정법상 신탁에 관한 미국의 새로운 통일법과 유한책임신탁

- 과의 비교”, 선진상사법률연구 제59호, 법무부, 2012.7, 161-178쪽.
- _____, “법인과 비교한 신탁의 특징”, 서울대학교 법학 제55권 제2호, 서울대학교법학연구소 2014.6.
- 최승재, “신탁법을 고려한 사업신탁의 활용에 대한 소고”, 신탁법제와 유동화법제 관련 최근 쟁점, 건국대 법학연구소 학술대회 자료, 2014.2.7, 37-60쪽.
- R. Flannigan, “Understanding the Business Trust”, 23 *Estate and Trust Reports* 44, 1987.
- T. Frankel, “The Delaware Business Trusts Act Failure as the New Corporate Law”, 23 *Cardozo L. Rev.* 325, 2001.
- N. Ho, “A Tale of Two Cities : Business Trust Listings and Capital Markets in Singapore and Hong Kong”, 11 *J. of Int’l Bus. & Law* 311, 2012.
- P Miller, The Future for Business Trusts: A comparative Analysis of Canadian and American Uniform Legislation, 36 *Queen’s L. J.* 443, 2011.
- T. Rutledge / E. Habbart, “The Uniform Statutory Trust Entity Act”, 65 *Bus. Law* 1, 2010.
- R. Sitkoff, “Trust as Uncorporation: A Research Agenda”, *U of Ill L. Rev.* 31, 2005.
- O. Teunissen / J. “Geuther, Infrastructure Investing”, 22 *J.I. Tax.* 24, 2011.
- T. H. Wu, “The Resurgence of “uncorporation”: the Business Trust in Singapore”, *J.B.L.* 683, 2012.

2. 기타

MAS, Consultation Paper 15-2003 Regulation of Business Trusts, Dec. 2003.

MAS, Consultation on Regulation of Business Trusts- MAS's Response to Feedback Received, July, 2004.

[Abstract]

The Formation and Listing of a Business Trust as Means of Spining off and Raising New Capital

Choong-kee Lee*

The Korean Trust Act amended in 2011 has expressly confirmed that a business division can be transferred as a whole on trust to its trustee. The Act also introduced a new category of a limited liability trust that can be differentiated from orthodox trusts in two points: Firstly, it can register on its own name rather than its trustee's, and secondly it can make the trustee's liability limited to the extent of the amount of the trust property. The combined effect of the two parts seems to make possible to form an American or Singapore style business trust. This articles explores the potential for the Korean business trust regime to develop. In doing so the article makes more focus on the structure and characteristics of the Singapore business trust which is gaining increasing popularity in recent years. The trust scheme provides both sponsoring entities and investors respective incentives to participate in the arrangement. From the sponsoring entities' perspective, it provides them a form of financing of their high value assets and at the same time is able to generate a stable income for the sponsoring entity through control of the trustee-manager company. Secondly, the sponsoring entity may continue to control the sold property through the

* Professor, College of Law, Hongik University

trustee-manager, and prevent the manager from being removed if it retains 25 per cent plus one of the units. From the investors' perspective, the Singapore business trust provides them with the opportunity to invest in high value assets such as ships and infrastructure projects. It also allows the trust to pay returns to the unit holders from its cash profits rather than accounting profits that a company is supposed to find to pay dividends. However, the difficulty in changing the trustee-manager, and high performance fees paid to the trustee-manager may act as a disincentive for investors.

Key Words : business trust, limited liability trust, Singapore business trust, unit trust, trustee-manager, listing of a business trust, flexibility in distribution, beneficiary's limited liability, governance structure, spin-off, restructuring