

과징금부과처분등취소청구의소

[서울고등법원 2021. 1. 28. 2018누52497]



【전문】

【원 고】 갤럭시아일렉트로닉스 주식회사 외 7인 (소송대리인 법무법인(유한) 로고스 외 7인)

【피 고】 공정거래위원회 (소송대리인 법무법인 한누리 담당변호사 서정 외 4인)

【변론종결】2020. 10. 29.

【주문】

]

1. 원고들의 청구를 모두 기각한다.
2. 소송비용은 원고들이 부담한다.

【청구취지】 피고가 2018. 5. 21. 의결 제2018-148호로 원고들에 대하여 한 별지 1 목록 기재 각 시정명령 및 과징금 부과처분을 모두 취소한다.

【이유】

1. 기초사실

가. 원고들의 지위 및 일반현황

1) 원고 효성투자개발 주식회사

원고 효성투자개발 주식회사(이하 '원고 효성투자개발'이라고 한다.

이하 회사명을 기재함에 있어 '주식회사' 또는 '유한회사' 기재는 생략한다)는 구 독점규제 및 공정거래에 관한 법률 (2017. 4. 18. 법률 제14813호로 개정되기 전의 것, 이하 '구 공정거래법'이라고 한다) 제2조 제1호의 규정에 따른 사업자이자 상호출자제한기업집단으로 지정된 기업집단 효성의 소속회사로, 대구 소재 주상복합건물 상가 임대·분양업을 영위하고 있다.

원고 효성투자개발의 일반현황은 <표 1> 기재와 같고, 주주현황 및 사업현황은 각각 <표 2> 및 <표 3> 기재와 같다.

<표 1> 원고 효성투자개발 일반현황(단위 : 명, 백만 원) 연도 직원 수 자산 부채 자본금 매출액 영업 이익 당기 순이익 설립 일자
2 0 1 3 1 6 9 , 1 8 5 3 , 0 6 8 8 0 0 5 6 3 △ 9 0 1 0 , 4 6 8 1 9 7 3 . 9 .
5.2014172,1882,2708001387△4411,7892015176,8326,155800526△19022,6092016170,9138,837800544△35338,02
32017. 6.165,4233,077800240△16548,764

<표 2> 원고 효성투자개발 주주현황(2017. 6. 30. 기준, 단위: 주, %) 주주명 소유 주식 수 지분율 비교 소외 14000.25 동 일 인 원 고
365,60041.00 동 일 인 의 혈 족 1촌(장남) 효성 94,00058.75 계 열 회 사 합 계 160,000100.00 \

<표 3> 원고 효성투자개발 사업현황(2017. 6. 30. 기준, 단위: 백만 원, %) 사업 부문 매출 유형 품목 설명 매출액 (비율) 부동산
임대수입 상가 임대 대구 소재 주상복합 상가 44점포 중 32점포 임대 240 (100%)

2) 원고 갤럭시아일렉트로닉스(이하 '원고 GE'라고 한다)

원고 GE도 구 공정거래법 제2조 제1호의 규정에 따른 사업자이자 상호출자제한기업집단으로 지정된 기업집단 효성의 소속회사로, 발광다이오드(LED) 기반 디스플레이, 건축 경관조명, 백색조명 제조·판매업 및 철근 판매업 등을 영위하고 있다.

원고 GE의 일반현황은 <표 4> 기재와 같고, 주주현황 및 사업현황은 각각 <표 5> 및 <표 6> 기재와 같다.

<표 4> 원고 GE 일반현황(단위 : 명, 백만 원) 연도 직원수 자산부채자본금 매출액 영업이익 당기순이익 설립일자
2013 14 28 9, 383 70, 515 3, 373 60, 092 2, 981 961 2006. 9.
29.2014 12176,84565,9943,37366,562△15,738△19,54220158866,64748,4793,37373,015△3,628△5,59620168764,5
0544,7603,37392,0744,0932,8092017. 6.9280,82061,6183,37358,614259175

<표 5> 원고 GE 주주현황(주1)?(2017. 6. 30.기준, 단위: 주, %) 주주명 소유주식수 지분율 비고 원고 34,234,915 62.78 동일인의
혈족 1촌(장남) 트리니티에셋매니지먼트(주2) 1,217,843 18.05 계열회사 DSIV 246,449 3.65 친족회사(주3)..... 자기주식
633,923 9.40-합계 6,746,071 100.00?

GE 주주현황

트리니티에셋매니지먼트

친족회사

<표 6> 원고 GE 사업현황?(단위: 백만 원, %) 사업부문 매출 유형 품목 매출액(비율) 2013 2014 2015 2016 2017. 6. 디스플레이
(렌탈) 제품 제조/ 판매 이동 가능한 공연/전시용 LED 전광판 20,290(33.8) 25,806(38.8) 5,023(6.9) 6,603(7.2) 693 (1.2) 디
스플레이(설치) 제품 제조/ 판매 건물 옥상 등에 고정 설치하는 LED 전광판
5,700(9.5) 7,937(11.9) 7,735(10.6) 5,515(6.0) 3,101 (5.3) 건축 경관 조명 제품 제조/ 판매 상품 유통 건물 등 외벽 설치 미
디어파사드 LED 조명 13,643(22.7) 11,107(16.7) 5,126(7.0) 12,668(13.8) 4,758(8.1) 백색 조명 제품 제조/ 판매 상품 유통 아
파트/공장 등의 실내 조명 대체 LED 조명 20,459(34.0) 21,712(23.6) 31,382(43.0) 32,097(34.9) 11,577(19.8) 신사업 상품 유통
철근 판 매 0023, 750(32.5) 35, 192(38.2) 38, 486(65.7) 합계 -
60,093(100.0) 66,563(100.0) 73,016(100.0) 92,074(100.0) 58,614(100.0)

3) 효성

주식회사 효성은 구 공정거래법 제2조 제1호의 규정에 따른 사업자이자 상호출자제한기업집단으로 지정된 기업집단
효성의 소속회사로, 섬유, 산업자재, 화학, 중공업 분야의 제조·판매업 등을 영위하는 자이다(주식회사 효성은 뒤에
서 보는 바와 같이 2018. 1. 3. 인적분할 방식으로 원고 효성, 원고 티앤씨, 원고 효성중공업, 원고 효성첨단소재, 원
고 효성화학으로 분할되었다).

이하 분할 전 효성은 효성으로, 분할 후 효성은 원고 효성으로 각 기재하고, 효성 기업집단은 기업집단 효성으로 기
재하기로 한다).

나. 관련시장 현황

1) 렌탈 목적 LED 디스플레이 시장

렌탈 목적 LED 디스플레이 시장은 공연·이벤트가 있는 경우 대형 영상 디스플레이를 임대하여 이동하면서 설치하
는 업체 등에게 해당 업체가 원하는 대형 영상 디스플레이를 제작·공급하는 시장이다.

2016년 기준 시장규모는 전 세계 4,600억 원, 국내 70억 원 수준으로 추정되며 전체 시장의 약 77%가 미국·유럽 시장에
편중되어 있는 편이다.

렌탈업의 특성상 각 제조사별로 특정 렌탈 업체와 파트너십을 구축하여 영업이 이루어지는 경우가 많다.

최근에는 중국 업체가 대량생산을 통해 저가로 공급하는 경우가 늘어나 가격 경쟁이 매우 치열하게 일어나고 있다. 원고 GE는 2009년 미국 VER사와 독점 계약을 체결하고 본격적으로 이 시장에 진입했으며, 2016년 기준 6,603,000,000원의 매출 가운데 국내에서 올린 매출은 없다.

2) 설치 목적 LED 디스플레이 시장

설치 목적 LED 디스플레이 시장은 도심 주요 지점 등에 설치되어 있는 옥외 전광판 등 대형 영상디스플레이를 제작·판매·설치하는 시장이다.

2016년 기준 시장규모는 전 세계 2.5조 원, 국내 670억 원 규모로 추정된다.

렌탈 목적 LED 디스플레이 시장과 마찬가지로 전체 시장의 약 74%가 미국·유럽 시장에 편중되어 있는 편이다.

해당 제품은 크게 실외형과 실내형으로 나뉘는데, 실외형은 옥외 광고판 제작사, 야외 경기장 운영업체 등이 주요 고객이다.

실내형은 기업이나 공공기관의 회의실, 교육기관의 강의실, 호텔의 컨벤션홀 등에 설치되므로 다양한 고객 군이 존재한다.

원고 GE는 렌탈형 제품을 설치 목적 LED 디스플레이 시장에서도 판매하다가, 2016년 고정형 신제품을 출시하면서부터 본격적으로 시장에 진입하였다.

2016년 기준 국내시장 매출액은 4,355백만 원이며 점유율은 6.5% 수준이다.

기업집단 효성의 계열회사에 대한 내부거래 비중이 높아서 2016년 기준 기업집단 효성의 계열회사에 대한 매출을 제외한 매출액은 268백만 원(0.4%)에 불과하다.

3) 건축경관조명 시장

건축경관조명 시장은 대도시 도심의 고층건물이나 유명 건축물 등에서 야간에 LED 등 조명을 사용하여 해당 건물을 장식하거나, 미디어파사드를 설치할 수 있도록 관련 조명 등을 제작, 판매, 설치하는 시장이다.

2016년 기준 시장규모는 전 세계 5.3조원, 국내 2,000억 원 규모로 추정된다.

해당 시장은 주로 저품질의 중국산이 선호되는 중국·아시아 시장(약 65%)과 고가의 고급 제품이 선호되는 유럽·중동 시장(약 23%)으로 대별할 수 있는데, 원고 GE는 후자를 주력으로 공략하고 있다.

원고 GE는 2009년 서울 중구 소재 스퀘어 빌딩에 미디어파사드를 설치하면서 국내시장에 진입하였으며, 2016년 기준 국내시장 매출액은 약 46억 원(2.3%) 수준이다.

4) LED 백색조명 시장

LED 백색조명은 기존에 조명기구로 널리 사용되던 백열전구, 형광등을 대체하는 상품으로서, LED 백색조명 시장의 2016년 시장규모는 전 세계 29.1조 원, 국내 1.7조 원 수준으로 추정된다.

지역적으로는 아시아 지역의 LED 조명시장의 규모가 가장 크나, 미국·유럽 시장도 빠르게 성장하고 있다.

세계 전력소비 가운데 조명이 차지하는 비중이 19%에 달한다는 점에서 기존 조명에 비해 에너지 절감 효과가 큰 LED 조명시장의 성장성은 밝은 편이다.

다만 중국업체 등 해외 경쟁업체와의 경쟁이 치열하여 시장의 성장성에 비해 관련 기업의 경영전망이 낙관적이지 않은 않다.

국내시장의 경우 동반성장위원회가 'LED등'을 2012년 초부터 2014년 말까지 중소기업 적합업종으로 지정하여 상호출자제한기업집단 소속 회사에 대하여 관련 사업 철수를 권고하는 등 영업을 제한한 바 있다.

해당 시장은 2016년 말 현재 중소기업의 매출액 비중이 전체의 84.2%에 이르는 중소기업 우위의 시장으로, 중소기업의 매출액 비중도 매년 증가하고 있으며 원고 GE의 2016년 기준 국내시장 매출액은 약 144억 원(약 0.8%) 수준이다.

<표 7>LED 조명 시장의 기업규모별 매출액 및 비중?(단위: 개, 억 원, %) \ 대기업중견기업중소기업합계수매출액비중수

매출액 비중 수	매출액 비중 수	매출액 비중 수	매출액 비중 수
201382,0649.698,06437.447711,40853.049421,536201482,23312.892,17512.449413,09474.851117,502201622601.5	162,52414.347814,81184.249617,595(주6)		

17,595

다.

원고 GE의 제1, 2차 전환사채 발행 및 원고 효성투자개발의 TRS 계약 체결의 경위

1) 2014년 당시 원고 GE의 경영현황

원고 GE는 2012년과 2013년 연속으로 대규모 손실을 기록하고 있던 상황에서, 홍콩계 투자법인인 스테이디엄 인베스트먼트(이하 '스테이디엄'이라고 한다)가 2013. 7. 원고 GE에게 투자한 150억 원에 대하여 원고 3과 트리니티에셋에 풋옵션을 행사하여 이를 회수하기로 함에 따라 원고 3과 트리니티에셋은 스테이디엄에 지급할 자금을 긴급하게 마련할 필요가 있었다.

이에 원고 GE는 2013. 7. 2. 원고 3과 트리니티에셋으로 하여금 스테이디엄에 지급할 자금을 마련해주기 위하여 유상감자 등을 실시하였고, 이에 따른 순현금 유출이 191억 원에 달하였다.

이에 따라 원고 GE는 운영자금이 급격히 소진됨에 따라 2013년 말 기준 감사보고서 상 부채비율이 373.7%에 달하는 등 재무구조가 급격히 악화되었다.

이러한 상황에서 삼일회계법인이 원고 GE에 대한 2013 회계연도 재무제표 감사 결과 원고 GE가 보유한 원고 GE의 주요 거래처인 럭스맥스(Luxmax USA)에 대한 매출채권(2013년 말 기준 약 21백만 달러)의 회수 가능성 및 채권의 존재에 관하여 확인을 하지 못하였음을 이유로 2014. 6. 23. 한정의를 부여하였다.

이로 인해 원고 GE는 일부 금융기관에서의 신용등급이 강등되었다.

삼일회계법인의 감사보고서 상 한정 의견 표명, 원고 GE에 대한 신용등급의 강등 등으로 원고 GE는 이전에 비하여 금융기관으로부터 신규 차입이 훨씬 힘들게 되었는데, 2014년 말 기준 단기차입금이 약 416억 원에 이르고, 2014년 10월 말 기준 부채비율이 약 1,829%에 달하는 것으로 평가될 정도로 원고 GE의 자금난은 매우 심각한 상황이 되었다.

이러한 원고 GE의 경영상황 악화에 따라 기업집단 효성 계열회사들의 경영 상황 등을 총괄하여 관리하는 효성 재무본부에서도 원고 GE를 차입금 회수압박을 받는 주요 관리대상 계열사로 분류하기도 하였다.

2) 원고 GE의 자금난 타개를 위한 자체적인 노력

위 다.

1)과 같이 원고 GE는 외부로부터 긴급히 자금을 조달하여 차입금을 상환해야 하는 상황이었고, 그에 따라 기존의 은행 차입금 연장, 신규 차입금 유치, 사모펀드를 통한 자금 융통 등 다양한 방안을 모색하였으나 모두 실패하였다.

이에 원고 GE의 대표이사인 소외 11은 효성 재무본부 소속 부장 임석주에게 원고 GE의 자금난을 타개하기 위한 도움을 요청하였다.

3) 원고 GE의 자금난 타개를 위한 효성 재무본부의 검토 방안

원고 GE로부터 도움을 요청받은 효성 재무본부는 2014. 8.경부터 원고 GE의 자금난을 타개하기 위한 몇 가지 방안을 하나금융투자사와 함께 법무법인 광장의 자문을 받아 검토하였다.

결국 효성 재무본부는 다음 <표 8> 기재와 같이 원고 GE가 전환사채(CB, 이하 '전환사채'와 'CB'라는 용어를 병용해서 사용하기로 한다)를 발행하되, 원고 GE와 지분관계가 전혀 없는 원고 효성투자개발이 자신이 보유한 유가증권 또는 부동산을 담보로 제공하는 조건으로 TRS 계약을 체결해주는 방안을 원고 GE의 자금난을 해소하기 위한 방안으로 결정하였다.

<표 8> 거래구조

라. 원고 GE의 전환사채 발행계약 및 원고 효성투자개발의 TRS 계약의 내용

1) 제1차 CB 발행 및 TRS 계약

가) 원고 GE의 제1차 CB 발행 및 하나에이치에스제이호의 인수계약

원고 GE는 2014. 12. 29. 이사회를 개최하여 120억 원 규모의 CB(무보증 후순위 전환사채)를 발행하기로 결의하였고, 원고 GE와 하나에이치에스제이호(효성 재무본부와 함께 원고 GE의 CB 발행 및 원고 효성투자개발의 TRS 계약 체결을 함께 검토한 하나금융투자가 원고 GE가 발행할 CB를 인수하기 위해 설립한 특수목적회사로, 인수자금은 금융기관으로 구성된 대주단으로부터 조달하여 충당하였다.

이하 'SPC'라고 한다)는 같은 날인 2014. 12. 29. 원고 GE가 발행하는 120억 원 규모의 CB를 전부 인수하는 내용의 CB 인수 계약을 체결하였는바, 동 CB 인수계약의 주요 내용은 다음 <표 9> 기재와 같다.

<표 9> 제1차 발행 CB 인수계약 주요내용
○ CB의 종류: 무기명식 무보증 후순위 CB
○ 발행사: GE
○ 발행규모: 120억원
○ 모집방식: 사모
○ 만기: 30년(단, 만기시점에 발행사의 선택에 의해 동일 조건으로 횡수에 제한 없이 연장 가능, 30년 단위)
○ 조기상환권 - 투자자는 본 사채의 중도상환을 요구할 수 없음(투자자 풋옵션 없음) - 발행사는 발행일로부터 최초 10년째 되는 날 이후 매 1년마다 상환 가능(부분 상환 불가) - 발행사는 회계기준 변경 등 사유로 회계상 CB가 부채로 분류될 경우 발행사의 선택에 의해 즉시 상환 가능
○ 이자율 - 발행일 ~ 발행일 이후 10년: 연 5.8% - 발행일 이후 10년 ~ 발행일 이후 30년: 연 5.8% + 연 0.25% - 발행일 이후 30년: 연 5.8% + 연 0.25% + 0.75%
○ 이자지급시기: GE가 발행일로부터 매 3개월마다 지급
○ 이자지급의 정지 - 발행회사는 해당 이자지급일 직전 12개월 동안 (i) 배당금 지급결의가 이루어진 경우 또는 (ii) 발행회사가 발행회사의 주식을 매입, 상환 또는 이익소각 한 경우(단, 상법상 규정된 반대주주의 주식매수청구권 행사에 따라 발행회사가 주식 매입한 경우 제외)를 제외하고는 그 선택에 따라 본 사채의 이자의 전부 또는 일부를 지급하지 아니할 수 있다(의미를 분명히 하기 위하여 부연하면, 본 사채의 이자 지급정지 횡수에는 제한이 없다). 이 경우 지급이 정지된 이자(이하 "이연이자"라 한다)는 다음 이자 지급기일로 이연되지 않고(의미를 분명히 하면, 비누적적임), 이연이자에 대하여 별도의 이자가 발생하지 아니한다.

○ 전환조건 - 대상주식: GE 보통주 1주 - 전환가격: 7,500원 - 전환청구기간: 발행일로부터 1년이 경과한 날로부터 만기 일 3개월 전까지

나) 원고 효성투자개발과 SPC 간 TRS 계약 체결

원고 효성투자개발은 회계법인 리안에 원고 GE가 발행하는 CB에 대한 TRS 계약의 가치평가를 의뢰하였고, 2014. 12. 2. 및 2014. 12. 5. 각각 평가보고서를 수령하였다.

이후 2014. 12. 29. 원고 효성투자개발의 대표이사인 소외 2와 등기이사인 소외 3이 참석한 이사회에서 TRS 계약을 체결하기로 결정하고, 이사회 당일인 2014. 12. 29. SPC가 인수할 원고 GE 발행 CB의 가격변동, 이자수입의 불확실성 등 위험을 회피할 수 있도록 하는 TRS 계약(이하 '제1차 TRS 계약'이라고 한다)을 SPC와 체결하였다.

제1차 TRS 계약은 <표 10> 기재와 같이 SPC가 정산일에 제1차 발행 CB에 투자한 금액 및 이자를 원고 효성투자개발로부터 보장받는 대신, 제1차 발행 CB의 가격변동에 따라 발생할 이익 또는 손실을 원고 효성투자개발이 SPC로부터 이전받는 것을 주요 내용으로 한다.

<표 10> 제1차 TRS 계약의 주요내용 ○ 당사자: SPC, 효성투자개발 ○ 기초자산: GE 발행 후순위 전환사채 ○ 정산방식 - 기초자산의 공정가액과 청산가격의 차이를 정산금액으로 확정 (공정가액) ① 정산일 이전에 IPO(주18)가 완료되고 이 사건 CB를 구주매출(주19)한 경우, 구주매출가액 ② 정산일 이전에 IPO가 완료되고 IPO 완료 이후 이 사건 SPC가 처분한 이 사건 CB 전부 또는 일부의 경우, 실제 매각가액 ③ 효성투자개발 또는 GE에게 도산사유가 발생하거나 효성투자개발이 이 사건 TRS 계약을 위반하여 정산일이 도래한 경우, 0원 ④ ①~③ 이외의 사유로 정산이 이루어지는 경우, 실제 매각가액 (청산가격) 투자원금(120억 원) + 이자(연 5.8%) - 청산가격>공정가액: 효성투자개발이 이 사건 SPC에게 차액을 지급 - 청산가격<공정가액: 이 사건 SPC가 효성투자개발에게 차액을 지급 ○ 정산일: 이 사건 CB 발행일로부터 2년이 되는 날 ○ 매수선택권(콜옵션) - 효성투자개발 또는 효성투자개발이 지정하는 제3자가 이 사건 CB를 매수할 수 있는 권리를 보유 - 행사기간: 이 사건 CB 발행일 이후 1년 ~ 2년 - 행사가격: 청산가격 ○ SPC의 준수사항 - 효성투자개발의 사전 동의 없이 이 사건 CB에 대한 전환권 행사 불가 - 정산일 도래 전 효성투자개발의 사전 동의 없이 이 사건 CB 양도 불가

IPO

구주매출

제1차 TRS 계약에는 원고 효성투자개발이 SPC에 대여금 상환 및 이자 지급을 담보하기 위한 '정산 이행담보 조건'이 부가되었는데, 그 조건은 ① 원고 효성투자개발이 보유한 별지 3 기재 부동산에 관하여 채권최고액을 300억 원으로 하여 1순위 근저당권을 설정하는 등 결제이행담보를 제공하는 것(이하 '이 사건 담보제공'이라고 한다), ② 원고 효성투자개발이 보유한 자회사의 지분 처분 또는 담보 제공 시 투자자의 사전 동의를 받는 것, ③ 원고 효성투자개발의 전년도 당기순이익을 초과하는 배당 또는 유상 감자 시 투자자의 사전 동의를 받는 것, ④ 원고 효성투자개발의 부채비율 100%를 초과하는 차입 시 투자자의 사전 동의를 받는 것 등이었다.

다) SPC와 대주들 간 대출계약 및 CB 인수

SPC는 제1차 발행 CB를 인수하기 위한 자금을 대주들로부터 대여하여 마련하였는데 이를 위해 체결된 대출계약(이하 '제1차 대출계약'이라고 한다)의 주요 내용은 다음 <표 11> 기재와 같으며, 대주들은 자신들이 만족하는 내용으로 SPC의 제1차 TRS 계약 및 제1차 발행 CB 인수계약이 이루어지고 제1차 대출계약에서 정한 조건이 충족되자 2014. 12. 30. SPC에 120억 원의 자금을 대여해주었고, SPC는 같은 날 위 120억 원을 원고 GE에게 지급함으로써 제1차 발

행 CB를 인수하였다.

〈표 11〉 제1차 대출계약의 주요 내용 ○ 체결일: 2014. 12. 29. ○ 당사자- 차주: SPC- 대주: 아이비케이캐피탈(이하 'IBK캐피탈'이라고 한다), 산은캐피탈 ○ 대출약정금: 120억 원 ○ 이자: 3개월 후불, 연 5.8%- 차주가 GE로부터 본건 CB의 이자를 수령하는 경우, 차주는 수령일에 그 전액이 수납관리계좌(대출금, 사채·원금이자 등 차주의 CB와 관련하여 취득하는 금원, 매수선택권 행사에 따른 매매대금·정산금 등을 예치, 관리하기 위하여 개설된 계좌)에 입금되도록 하여야 하고, 수령일 직후 도래하는 이자지급일에 이를 해당 이자지급일에 지급하여야 할 이자의 지급을 위하여 사용하여야 함 ○ 담보: 차주의 채무 이행을 담보하기 위해, 차주의 예금, CB, 출자지분, 근저당권부채권 등에 대한 질권을 설정 ○ 최종상환일: 2016. 12. 30.- 단, TRS계약에 따른 조기정산사유가 발생하여 차주가 효성투자개발로부터 정산금을 수령하는 경우, TRS계약에 따른 매수선택권이 행사되어 차주가 효성투자개발로부터 매매대금을 수령하는 경우, 차주가 TRS계약과 관련하여 여하한 명목으로 효성투자개발로부터 금원을 수령하는 경우, 차주는 수령금액 전액이 수납관리계좌에 입금되도록 하는 등 의무적으로 조기상환을 하여야 함 ○ 대출금의 사용목적: 차주가 CB인수 계약에 따른 본건 CB의 인수대금지급, 금융계약 또는 투자계약과 관련된 수수료 기타 관련 비용의 지급을 위한 용도로만 사용 ○ 인출선행조건: 각 대주의 대출약정금 대출 의무는 차주가 별지3.에 기재된 서류들*을 제출하는 등 대주들이 합리적으로 만족할 만한 내용이 충족될 것을 조건으로 함 * 차주의 회사 관련 서류(정관 등), 금융계약 및 기타 계약 관련 서류(예금, CB, 출자지분, 근저당권부 채권 등 근질권 설정계약서 등), 투자 계약 관련 서류(CB인수계약서, TRS계약서, 부동산근저당권설정계약 등), 효성투자개발의 회사관련 서류(정관, TRS계약과 관련한 이사회 의사록 등)

2) 제2차 CB 발행 및 TRS 계약

제2차 CB 발행 및 TRS 계약 등은 제1차 CB 발행 및 TRS 계약과 동일한 조건 및 동일한 방식으로 이루어졌다.

원고 GE는 2015. 3. 30. 130억 원 규모의 CB를 발행하고, 이를 SPC가 인수하는 계약을 체결하였고, 같은 날 SPC는 원고 효성투자개발과 제1차 TRS 계약 시와 유사한 조건으로 TRS 계약(이하 '제2차 TRS 계약'이라고 한다)을 체결하였으며, 같은 날 SPC는 대주들과 130억 원의 대출계약을 체결하여 위 130억 원을 원고 GE에게 지급함으로써 제2차 발행 CB를 인수하였다(이하에서는 '제1차 발행 CB' 및 '제2차 발행 CB'를 통칭하여 '이 사건 CB'라고 하고, '제1차 TRS 계약' 및 '제2차 TRS 계약'을 통칭하여 '이 사건 TRS 계약'이라고 한다).

이 사건 TRS 계약, SPC와 대주단 사이의 이 사건 대출계약, SPC와 원고 GE 간 CB 인수계약을 합쳐서 '이 사건 거래'라고 한다).

마. 이 사건 TRS 계약의 종료

1) 효성의 이 사건 TRS 계약 연장 시도 및 실패

효성 재무본부는 기업집단 효성 계열회사의 회계 및 자금 현황을 총괄하여 관리하는 부서로, 원고 GE의 자금난을 타개하기 위한 목적으로 이 사건 거래를 설계하였을 뿐만 아니라 실행 이후 거래가 계속되는 동안 이 사건 거래를 지속적으로 관리하였다.

효성 재무본부는 이 사건 TRS 계약의 정산일(2016. 12. 30.)이 다가옴에 따라 2016. 8.경부터 'GE의 영구채(250억 원) 만기 방안'을 검토하면서 이 사건 TRS 계약을 연장하거나 거래 조건을 변경하거나, 원고 효성투자개발이 인수하는 방안의 법적 문제를 점검하였고, 2016. 9. 22. 이 사건 TRS 계약의 만기를 연장하는 것을 2016. 10. 말부터 추진하기로 하였다.

이후 효성 재무본부는 2016. 10. 26. 원고 효성투자개발이 이 사건 CB에 대한 콜옵션을 행사하는 경우 약 220억 원의 차입금 조달이 필요하여 원고 효성투자개발의 재무구조 악화가 예상될 뿐만 아니라 부당지원 등 법적인 문제가 있어 이 사건 TRS 계약의 정산일을 연장하는 방안이 타당하다고 검토한 후, 이를 원고 효성투자개발에 통지하였다. 이러한 상황에서 효성은 기존 대주들인 IBK캐피탈, 산은캐피탈, 하나은행, 미래에셋대우증권을 상대로 이 사건 TRS 계약 연장을 시도하였으나 모두 실패하였고, 이에 기존 대주들을 대체하기 위하여 메리츠증권 등 6개 증권사 및 한화생명 등 7개 보험사 등을 대상으로 이 사건 TRS 거래의 새로운 대주로 참여할 것을 제안하였으나 기존 거래 조건에 비해 더욱 악화된 조건을 요구하는 등의 이유로 새로운 대주 모집 역시 실패하였다.

2) 동일인 소외 1의 이 사건 CB 인수에 따른 이 사건 TRS 거래의 종료

효성이 이 사건 TRS 계약에 대한 기존 대주들의 계약 연장 및 새로운 투자자 모집에 실패함에 따라 원고 효성투자개발로서는 ① 이 사건 TRS 계약에 콜옵션을 행사하여 이 사건 CB를 인수하거나, ② 제3자를 지정하여 이 사건 CB를 인수하게 하는 방법 중 하나를 선택해야 하는 상황에 처하게 되었다.

이에 효성은 2016년 말경 법률자문을 거쳐 원고 효성투자개발이 소외 1을 콜옵션 행사자로 지정하여 소외 1이 콜옵션을 행사하는 방안을 선택하기로 하였다.

이에 원고 효성투자개발은 2016. 12. 9. 이사회를 개최하여 이 사건 CB에 대한 콜옵션을 행사하기로 결정하고 이를 SPC에 통보하였고, 2016. 12. 29. 이사회에서 이 사건 CB의 매수자로 소외 1을 지정할 것을 결의한 뒤, 다음날인 2016. 12. 30. SPC에게 이 사건 CB를 소외 1에게 매도할 것을 청구하였으며, 소외 1이 같은 날 SPC에게 250억 원을 지급하고 이 사건 CB를 인수함으로써 원고 효성투자개발의 이 사건 TRS 거래는 종료되었다.

마. 피고의 처분

1) 처분내용

피고는, 원고 효성투자개발의 이 사건 TRS 계약은 사실상 원고 GE의 이 사건 CB 발행에 따른 신용 위험만을 부담한 것임에도 원고 GE는 아무런 대가를 지급하지 않았는데 이는 본질적으로 무상의 지급보증과 동일하므로 원고 GE에게 상당히 유리한 조건의 거래이고, 원고 GE로서는 원고 효성투자개발의 TRS 계약을 통한 위험 제거로 인해 이 사건 CB 발행이 비로소 가능하였고, 이 사건 CB 발행을 통해 자기 자본금의 약 7.4배인 250억 원에 달하는 자금을 조달하여 사실상의 퇴출 위기를 모면하였으며, 정상금리의 하한에 비해 상당히 유리한 조건의 금리로 이 사건 CB를 발행함으로써 금리 차익에 따른 이익도 원고 GE에게 귀속되었고, 이를 통해 지배주주인 원고 3에게 부당한 이익이 귀속되었으므로, 원고 효성투자개발이 이 사건 TRS 계약을 체결함으로써 원고 3에게 부당한 이익을 귀속시킨 행위는 구 공정거래법 제23조의2 제1항 제1호를 위반한 것으로 판단하였다.

또한 피고는, 원고 효성투자개발의 이 사건 TRS 계약은 앞서 본 바와 같이 무상의 지급보증과 실질적으로 동일하여 그 자체로 지원행위에 해당하는 점, 원고 GE가 이 사건 CB 발행으로 조달한 자금의 규모도 상당한 규모이며 이 사건 CB 발행에 있어서 정상금리의 하한에 비하여 상당히 낮은 대가로 자금을 조달한 점, 원고 GE는 이 사건 CB 발행을 통해 약 250억 원에 달하는 자금을 조달하여 이를 자본으로 편입시키면서 재무건전성이 개선되고, 사실상 부도 위기를 모면하였으며, 이 사건 CB 발행으로 상당한 금리 차익을 얻었음에도 불구하고 원고 효성투자개발에 대하여 아무런 대가를 지급하지 않은 점 등을 고려할 때, 원고 효성투자개발이 이 사건 TRS 계약을 통하여 원고 GE를 지원한 행위는 상당히 유리한 조건의 거래를 통해 GE에게 과도한 경제상 이익을 제공한 행위로서 구 공정거래법 제23조

제1항 제7호 가목을 위반한 것으로 판단하였다.

피고는, 원고 GE가 이 사건 거래가 특수관계인에 대한 부당한 이익제공행위 및 부당지원행위에 해당할 우려가 있음을 인식하였거나 인식할 수 있었음에도 불구하고, 이 사건 거래를 한 행위는 구 공정거래법 제23조의2 제3항, 제23조 제2항을 위반한 것으로 판단하였다.

피고는, 효성이 원고 효성투자개발을 이 사건 TRS 거래의 당사자로 결정한 뒤, 원고 효성투자개발로 하여금 이 사건 TRS 거래를 체결하도록 한 이상, 이 사건 부당지원행위를 하게 한 사실이 인정되므로, 구 공정거래법 제23조 제1항을 위반하였다고 판단하였다.

피고는, 원고 3이 이 사건 거래 개시 당시부터 이 사건 거래에 관여한 사실이 인정됨을 전제로, 원고 3이 이 사건 거래를 통한 부당이익 제공행위에 관여한 행위는 구 공정거래법 제23조의2 제4항을 위반한 것으로 판단하였다.

그에 따라 피고는 2018. 5. 21. 원고 효성, 효성투자개발, GE, 원고 3에 대하여 각 시정명령을 부과하고, 원고 효성, 효성투자개발, GE에 대하여 아래 2)항과 같은 방법으로 지원금액 및 위반금액을 산정하고, 아래 3)항과 같은 방식으로 과징금 액수를 정한 다음, 별지 1 목록 기재와 같이 각 과징금 부과처분(이하 위 각 시정명령 및 과징금 부과처분을 합쳐서 '이 사건 처분'이라고 한다)을 하였다.

2) 지원금액 및 위반금액

가) 산정방식

피고는 원고 GE, 효성투자개발, 효성에게 가장 유리한 방법으로 위반액을 산정한다는 측면에서 이 사건 CB 발행금리와 정상금리의 하한과의 비교를 통해 산정되는 금리차익을 기초로 과징금 산정의 기준이 되는 지원금액과 위반금액을 산정하였다.

나) 이 사건 CB의 정상금리의 판단기준

피고는, 이 사건 CB의 정상금리는 원고 효성투자개발의 이 사건 TRS 거래가 없는 상태에서 ① 신용등급이 BB ~ BB+, 부채비율 373%, 매출채권 회수 가능성 관련 자료 미비로 감사보고서가 '한정의견'으로 발행된 원고 GE와 신용상태 등이 동일 또는 유사한 회사가 ② 원고 GE가 자금을 조달한 시기와 유사한 시기에 ③ 원고 GE가 자금 조달한 방식인 CB발행과 동일 또는 유사한 자금 조달 방식으로 ④ 자금 조달 규모(250억 원), 만기(10년 이상) 등이 동일 또는 유사한 조건으로 ⑤ 특수관계가 없는 독립된 금융기관으로부터 자금을 조달하였을 때 지급하는 금리가 될 수 있다고 판단하였다.

다) 이 사건 CB의 정상금리

피고는, 원고 GE가 정상적인 방식으로 자금을 조달하였을 경우 지급해야 하는 금리의 하한은 이 사건 CB의 발행시기인 2014. 12. 30.(120억 원) 및 2015. 3. 31.(130억 원)과 동일한 날에 원고 GE의 신용등급보다 우위인 BBB- 등급을 보유한 회사가 후순위가 아닌 만기 10년의 공모 회사채를 발행하였을 경우 적용될 수 있는 금리인 9.299%(2014. 12. 30.), 8.84%(2015. 3. 31.)라고 할 수 있다고 판단하였는데, 그 구체적인 판단근거는 아래와 같다.

(1) 원고 GE가 독립된 금융기관과 거래한 사례와의 비교

먼저 비교대상으로 검토되어야 하는 것은 원고 GE가 동일 또는 유사한 조건에서 '이 사건 TRS 거래 없이' 이 사건 CB와 동일 또는 유사한 조건의 CB를 발행하였을 때 독립된 금융기관 등으로부터 적용될 금리이나, 원고 GE가 이 사건 거래와 동일 또는 유사한 시기에 이 사건 CB와 동일 또는 유사한 조건의 CB를 발행한 사실이 없는 바, 원고

GE의 다른 자금거래 가운데 이 사건 거래의 비교대상으로 삼을 수 있는 거래는 존재하지 않는다.

(2) 서로 다른 발행자와 투자자 간 CB 거래 사례 비교

다음으로 검토할 수 있는 거래관계는 신용상태 등이 원고 GE와 동일 또는 유사한 회사가 동일 또는 유사한 시기에, 이 사건 CB와 동일 또는 유사한 조건으로, 독립된 금융기관 등으로부터 자금을 조달한 사례이다.

그러나 통상 CB 발행 시 금리 결정 요소 중 중요한 것으로 '발행회사의 신용등급', '모집방식', '만기', '전환가격 등 전환조건' 등을 들 수 있다.

또한, CB는 주식 전환권이 부착되어 있기에 그 특성 상 현재의 신용등급과는 별개로 회사의 미래가치에 대한 평가 역시 CB 금리에 영향을 미칠 수 있고, CB 금리는 투자자의 성향에 따라서도 영향을 받을 수 있다.

이렇게 CB는 신용등급, 만기 등 계량적 요소 이외에 당해 회사 또는 투자자가 가지는 정성적인 요소에 의해서도 그 발행 금리의 편차가 상당한 수준 이상이 될 수 있으며, 이러한 편차의 존재가 오히려 CB의 성격에 부합하는 측면이 있다는 점을 부인하기 어렵다.

위 내용을 종합해보면, 신용등급이 BB~BB+, 부채비율 373%, 매출채권 회수 가능성 관련 자료 미비로 감사보고서가 '한정의견'으로 발행된 회사가 정상적인 방식으로 자금을 조달하였을 경우 지급해야 하는 금리가 이 사건 CB 발행 시기와 유사한 시기에 원고 GE와 신용등급이 동일 또는 유사한 회사가 만기 등이 이 사건 CB와 동일 또는 유사한 조건으로 발행한 CB 금리와 반드시 서로 유사한 수준에서 결정된다고 단정할 수 없고, 객관적으로 이 사건 CB와 발행 조건이 유사한 CB에서 산정된 금리라 하더라도 정상금리로서의 객관성은 담보할 수 없다.

(3) 신주인수권부사채 및 교환사채와의 비교

신주인수권부사채(Bond with Warrant, 이하 'BW'라고 한다) 금리 역시 CB 금리와 마찬가지로 발행회사의 신용등급, 모집방식, 만기 등 계량화가 가능한 요소는 물론 발행회사의 기대가치, 비분리형 발행 등 향후 주식 기대가치와 관련된 다양한 옵션 등 계량화하기 어려운 요소에 의해서도 많은 영향을 받으므로, 유사한 BW라 하더라도 BW에 상정된 금리를 객관적 비교대상으로 삼기에는 부적절한 측면이 있다.

교환사채(Exchangeable Bond, 이하 'EB'라고 한다)도 필연적으로 EB 금리에 가장 크게 영향을 미치는 요소는 교환대상이 되는 주식의 가치로서 교환대상 주식 발행 회사의 가치가 높으면 금리가 낮을 수 있고, 그 반대 경우라면 금리가 높을 수 있고, EB 금리는 발행회사가 보유한 타사 주식 등을 두고 투자자와 협의에 따라 결정되므로 결국 개별 사례에 따라 달라질 수 있어 객관성을 담보할 수 없다.

따라서 이 사건 CB 발행 시기와 유사한 시기에 원고 GE와 신용등급이 동일 또는 유사한 회사가 만기 등이 이 사건 CB와 동일 또는 유사한 조건으로 발행한 BW 또는 EB 금리와 유사하다고 단정하기는 어렵다.

(4) 사모 회사채와의 비교

사모 회사채의 금리는 사모의 성격상 회사채 발행회사와 주관회사, 투자자 간 개별 협상에 따라 금리가 결정되는 특성을 가지므로, 서로 다른 발행회사와 투자자 사이에 발행한 사모 회사채들은 회사의 신용등급, 회사채의 만기 등 조건이 동일 또는 유사한 경우라 하더라도 금리는 달리 결정되는 경우가 많다.

이러한 사정은 한국금융투자협회가 매일 발표하는 민평금리와의 비교를 통해 확연히 드러나는데, 이 사건 CB 발행 시기와 유사한 시기에 발행된 사모 회사채 중 민평금리와 비교 가능한 19건을 대상으로 실제 회사채 금리와 민평금리를 비교해 보면, 민평금리 대비 실제 회사채 금리와 민평금리의 차이 비중이 10% 이상 차이가 나는 사례가 많음(11건, 58%)을 확인할 수 있다.

따라서 사모의 특성과 위 실제 사례 등을 고려하면, 사모 회사채 발행회사의 신용등급, 만기 등 조건을 정형화하더라도 그 금리를 일정 수준 이상의 객관성이 담보된 정상금리로 보아 비교대상으로 삼을 수 있다고 평가하기 어렵다.

(5) 공모 회사채와의 비교

사모 회사채와 달리 공모 회사채는 발행 과정에서 발행회사의 신용등급, 만기 등 객관적 조건에 따라 수요와 공급의 원리에 맞게 금리가 결정되고, 그 결과 값 역시 비교적 정형화되어 있는 점, 금융기관들은 자본 건전성 유지를 이유로 자신들의 회사채를 발행하는 경우 자본조달에 대한 통제가 엄격한 공모의 방법으로 대부분 발행하는 점 등을 고려하면, 신용등급, 만기 등 발행조건 별로 확인 가능한 공모 회사채의 금리는 그 결과 값의 객관성을 인정할 수 있을 것으로 판단된다.

한편, 이 사건 CB를 인수한 SPC는 이 사건 TRS 계약 조건에 따라 원고 효성투자개발의 서면 동의가 없는 경우 전환권 행사나 양도가 불가능하였다는 점에 비추어 볼 때, 투자자 입장에서 이 사건 TRS 계약이 결부된 이 사건 CB는 주식전환을 통한 이익보다는 이자소득에 중점을 두는 상품으로 평가할 수 있고, 이러한 점에서 그 실질은 회사채와 동일하다고 볼 수 있다.

따라서 원고 GE가 원고 효성투자개발이라는 계열회사의 도움(즉, 이 사건 TRS 계약 체결)으로 이 사건 CB를 발행하여 자금을 조달할 때 지급 금리의 적정성(즉, 상당히 유리한 것이 아니었는지) 여부에 관한 판단은 이 사건 CB와 신용등급, 만기 등이 유사한 조건의 공모 회사채를 기준으로 하는 것이 가장 합리적인 최선의 선택 방안이라고 할 수 있다.

(6) 이 사건 CB 금리와 정상금리의 비교 : 민평금리를 보정한 금리

피고는 이상의 검토를 바탕으로 다음과 같은 방식으로 이 사건 CB의 정상금리를 산정하였다.

한국예탁결제원으로부터 제출받은 자료에 따르면, 공모 회사채의 경우 신용등급이 BBB0 이상의 사례만 존재하며, 이 사건 CB 발행 시기와 유사한 시기에 발행된 공모 회사채 중 투기등급인 원고 GE와 동일 또는 유사한 신용등급을 가진 회사가 발행한 경우를 찾아볼 수 없다.

따라서 이 사건 거래의 정상가격을 추단하기 위한 구체적인 비교 대상 거래는 결국 존재하지 않는다고 볼 수 있다.

그러나 실제 발행된 공모 회사채 금리가 민평금리의 추이와 유사하게 연동한다는 사실을 토대로, 이미 공개되어 있는 민평금리를 이용하여 발행회사의 신용등급, 만기 등 조건에 따라 객관적으로 받아들여질 수 있는 금리의 하한을 도출하고, 이를 원고 GE의 CB 발행 금리가 상당히 유리한 조건인지 여부를 판단하는데 최소한의 기준으로 삼을 수 있다.

이 사건에서 ㉠ 원고 GE의 신용등급은 최대한으로 보아도 BB+수준이라는 점, ㉡ 이 사건 CB는 상환 조건이 후순위라는 점, ㉢ 이 사건 CB는 발행일로부터 10년이 되는 날 콜옵션이 부가되어 있는 사실상 만기가 없는 영구채이나 이러한 경우 투자자의 입장에서는 발행회사가 최초로 콜 행사가 가능한 10년을 실효만기로 파악하고 투자하는 경우가 대부분이라고 확인되는 점 등을 종합하여 고려하면, 원고 GE보다 신용등급이 우위에 있는 BBB- 신용등급의 회사가 후순위 조건이 부가되어 있지 않은 만기 10년짜리 무보증 회사채를 발행할 경우 시장에서 받을 수 있는 객관성을 가지는 금리를 거래 조건의 상당성 판단을 위한 정상금리의 하한으로 활용할 수 있을 것으로 판단된다.

한편, 이 사건 거래와 동일 또는 유사한 시기에 발행된 공모 회사채의 금리를 가지고 통계적으로 수행한 계산에서, 민평금리와 실제 공모 회사채 금리의 차이로 계산된 0.08%p는 확률적으로 실제 모집단의 평균을 대표한다고 말할 수

있다.

이 사건 거래와 유사한 시기에 발행된 공모 회사채의 실제금리는 공시된 민평금리와 매우 유사하게 변동하였고, 같은 시기의 실제금리와 민평금리가 평균적으로 0.08%p 차이를 보인다는 사실을 보여준다.

따라서 민평금리와 실제 발행된 공모 회사채의 차인 0.08%p를 뺀 값을 통계적으로 이 사건 거래와 유사한 시기에 발행된 공모 회사채와 비교 가능한 소위 '객관성을 가지는 금리'로 인정할 수 있다.

그렇다면 ㉠ 이 사건 거래와 동일한 날에 ㉡ 신용등급이 BBB-인 회사가 발행한 ㉢ 후순위가 아닌 ㉣ 만기 10년짜리 무보증 회사채 민평금리에서 위 0.08%p를 뺀 값을 이 사건 CB와 비교 가능한 하한 금리라고 할 수 있는데, 제1차 CB의 비교 가능한 하한은 9.299%, 제2차 CB의 비교 가능한 하한은 8.84%임을 확인할 수 있다.

라) 지원금액 및 위반금액의 산정

피고는, 이 사건 CB 금리와 정상금리의 차이를 기초로 한 이 사건 부당이익제공행위 및 부당지원행위에 따른 위반액은 동일하다고 하면서 <표 12>와 같이 위반액을 산정하였다.

<표 12>위반액?(단위: 원)구분발행 금리정상금리의 하한차이적용기간위반액1차 발행 CB5.8%9.299%3.499%p730일 839,760,0002차 발행 CB5.8%8.84%3.04%p642일695,118,904위반액 합계1,534,878,904

3) 과징금의 산정

피고는, 원고 효성투자개발의 구 공정거래법 제23조의2 제1항 제1호 위반 및 제23조 제1항 제7호 위반과 관련하여, 이 사건 거래는 각 '매우 중대한 위반행위'에 해당하므로 80%의 부과기준율을 적용하되, 행위요소에 의한 1차 조정 및 행위자 요소에 의한 2차 조정사유가 없고, 2차 조정된 산정기준이 원고 효성투자개발의 현실적 부담능력, 당해 위반행위가 시장에 미치는 효과, 위반행위로 인해 취득한 이익의 규모 등에 비추어 과중하지 않다고 판단되므로, 과징금 고시 IV. 4. 라. 및 IV. 마. 규정에 따라 1,227백만 원을 부과과징금으로 결정하여야 하나, 원고 효성투자개발에 대한 부과과징금의 한도는 구 공정거래법 제24조의2, 구 독점규제 및 공정거래에 관한 법률 시행령(2016. 9. 29. 대통령령 제27529호로 개정되기 전의 것, 이하 '구 공정거래법 시행령'이라고 한다) 제9조 제2항에 따라 원고 효성투자개발의 직전 3개 사업연도의 평균매출액에 100분의 5를 곱한 금액인 41,000,000원을 원고 효성투자개발에 대한 부과과징금으로 정하였다.

피고는, 원고 GE의 구 공정거래법 제23조의2 제3항 위반 및 제23조 제2항 위반과 관련하여, 이 사건 거래는 각 '매우 중대한 위반행위'에 해당하므로 80%의 부과기준율을 적용하되, 행위요소에 의한 1차 조정 및 행위자 요소에 의한 2차 조정사유가 없음을 전제로, 과징금 고시 IV. 4. 라. 및 IV. 마. 규정에 따라 1,227,000,000원을 부과과징금으로 정하였다.

피고는, 효성의 구 공정거래법 제23조 제4항 위반과 관련하여, 이 사건 거래는 '매우 중대한 위반행위'에 해당하므로 80%의 부과기준율을 적용하되, 신고접수일(2016. 5. 18.)을 기준으로 효성의 과거 3년 간 법 위반횟수 및 가중치 합산을 산정한 결과 효성은 구 과징금 고시(2016. 12. 30. 공정거래위원회 고시 제2016-22호로 개정된 것) IV. 2. 나. (1)에 따른 가중 대상에 해당하므로, 효성에 대하여 기본산정기준에 40%를 가중하고, 2차 조정 사유는 없음을 전제로 2차 조정된 산정기준이 원고 효성의 현실적 부담능력, 당해 위반행위가 시장에 미치는 효과, 위반행위로 인해 취득한 이익의 규모 등에 비추어 과중하지 않다고 보아, 과징금 고시 IV. 마. 규정에 따라 1,719,000,000원을 효성에 대한 부과과징금으로 정하였다.

[인정 근거] 갑 제1, 3, 4, 5, 7, 8, 9, 13, 15, 31, 33, 34, 35, 37-39, 43, 44, 49, 50, 51, 53, 54, 59, 63, 64, 65, 66, 75, 76, 77호증, 을 제2, 3, 5, 8, 9, 11 내지 15, 16, 21, 22, 27 내지 31, 37, 38, 46, 56 내지 85, 88, 89, 92 내지 99, 100, 105, 106호증의 각 기재(가지번호 있는 서증은 각 가지번호를 포함), 변론 전체의 취지

2. 관계 법령

별지 2 기재와 같다.

3. 피고의 본안전 항변에 대한 판단

가. 피고의 본안전 항변 요지

피고가 효성에 대하여 시정명령 및 과징금부과처분을 하고 효성이 그 과징금을 납부한 뒤 효성은 원고 효성, 효성티앤씨, 효성첨단소재, 효성중공업, 효성화학으로 분할되었는바, 원고 효성티앤씨, 효성첨단소재, 효성중공업, 효성화학은 이 사건 처분의 상대방이 아닐 뿐 아니라 이 사건 처분과 관련하여 분할하는 회사인 효성으로부터 승계하여 책임을 져야 할 어떠한 공법상 의무도 없으므로, 위 원고들에게는 이 사건 처분의 취소를 구할 법률상 이익이 없다.

나. 판단

피고가 2018. 5. 21. 효성에 대하여 별지 1 목록 기재 시정명령 및 과징금 부과처분을 한 사실은 앞서 본 바와 같다.

한편, 갑 제1, 2호증의 각 기재에 변론 전체의 취지를 종합하면, 효성은 2018. 1. 3. 인적분할 방식으로 회사를 분할하여 효성은 원고 효성으로 존속하고, 효성이 영위하는 사업 중 섬유, 무역 사업 부문을 분할하여 효성티앤씨를, 중공업, 건설 사업부문을 분할하여 효성중공업을, 산업자재 사업부문을 분할하여 효성첨단소재를, 화학 사업부문을 분할하여 효성화학을 각 설립하기로 하는 내용의 분할계획서를 작성한 사실, 효성은 2018. 4. 27. 임시주주총회를 개최하여 안건으로 상정된 분할계획서 승인의 건을 출석주식수의 2/3 및 의결권 있는 주식총수의 1/3 이상의 찬성으로 결의한 사실, 원고 효성, 효성티앤씨, 효성중공업, 효성첨단소재, 효성화학은 2018. 6. 4. 회사분할등기를 마친 사실을 인정할 수 있다.

살피건대, 구 공정거래법 제55조의5 제1항은 과징금을 부과받은 회사인 사업자가 분할 또는 분할합병되는 경우(부과일에 분할 또는 분할합병되는 경우를 포함한다) 그 과징금은 분할되는 회사, 분할 또는 분할합병으로 인하여 설립되는 회사, 분할되는 회사의 일부가 다른 회사와 합병하여 그 다른 회사가 존속하는 경우의 그 다른 회사가 연대하여 납부할 책임을 진다고 규정하고 있다.

효성이 별지 1 목록 기재 과징금 부과처분을 받은 후 과징금을 납부하였다고 하더라도 과징금 부과처분의 효력은 남아 있고, 구 공정거래법 제55조의5 제1항에서 연대납부의무를 규정하는 것은 그 전제가 되는 과징금 부과처분의 효력도 분할되는 회사 및 분할로 인하여 설립되는 회사에 미치는 것을 전제로 하는 것인 이상, 피고의 효성에 대한 위 과징금 부과처분의 효력은 분할되는 회사인 원고 효성, 분할로 인하여 설립된 회사인 원고 효성티앤씨, 효성첨단소재, 효성중공업, 효성화학에 대하여 그 효력이 미친다고 할 것이다.

따라서 원고 효성뿐 아니라 원고 효성티앤씨, 효성첨단소재, 효성중공업, 효성화학으로서는 위 과징금 부과처분의 효력을 다룰 법률상 이익이 있으므로, 피고의 본안전 항변은 이유 없다.

4. 이 사건 처분의 적법 여부

가. 원고들의 주장

1) 구 공정거래법 제23조 제1항 제7호 가목 적용의 위법성

가) 행위유형 요건 불충족

이 사건 TRS 계약은 만기에 정산차익 기대권과 콜옵션 권리 등이 포함된 독자적인 효익이 존재하므로, 이 사건 TRS 계약이 이 사건 CB를 무상으로 지급보증한 것과 본질적으로 경제적 실질이 동일하다고 볼 수 없다.

이 사건 TRS 계약의 핵심은 2년 후 이 사건 CB의 가치 변동에 따라서 공정가액(250억 원의 투자원금 + 연 5.8% 이자)과 청산가액(이 사건 CB 매각가액)의 차액만큼 원고 효성투자개발이 이익을 얻거나 손실을 보는 구조로 되어 있는 점, 원고 효성투자개발은 전환사채 발행일로부터 1년이 되는 날부터 2년이 되는 날까지 이 사건 CB를 매수할 수 있는 매수선택권(콜옵션)을 행사할 수 있었고 이에 따라 SPC로부터 이 사건 CB를 제공받을 수 있는 점 등에 비추어 보면, 이 사건 TRS 계약은 독자적인 효익이 존재한다.

설령 이 사건 TRS 계약으로 이 사건 CB 발행이 가능하였다고 하더라도, 그것은 이 사건 TRS 계약에 따른 반사적, 부수적 효과에 불과하고, 이 사건 TRS계약에 따라 원고 효성투자개발과 SPC 사이에 독립적인 권리·의무가 새롭게 형성되는 이상 이를 단순히 무상의 지급보증과 동일한 것으로 취급할 수는 없다.

이 사건 TRS 계약의 거래 조건을 결정하는 데 기초가 된 회계법인 리안이 작성한 평가보고서(이하 '리안 보고서'라고 한다)는 독립적이고 객관적인 입장에서 이 사건 TRS 거래 당시 시장의 구체적 상황을 반영하여 작성된 것으로서 리안 보고서의 신뢰성에 특별히 의문이 있다고 볼 수 없는 이상, 리안 보고서의 가치평가는 존중되어야 한다.

나) 이 사건 CB의 정상금리 산정의 위법

판례는 상당히 유리한 조건의 거래의 판단기준이 되는 정상금리는 거래 당시 상황에서 문제된 행위와 동일, 유사, 동종의 행위의 가격을 기준으로 산정되어야 한다.

피고가 정상가격으로 제시하는 공모 회사채 금리는 CB 금리와 법적 성격, 경제적 기능, 경제적 가치 등 모든 면에서 현저한 차이가 있으므로, 도저히 이 사건 CB 금리와 적절한 비교대상이 될 수 없다.

또한 피고가 정상가격으로 제시하는 공모 회사채 금리가 타당하기 위해서는 그 전제로서 이 사건 CB의 전환권의 가치가 없다는 점이 증명되어야 할 것이나 이 사건 CB의 전환권의 가치는 명백히 존재하므로, 전환권의 가치가 0임을 전제로 한 피고의 정상가격 산정방식은 그 자체로 위법하다.

다) 공정거래저해성 요건 불충족

원고 효성투자개발은 이 사건 TRS 계약의 체결에 앞서 법무법인의 의견 및 복수의 회계법인의 실사 및 평가를 거친 뒤 그 내용을 심도 있게 검토하였고, 이 사건 TRS 계약 체결 시 이익 가능성과 손해 가능성을 따져본 뒤 이사회 결의로써 투자결정을 하였다.

피고는 원고 효성투자개발이 이 사건 TRS 계약을 체결하게 된 과정의 면면을 살펴보지 않고 원고 GE가 시장에서 퇴출될 기업에 해당한다고 단정한 뒤 그로부터 원고 효성투자개발이 오로지 원고 GE를 지원할 의도로 이 사건 TRS 계약을 체결하게 되었다고 함부로 단정하고 있는바, 이는 지원의도의 존재에 대한 증명책임을 충분히 다하지 않은 것이다.

또한 피고는 이 사건 TRS 계약이 관련 시장의 경쟁에 미친 경쟁제한 효과도 충분히 입증하지 못하였다.

2) 구 공정거래법 제23조의2 제1항 적용의 위법성

가) 거래상대방 요건 불충족

구 공정거래법 제23조의2 제1항은 구 공정거래법 제23조 제1항 제7호가 지원행위의 상대방을 '특수관계인 또는 다른 사업자'로 규정하고 있는 것과는 달리 거래상대방을 '특수관계인이나 특수관계인이 일정한 비율 이상의 주식을 보유한 계열회사'로 제한하고 있기 때문에 특수관계인이나 특수관계인이 일정한 비율 이상의 주식을 보유한 계열회사가 아닌 다른 회사를 통한 간접거래에는 적용되지 않는다.

이 사건 TRS 계약은 원고 효성투자개발이 아무런 특수관계가 없는 SPC와 체결한 거래에 불과하므로, 구 공정거래법 제23조의2 제1항이 적용될 여지가 없다.

나) 행위유형 요건 불충족

위 4. 가. 1) 가)의 주장과 동일하다.

다) 이 사건 CB의 정상금리 산정의 위법

위 4. 가. 1) 나)의 주장과 동일하다.

라) 부당이익 귀속 요건 불충족

구 공정거래법 제23조의2 제1항은 특수관계인에게 부당한 이익의 귀속을 요건으로 하는바, 부당한 이익의 귀속 요건을 충족하기 위해서는 경제력 집중이 발생할 우려가 있다는 점을 피고가 입증하여야 할 것이다.

그런데 이 사건 TRS 계약의 목적, 원고 효성투자개발의 경제적 상황, 원고 GE의 대주주인 원고 3에게 귀속되는 이익의 규모 등을 고려할 때 경제력 집중의 우려가 있다고 보기 어렵고, 피고도 경제력 집중의 우려가 있다는 점을 객관적 근거에 의하여 구체적·개별적으로 입증하지 못하였다.

3) 원고 GE에 대한 시정명령 및 과징금 부과처분의 위법성

원고 GE는 기업집단 효성의 경영권 승계와는 무관한 신생 계열회사 중 하나에 불과하고 이 사건 거래 당시 법무법인 광장의 법적 자문과 회계법인 리안과 삼일회계법인의 기업가치 평가에 기초하여 이 사건 거래를 하게 된 것이므로, 이 사건 거래가 특수관계인에 대한 부당이익제공행위 중 상당히 유리한 조건의 거래 및 부당지원행위에 해당될 가능성에 대하여 인식하고 있었다고 볼 수 없음에도 피고가 이와 다른 전제에서 구 공정거래법 제23조 제2항 및 제23조의2 제3항을 적용하여 원고 GE에 대하여 한 시정명령 및 과징금 부과처분은 위법하다는 취지로 주장한다.

4) 효성에 대한 시정명령 및 과징금 부과처분의 위법성

이 사건 TRS 거래가 구 공정거래법 제23조 제1항 제7호 가목에 해당하지 않으므로, 이와 다른 전제에서 한 효성에 대한 시정명령 및 과징금 부과처분은 위법하다.

설령 이 사건 TRS 거래가 위 규정에 위반한 것이라고 하더라도, 구 공정거래법 제23조 제1항 후단에 의해 부당지원행위를 하게 하였다고 보기 위해서는 형법상 교사행위에 준하여 다른 사업자로 하여금 부당지원행위를 하도록 교사하는 행위 또는 이에 준하는 행위를 하여야 할 것인바, 효성은 원고 효성투자개발로 하여금 이 사건 TRS 거래를 행하도록 한 사실이 없으므로, 적어도 효성에 대해서는 구 공정거래법 제23조 제1항 제7호 가목 위반을 이유로 제재처분을 할 수 없다.

5) 원고 3에 대한 시정명령의 위법성

이 사건 TRS 거래가 구 공정거래법 제23조의2 제1항 위반에 해당하지 않으므로, 이와 다른 전제에서 한 원고 3에 대한 시정명령은 위법하다.

설령 이 사건 TRS 거래가 구 공정거래법 제23조의2 제1항 위반에 해당한다고 보더라도, 원고 3은 원고 효성투자개발의 이 사건 TRS 거래에 관여한 사실이 없으므로, 적어도 원고 3에 대해서는 공정거래법 제23조의2 제4항 위반을 이유로 제재처분을 할 수 없다.

나. 판단

1) 구 공정거래법 제23조 제1항 제7호 가목 적용의 위법성 주장에 대하여

가) 행위유형 요건 불충족 주장에 대하여

(1) 피고의 의결서상 이 사건 지원행위의 구조

피고는, 이 사건 TRS 거래가 사실상 무상 담보제공 내지 무상 채무보증과 동일하고, 이는 그 자체로 지원행위에 해당하고, 원고 GE는 원고 효성투자개발의 이 사건 TRS 계약의 체결로 인하여 이 사건 CB를 낮은 금리로 발행할 수 있었는데, 원고 GE가 이 사건 CB 발행의 위험을 원고 효성투자개발에게 이전하였음에도 그에 상응하는 대가를 제공하지 아니한 사실만으로 상당히 유리한 조건의 거래에 해당하며, 이를 통하여 원고 GE에게 과다한 경제상 이익을 제공하였다고 판단하였다.

아울러 원고 효성투자개발이 이 사건 TRS 거래를 통하여 원고 GE에게 제공한 경제상 이익은 원고 GE가 이 사건 TRS 거래를 통해 정상금리의 하한에 비해 상당히 낮은 금리로 CB를 발행함으로써 발생한 금리 차익, 이 사건 거래를 통해 원고 GE의 퇴출이 저지됨으로써 원고 GE가 계속하여 사업을 영위할 수 있었던 이익 등으로 평가하였다.

피고는 의결서에서 이 사건 거래가 3개의 계약, 즉 원고 효성투자개발과 SPC 사이에 체결된 이 사건 TRS 계약, SPC와 대주단 사이에 체결된 이 사건 대출 약정, SPC와 원고 GE 사이에 체결된 이 사건 CB 인수계약이 전체적으로 SPC를 중심으로 연결된 하나의 단일한 목적으로 만들어낸 하나의 거래행위라고 기술하기도 하였다.

그러나 이는 원고 효성투자개발, 대주단, 원고 GE가 재무상황이 부실한 원고 GE의 자금 조달을 위한 목적을 달성하기 위해 이 사건 거래를 고안하였음을 표현한 것일 뿐, 의결서의 전체적인 내용 및 피고의 이 법원에서의 주장 등에 종합하면, 피고도 전체적으로 이 사건 지원행위의 구조를 간접지원의 형태로 파악하고 있는 것으로 보이고, 실제로도 원고 효성투자개발이 이 사건 TRS 계약 및 이 사건 담보제공을 통하여 원고 GE로 하여금 대주단이 설립한 SPC에 이 사건 CB를 유리한 조건으로 발행할 수 있도록 함으로써 자금을 차용할 수 있도록 한 것이어서 이 사건 거래의 구조는 간접지원의 형태로 볼 수 있다.

(2) 지원행위의 성립 여부

(가) 관련 법리

구 독점규제 및 공정거래에 관한 법률(1999. 12. 28. 법률 제6043호로 개정되기 전의 것) 제23조 제1항, 제2항, 같은 법 시행령(1999. 3. 31. 대통령령 제16221호로 개정되기 전의 것) 제36조 제1항 [별표] 제10호의 각 규정을 종합하면, 부당한 자금·자산·인력의 지원행위라 함은 '사업자가 부당하게 특수관계인 또는 다른 회사에 대하여 가지급금·대여금·인력·부동산·유가증권·무체재산권 등을 현저히 낮거나 높은 대가로 제공 또는 거래하거나 현저한 규모로 제공 또는 거래하여 과다한 경제상 이익을 제공함으로써 특수관계인 또는 다른 회사를 지원하는 행위로서 공정한 거래를

저해할 우려가 있는 행위'를 말하며, 여기서 '현저히 낮거나 높은 대가로 제공 또는 거래하거나 현저한 규모로 제공 또는 거래하여 과다한 경제상 이익을 제공'한 것인지 여부를 판단함에 있어서는 급부와 반대급부 사이의 차이는 물론 지원성 거래규모와 지원행위로 인한 경제상 이익, 지원기간, 지원횟수, 지원시기, 지원행위 당시 지원객체가 처한 경제적 상황 등을 종합적으로 고려하여 구체적·개별적으로 판단하여야 할 것인바, 지원주체가 지원객체를 지원하기 위한 목적으로서 지원행위를 하되 지원주체와 지원객체 사이의 직접적이고 현실적인 자산거래나 자금거래행위라는 형식을 회피하기 위한 방편으로 제3자를 매개하여 자산거래나 자금거래행위가 이루어지고 그로 인하여 지원객체에게 실질적으로 경제상 이익이 귀속되는 경우는 지원행위에 해당한다(대법원 2004. 10. 14. 선고 2001두2881 판결, 대법원 2007. 1. 25. 선고 2004두7610 판결 등 참조).

(나) 지원행위의 성립 여부와 관련한 쟁점

- ① 원고들은, 이 사건 TRS 가치의 적정성을 평가한 리안 보고서에서 이 사건 TRS 계약의 가치를 '0'으로 만드는 전환사채 발행조건을 계산하였고, 원고 효성투자개발은 리안 보고서를 토대로 이 사건 TRS 거래조건을 결정하였는데, 원고 효성투자개발로서는 이 사건 TRS 계약 체결시점으로부터 2년 뒤 정산차익을 수취하거나 콜옵션을 행사하여 이자수익 또는 전환권 행사를 통한 자본수익을 누리는 등으로 이 사건 TRS 계약을 체결할만한 독자적인 효익이 존재하였으므로, 이 사건 TRS 계약은 지원행위에 해당하지 않는다고 주장한다.
- ② 이에 반하여, 피고는 이 사건 TRS 계약은 원고 효성투자개발의 사업목적이나 회사규모, 기초자산인 CB 발행회사와의 관계 등을 고려할 때 매우 이례적인 점, 이 사건 TRS 계약은 원고 효성의 치밀한 계획 및 설계 하에 이루어진 것으로 거래 결정 과정에서 계약당사자인 원고 효성투자개발이 배제된 채 이루어진 점, 원고 효성투자개발이 이 사건 CB를 인수하여 10년 이상 보유하는 장기 투자의 목적에서 이 사건 TRS 계약을 체결한 것으로 보기는 어려운 점, 원고 효성투자개발은 이 사건 TRS 계약에 대한 한국자산평가의 공정가치 평가 결과 등을 통하여 이 사건 TRS 계약이 (-)의 가치를 가진다는 것을 인지하고 있었던 점, 이 사건 TRS 계약은 비대칭적인 이행담보장치 등으로 인하여 원고 효성투자개발에게 현저히 불리한 조건의 거래인 점 등에 비추어 볼 때, 원고 효성투자개발의 이 사건 TRS 거래는 사실상 원고 GE의 이 사건 CB 발행에 따른 신용 위험만을 부담한 것임에도 원고 GE는 이에 대해 아무런 대가를 지급하지 않았는바, 이는 본질적으로 무상의 지급보증과 동일하므로 원고 GE에게 상당히 유리한 조건의 거래에 해당한다고 주장한다.
- ③ 원고 효성투자개발이 이 사건 TRS 계약을 통하여 원고 GE가 이 사건 CB 발행에 있어서 부담하여야 할 신용 위험을 아무런 대가 없이 대신 부담한 것으로서 원고 GE에 대한 지원행위에 해당하기 위해서는 원고 효성투자개발과 SPC 사이의 이 사건 TRS 계약이 원고 효성투자개발에게는 아무런 이익이 없는 (-)의 가치를 가지는 것이 전제되어야 할 것이다.

따라서 이하에서는 이 사건 TRS 계약이 원고 효성투자개발의 원고 GE에 대한 지원행위에 해당하는지 여부를 판단하기 위해 원고들이 가장 객관적이고 공정하게 평가하였다는 리안 보고서상 이 사건 TRS 계약의 가치평가가 적정한지 여부를 검토한 뒤, 이 사건 TRS 계약의 체결과정, 이 사건 TRS 계약의 거래조건, 이 사건 TRS 계약의 정산시점에서 예상되는 손익구조, 이 사건 TRS 계약을 통해서 원고 GE가 얻게 된 경제적 이익 등을 토대로 이 사건 TRS 거래가 지원행위에 해당하는지 여부를 살펴보기로 한다.

(다) 리안 보고서상 이 사건 TRS 계약의 가치 평가의 적정 여부

① 인정사실

앞서 든 증거들 및 갑 제6호증, 을 제4호증의 각 기재에 변론 전체의 취지를 종합하면, 다음의 사실이 인정된다.

(a) 효성 재무본부는 이 사건 TRS 계약이 계열회사 간 내부거래의 성격을 가지고 있어 그로 인한 법률적 문제를 예방하고자 법무법인 광장의 자문을 받아 원고 효성투자개발로 하여금 회계법인 리안에 TRS 계약의 가치평가를 의뢰하게 하였고, 그에 따라 리안 보고서가 작성되었다.

(b) 회계법인 리안은 원고 GE의 재무상황 및 1주당 지분가치를 산정하였는데, 2014. 10. 31.을 실사기준일로 하여 원고 GE가 제시한 과거자료 및 미래의 영업에 대한 추정 등을 기초로 회사의 자산·부채에 대한 실사를 거쳐 위 일자를 평가기준일로 하여 현금흐름할인법에 의하여 원고 GE의 1주당 지분가치를 산정하였다.

(c) 리안 보고서에는 회사의 자산·부채에 대한 실사를 위한 자료의 작성책임 및 제시의무는 회사에 있고, 회계법인 리안이 수행한 실사업무에는 금융기관 및 회사의 채권자·채무자에 대한 조회확인 및 자산의 실물확인 절차를 포함하지 아니한다고 기재되어 있다.

이러한 실사기준은 재무제표의 적정성에 대한 의견을 표현하는 회계감사와는 차이가 있고, 회사의 재무상태와 경영성과에 대한 감사의견을 포함한 어떠한 형태의 보증도 제공하지 아니한다고 명시되어 있다.

(d) 한편, 리안 보고서에는 이 사건 TRS 계약이 제3자를 활용한 간접적인 지원행위가 될 수 있어 이를 방지하기 위해서는 두 가지 조건을 만족하여야 한다고 기술되어 있다.

그중 첫 번째 조건은 이 사건 TRS 계약의 계약시점의 공정가치가 0이어야 하며, 이를 만족하기 위해서는 전환사채의 행사가격이 적정하여야 한다는 것이고, 두 번째 조건은 원고 GE의 사업과 미래 전망에 대한 분석 등은 합리적인 의사결정을 내리기 위하여 기본적으로 수반되어야 한다는 것이다.

(e) 리안 보고서는 이 사건 TRS 계약의 거래조건을 공정하게 결정할 수 있도록 이 사건 전환사채의 만기별 적정 행사가격을 정하고 있는데, 기대만기 2년 ~ 30년의 범위에서 적정 행사가격은 5,242원 ~ 8,464원으로 점차 증가하는 것으로 산출하고 있고, 기대만기가 투자의사 결정 단계에서 잠정적으로 결정되어야 한다고 기재되어 있다.

(f) 한편, 회계법인 리안의 회계사로 리안 보고서를 작성한 소외 4는 원고 효성투자개발의 독점규제및공정거래에관한법률위반 등 피의사건에 관하여 검찰에서 조사를 받을 당시 위 보고서 용역의 의뢰자는 원고 효성투자개발의 손철익 부장이지만 원고 GE의 소외 6 상무와 소외 5 팀장으로부터 용역과 관련한 자료를 제공받는 등 위 보고서 용역 수행 과정에서 함께 일을 하였다고 진술하였다.

(g) 검찰이 소외 4의 PC에서 압수한 엑셀파일들에는 원고 GE의 기업가치와 1주당 지분가치가 표시되어 있는데, 그중 2014. 11. 28.자로 최종 수정된 파일에는 각 약 13억 원, △8,667원으로, 2014. 12. 3.자로 최종 수정된 파일에는 각 약 642억 원, 1,622원으로, 2014. 12. 5.자로 최종 수정된 파일에는 약 723억 원, 2,951원으로 각 기재되어 있다.

이와 관련하여 소외 4는 검찰에서 자신의 업무스타일이 보수적으로 평가하면서 점차 긍정적인 요소를 가미하는 스타일이라서 최종값 외 중간에 평가된 가격은 의미가 없다는 취지로 진술하였다.

(h) 한편, 원고 GE의 소외 5는 소외 4에게 용역보고서를 작성하는 데 참고하라면서 "GE 사업전망 및 경영정상화 가능성이 최대한 Bright하게 나와야 합니다.

"라는 내용 등이 기재되어 있는 아래의 효성 내부문건을 건네주기도 하였다.

이와 관련하여 소외 4는 검찰에서 "소외 5 팀장이 제게 자료를 전달하면서 '참고하세요.'라고 말한 적이 있었던 것 같긴 하지만, 저는 그 말과 이 자료에 대해 크게 신경 쓰지는 않았습니다.

"라고 진술하였다.

소외 5 부장님 (참조 : 소외 6 상무님)보내드린 법률 검토보고서를 살펴보면, 효성투자개발 이사진의 법률 이슈를 줄이기 위해서는 TRS 계약을 체결하는 효성투자개발 이사회에서 TRS 계약 체결의 정당성을 확보하는 것이 중요합니다.

(중략)3. 효성투자개발이 3년 후 영구 전환사채를 매입 후 매각 or 전환할 경우, 이익을 볼 가능성이 손실 가능성보다 크다는 의견(결국, 이 부분은 보통주 전환가격 보다 3년 후 청산시점에 갤럭시아일렉트로닉스의 주식 가치가 더 높은지 여부입니다.

)→ 갤럭시아일렉트로닉스 사업 전망(동종업계 동향 포함) 및 경영정상화 가능성 ※ 최대한 Bright하게 나와야 합니다.

→ 갤럭시아일렉트로닉스 손익 및 재무상태 예상 추이→ 3년 후 정산시점의 예상 주식 가치

② 리안 보고서상 가치평가의 문제점

(a) 전환사채의 가치는 일반 회사채의 가치와 전환권의 가치를 더한 것이라고 볼 수 있어서 전환사채 가치평가의 핵심은 전환권의 가치평가라고 할 수 있다.

그런데 전환권의 가치평가에서 영향을 미치는 요소는 1주당 지분가치, 변동성, 옵션평가모형, 유효이자율, 기대만기 등이 있는데, 그중 1주당 지분가치의 평가가 큰 영향을 미친다.

(b) 일반적으로 기업의 지분가치를 평가하는 방법에는 자산가치 평가방법, 수익가치 평가방법, 시장가치 평가방법이 있는데, 리안 보고서는 원고 GE의 1주당 지분가치를 평가함에 있어서 수익가치 평가방법 중 현금흐름할인법을 사용하였다.

그런데 현금흐름 추정의 기초자료는 대부분의 경우 '추정기간 직전년도'의 자료이므로, 원고 GE의 경우 2014. 10. 31. 기준 2014년의 기초자료가 얼마나 객관적이고 정확한가에 따라 현금흐름 추정에 지대한 영향을 미치게 된다.

(c) 리안 보고서는 재무실사를 통해 원고 GE가 제시한 154.5억 원의 순자산을 39.2억 원으로 조정 하는 등 재무실사를 통한 객관적 정보를 기업가치평가에 반영하였다고 기재하고 있다.

그러나 순자산에 대한 조정은 '재무상태표'에 대한 조정일 뿐이어서 조정결과를 현금흐름 예측의 기준이 되는 '손익계산서'에 반영하지 않는 한 미래현금흐름예측에 어떠한 영향도 미치지 않는데, 리안 보고서는 정작 손익계산서에 관해서는 원고 GE가 2014. 10. 31.을 기준으로 제시한 가결산금액을 그대로 사용하였다는 점에서 객관성이 크게 떨어진다.

(d) 원고 GE의 손익계산서에 적정한 실사수정이 이루어졌을 경우의 실제 매출과 비용은 삼덕회계법인의 원고 GE에 대한 2014년 감사보고서(갑 제55호증)를 통해서 확인할 수 있는데, 회계법인 리안은 2014년 전체 영업이익을 (-) 16억

원으로 보고하였으나, 삼덕회계법인의 감사보고서에 의하면 원고 GE의 전체 영업이익이 약 (-) 157억 원으로 평가되어 있어 리안 보고서와는 약 140억 원의 차이가 있다.

- (e) 한편, 리안 보고서는 렉스맥스(Luxmax USA) 매출 가운데 ESCO 사업 중 비경상적 매출(효성의 ESCO 사업 관련 납품 매출)의 경우 불확실성을 감안하여 '과거 3개년 평균매출액'을 기준으로 연간 3%의 성장률을 적용한다고 가정하면 2015년을 기준으로 한 ESCO 사업의 매출추정액은 약 63억 원임에도 리안 보고서에서 제시하는 매출추정액은 약 127억 원으로 과대 계상되었다.

또한 리안 보고서는 ESCO사업에 관하여 매출원가율 95.27%를 적용했다고 기재하고 있으나, 리안 보고서에서 제시한 매출과 매출원가를 통하여 매출원가율을 역산해보면 실제 적용된 매출원가율은 87.28%이므로, 매출원가율 '95.27%'는 오기인 것으로 보이는데, 비용에 해당하는 매출원가를 과소 계상할 경우 영업이익이 늘어나서 미래현금흐름에 양(+)의 효과를 유발할 것이라는 점은 분명하다고 볼 수 있다.

- (f) 따라서 앞서 본 바와 같은 원고 GE의 손익계산서에 재무실사에 따른 수정사항이 반영되지 아니한 오류와 ESCO 사업 부문의 렉스맥스(Luxmax USA) 매출 과대계상의 오류 및 매출원가 과소계상의 오류를 제거할 경우 실제 원고 GE의 1주당 지분가치는 리안 보고서상 제시된 금액보다 훨씬 낮아질 것으로 보인다.

③ 원고 효성투자개발 입장에서의 이 사건 TRS 계약의 가치

원고들은, 회계법인 리안이 블랙-숄즈 모형을 이용하여 이 사건 TRS 계약의 가치를 0으로 만드는 전환사채 발행조건을 계산하였고, 원고 효성투자개발이 이를 토대로 이 사건 TRS 거래조건을 결정하였다고 주장하고 있고, 리안 보고서도 같은 취지로 작성되어 있음을 명시하고 있다.

그러나 리안 보고서는 원고 GE의 1주당 지분가치를 과대평가함으로써 전환권의 가치를 높게 산정하였음은 앞서 본 바와 같고, 그로 인하여 이 사건 CB의 가치도 고평가되었을 것인바, 원고들이 신빙성을 부여하는 리안 보고서에 의하더라도 결과적으로 이 사건 TRS 계약의 계약시점의 공정 가치는 원고 효성투자개발의 입장에서는 (-)의 가치를 가진다고 볼 수 있다.

(라) 이 사건 TRS 계약이 원고 GE에게 상당히 유리한 조건의 거래에 해당하는지 여부

위 인정사실 및 앞서 든 증거들에 변론 전체의 취지를 종합하여 인정되는 다음의 사정에 비추어 보면, 이 사건 TRS 계약은 형식적으로는 원고 효성투자개발과 SPC 사이의 쌍무계약의 형식이나 실질적으로는 원고 효성투자개발이 SPC가 이 사건 CB를 인수함으로써 발생하는 모든 현금흐름, 즉 시장위험과 신용위험을 인수하는 형태의 계약으로, 실질적으로는 SPC에 대하여 SPC가 원고 GE로부터 이 사건 CB를 인수하면서 제공한 투자원금과 연 5.8%의 이자를 지급보증해 준 것으로 볼 수 있다.

아울러 원고 효성투자개발은 이 사건 TRS 계약 조건에 따라 이 사건 담보제공까지 해주었다.

원고 효성투자개발은 원고 GE로부터 이 사건 TRS 계약 체결의 대가로 어떠한 반대급부도 제공받지 아니하였는바, 이 사건 TRS 계약은 원고 GE에 대한 관계에서는 무상보증에 준하는 것이어서 상당히 유리한 조건의 거래에 해당한다.

① 이 사건 TRS 계약 당시의 상황

- (a) 원고 GE는 스테이디엄의 풋옵션 행사에 따라 2013. 7. 2. 풋옵션 행사의 상대방이자 원고 GE의 대주주인 원고 3과 트리니티에셋이 스테이디엄에 지급할 자금을 마련하기 위하여 실시한 유상감자 등에 따른 재무구조 악화 및 삼일

회계법인의 2013년 회계연도 감사 결과 한정 의견 표명 등에 따라 원고 GE의 자금난은 매우 심각한 상황이 되었다.

(b) 그에 따라 원고 GE는 자금 융통을 위한 다양한 방안을 모색하였으나 모두 실패하였고, 원고 GE가 보유하고 있던 주식 및 부동산을 매각하기도 하였다.

한편, 원고 GE와 거래를 하던 금융기관에서는 원고 GE에 대하여 대출금리의 인상을 요구하거나 원고 GE가 2014년 말까지 유상증자를 하지 아니하는 경우 전액 상환을 할 것을 요청하거나 2014. 말까지 자본 확충 여부를 확인한 후 만기 연장 여부를 검토하겠다고 하는 등으로 압박하였다.

그에 따라 효성 재무본부에서는 원고 GE의 요청으로 원고 GE의 자본 확충 방안을 논의하던 중 영구채 발행 방안을 제안하였고, 그에 따라 2014. 10.경 효성엔지니어링이 발행한 CB와 관련하여 효성이 TRS 계약을 체결하는 데 관여하였던 하나투자금융 등과 함께 이 사건 거래구조를 설계하게 되었다.

② 유동성 위기에서 상당한 유동성의 확보 및 자본 잠식의 모면

(a) 원고 GE는 감사보고서상 2013. 말 기준으로 부채비율이 373.7%였고, 리안 보고서에 의하면 2014. 10. 말 기준으로 부채비율이 1,829%에 달하는 등 심각한 유동성 위기 상황에서 이 사건 TRS 계약을 통해 이 사건 CB를 발행하게 됨으로써 250억 원의 자금을 조달하여 이를 모면하였는바, 위 250억 원은 원고 GE 자본금의 약 7.4배에 달하는 규모였다.

(b) 원고 GE는 2014. 12. 30.과 2015. 3. 31. 두 차례에 걸쳐 회계기준상 자본으로 평가 받는 영구채 성격의 이 사건 CB를 발행함으로써 자본총계가 각 118억 원 및 129억 원이 증가하게 되었다.

이 사건 CB 발행으로 인한 원고 GE의 자본증가 효과(누적)는 2014년 118억 원, 2015년 247억 원인바, 이를 각 원고 GE의 기말 재무제표상 자본총계에서 차감하면 아래 기재와 같이 2014년 말 자본총계는 △9억 원, 2015년 말 자본총계는 △66억 원으로 산정된다.

원고 GE의 이 사건 CB 미발행 시 자본총계의 변화 (단위: 억 원)구분13년 말14년 말15년 말16년 말17년 말18년 말재무제표상 자본총계A189109182197△22△178영구채 발행으로 인한 자본증가액B118129???영구채 발행으로 인한 자본증가 누적액B?118247247247247이 사건 CB 미발행 시 자본총계A-B189△9△66△50△270△425

③ 이 사건 TRS 계약과 일반적인 TRS 계약의 차이

(a) SPC는 원고 효성투자개발과 사이에 원고 GE의 이 사건 CB를 기초자산으로 하는 TRS 계약을 체결하면서 정산기일의 정산차액의 이행을 담보하기 위하여 별지 3 기재 부동산을 포함하여 이 사건 담보제공을 받았다.

원고 효성투자개발의 이 사건 담보제공에 따라 원고 GE의 신용상태 변동 여부와 무관하게 원금과 이자의 변제가 확실하게 보장되자 원고 GE의 이 사건 CB의 발행이 비로소 가능하게 되었는데, 원고 효성투자개발은 이 사건 TRS 거래 과정에서 원고 GE로부터 아무런 대가도 지급받지 아니하였다.

(b) 원고 효성투자개발은 SPC와 이 사건 TRS 계약을 체결함에 있어 2년 후 청산가격[투자원금(250억 원) + 이자(연 5.8%)]이 공정가액을 초과하는 경우 그 차액을 지급하기로 약정하였을 뿐 아니라 위 투자원리금의 지급을 담보하기 위하여 별지 3 기재 부동산을 포함한 이 사건 담보제공까지 무상으로 하였다는 점에서 이 사건 TRS 계약은 극히 원고 효성투자개발에게 불리한 조건의 계약이다.

(c) 통상적으로 제3자가 주채무자를 위하여 부동산을 담보제공한 경우 물상보증인으로서 주채무자에 대하여 구상권을 행사할 수 있는 반면, TRS 계약을 체결하는 경우 물상보증과 달리 보장매도인이 주채무를 변제한 경우 주채무자에 대하여 구상권을 가질 수 없으므로 TRS 계약을 체결한 보장매도인은 지급보증보다 더 불리한 위치에 처하게 된다고 볼 수 있다.

(d) 이 사건 TRS 계약의 기초자산인 이 사건 CB는 표면상으로는 30년 만기이지만 원고 GE의 선택에 따라 30년 단위로 만기 연장이 얼마든지 가능한 영구채의 형태임에도 투자자에게는 풋옵션(put option)이 부여되지 아니하여 투자자가 자신의 선택에 의하여 원고 GE에 대하여 원리금을 회수할 수 있는 방법은 없었다.

또한 이 사건 CB는 무보증 후순위 전환사채로 원고 GE의 부도가 발생하면 투자금을 회수할 수 있는 별도의 장치가 없고, 기업 청산과정에서 변제순위도 후순위라 매우 불리한 조건이다.

④ 이행담보의 편면적 제공

원고 효성투자개발은 이 사건 TRS 계약에 대한 정산 이행을 위한 담보장치로 이 사건 담보제공을 하였으나, SPC로부터는 SPC가 원고 효성투자개발에게 정산금액을 지급해야 하는 경우를 대비한 이행담보장치를 전혀 제공받지 못하였다.

이 사건 TRS 계약은 정산 시 이행의무에 대한 담보 제공의 측면에서도 현저히 균형을 잃은 것으로, 원고 효성투자개발에게 일방적으로 불리한 거래로 볼 수 있다.

한편, 원고 효성투자개발은 2014. 12. 30. 구 공정거래법 제11조의2에 따라 '특수관계인에 대한 담보제공'이라는 제목으로, 거래상대방을 'GE', 채권자를 'SPC', 담보물을 '별지 3 기재 부동산', 담보기간을 '2014. 12. 30.부터 본 채무 상환 또는 본 계약 정산 완료시까지', 담보한도를 '300억 원', 거래의 조건을 '본건은 2014년 12월 29일 GE와 SPC간 체결한 후순위 전환사채 인수계약에 따라 당사자 담보를 제공하는 건임'이라고 기재하여 이를 공시하였다.

⑤ 이 사건 TRS 계약 거래조건의 결정과정

원고 GE로부터 자금 조달에 대한 도움을 요청받은 효성 재무본부는 이 사건 TRS 거래의 주관사였던 하나금융투자 및 대주단과 이 사건 CB의 발행시기, 발행금리, 이 사건 TRS 계약조건 등을 협의하여 정하였다.

원고 효성투자개발은 그 대표이사인 소외 2가 효성 기업집단의 동일인인 소외 1의 4촌이고, 사내이사 소외 3도 효성 재무본부 회계담당 상무를 겸하고 있었으며, 실제 직원은 1명에 불과하였는데, 이 사건 TRS 계약 체결과정에서 형식적인 서류 업무 등을 처리하면서 추후 임원들이 부담하게 될 형사책임 등을 피하기 위한 방안만 검토하였을 뿐, 원고 효성투자개발의 독자적인 이익을 고려하여 이 사건 TRS 계약의 거래조건을 결정한 것으로 보이지는 않는다.

⑥ 이 사건 TRS 계약의 정산시점에서 예상되는 손익구조

(a) 원고 효성투자개발과 SPC 사이의 이 사건 TRS 계약의 정산시점은 이 사건 CB 발행일로부터 2년이 되는 날(2012. 12. 30.)이고 이 사건 대출계약의 최종상환일도 2016. 12. 30.로 되어 있으며, 리안 보고서에서도 원고 효성투자개발의 회계법인 리안에 대한 용역의뢰내용도 SPC가 2년 후 영구전환사채를 매각할 예정임을 전제로 하고 있다.

실제로도 효성은 2016. 10. 말부터 대주단을 상대로 이 사건 TRS 계약의 연장을 시도하였으나 모두 실패하였고, 메리츠증권 등 6개 증권사 및 한화생명 등 7개 보험사 등을 대상으로 이 사건 TRS 계약의 새로운 대주로 참여할 것을 제안하였으나 기존 계약조건에 비해 더 불리한 조건을 제시받음에 따라 새로운 대주 모집도 실패하였다.

(b) 원고 GE는 2013. 6. 23. 삼일회계법인으로부터 2013년도 감사보고서에서 한정의견을 받음으로써 최소 3년간은 유가 증권 시장에서의 상장이 불가능하였다.

또한 동반성장위원회가 2012. 1. 1.경 LED 조명을 중소기업적합업종으로 지정하여 대기업집단의 계열사인 원고 GE의 영업 수행에도 제한이 있는 등 경영상황이 악화되고, 원고 GE 제품의 경쟁력도 선도기업과 중국업체 사이에 끼어서 점차 상실해 가게 되었으며, 자금 사정도 악화되어 실질적으로는 자본잠식 상태에 이르게 됨으로써 이 사건 TRS 계약의 정산시점까지 주식의 가치가 전환가격 이상으로 증대되기를 기대하는 것도 사실상 불가능하였다.

그에 따라 원고 효성투자개발 입장에서는 이 사건 TRS 계약을 체결할 당시 정산차익을 기대할 수는 없고, 오직 SPC가 이 사건 CB를 인수함에 따라 부담하게 되는 신용 위험만을 일방적으로 떠안게 되었다.

(c) 원고 효성투자개발이 이 사건 TRS 거래의 결정 근거로 삼았다는 리안 보고서에 의하더라도 이 사건 TRS 계약의 정산일인 2년 만기 시점에서의 적정 전환사채 행사가격도 5,242원에 불과하여 이 사건 CB의 전환권 행사가격인 7,500원에 훨씬 못 미치는 상황이었다.

따라서 합리적인 투자자라면 이 사건 TRS 계약을 체결하지 아니하였을 것으로 보인다.

(마) 과다한 경제상 이익을 제공하였는지 여부

① 관련 법리

구 공정거래법 제23조 제1항 제7호 가목은 '상당히 유리한 조건으로 거래'하여 특수관계인 또는 다른 회사를 지원하는 행위를 지원행위로 규정하고 있고, 같은 조 제3항의 위임에 기한 같은 법 시행령 제36조 제1항 [별표 1의2] 제10호는 상당히 낮거나 높은 대가로 제공 또는 거래하거나 상당한 규모로 제공 또는 거래하여 과다한 경제상 이익을 제공함으로써 특수관계인 또는 다른 회사를 지원하는 행위를 지원행위로 규정하고 있는바, 거래의 조건에는 거래되는 상품 또는 역무의 품질, 내용, 규격, 거래수량, 거래횟수, 거래시기, 운송조건, 인도조건, 결제조건, 지불조건, 보증조건 등이 포함되고 그것이 자금, 자산, 인력 거래라고 하여 달리 볼 것은 아니며, 거래규모는 거래수량에 관한 사항으로서 거래조건에 포함된다고 할 수 있고 현실적인 관점에서 경우에 따라서는 유동성의 확보 자체가 긴요한 경우가 적지 않음에 비추어 상당한 규모로 유동성을 확보할 수 있다는 것 자체가 상당히 유리한 조건의 거래가 될 수 있으므로, '상당한 규모로 제공 또는 거래하여 과다한 경제상 이익을 제공'하는 것도 같은 법 제23조 제1항 제7호 가목 소정의 '상당히 유리한 조건의 거래'의 하나라고 볼 수 있을 것이지만, 상당한 규모의 거래라 하여 바로 과다한 경제상 이익을 준 것이라고 할 수 없고 상당한 규모의 거래로 인하여 과다한 경제상 이익을 제공한 것인지 여부는 지원성 거래규모 및 급부와 반대급부의 차이, 지원행위로 인한 경제상 이익, 지원기간, 지원횟수, 지원시기, 지원행위 당시 지원객체가 처한 경제적 상황 등을 종합적으로 고려하여 구체적·개별적으로 판단하여야 한다(대법원 2007. 1. 25. 선고 2004두7610 판결 참조).

② 구체적 판단

위 인정사실 및 앞서 든 증거들에 변론 전체의 취지를 종합하여 인정되는 다음의 사정을 앞서 본 법리에 비추어 보면, 원고 효성투자개발은 이 사건 TRS 거래를 통하여 원고 GE로 하여금 이 사건 CB 발행을 통하여 상당히 유리한 조건으로 자금을 조달하게 함으로써 원고 GE에게 과다한 경제상 이익을 제공한 것으로 볼 수 있다.

(a) 원고 GE는 2014년 말 사실상의 완전자본잠식 상태로 자체적인 자금 조달이 불가능한 상황이었음에도 원고 효성투자개발이 이 사건 TRS 거래를 통해 신용위험을 제거해줌에 따라 이 사건 CB를 발행하여 유입된 자금을 단기 차입금을 상환하는 데 사용하는 등 유동성 위기를 모면하였다.

(b) 원고 GE가 발행한 이 사건 CB는 영구채로서 회계기준상 자본으로 평가되었는데, 원고 GE가 이 사건 CB 발행으로 조달한 약 250억 원 상당이 재무제표상 자본으로 산입됨으로써 재무건전성이 개선되어 자본잠식을 피할 수 있었다.

그러나 원고 GE는 원고 효성투자개발의 이 사건 TRS 계약 체결의 대가로 어떠한 반대급부도 제공하지 아니하였다.

(c) 원고 GE가 이 사건 CB를 발행하여 조달한 자금의 규모는 2015년 말 현재 원고 GE의 자본금 33.7억 원의 741.2%에 달하고, 자본총액 181.6억 원을 초과하는 상당한 규모이다.

(d) 원고 효성투자개발의 이 사건 TRS 계약은 2014. 12. 29.과 2015. 3. 30. 두 차례에 걸쳐 각각 이루어졌고, 이 사건 TRS 계약은 정산일인 2016. 12. 30. 소외 1이 이 사건 CB를 인수함으로써 종료되었는바, 2년 동안 지속되었다.

(e) 이 사건 CB는 만기 30년으로 만기에 원고 GE의 선택에 의하여 횡수에 제한 없이 연장이 가능하고 이자지급의 정지도 횡수 제한 없이 가능한 무보증 후순위 채권으로, 투자자인 SPC는 중도상환도 요구할 수 없게 되어 있어 투자자에게 매우 불리한 조건이었다.

원고 GE로서는 원고 효성투자개발이 SPC와 체결한 이 사건 TRS 계약이 없었더라면 이 사건 CB의 발행이 상당히 곤란하였거나 이 사건 CB를 발행하였더라도 5.8%에 비해 상당히 높은 금리로 발행할 수 있었을 것으로 볼 수 있다.

실제로 원고 GE는 아래에서 보는 바와 같이 원고 효성투자개발의 TRS 계약으로 인하여 상당한 금리 차익을 얻었다고 평가할 수 있다.

(바) 소결

따라서 이 사건 거래가 구 공정거래법 제23조 제1항 제7호 가목 소정의 행위유형 요건을 충족하지 못하였다는 원고의 이 부분 주장은 이유 없다.

나) 이 사건 CB의 정상금리 산정의 위법 주장에 대하여

(1) 관련 법리

구 독점규제 및 공정거래에 관한 법률(2013. 8. 13. 법률 제12095호로 개정되기 전의 것) 제23조 제1항 제7호의 '현저히 유리한 조건의 거래'의 한 유형인 구 독점규제 및 공정거래에 관한 법률 시행령(2014. 2. 11. 대통령령 제25173호로 개정되기 전의 것) 제36조 제1항 [별표 1의2] 제10호 (나)목의 '부당한 자산·상품 등 지원' 행위에서 '현저히 낮거나 높은 대가'의 거래란 당해 거래에서의 급부와 반대급부 사이의 차이가 '정상가격'에 의한 거래에 비하여 현저히 낮거나 높은 거래를 말하고, 여기서 정상가격이란 당해 거래 당사자들 사이에 이루어진 경제적 급부와 동일한 경제적 급부가 시기, 종류, 규모, 기간 등이 동일 또는 유사한 상황에서 특수관계가 없는 독립된 자 사이에 이루어졌을 경우 형성되었을 거래가격 등을 의미한다.

한편, 정상가격이 이와 같이 부당한 지원행위에 해당하는지의 판단요소가 되어 부당한 지원행위에 따른 시정명령이나 과징금 부과 등 제재적 행정처분과 형사처벌의 근거가 되는 점이나 구 독점규제 및 공정거래에 관한 법률(2013. 8. 13. 법률 제12095호로 개정되기 전의 것)이 부당한 지원행위를 금지하는 취지 등을 고려할 때, 피고가 당해 거래와 동일한 실제 사례를 찾을 수 없어 부득이 유사한 사례에 의하여 정상가격을 추단할 수밖에 없는 경우에는, 단순히 제반 상황을 사후적·회고적인 시각에서 판단한 결과 거래 당시에 기대할 수 있었던 최선의 가격이나 당해 거래가격보다 더 나은 가격으로 거래할 수도 있었을 것이라 하여 가벼이 이를 기준으로 정상가격을 추단하여서는 아니 된다.

이 경우 먼저 당해 거래와 비교하기에 적합한 유사한 사례를 선정하고 나아가 그 사례와 당해 거래 사이에 가격에 영향을 미칠 수 있는 거래조건 등의 차이가 존재하는지를 살펴 그 차이가 있다면 이를 합리적으로 조정하는 과정을 거쳐 정상가격을 추단하여야 한다.

그리고 정상가격이 이와 같은 과정을 거쳐 합리적으로 산출되었다는 점에 대한 증명책임은 어디까지나 시정명령 등 처분의 적법성을 주장하는 피고에게 있다(대법원 2015. 1. 29. 선고 2014두36112 판결, 대법원 2016. 3. 10. 선고 2014두8568 판결 등 참조).

구 독점규제 및 공정거래에 관한 법률(2013. 8. 13. 법률 제12095호로 개정되기 전의 것)이 2013. 8. 13. 법률 제12095호로 개정됨으로써 종전의 '현저히 유리한 조건으로 거래하는 행위'라는 법문이 구 공정거래법 제23조 제1항 제7호 가목에서 '상당히 유리한 조건으로 거래하는 행위'로 변경되었으나 정상가격 산정에 관한 위 법리는 구 공정거래법 제23조 제1항 제7호 가목의 해석에서도 그대로 적용될 것으로 판단된다.

(2) 피고의 정상금리 산정방식의 위법 여부

(가) 피고의 정상금리 산정방식

피고는, 이 사건 CB를 인수한 SPC가 이 사건 TRS 계약 조건에 따라 원고 효성투자개발의 서면 동의가 없는 경우 전환권 행사나 양도가 불가능하였다는 점에 비추어 볼 때, 이 사건 CB는 주식전환을 통한 이익보다는 이자소득에 중점을 두는 상품으로 평가할 수 있어 그 실질은 회사채와 동일하다는 전제에서 이 사건 CB의 유사 사례로 공모 회사채를 선택하였다.

그리고 피고는 원고 GE보다 신용등급이 우위에 있는 BBB- 신용등급의 회사가 후순위 조건이 부가되어 있지 않은 만기 10년짜리 무보증 회사채를 발행할 경우 시장에서 받을 수 있는 객관성을 가지는 금리를 정상금리의 하한으로 볼 수 있다는 전제에서, 민평금리를 이용하여 공모 회사채 금리를 산정한 다음, 민평금리와 공모 회사채 금리 사이의 차이를 조정하는 방식으로 정상금리를 산정하였음은 앞서 본 바와 같다.

(나) 피고의 정상금리 산정방식이 적정한지 여부

갑 제6, 12, 14, 45호증, 을 제18호증의 1, 2, 3, 을 제24, 30, 57, 59, 60, 62호증의 각 기재에 변론 전체의 취지를 종합하여 인정되는 다음의 사정에 비추어 보면, 피고가 이 사건 CB의 비교대상으로 공모 회사채를 선택한 뒤 민평금리와 공모 회사채 금리 사이의 차이를 조정하는 방식으로 정상금리를 산정한 것은 정상금리 산정에 관한 법리에 위배된다고 보기는 어렵다.

따라서 원고들의 이 부분 주장은 이유 없다.

① 원고 GE의 이 사건 CB 발행을 통한 자금 조달의 본질

(a) 검토의 필요성

원고들은, 피고가 이 사건 TRS 계약 조건에 따라 원고 효성투자개발의 서면 동의가 없는 경우 이 사건 CB를 인수한 SPC의 전환권 행사나 양도가 불가능하였다는 점에 비추어 볼 때, 투자자 입장에서 이 사건 TRS 계약이 결부된 이 사건 CB는 주식전환을 통한 이익보다는 이자소득에 중점을 두는 상품으로 평가할 수 있고, 이러한 점에서 그 실질은 회사채와 동일하다고 볼 수 있다고 주장하는 데 대하여, 피고가 이 사건 CB의 정상금리의 판단기준으로 '원고 효성투자개발의 이 사건 TRS 거래가 없는 상태에서 신용상태, 자금조달 시기, 조달방식, 자금조달 규모, 만기 등이 동일 또는 유사한 상황에서 특수관계가 없는 독립된 금융기관으로부터 자금을 조달하였을 때의 금리'가 된다고 하면서도 이 사건 CB의 정상금리를 산정할 때에는 이 사건 TRS 계약상의 전환권 행사 또는 양도 제한 조항 등을 결부시

켜 이를 기준으로 판단하는 것은 논리적으로 모순된다고 지적한다.

피고가 정상금리의 판단기준에서의 전제와 달리 이 사건 CB의 정상금리의 산정을 이 사건 TRS 계약조건을 결부시켜서 판단하는 것이 모순이라는 원고들의 지적은 일응 타당한 것으로 볼 수 있다.

피고가 공모 회사채의 금리를 기초로 이 사건 CB의 정상금리를 산정한 논거 중 하나가 이 사건 CB가 실질은 회사채와 동일하다고 볼 수 있다는 점이므로, 위와 같은 원고들의 지적을 감안하여 이 사건 TRS 계약조건을 결부시키지 않더라도 이 사건 CB의 실질을 회사채와 동일하게 볼 수 있는지 여부는 검토되어야 할 필요가 있다.

이 사건 CB의 실질을 회사채와 동일하게 평가할 수 있는지, 그에 따라 이 사건 CB 발행 시 정상금리의 산정에 있어서 전환권의 가치를 고려하지 않아도 되는지 여부와 관련해서 우선적으로 고려되어야 할 것은 SPC를 설립한 대주단, 원고 GE 및 원고 효성투자개발의 각각의 입장에서 원고 GE의 이 사건 CB를 통한 자금조달의 본질이 무엇인지라고 볼 수 있다.

(b) SPC를 설립한 대주단의 입장

- (ㄱ) 이 사건 거래 당시 효성 재무본부와 이 사건 거래구조를 논의하였던 하나금융투자의 소외 12는 효성투자개발 등에 대한 독점규제및공정거래에관한법률위반 등 사건과 관련하여 검찰에서 조사받을 당시 "당시 GE의 경영상황에서 일반적인 전환사채를 발행하였다면 CB의 신용 및 거래상 위험을 투자자(대주단)가 보유하고 있어 CB를 인수하지는 않았을 것인데, 효성투자개발의 부동산이 담보로 제공된 TRS 계약으로 인해 투자자는 GE의 신용상태 변동여부와 무관하게 원금과 이자(연 5.8%)를 효성투자개발로부터 보장받을 수 있어 GE 발행 전환사채를 인수한 것입니다. "라고 진술하였고, 조달 금리를 5.8%로 정한 이유를 묻는 질문에 대해서는 "효성투자개발이 약 300억 원 상당의 부동산을 담보로 제공하고 금융기관으로부터 대출을 받았을 때 적용되는 이율이 약 5.8%로 확인되어서 대주단에서 조달 금리로 5.8%를 요구하였습니다. "라고 진술하였다.

- (ㄴ) 소외 12와 대주단의 일원인 KB증권의 소외 13은 검찰에서 원고 GE가 발행하는 CB의 등급, 만기, 발행금액을 각각 BB~BB+, 30년, 250억 원으로 가정하였을 시 전환사채가 발행되었을 가능성은 매우 제한적이었을 것으로 보이고, 사모, 무보증 회사채(만기 20년, 등급 BBB-)의 금리 수준이 10.78% 수준인 점을 감안 시 가능성은 낮지만 본건 전환사채가 발행되었다고 가정하였을 경우 원고 GE가 발행한 금리수준은 10.78%라고 진술하였다.

한편, 소외 13은 검찰에서 이 사건 거래의 핵심은 원고 GE의 상환가능성이 아닌 이 사건 TRS 계약의 거래 상대방인 원고 효성투자개발의 신용도와 그 이행능력에 있었고, 이행을 담보할 부동산 담보능력이 중요했으므로, 원고 GE의 신용도는 거의 고려되지 않았던 것으로 알고 있다고 진술하기도 하였다.

- (ㄷ) 이 사건 거래 당시 대주단의 일원이었던 산은캐피탈의 직원인 소외 14도 검찰에서 조사받을 당시 산은캐피탈은 SPC에게 원고 GE가 발행한 CB를 인수하는 자금을 빌려주고 이자를 받는 것이고, 상환기간은 2년으로 2년 후 연장할 의사는 없었으며, 2년 후 이 사건 CB가 매각이 되는지 안 되는지에 대하여는 전혀 고려를 하지 아니하였다고 진술하였다.

그리고 산은캐피탈에서 대출 여부를 결정할 때 가장 중요하게 판단한 부분은 자금회수 가능성인데 이 사건 거래에서 원고 효성투자개발의 TRS 계약과 부동산 담보가 있었기 때문에 자금회수가능성이 있다고 판단하였다고 진술하였다.

(㉞) 이 사건 거래 당시 대주단의 일원이었던 IBK 캐피탈의 직원 소외 15도 검찰에서 원고 효성투자개발이 TRS 계약을 통해 대출금 상환을 보장하였기 때문에 원고 GE 발행의 이 사건 CB의 가치를 담보로 고려하지 아니하였고 전환가격에 대해서는 무관심하였다는 취지로 진술하였다.

(㉟) 위와 같은 대주단 직원들의 진술내용을 종합하면, 대주단은 SPC에 원고 GE가 발행한 이 사건 CB를 인수하는 자금을 빌려주고 원고 GE가 SPC에 지급하는 이자를 SPC로부터 받아 이자 수익을 얻는 것이고, 원고 효성투자개발은 SPC와의 이 사건 TRS 계약 및 이 사건 담보제공을 통해서 원고 GE 발행의 이 사건 CB의 위험을 인수하는 형태로 이해한 것으로 볼 수 있다.

따라서 형식적으로는 대주단이 설립한 SPC가 원고 GE와 이 사건 CB 인수계약을 체결하고, 원고 효성투자개발과 이 사건 TRS 계약을 체결한 형태로 이루어져 있지만, 실질적으로 대주단의 입장에서는 원고 효성투자개발 소유의 부동산이 담보로 제공된 원고 GE에 대한 대출로 인식하고 있었다고 볼 수 있다.

(c) 원고 GE의 입장

(㉠) 원고 GE는 스테이디엄의 풋옵션 행사에 따른 자금 마련을 위한 유상감자 등으로 인한 자금 유출과 삼일회계법인의 한정외면 등으로 인한 심각한 자금난으로 효성 재무본부에 자금난 타개를 위한 도움을 요청하였고, 그에 따라 효성 재무본부가 원고 GE의 자금난을 해소하고 금융기관들의 기존 대출금에 대한 만기 연장의 조건으로 내세운 자본 확충 방안으로 하나투자금융과 법무법인의 자문을 받아 이 사건 거래구조를 설계하게 되었음은 앞서 본 바와 같다.

(㉡) 효성 재무본부는 이 사건 거래구조를 설계하는 과정에서 원고 효성투자개발의 명의로 이 사건 TRS 계약의 체결 방안과 관련한 법적 문제점에 관하여 법무법인의 자문을 요청하였는데, 법무법인 광장에서는 TRS 계약 체결과 관련하여 원고 효성투자개발 이사의 책임 문제가 제기되지 않도록 하기 위해서는 원고 효성투자개발 입장에서 본건 TRS 계약을 체결할 필요성 및 효성투자개발의 이익 발생 가능성에 관하여 외부 전문기관에 의한 평가 등 합리적인 논리와 근거자료를 충실하게 구비하는 한편, 이사회회의 진지한 검토 내지 협상 과정을 거쳐 본건 TRS 계약 체결을 진행하는 것이 필요하다는 의견을 제시하였다.

효성 재무본부에서는 원고 효성투자개발 명의로 회계법인 리안에 이 사건 TRS 거래조건을 공정하게 결정하는 기준으로 이 사건 TRS 계약의 가치를 0으로 만드는 전환사채 발행조건을 산정하도록 의뢰하였고, 그에 따라 리안 보고서가 작성되었다.

그러나 리안 보고서는 이 사건 CB의 발행 금리가 6%임을 전제로 영구전환사채의 적정 전환가격을 산정하였을 뿐, 이 사건 CB의 발행에 있어서 적정 금리를 산정한 것은 아니다.

(㉢) 한편, 대주단의 담당자들이 주고받은 이메일에 첨부된 투자제안서의 내용에는 이 사건 CB 발행과 관련한 이자율, 담보조건, 정산일이 "2014. 11. 21. 이자율(CB 발행금리) 6.5%, 담보조건 무, 기본정산일 3년"에서 "2014. 11. 25. 이자율 6%(TBD, To Be Determined), 담보조건 무, 기본정산일 3년", "2014. 12. 4. 효성투자개발 부동산 담보제공, 기본정산일 2년, CB 발행금리 5% 후반으로 조정", "2014. 12. 12. 기본정산일 2년, 이자율 5.8%, 부동산 담보제공"으로

계속 변경된 것으로 나타나는데, 효성 재무본부와 하나금융투자를 협상 창구로 한 대주단이 이 사건 CB의 발행금리를 협의하는 데 있어서 전환권의 가치를 고려하였다는 사정은 보이지 아니한다.

(㉑) 결국 효성 재무본부에서 이 사건 거래를 고안한 것은 원고 GE로 하여금 영구채 발행을 통해 대주단으로부터 대출을 받음으로써 자본잠식을 피하고 유동성 위기를 해소하기 위한 것으로 볼 수 있다.

효성 재무본부와 하나금융투자 사이의 협의과정에서 회계법인 리안의 평가를 거치게 된 것은 이 사건 TRS 계약의 체결과정에서 법률적으로 문제되는 부당지원행위나 배임 등의 법률문제를 피하는 데 주된 목적이 있었던 것으로 보이고, 이를 통해 전환권의 가치를 평가함으로써 이 사건 CB 발행에 있어서 적정 금리를 산정하기 위한 것은 아니어서 원고 GE의 이 사건 CB 발행에 있어서 전환권의 가치가 금리 산정에 고려되었다고 보기는 어렵다.

(d) 원고 효성투자개발의 입장

(㉒) 이 사건 거래를 구성하고 있는 이 사건 TRS 계약의 만기가 이 사건 CB 발행일로부터 2년이 되는 날(2016. 12. 30.)이고, 이 사건 대출계약의 최종상환일 역시 2016. 12. 30.이라는 점에서 이 사건 거래는 만기를 2년으로 하여 사전에 구조화되어 있었다.

(㉓) 원고 GE는 2014년 당시 자금난과 함께 심각한 경영난을 겪고 있었는데, 이러한 원고 GE의 경영난은 원고 GE의 사업 구조가 특정업체(미국 VER), 특정상품에 편중되었다는 점에 기인한 것으로 만성적이고 구조적인 상황이었으며, 원고 GE의 주력사업이었던 LED 디스플레이 제조 등의 사업은 선진 기술 결여, 중국 기업 대비 가격경쟁력 상실 등으로 향후 영업전망 또한 비관적이었다.

원고 GE는 2013년 감사보고서에서 감사범위 제한에 따른 한정의견을 받아 최소 3년간은 유가증권시장에서의 상장이 불가능하였는바, 원고 효성투자개발이 SPC의 이 사건 CB 매각이 예정되어 있던 2년 후 이 사건 CB를 인수하여 전환권을 행사하여 시세차익을 얻는 것은 사실상 불가능하였다.

(㉔) 특히 이 사건 거래를 주관한 하나금융투자의 직원 소외 12조차 2014년 말 당시 원고 GE의 상장가능성을 높지 않고 평가하였으며, 2016. 5. 효성 내부적으로 자체 검토한 결과에서도 원고 GE를 상장가능 계열사로 평가하지 않았다.

물론 원고 효성투자개발이 이 사건 CB를 2년 뒤 SPC로부터 인수하여 원고 GE의 이 사건 CB의 전환권을 행사하여 주식을 처분하거나 이 사건 CB를 양도하는 것도 고려해 볼 수 있을 것이나, 원고 GE의 자본잠식 규모나 LED 시장상황, 이 사건 CB의 전환권 행사가격 등에 비추어 보면, 위와 같은 방법도 사실상 불가능하였을 것으로 보인다.

(㉕) 만일 원고 효성투자개발이 원고 GE에 대한 장기 투자 목적이 있었다고 한다면 이 사건 TRS 계약을 체결함이 없이 처음부터 이 사건 CB의 적정한 가치 평가를 통하여 정상가격에 이를 인수함이 타당함에도 그와 같은 방법은 원고 효성투자개발이나 효성 재무본부에서 전혀 고려하지 아니하였다.

(㉖) 원고 효성투자개발은 이 사건 CB 인수에 약 250억 원이 넘는 거액이 소요됨을 인지하였음에도, 2015년과 2016년 각각 해외계열사로부터 받은 배당금을 대부분 특수관계인 등에게 배당하는 등 자금을 소진하였고, 어떠한 자금조달 노력도 기울이지 않아 정산기일에 이 사건 CB를 인수하기 위한 최소한의 준비조차 하지 않았다.

(㉞) 특히, 2016년 10월 말 경 효성 재무본부가 분석한 내부 자료에 따르면, 원고 효성투자개발의 2017년 가용자금은 30억 원에 불과해 이 사건 CB 인수를 위해서는 약 220억 원의 차입금 조달이 필요하였는데, 이 경우 부채비율 상승 및 차입 이자율 급등 등 재무구조의 악화가 예상되어 이 사건 CB 인수는 사실상 불가능한 상황이었다.

(㉟) 위와 같은 사정을 고려할 때, 원고 효성투자개발이 이 사건 CB를 인수하여 10년 이상 보유하는 장기 투자의 목적으로 이 사건 TRS 계약을 체결한 것으로 보기는 어렵다.

이와 더불어 앞서 본 바와 같이, 이 사건 거래구조나 이 사건 CB 발행 조건 및 이 사건 TRS 계약 조건은 원고 효성투자개발의 관여 없이 효성 재무본부와 대주단 사이에 이루어졌고 원고 효성투자개발은 효성 재무본부의 요청으로 이 사건 TRS 계약을 체결한 것으로 보이는 점, 원고 효성투자개발은 이 사건 TRS 계약에서 이 사건 CB 발행에 따른 신용 위험만을 부담하고 SPC에 이 사건 담보제공까지 하였는바 이 사건 TRS 계약이 원고 효성투자개발에게 독자적인 효익이 있다고 보기 어려운 점 등에 비추어 보면, 원고 효성투자개발의 입장에서 이 사건 TRS 계약의 체결을 통하여 원고 GE로 하여금 이 사건 CB 발행을 통하여 대주단으로부터 대출을 받을 수 있도록 사실상 무상보증을 한 것으로 보인다.

(e) 소결

이상 살펴본 바와 같이, 이 사건 CB의 발행과 관련한 SPC를 설립한 대주단의 입장, 원고 GE의 입장 및 원고 효성투자개발의 입장을 종합적으로 고려하면, 피고가 투자자 입장에서 이 사건 TRS 계약이 결부된 이 사건 CB가 주식전환을 통한 이익보다는 이자소득에 중점을 두는 상품으로 평가할 수 있어 그 실질은 회사채와 동일하다는 전제에서, 원고 GE가 원고 효성투자개발이라는 계열회사의 도움(즉, 이 사건 TRS 계약 체결)으로 이 사건 CB를 발행하여 자금을 조달할 때 지급 금리의 적정성(즉, 상당히 유리한 것이 아니었는지) 여부에 관한 판단을 이 사건 CB와 신용등급, 만기 등이 유사한 조건의 공모 회사채를 기준으로 한 것은 타당하다고 판단된다.

② 이 사건 CB에 있어서 전환권의 가치가 존재하는지 여부

(a) 검토의 필요성

원고들은 다음과 같은 이유로 피고의 이 사건 CB의 정상금리 산정방식이 타당하기 위해서는 이 사건 CB에 부여된 전환권의 가치가 존재하지 않는다는 점이 증명되어야 한다고 주장한다.

즉 이 사건 CB는 일반 회사채에 만기 또는 그 이전에 주식으로 정해진 가격에 전환할 수 있는 전환권(콜옵션)이 부여되어 있다는 점에서 일반 회사채와는 차이가 있다.

일반적으로 전환사채의 가치는 일반회사채의 가치와 전환권의 가치를 합한 것으로 볼 수 있다.

앞서 본 바와 같이, 이 사건 이 사건 CB의 실질을 회사채와 동일하다고 볼 수 없다는 전제에서는 원고들의 주장처럼 피고의 정상금리 산정방식이 타당하려면 이 사건 CB의 전환권의 가치가 없다는 점이 증명되어야 할 것이다.

원고들이 제출한 리안 보고서(갑 제6호증), 소외 8 보고서(갑 제14호증), 소외 9, 소외 10 교수팀 보고서(갑 제45호증)에서는 모두 이 사건 CB에 있어서 전환권의 가치의 존재를 인정하고 있는바, 이하에서는 이러한 평가의 타당성을 살펴보기로 한다.

(b) 리안 보고서 등의 전환권의 가치 평가에 있어서 한계

(㉡) 전환권의 가치 평가에 영향을 미치는 요소는 1주당 지분가치, 변동성, 옵션평가모형, 유효이자율, 기대만기 등이 있는데, 그중 1주당 지분가치의 평가가 큰 영향을 미친다고 볼 수 있다는 점, 리안 보고서는 원고 GE의 1주당 지분가

치를 평가함에 있어서 현금흐름할인법을 사용하였다는 점, 리안 보고서에서 원고 GE의 손익계산서에 재무실사에 따른 수정내용을 반영하지 아니한 오류와 ESCO 사업 부문의 렉스맥스(Luxmax USA) 매출 과대계상의 오류 및 매출 원가 과소계상의 오류를 제거할 경우 실제 GE의 1주당 지분가치는 리안 보고서상 제시된 금액보다 훨씬 낮아질 것으로 보인다는 점은 앞서 본 바와 같다.

(ㄴ) 리안 보고서를 작성한 소외 4 회계사가 사용하던 PC에는 원고 GE의 기업가치 및 1주당 지분가치를 평가하는 과정에서 미래현금흐름에 영향을 미치는 영업이익, 순운전자본, 자본투자 등과 관련된 여러 가지 조건을 수정하여 원고 GE의 기업가치 및 1주당 지분가치를 최초 각 약 13억 원, △8,667원에서 최종 각 약 723억 원, 2,951원으로 상향 평가를 한 여러 개의 엑셀파일이 있었던 사실, 원고 GE의 소외 5는 소외 4 회계사에게 원고 GE 사업전망 및 경영정상화 가능성에 대해 최대한 Bright하게 나와야 한다는 내용이 기재된 효성 내부분건을 전달하기도 한 사실은 앞서 본 바와 같은바, 이러한 경위에 비추어 보면 리안 보고서상 전환권의 가치 평가의 신빙성을 인정하기 어렵다.

(ㄷ) 원고들은 리안 보고서 외에도 소외 7 보고서(갑 제12호증), 소외 8 보고서(갑 제14호증), 소외 9, 소외 10 교수팀 보고서(갑 제45호증)를 제출하였고 위 보고서들은 원고 GE의 기업가치 평가에 있어서 다른 의견을 제시하고 있으나, 위 보고서들은 모두 리안 보고서의 미래현금흐름 추정치를 그대로 사용하고 있다는 점에서 원고 GE의 기업가치에 대한 평가결과의 신빙성을 인정하기는 어렵다.

(ㄹ) 한편, 소외 16 교수는 리안 보고서에서 전환사채의 가치평가에 활용한 블랙-숄즈 모형은 옵션과 기초자산을 이용해 무위험 헤지 포트폴리오(hedged portfolio)를 구성할 수 있음을 전제로 개발된 모형으로 실제로 블랙-숄즈 모형이 적용되는 기초자산은 주가지수 또는 상장주식과 같이 부도위험이 없거나 매우 낮은 상황에서만 적용 가능하나, 이 사건에서 다루는 비상장주식인 원고 GE의 주식을 기초자산으로 하는 만기 30년 혹은 조기상환권이 실행될 경우 만기 10년 이상의 옵션에 대해서 블랙-숄즈 모형을 사용하는 것은 불가하다고 지적한다.

또한 소외 16 교수는 부도위험이 전환권의 가치를 크게 낮출 수 있기 때문에 부도위험을 고려할 경우 원고 GE의 전환사채의 가치는 기존 보고서에서 평가한 가치보다 낮아질 가능성이 매우 크다고 분석한다(을 제50호증).

(ㄴ) 소외 16 교수는 전환사채는 전환권을 행사할 경우 기존 채권이 사라지고 전환가격에 정해진 수의 주식을 받기 때문에 전환권의 가치는 주식의 가격뿐만 아니라 채권의 가격에 영향을 받는데, 채권의 가격은 미래의 이자율의 움직임에 의하여 결정되기 때문에 채권가격의 변화를 추정하기 위해서는 이자율 기간 구조모형을 이용해서 가치평가가 수행되어야 하나 리안 보고서는 이자율의 움직임에 따른 전환사채의 가치 변화를 고려하지 않았다면 만기가 30년(혹은 조기상환권이 청구될 경우 10년 이상)이 되는 자산이라면 그 오차의 크기가 매우 클 수 있다고 지적한다(을 제50호증).

(ㄷ) 이상의 사정들을 종합하여 보면, 이 사건 CB의 전환권의 가치는 사실상 존재하지 않거나 설령 존재한다고 하더라도 정상금리 산정에 있어서 고려대상이 될 수 없을 정도의 극히 미미한 수준이었을 것으로 보인다.

더구나 피고는 이 사건에서 ㉠ 원고 GE의 신용등급은 최대한으로 보아도 BB+수준이라는 점, ㉡ 이 사건 CB는 상환 조건이 후순위라는 점, ㉢ 이 사건 CB는 발행일로부터 10년이 되는 날 콜옵션이 부가되어 있는 사실상 만기가 없는 영구채이나 이러한 경우 투자자의 입장에서는 발행회사가 최초로 콜 행사가 가능한 10년을 실효만기로 파악하고 투자하는 경우가 대부분이라고 확인되는 점 등을 종합하여 고려하여, 원고 GE보다 신용등급이 우위에 있는 BBB-신용등급의 회사가 후순위 조건이 부가되어 있지 않은 만기 10년짜리 무보증 회사채를 발행할 경우 시장에서 받을

수 있는 객관성을 가지는 금리를 거래 조건의 상당성 판단을 위한 정상금리의 하한으로 설정하고 있어 이와 같은 정상금리의 산정은 적정하다고 볼 수 있다.

(다) 원고들이 제시하는 정상금리 산정방식의 문제점

① 원고들의 주장 요지

원고들은 원고 GE의 이 사건 CB 발행 당시 이 사건 CB와 유사한 전환사채 거래사례들이 존재하였다면서 아래 기재와 같이 이 사건 CB의 실효만기가 10년임을 전제로 이 사건 CB보다 만기가 더 긴 전환사채 발행사례, 2013년 ~ 2014년경 원고 GE와 신용등급 내지 부채비율이 비슷한 회사들의 전환사채 발행사례, 비상장회사들의 전환사채 발행사례를 제시하면서 피고로서는 이 사건 CB와 위 전환사채 발행사례들의 거래조건의 차이를 살펴 그 차이를 조정하는 방법으로 이 사건 CB의 정상금리를 산정하는 것이 가능하다고 주장한다.

[10년 이상의 만기를 지닌 전환사채 발행사례들]발행회사발행일만기상장여부선/후순위발행 직전년도 매출액cj 프레시웨이2018.5.9.30년상장후순위2조 5,044억 원현대상선2017.3.9.30년상장선순위4조 5,848억 원현대상선2018.10.25.30년상장선순위5조 280억 원이수화학2018.8.16.30년상장후순위1조 5,077억 원풀무원2015.8.6.30년상장후순위1조 6,780억 원

[2013~2014년 부채비율 482% 이상 회사의 전환사채 사례]발행사신용등급부채비율2013년2014년국동BB-570.0%273.4%아이디에스無83.9%1,232.9%GMR 머티리얼즈B+215.1%1,603.9%유니슨無373.9%522.0%대성산업BB+398.4%11,500.6%유안타증권A-554.7%680.8%신성이앤지B+568.5%579.3%코스모앤컴퍼니無▲1655.2%671.0%뉴프라이드無▲4583.3%651.4%세하無821.0%1,714.9%에스케이마리타임A-903.4%704.8%판도라티비無▲1,542.9%95.8%현대상선BB1,397.3%897.2%한진해운BBB-1,444.5%968.4%

[2014. 7. ~ 2015. 6. 비상장회사들의 전환사채 발행 사례] (단위: 억 원)발행사신용등급발행방법발행액발행일금리(%)재무 및 손익 현황표면 만기보장자 산부채 자본부채비율알바이오無사모702014-07-237.007.008491,320▲471▲280.3%無사모2002014-07-297.007.008491,320▲471▲280.3%에이티젠無사모632015-03-100.000.004057▲17▲335.3%無사모122015-05-040.004.0076100▲24▲416.7%無사모652015-04-280.000.0076100▲24▲416.7%코스모앤컴퍼니無사모502015-02-046.606.60902960▲58▲1,655.2%無사모502014-11-040.0010.70902960▲58▲1,655.2%

② 원고 GE가 발행한 이 사건 CB와 동일 또는 유사한 시기의 전환사채 발행사례의 비교

이 사건 CB의 정상금리 산정을 위한 가장 적합한 비교대상은 원고 GE가 이 사건 TRS 거래 없이 이 사건 CB와 동일 또는 유사한 조건에서 CB를 발행하였을 때 독립된 금융기관 등으로부터 적용받을 수 있는 금리라고 볼 수 있다.

그러나 원고 GE가 이 사건 CB 발행과 동일 또는 유사한 시기에 이 사건 CB와 동일 또는 유사한 조건에서 CB를 발행한 사실이 없음은 당사자 사이에 다툼이 없는바, 원고 GE의 다른 자금거래 가운데 이 사건 CB 발행과 직접적인 비교대상으로 삼을 수 있는 거래는 존재하지 않는다.

③ 원고 GE와 신용상태 등이 동일 또는 유사한 회사와 독립된 금융기관 사이의 전환사채 발행사례의 비교

(a) 다음으로 검토할 수 있는 비교대상 거래관계는 신용상태 등이 원고 GE와 동일 또는 유사한 회사가 이 사건 CB 발행과 동일 또는 유사한 시기에, 이 사건 CB와 동일 또는 유사한 조건으로, 독립된 금융기관 등으로부터 자금을 조달한 사례를 들 수 있는데, 이하에서는 원고들이 들고 있는 전환사채들을 중심으로 이 사건 CB의 정상금리 산정이 가능한지 여부를 살펴보기로 한다.

(b) 을 제50, 55호증의 각 기재에 변론 전체의 취지를 종합하여 인정되는 다음의 사정에 비추어 보면, 이 사건 CB의 정상금리를 이 사건 CB 발행과 동일 또는 유사한 시기에 발행된 전환사채를 기초로 산정하는 것은 사실상 불가능할 것으로 판단된다.

(ㄱ) 피고는 2010년 1월부터 2019년 3월까지 발행된 1100여건의 전환사채 발행내역을 예탁결제원으로부터 제출받아 분석하였는데, 원고 GE와 유사한 규모의 기업이 만기 30년 이상의 영구채 또는 후순위 전환사채를 발행한 사례는 존재하지 않았던 것을 확인하였다.

또한 전체 발행된 전환사채 1100건 중 원고 GE와 같은 비상장기업이 발행한 전환사채가 111건인데, 그중 5년 이상의 만기를 가진 경우는 없었고 후순위로 발행된 경우도 존재하지 아니하였다.

(ㄴ) 한편, 피고의 위 분석결과에 의하면, 풋옵션이 없는 30년 만기 무보증 후순위 전환사채의 발행 사례는 원고 GE를 포함하여 총 4건이 있었으나 원고 GE를 제외한 나머지 발행회사들은 모두 매출액이 1조 5,000억 원 이상 5조 원에 이르는 재무적으로 안정적인 대형 상장회사들로서 발행 직전년도 매출액이 665억 원의 비상장회사로 이 사건 CB 발행 당시 신용등급이 BBB-에 미치지 못하는 원고 GE와 비교해 신용상태의 측면에서 원고 GE와 비교할만한 대상은 아닌 것으로 보이고, 전환사채 발행시기도 이 사건 CB 발행시기와는 차이가 커서 이 사건 CB 발행과 동일 내지 유사한 시기라고 평가하기도 어렵다.

(ㄷ) 현대상선은 이 사건 CB가 발행된 시기와 유사한 시기인 2014년부터 2015년 사이에 총 5회의 전환사채를 발행한 바 있다.

그러나 비록 현대상선의 경우 당시 신용등급이 BB 가량으로 원고 GE와 유사한 수준이고 부채비율도 높은 상태이기는 하지만 전환사채의 만기가 3년으로 이 사건 CB와는 현저히 차이가 있고, 대규모 상장기업이며, 선순위 채권으로 풋옵션도 부여되어 있었다는 점에서 이 사건 CB의 비교대상으로 평가하기는 어렵다(현대상선은 원고 GE에 비해 훨씬 규모가 큰 대형 상장회사임에도 3년 만기 선순위 전환사채를 10% 이상의 금리로 발행하였는바, 피고가 원고 GE의 이 사건 CB의 정상금리로 산정한 이자율에 비하여 더 높았다).

(ㄹ) 원고들이 이 사건 CB와 유사한 시기에 발행되었다고 제시하는 원고 GE와 신용등급 내지 부채비율이 비슷한 회사들의 전환사채 발행사례들은 발행 당시 상장 여부, 후순위인지 선순위인지 여부, 풋옵션 존재여부 등 거래조건에서도 차이가 날 뿐 아니라 신용등급과 전환사채의 실질만기에 있어서도 큰 차이가 있기 때문에 이를 이 사건 CB와 유사한 사례로 평가하기는 어렵다.

원고들이 전환사채의 상대가치평가에 있어서 주장의 근거로 삼고 있는 소외 9, 소외 10 교수팀의 보고서에 의하더라도 전환사채의 상대가치평가에 있어서 가장 중요한 것은 신용등급과 채권의 실질만기(Duration)라는 의견을 제시하고 있다.

아울러 소외 16 교수도 발행된 전환사채의 만기가 다르다는 점은 이 사건 CB의 가치평가과정에서 상대가치평가방법을 적용하기 어렵다는 사실을 뒷받침해 준다는 의견을 제시하였다.

(ㅎ) 원고들이 이 사건 CB의 정상금리 산정에 있어서 비교대상으로 제시하는 비상장회사들의 전환사채 발행사례들은 모두 신용등급이 없는 회사라는 점에서 차이가 있을 뿐 아니라 만기가 이 사건 CB와 마찬가지로 30년으로 정해졌다

는 점에 대해서는 아무런 소명이 없다.

소외 16 교수도 의견서에서 부도위험에 노출된 저신용 회사채의 가치평가에서 단기채권을 이용해 장기채권의 가치평가를 한다는 것은 재무금융학적 접근법에서도 전혀 불가능한 접근법이라고 평가하고 있다.

(3) 소결

피고가 이 사건 CB의 정상금리 산정에 있어서 지적인 바와 같이, 신주인수권부사채, 교환사채, 사모회사채, 공모 회사채를 이 사건 CB의 비교대상으로 삼기에는 각 상품의 특성, 금리 결정 원리, 금리 결정에 영향을 미치는 정성적 요소 등에 있어서 상당한 차이가 있어 이 사건 CB의 정상금리 산정에 있어서 비교대상으로 삼기는 어렵다.

또한 원고들이 주장하는 전환사채 발행사례들도 이 사건 CB와는 신용상태, 만기, 거래조건 등에 있어서 큰 차이가 있어서 이 사건 CB의 정상금리 산정에 있어서 비교대상으로 삼을 수 있는 유사사례로 삼을 수는 없을 것으로 보이고, 원고들 주장처럼 거래조건의 차이 등을 합리적으로 조정한다고 하더라도 정상금리로서의 객관성을 담보하기는 어렵다고 판단된다.

다) 공정거래저해성 요건 불충족 주장에 대하여

(1) 관련 법리

지원행위가 부당성을 갖는지 여부를 판단함에 있어서는 지원주체와 지원객체의 관계, 지원행위의 목적과 의도, 지원객체가 속한 시장의 구조와 특성, 지원성 거래규모와 지원행위로 인한 경제상 이익 및 지원기간, 지원객체가 속한 시장에서의 경쟁제한이나 경제력 집중의 효과 등을 종합적으로 고려하여 당해 지원행위로 인하여 지원객체의 관련 시장에서 경쟁이 저해되거나 경제력 집중이 야기되는 등으로 공정한 거래가 저해될 우려가 있는지 여부에 따라 판단하여야 한다(대법원 2007. 1. 25. 선고 2004두7610 판결, 대법원 2011. 9. 8. 선고 2009두11911 판결 등 참조).

(2) 지원의도의 존재에 관한 입증 부족 주장에 대하여

앞서 든 증거들에 변론 전체의 취지를 종합하여 인정되는 다음의 사정에 비추어 보면, 원고 효성투자개발은 자금난으로 유동성 위기에 직면한 원고 GE에 대한 지원의도를 가지고 이 사건 TRS 계약을 체결한 것으로 판단되므로, 원고들의 이 부분 주장은 이유 없다.

(가) 원고 GE는 2014년 말 당시 심각한 자금난에 처해 있던 상황으로 다른 방식으로의 자금 조달을 꾀하였으나 모두 실패함에 따라 효성 재무본부에 도움을 요청하였고, 효성 재무본부는 원고 GE의 요청에 따라 원고 GE에 대한 자금 조달 방안을 마련하였다.

효성 재무본부는 원고 GE에게 가장 유리하면서 법률적인 문제를 회피할 수 있는 이 사건 거래 구조를 설계하였는데, 그 과정에서 원고 GE의 자금난 해소에만 검토의 초점이 맞추어져 있었다.

(나) 원고 효성투자개발은 이 사건 거래 구조를 설계함에 있어 전혀 관여한 바가 없고, 이 사건 TRS 계약의 거래 조건의 협상과정에서도 효성 재무본부 직원들과 하나금융투자의 직원을 포함한 대주단의 직원들이 서로 순차적으로 연락하면서 업무를 진행하였으며, 이 과정에서 원고 효성투자개발 직원은 형식적인 서류 작업 외에는 전혀 관여하지 아니하였다.

(다) 원고 효성투자개발과 SPC와의 사이의 이 사건 TRS 계약은, 원고 효성투자개발이 정산기일에 청산가격이 공정가액보다 큰 경우 SPC가 가지는 차익에 대하여 그 이행을 담보해 주기 위하여 별지 3 기재 부동산을 포함한 이 사건 담보제공을 하고, 여러 가지 경영상 제한을 받는 등 원고 효성투자개발 입장에서는 일방적으로 손실만 부담할 뿐 SPC로부터 어떠한 실질적인 이익을 제공받지 못하는 형태의 불이익한 내용으로 체결되었다.

(라) 원고 효성투자개발의 이 사건 TRS 계약 및 이 사건 담보제공에 따라 원고 GE는 비로소 이 사건 CB의 발행을 통해 자금을 조달하게 됨으로써 유동성 위기를 모면함과 동시에 자본잠식을 피할 수 있게 되었는데, 원고 효성투자개발은 이 사건 TRS 거래 과정에서 원고 GE로부터 아무런 대가도 지급받지 아니하였다.

(3) 공정거래저해성에 관한 입증 부족 주장에 대하여

앞서 든 증거들에 변론 전체의 취지를 종합하여 인정되는 다음의 사정에 비추어 보면, 원고 효성투자개발의 이 사건 TRS 거래는 원고 GE의 재무건전성을 개선시키는 등 경영여건을 개선시켜 관련 시장에서의 지위를 유지·강화함으로써 공정한 경쟁을 저해하고 경제력집중이 유지·강화되는 결과를 초래한 것으로 볼 수 있다.

따라서 원고들의 이 부분 주장도 이유 없다.

(가) 이 사건 거래 당시 원고 효성투자개발과 원고 GE는 상호출자제한기업집단인 효성 기업집단 소속 계열회사들로서 효성의 동일인인 소외 1의 장남 원고 3이 원고 GE에 대하여는 62.78%의 지분을 소유한 최대주주였고, 원고 효성투자개발에 대하여는 원고 3이 41%의 지분을, 효성이 58.75%의 지분을 각 소유하고 있어 효성이 최대주주였다.

(나) 원고 GE가 삼일회계법인의 2013년도 회계감사 결과 한정 의견을 받게 된 이후 2014년 말 심각한 자금난에 빠지게 됨으로써 효성 재무본부의 주도로 이 사건 거래 구조가 고안되었고, 원고 효성투자개발의 이 사건 TRS 계약 및 이를 토대로 한 원고 GE의 이 사건 CB 발행은 원고 GE의 자금난 해소 및 자본 확충에만 초점이 맞추어져 있었음은 앞서 본 바와 같다.

구 공정거래법 제10조의2는 경제력집중 억제에 위한 사전규제의 하나로 상호출자제한기업집단에 속하는 회사가 계열 회사에 대하여 채무보증을 하는 것을 원칙적으로 금지하고 있는바, 이 사건 TRS 계약은 실질적으로 원고 효성투자개발이 계열회사인 원고 GE가 이 사건 CB 발행으로 인하여 SPC에 부담하는 채무를 보증하는 성격을 가지고 있다.

(다) 원고 GE는 렌탈 목적 LED 디스플레이 시장, 설치 목적 LED 디스플레이 시장, 건축경관조명 시장, LED 백색조명 시장 등에서 사업을 영위해 왔는데, 특히, 원고 GE가 사업을 영위하던 LED 조명시장은 2014년 말까지 중소기업적합업종으로 지정되어 있었고, 2016년 말 중소기업이 차지하는 비율이 약 84.2%에 달할 정도의 중소기업 중심의 시장이었다.

LED 조명시장에서 대기업 및 중견기업의 매출액이 급감하는 추세였음에도 불구하고 원고 GE의 매출액은 이 사건 지원행위로 인해 유지 되었는데, 이는 이 사건 지원행위가 중소기업의 경쟁기회를 실질적으로 제한한 것으로 볼 수 있다.

(라) 원고 효성투자개발의 이 사건 TRS 계약의 체결로 원고 GE는 비로소 이 사건 CB를 발행할 수 있게 되었고, 그로 인하여 약 250억 원에 달하는 자금을 조달함으로써 자본잠식을 면하게 됨으로 인한 경제적 이익과 이 사건 TRS 계약이 없었더라면 적용되었을 금리에 비하여 낮은 금리로 이 사건 CB를 발행하게 됨으로써 얻은 금리 차익 등을 얻게 되었다.

(마) 앞서 본 바와 같은 원고 효성투자개발과 원고 GE의 관계, 원고 GE가 이 사건 거래 당시 처한 상황, 이 사건 거래의 경위 및 목적, 원고 GE가 속한 시장의 구조와 상황, 원고 GE가 이 사건 거래로 얻은 경제적 이익 등에 비추어 보면, 이 사건 거래는 상호출자기업집단 내 계열회사 사이에 간접적인 지원행위를 통해 지원객체인 원고 GE의 자금력을 제고시키고 경쟁조건을 경쟁사업자에 비하여 유리하게 함으로써 잠재적 경쟁기반을 저해하고 경제력집중을

유지 내지 강화시키는 결과를 초래한 것으로 볼 수 있다.

라) 소결

따라서 원고 효성투자개발이 실질적으로 무상 채무보증이라고 할 수 있는 이 사건 TRS 계약 및 이 사건 담보제공을 통하여 원고 GE로 하여금 이 사건 CB를 발행하게 함으로써 약 250억 원의 자금을 유리한 조건으로 조달하도록 한 행위는 구 공정거래법 제23조 제1항 제7호 소정의 부당지원행위에 해당한다.

2) 구 공정거래법 제23조의2 제1항 적용의 위법성 주장에 대하여

가) 거래상대방 요건 불충족 주장에 대하여

(1) 구 공정거래법 제23조의2 제1항이 간접거래도 포함하는지 여부에 대하여

아래의 각 논거들에 비추어 보면, 구 공정거래법 제23조의2 제1항 각 호에 따른 행위에는 상호출자제한기업집단에 속하는 회사가 특수관계인이나 계열회사와 직접 거래하는 행위뿐 아니라 제3자를 매개하는 등 간접적인 방법으로 거래하는 행위도 포함된다고 봄이 상당하다.

따라서 원고들의 이 부분 주장은 이유 없다.

(가) 법령의 해석은 어디까지나 법적 안정성을 해치지 않는 범위 내에서 구체적 타당성을 찾는 방향으로 이루어져야 한다.

이를 위해서는 가능한 한 원칙적으로 법령에 사용된 문언의 통상적인 의미에 충실하게 해석하고, 나아가 당해 법령의 입법 취지와 목적, 그 제·개정 연혁, 법질서 전체와의 조화, 다른 법령과의 관계 등을 고려하는 체계적·논리적 해석방법을 추가적으로 동원함으로써, 위와 같은 타당성 있는 법령 해석의 요청에 부응하여야 한다(대법원 2009. 4. 23. 선고 2006다81035 판결, 대법원 2012. 7. 5. 선고 2011두19239 전원합의체 판결 등 참조). 아울러 동일한 법령에서의 용어는 법령에 다른 규정이 있는 등 특별한 사정이 없는 한 동일하게 해석·적용되어야 할 것이다(대법원 1997. 9. 9. 선고 97누2979 판결 참조).

(나) 대법원은 구 독점규제 및 공정거래에 관한 법률(1999. 12. 28. 법률 제6043호로 개정되기 전의 것) 제23조 제1항 제7호에서의 '특수관계인 또는 다른 회사에 대하여 가지급금·대여금·인력·부동산·유가증권·상품·용역·무체재산권 등을 제공하거나 상당히 유리한 조건으로 거래하는 행위'와 관련하여 자금지원행위라 함은 자금의 제공 또는 거래방법이 직접적이든 간접적이든 묻지 아니하므로, 지원주체가 지원객체를 지원하기 위한 목적으로서 지원행위를 하되 지원주체와 지원객체와 사이의 직접적이고 현실적인 상품거래나 자금거래행위라는 형식을 회피하기 위한 방편으로 제3자를 매개하여 상품거래나 자금거래행위가 이루어지고 그로 인하여 지원객체에게 실질적으로 경제상 이익이 귀속되는 경우에는 자금지원행위에 해당한다고 판시하였다(대법원 2004. 10. 14. 선고 2001두2881 판결 참조). 아울러 대법원은 불공정거래행위에서의 '거래'란 통상의 매매와 같은 개별적인 계약 자체를 가리키는 것이 아니라 그보다 넓은 의미로서 사업활동을 위한 수단 일반 또는 거래질서를 뜻하는 것으로 보아야 한다고 판시한 바 있다(대법원 2010. 1. 14. 선고 2008두14739 판결 참조). 이처럼 대법원은 구 공정거래법 제23조 제1항 제7호 가목과 법문의 내용 등에 있어서 크게 차이가 없는 구 독점규제 및 공정거래에 관한 법률(1999. 12. 28. 법률 제6043호로 개정되기 전의 것) 제23조 제1항 제7호에 있어서 거래의 개념을 계약과는 명확히 구별하고 있는 점, 거래라는 개념 속에 직접적인 거래행위뿐만 아니라 제3자를 매개로 한 간접적인 거래행위도 포함하여 해석하고 있는 점 등에 비추어 보면,

구 공정거래법 제23조의2 제1항에서의 거래도 직접거래뿐 아니라 간접거래도 포함한다고 해석함이 상당하다.

(다) 원고들은 구 공정거래법 제23조의2 제1항이 제23조 제1항 제7호와 달리 지원객체에서 '다른 회사'를 명시적으로 제외하고 지원객체를 특수관계인 또는 계열회사로 한정함으로써 특수관계 없는 제3자를 상대방으로 하는 행위는 법문상 제23조의2 제1항의 적용대상이 될 수 없다고 주장한다.

그러나 '계약'과 달리 '거래'의 경우에는 거래상대방을 특정함에 있어서 누구의 명의로 거래하는지가 중요한 것이 아니라 거래로 인한 경제적 이익의 귀속주체가 누구인지를 기준으로 판단하는 것이 일반적이다.

따라서 구 공정거래법 제23조의2 제1항이 거래상대방에서 '다른 회사'를 제외하고 지원객체를 엄격히 제한하고 있다고 해서 지원주체와 지원객체 사이의 직접적인 계약관계가 존재하는 경우만을 규제대상으로 삼고 있다고 보기는 어렵다.

(라) 원고들은 구 공정거래법 제23조 제1항 제7호가 '특수관계인 또는 다른 회사에 대하여' 지원하는 행위를 금지하는 반면, 제23조의2 제1항은 '특수관계인 또는 계열회사와' 일정한 행위를 하는 것을 금지하고 있는데, 이러한 법 문언과 규정 형식상 차이에 비추어 볼 때 전자와 달리 후자는 특수관계인 또는 계열회사를 거래상대방으로 한정하고 있다고 주장한다.

그러나 '와'의 사전적 의미는 '일 따위를 함께 함을 나타내는 격 조사', '상대로 하는 대상임을 나타내는 격 조사'라고 설명되고 있는바, 구 공정거래법 제23조의2 제1항이 '특수관계인 또는 계열회사와'라는 문언을 사용하고 있다고 해서 이를 지원주체와 특수관계인 또는 계열회사 사이의 직접적인 거래행위만을 포함할 뿐 간접적인 거래행위를 배제하고 있다고까지 해석하기는 어렵다.

(마) 구 공정거래법 제23조의2는 2013. 8. 13. 법률 제12095호로 법률이 개정되면서 신설된 규정이다.

구 독점규제 및 공정거래에 관한 법률(2013. 8. 13. 법률 제12095호로 개정되기 전의 것, 이하 '개정 전 공정거래법'이라고 한다) 제23조 제1항 제7호의 부당지원행위 금지규정이 '현저히 유리한 거래 조건' 및 '공정한 거래를 저해할 우려'라는 요건으로 인하여 대기업집단 총수 일가의 사익편취행위 및 그로 인한 경제력집중의 폐해를 효과적으로 규제하기가 어려운 점을 감안하여, 국회는 부당지원행위의 성립요건을 완화함과 아울러 대기업집단 총수일가의 사익편취행위를 효과적으로 규제할 수 있도록 공정거래저해성이 아닌 특수관계인에 대한 부당한 이익을 제공하였는지 여부를 기준으로 위법성을 판단하는 새로운 금지규정을 만들었다.

만일 원고들의 주장처럼 제3자를 매개로 하는 간접적인 방법으로 거래하는 행위가 구 공정거래법 제23조의2 제1항의 규율대상에서 제외된다고 보게 되면 대기업집단 총수일가의 사익편취행위를 규제하기 위한 입법목적은 현저히 훼손되게 된다.

(바) 구 공정거래법 제23조의2 제4항은 '특수관계인은 누구에게든지 제1항 또는 제3항에 해당하는 행위를 하도록 지시하거나 해당 행위에 관여하여서는 아니 된다.'

'고 규정하고 있는바, 이는 구 공정거래법 제23조의2의 전체적인 체계와 규정내용을 고려할 때 같은 조 제1항 각 호에 따른 행위에 제3자를 매개하는 등 간접적인 방법으로 거래하는 경우도 포함되는 것을 상정하고 있다고 봄이 합리적이다.

(사) 원고들은 구 공정거래법 제23조의2는 최초 7개 법안을 1개의 법안(공정거래위원회 법안)으로 통합한 뒤 여러 차례에 걸쳐 수정 및 변경된 것인데, 피고의 통합 법안에서 '정당한 이유 없이 특수관계인에게 직접 또는 간접적으로 경제상 이익을 귀속시키는 행위'라는 법문이 '특수관계인에게 부당한 경제상 이익을 귀속시키는 행위'로 변경된 것은 간접적으로 경제상 이익이 귀속된다고 판단될 수 있는 거래를 규제대상에서 제외한 것이라고 주장한다.

그러나 피고의 통합 법안에서 '간접적으로 경제상 이익을 귀속시키는 행위'를 수정하게 된 것은 원고들도 지적하는 바와 같이 국회 논의과정에서 위 문언이 '특수관계인이 지분을 보유한 계열회사의 자(子)회사[즉 특수관계인이 간접 지분을 보유한 손(孫)회사]와의 거래를 통해 경제상 이익을 귀속시키는 행위로 해석될 수 있어 규제범위가 지나치게 확대될 수 있다는 우려 때문에 법문이 수정된 것일 뿐 지원주체와 지원객체 사이의 제3자를 매개로 한 간접거래에 대해서 규제대상에서까지 배제하려는 논의는 이루어진 바 없다.

(2) 구체적 판단

앞서 본 바와 같이 원고 효성투자개발의 원고 GE에 대한 이 사건 지원행위는 원고 효성투자개발이 이 사건 TRS 계약 및 이 사건 담보제공을 통하여 원고 GE가 대주단이 설립한 SPC를 상대로 상당히 유리한 조건으로 이 사건 CB를 발행하여 자금을 조달하도록 한 것으로서 간접지원행위에 해당하고, 구 공정거래법 제23조의2 제1항이 간접지원행위도 규제대상에 포함하고 있다고 해석할 수 있는 이상, 이 사건 TRS 계약이 원고 효성투자개발과 특수관계 없는 SPC와의 거래라는 이유만으로 구 공정거래법 제23조의2 제1항이 적용되지 않는다는 원고들의 이 부분 주장도 이유 없다.

나) 행위유형 요건 불충족 주장에 대하여

위 4. 나. 1) 가)의 판단과 동일하다.

다) 이 사건 CB의 정상금리 산정의 위법 주장에 대하여

위 4. 나. 1) 나)의 판단과 동일하다.

라) 부당이익 귀속 요건 불충족 주장에 대하여

(1) 구 공정거래법 제23조의2 제1항에서의 '부당한 이익'

구 공정거래법 제23조의2 제1항은 '일정 규모 이상의 자산총액 등 대통령령으로 정하는 기준에 해당하는 기업집단에 속하는 회사는 특수관계인이나 특수관계인이 대통령령으로 정하는 비율 이상의 주식을 보유한 계열회사와 다음 각 호의 어느 하나에 해당하는 행위를 통하여 특수관계인에게 부당한 이익을 귀속시키는 행위를 하여서는 아니 된다.'라고 규정하고 있고, 제23조의2 제1항 제1호는 '정상적인 거래에서 적용되거나 적용될 것으로 판단되는 조건보다 상당히 유리한 조건으로 거래하는 행위'를 금지되는 행위 중 하나로 규정하고 있으며, 제23조의2 제3항은 '제1항에 따른 거래 또는 사업기회 제공의 상대방은 제1항 각 호의 어느 하나에 해당할 우려가 있음에도 불구하고 해당 거래를 하거나 사업기회를 제공받는 행위를 하여서는 아니 된다.'라고 규정하고 있다.

앞서 본 바와 같이, 구 공정거래법 제23조의2는 2013. 8. 13. 법률 제12095호로 공정거래법이 개정되면서 신설된 조항이다.

즉 개정 전 공정거래법 제23조 제1항 제7호의 부당지원행위 금지규정의 엄격한 요건으로 지원행위가 현저히 유리한 정도에 미치지 못하거나 단순히 자연인인 특수관계인에게 이익을 귀속시키는 데 그치는 경우에는 지원행위가 성립되기 어렵고, 공정거래저해성의 증명도 곤란하다는 점 등을 감안하여 대기업집단 총수일가의 사익편취행위를 효과적으로 규제할 수 있도록 공정거래저해성이 아닌 특수관계인에게 부당한 이익을 귀속시켰는지 여부를 기준으로 위법성을 판단하는 특수관계인에 대한 부당한 이익제공 등 금지규정이 신설되었다.

구 공정거래법 제23조의2 제1항은 행위의 주체를 상호출자제한기업집단 내 회사로 한정하고 있고, 지원객체를 일정한 범위의 특수관계인 또는 계열회사로 한정하고 있으며, 규제대상 거래행위도 제한적으로 열거하고 있다.

위와 같은 구 공정거래법 제23조의2의 도입경위, 입법목적, 규정 형식과 내용, 구 공정거래법 제1조의 목적조항과의 관계 등을 종합적으로 고려하여 보면, 구 공정거래법 제23조의2는 대기업집단 총수 일가의 사익편취행위의 금지를 통해 경제력집중을 억제하기 위한 취지에서 도입된 규정으로 볼 수 있다.

구 공정거래법 제23조의2 제1항의 해석에 있어서 중요한 사항 중 하나는 '특수관계인에게 부당한 이익을 귀속시키는 행위'에 대한 규범적 평가라고 할 수 있다.

그런데 구 공정거래법 제23조 제1항 제7호의 경우 지원행위의 부당성이 문제되는 것임에 반하여 구 공정거래법 제23조의2 제1항은 이익의 부당성이 문제되는 것이어서 이를 공정거래법 제23조 제1항 제7호의 위법성 판단기준과 동일한 평면에서 논의할 수는 없다.

부당이라는 개념은 특수관계인에게 귀속되는 이익의 허용 여부에 대한 규범적 가치판단을 가능하게 하는 기능을 수행한다는 점에서 특수관계인에게 귀속되는 이익의 부당성은 특수관계인에 대한 이익의 귀속에 합리적인 이유가 있는지 여부를 기준으로 판단되어야 할 것이다.

아울러 이를 판단함에 있어서 특수관계인에게 귀속되는 이익이 거의 없거나 과소하다고 평가될 수 있는 정도까지 부당한 이익으로 평가하는 것은 과잉금지의 원칙에 위배될 소지가 있다는 점에서 부당한 이익을 판단함에 있어서 이익의 규모도 고려되어야 할 것이다.

앞서 본 바와 같은 구 공정거래법 제23조의2의 입법취지 및 목적, 규정체계, 법문의 내용, 구 공정거래법 제1조와의 관계 등에 비추어 보면, 구 공정거래법 제23조 제1항에서 '특수관계인에게 부당한 이익을 귀속시키는 행위'인지 여부는 지원주체 및 지원객체와 특수관계인의 관계, 거래 당시 지원객체가 처한 경제적 상황, 거래의 경위, 거래의 목적과 의도, 거래의 규모, 특수관계인에게 귀속되는 이익의 규모 등을 종합적으로 고려하여 특수관계인에 대한 이익의 귀속에 합리적인 이유가 있는지를 기준으로 판단되어야 할 것이고, 특수관계인에게 부당한 이익이 귀속되었다는 점에 대하여는 피고가 증명책임을 부담한다고 보아야 할 것이다.

이하에서는 이러한 해석론을 토대로 이 사건 거래가 구 공정거래법 제23조의2 제1항 제1호에서 정하는 특수관계인에게 부당한 이익을 귀속시키는 행위에 해당하는지 여부에 관하여 살펴보기로 한다.

(2) 구체적 판단

위 인정사실 및 앞서 든 증거들에 변론 전체의 취지를 종합하여 인정되는 다음의 사정들에 비추어 보면, 원고 효성투자개발은 이 사건 TRS 계약을 통하여 원고 GE로 하여금 이 사건 CB를 발행할 수 있도록 함으로써 원고 GE의 특수관

계인인 원고 3에게 부당한 이익을 귀속시켰다고 볼 수 있으므로, 원고들의 이 부분 주장은 이유 없다.

(가) 지원주체 및 지원객체와 특수관계인의 관계

원고 효성투자개발과 원고 GE는 모두 상호출자제한기업집단으로 지정된 기업집단 효성의 계열회사로, 효성의 특수관계인인 원고 3이 원고 효성투자개발에 대하여는 41%의 지분을 보유한 2대 주주이고, 원고 GE에 대하여는 62.78%의 지분을 보유한 최대주주인데, 원고 효성투자개발과 원고 GE 사이에는 아무런 지분관계가 존재하지 아니한다.

원고 효성투자개발의 법인등기부 및 정관에는 그 목적사업으로 부동산에 대한 투자, 임대, 관리, 매매 및 부동산 개발업, 국내외 자원 개발 및 판매업, 스포츠시설 관리업, 골프장 및 주차장 운영업, 주택 건설업 및 그와 관련된 부대사업으로 정하고 있는바, 원고 효성투자개발의 이 사건 TRS 계약은 원고 GE가 발행한 이 사건 CB라는 기초자산에서 파생되는 시장위험과 신용위험을 부담해 주는 거래로서 원고 효성투자개발의 정관 및 등기부상 사업 목적을 수행하는 데 있어서 직접, 간접으로 필요한 행위라고 보기는 어렵다.

(나) 이 사건 거래 당시 지원객체가 처한 경제적 상황

원고 GE는 2013. 7. 원고 GE에게 150억 원을 투자하였던 스테이디엄의 풋옵션 행사에 따른 자금 마련을 위하여 유상감자 등을 실시하였고, 이에 따른 순현금 유출로 운영자금이 급격히 소진됨에 따라 재무구조가 급격히 악화되었으며, 이러한 상황에서 삼일회계법인이 2014. 6. 23. 원고 GE의 2013년 회계연도 재무제표 감사 결과 한정의견을 제시함에 따라 일부 금융기관에서의 신용등급이 강등되고 차입금 회수 상환압박을 받게 되었는데, 이에 원고 GE가 이러한 상황에서 자금 융통을 위한 다양한 방안을 모색하였으나 모두 실패하였음은 앞서 본 바와 같다.

(다) 이 사건 거래의 경위

효성 재무본부는 원고 GE의 자금난을 타개하기 위한 방안으로 ① 원고 GE 전환사채 발행 및 효성의 TRS 계약 체결 방안(PLAN 1), ② 원고 GE의 CB 발행, 갤럭시아포토닉스 또는 원고 효성투자개발의 CB 발행 및 효성의 TRS 계약 체결 방안(PLAN 2), ③ 원고 GE의 CB 발행, 원고 효성투자개발의 TRS 계약 체결 방안(PLAN 3)을 하나금융투자사와 함께 법무법인 광장의 자문을 받아 검토하였고, 효성 재무본부는 최종적으로 세 번째 방안(PLAN 3)으로 결정하였다.

그에 따라 원고 효성투자개발은 SPC와 이 사건 TRS 계약을 체결하였고, 원고 GE는 SPC에 이 사건 CB를 발행하여 자금을 조달하였다.

PLAN 1 거래구조

효성은 위 'PLAN 1'이 법률적 문제가 없는지 하나금융투자에게 문의하였고, 하나금융투자는 법무법인으로부터 'PLAN 1'이 상법에 위반되어 허용되지 않는 의견을 받아 이를 2014. 8. 6. 효성 재무본부 과장 송홍래에게 전달하였으며, 이에 효성은 'PLAN 1'을 포기하였다.

PLAN 2 거래구조

'PLAN 1' 검토 시와 동일하게 하나금융투자는 2014. 10. 21. 위 'PLAN 2'가 법률적 문제가 없는지 법무법인에 문의하였고, 법무법인은 'PLAN 2'가 상법에 위반되지는 않으나, 부당지원행위 및 배임죄가 성립되지 않기 위해서 고려해야 할 사항들이 있다는 의견을 제시하였다.

PLAN 3 거래구조

(라) 거래의 목적과 의도

이 사건 TRS 계약은 원고 효성투자개발이 실질적으로 SPC의 정산기일에 청산가격이 공정가액보다 큰 경우 정산차익을 보장해 줌으로써 원고 GE는 이 사건 CB 발행을 통해 SPC로부터 상당히 유리한 조건으로 자금을 조달하게 되었다.

원고 GE는 이 사건 CB 발행으로 조달한 자금이 회계기준상 신종자본증권으로 자본총계에 산입됨으로써 자본잠식을 면하였고 유입된 자금을 단기 차입금의 상황에 사용함으로써 유동성 위기를 모면하였다.

이에 반하여 원고 효성투자개발은 이 사건 TRS 계약의 당사자인 SPC가 원고 효성투자개발의 연결대상회사로 인식됨에 따라 SPC의 전환사채에 대한 평가손익이 연결재무제표상 원고 효성투자개발의 부채로 인식되게 되는데, 원고 효성투자개발의 2015년 감사보고서(을 제47호증의 1)에는 이 사건 TRS 계약으로 인해 유동부채가 2014년 말 321,096,000원에서 2,593,625,000원으로 증가한 것으로 기재되어 있다.

원고 효성투자개발로서는 부채비율의 증가로 여신한도가 줄어들게 되는 불이익을 입게 되었고, 이 사건 담보제공으로 감정가가 약 297억 원에 이르는 별지 3 기재 부동산의 교환가치를 정산기일까지 활용하지 못하는 손해를 입게 되었다.

원고 효성투자개발이 이 사건 TRS 계약에 따른 독자적인 효익이 있었다고 보기 어렵다는 점은 앞서 본 바와 같다.

이 사건 TRS 계약은 기본적으로 원고 효성투자개발이 효성 재무본부의 요청에 따라 유동성 위기 및 자본잠식 상황에 몰린 원고 GE를 지원할 목적으로 이루어진 것이다.

(마) 거래의 규모

원고 GE가 이 사건 CB 발행으로 조달한 250억 원은 원고 GE의 자본금 33억 7,300만 원의 약 7.4배에 달하고, 원고 효성투자개발의 자본금 8억 원의 약 31배에 달하는 큰 금액이다.

이 사건 CB가 영구채로서 신종자본증권으로 자본총계에 편입됨으로써 원고 GE의 자본총계는 2014년 말 10,852,000,000원으로(신종자본증권 11,790,000,000원 포함), 2015년 말 18,168,000,000원(신종자본증권 24,730,000,000원 포함)으로 평가될 수 있었다.

한편, 리안 보고서상 2014. 10. 31. 기준으로 원고 GE에 대한 실사 후 부채비율은 1,829%로 평가되었으나 2014년 말 부채비율은 608%, 2015년 말 부채비율은 267%로 감소되었다.

(바) 특수관계인에게 귀속되는 이익의 규모

원고 효성투자개발의 이 사건 TRS 계약이라는 간접 지원행위를 통하여 원고 GE가 얻게 된 경제적 이익은, ① 이 사건 CB 발행으로 인하여 자본잠식을 면하게 됨으로 인한 경제적 이익과 ② 이 사건 TRS 계약이 없었다면 적용되었을 금리에 비하여 낮은 금리로 이 사건 CB를 발행하게 됨으로써 얻은 금리 차익으로 평가할 수 있다.

피고는 의결서에서 원고 GE가 얻게 된 이익 중 원고 GE 등에게 가장 유리한 방법으로 위반액을 산정한다는 측면에서 후자만을 경제상 이익으로 보고 지원금액을 산정하면서 이 사건 CB의 정상금리를 공모 회사채 금리를 기초로 산정하여 원고 GE가 1,534,8789,904원의 금리차익을 얻었다고 평가하고, 그중 원고 3에게 귀속된 이익은 원고 3의 지분 가치 상당액으로 최소 약 964,000,000원이라고 평가하였다.

원고 GE는 이 사건 CB 발행으로 인하여 회계상 자본이 250억 원 가량 증가하고 자본잠식을 면하게 됨으로써 기존의 금융기관과의 대출금 거래에 있어서 차입금 상환기간을 연장하고 신용등급의 저하를 막고 대출금리 면에서도 상당한 이익을 얻게 되었을 것으로 보이는바, 이러한 경제적 이익까지 감안하는 경우 원고 GE는 피고가 산정한 금리차익보다 훨씬 더 큰 경제적 이익을 얻었을 것으로 판단된다.

따라서 이 사건 거래를 통하여 원고 3에게 귀속된 이익은, 피고가 공모 회사채 금리를 기초로 원고 GE가 얻은 1,534,8789,904원의 금리차익을 기초로 산정한 지분가치 상당액인 약 964,000,000원을 초과하는 경제적 이익이 귀속되었다고 평가할 수 있다.

3) 원고 GE에 대한 시정명령 및 과징금 부과처분이 위법하다는 주장에 대하여

앞서 든 증거들 및 갑 제58호증의 1, 2의 각 기재에 변론 전체의 취지를 종합하여 인정되는 다음의 사정에 비추어 보면, 원고 GE는 이 사건 거래가 부당지원행위에 해당할 가능성에 대하여 인식하고 있었거나 인식할 수 있었다고 봄이 상당하다.

따라서 원고 GE의 이 부분 주장은 이유 없다.

가) 원고 GE가 이 사건 CB 발행과 관련하여 작성한 '영구전환사채 발행 일정'이라는 내부 문건(을 제27호증)에는 원고 GE가 2014. 10.경 '14년 11월 Cash 부족상황을 (주) 효성 재무본부에 전달하고 대책 협의, 사모펀드 투자 협의 진행했으나 조건 불일치'라는 내용부터 2015. 3. 30. '2차 전환사채 발행 공시'까지의 이 사건 CB 발행과 관련한 원고 효성 투자개발, 원고 GE, 효성 재무본부 사이의 업무처리 현황이 일목요연하게 정리되어 있다.

위 내부 문건에는 법무법인의 법률의견을 받은 결과 '우려되는 Risk는 민형사상 배임, 공정거래법상의 부당지원, 세법상의 부당행위 부인임', '계열사 간 부당지원 등이 우려되는 법률의견을 보고 판단하자는 의견' 등의 내용이 기재되어 있다.

나) 원고 GE는 이 사건 CB 발행 및 이 사건 TRS 계약이 계열회사를 위한 지원이 아닌지 등 법률적인 문제가 발생하지 않도록 하기 위해 효성 재무본부와 함께 이 사건 거래와 관련한 법무법인 광장의 의견을 수취하는 등 전 과정에 관여한 것으로 보인다.

다) 법무법인 광장의 이 사건 TRS 체결 방안 관련 법률의견에는 'GE의 현 상태 및 사업 계획 및 거래조건에 비추어 위험 발생 가능성이 이익을 얻을 가능성보다 높아 실질적으로 GE에게 무상으로 보증이나 담보를 제공한 것과 동일하게 평가될 수 있는 경우에 해당하지 않고, 본건 TRS의 거래조건이 일반적인 파생상품거래 및 TRS 형태의 계약과 비교하여 통상적인 수준이라면 부당지원행위가 문제될 가능성은 낮을 것으로 보입니다.

'라고 기술되어 있다.

그러나 이 사건 TRS 계약에서 원고 효성투자개발은 실질적으로는 SPC에 대하여 SPC가 원고 GE로부터 이 사건 CB를 인수하면서 제공한 투자원금과 연 5.8%의 이자를 지급보증하고 아울러 SPC에 이 사건 담보제공까지 해 주었으며, 원고 GE는 원고 효성투자개발에 이 사건 TRS 계약 체결의 대가로 어떠한 반대급부도 제공하지 아니하였는바, 이 사건 TRS 계약은 원고 GE에 대한 관계에서는 무상보증에 준하는 것임은 앞서 본 바와 같다.

이러한 사정은 원고 GE의 내부 사정이나 이 사건 거래 구조를 잘 알고 있었던 원고 GE의 대표이사나 임원들도 충분히 알 수 있었을 것으로 볼 수 있다.

라) 한편, 원고 GE의 소외 6 상무와 소외 5 팀장은 이 사건 거래의 법률적 문제를 회피하기 위하여 평가를 의뢰한 회계법인 리안의 회계사 소외 4에게 보고서 용역 수행과 관련해 필요한 자료를 제공하는 등의 일을 하였는데, 그 과정에서 소외 5는 소외 4에게 용역보고서를 작성하는 데 참고하라면서 '효성투자개발 이사진의 법률 이슈를 줄이기 위해서는 TRS 계약을 체결하는 효성투자개발 이사회에서 TRS 계약 체결의 정당성을 확보하는 것이 중요합니다.

(중략) GE 사업전망 및 경영정상화 가능성이 최대한 Bright하게 나와야 합니다.

'라는 내용 등이 기재되어 있는 효성 내부분건을 교부해 주기도 하였다.

마) 원고 GE가 2016. 4. 28.부터 2016. 10. 28.까지 소외 1 회장에게 한 보고문건(을 제15호증의 1 내지 10) 중에는 원고 GE의 대표이사 소외 11이 이 사건 CB와 관련하여 법무법인(김앤장)과의 협의를 통해 배임 등 법적 이슈를 최소화할 수 있는 방안을 마련토록 하겠다는 보고내용이 있고, 소외 1 회장도 '영구채 발행은 경영상 필요성에 따른 판단으로 논리전개 보강할 것'이라는 지시를 한 바도 있는바, 원고 GE로서는 이 사건 거래가 법률적으로 문제가 될 수 있음을 인식하고 있었던 것으로 볼 수 있다.

4) 효성에 대한 시정명령 및 과징금 부과처분이 위법하다는 주장에 대하여

가) 관련 법령 및 그 해석

구 공정거래법 제23조 제1항 제7호 가목은 부당하게 특수관계인 또는 다른 회사에 대하여 가지급금·대여금·인력·부동산·유가증권·상품·용역·무체재산권 등을 제공하거나 상당히 유리한 조건으로 거래하는 행위를 한 사업자를 규제대상으로 할 뿐만 아니라 계열회사 또는 다른 사업자로 하여금 이를 행하도록 한 사업자까지 규제대상에 포함시키고 있다.

구 공정거래법 제23조 제1항 후단에 따라 계열회사나 다른 사업자로 하여금 부당지원행위를 하게 하였다고 보기 위해서는 형법상 교사행위에 준하여 다른 사업자로 하여금 부당한 지원행위를 하도록 교사하는 행위 또는 이에 준하는 행위에 해당하여야 할 것이고, 다른 사업자의 부당지원행위를 단순히 방조하는 행위는 이에 포함되지 않는다고 보아야 할 것이다.

나) 구체적 판단

위 인정사실 및 앞서 든 증거들에 변론 전체의 취지를 종합하여 인정되는 다음의 사정에 비추어 보면, 효성은 원고 효성투자개발로 하여금 이 사건 TRS 계약을 체결하도록 교사하였거나 교사행위에 준하는 행위를 한 것으로 평가할 수 있으므로, 원고 효성, 효성티앤씨, 효성첨단소재, 효성중공업, 효성화학의 이 부분 주장은 이유 없다.

(1) 원고 GE의 대표이사 소외 11은 2014. 6. 삼일회계법인으로부터 회계감사 결과 한정 의견을 받은 이후 은행 차입금 연장 시도, 신규 차입금, 사모펀드 자금 융통이 가능한지 여부를 모색하였으나 모두 여의치 아니함에 따라 원고 GE의 힘으로는 타개가 어렵다고 보고 소외 6 상무를 통하여 효성 재무본부 임석주 부장에게 도움을 요청하였다.

(2) 원고 GE로부터 도움을 요청받은 효성 재무본부는 2014. 8.경부터 원고 GE의 자금난을 타개하기 위한 다양한 방안을 검토하였는데, 효성 재무본부가 하나금융투자과 협의하여 고려할 수 있는 방안을 마련하고, 해당 방안이 상법 또는 공정거래법 위반 등 법률적인 문제가 없는지를 법무법인 광장에 문의하면 법무법인 광장이 각 방안들의 법률적 문제 등을 검토한 결과를 하나금융투자에게 전달하여 이를 효성 재무본부 측에 다시 전달하는 방식으로 검토가 진행되었다.

(3) 구체적으로는 효성 재무본부의 소외 17 과장이 2014. 10.경 하나금융투자의 소외 12에게 원고 GE가 어떤 회사인지를 설명하면서 원고 GE가 전환사채를 발행할 예정인데 그 과정에 원고 효성투자개발 또는 효성굿스프링스가 TRS 계약의 당사자가 되는 거래에 대하여 검토를 요청하였다.

하나투자금융의 소외 12는 원고 GE, 효성투자개발 및 효성굿스프링스의 전반적인 경영상황 및 재무상태 등을 확인하였는데, 효성 재무본부에서 2014. 10. 하순경 원고 효성투자개발이 TRS 계약의 당사자가 되는 기본적인 거래구조를 설계하여 알려줌에 따라 위 거래구조에 관하여 법률적인 문제가 없는지 등에 대해 법무법인 광장에 검토를 의뢰하였고, 구체적인 거래조건 등을 검토하였다.

(4) 이 사건 TRS 계약의 거래 조건에 대한 협상과정에서도 효성 재무본부 직원과 하나금융투자 및 대주단의 직원들이 이 사건 CB의 발행 시기, 발행금리, 이 사건 TRS 계약조건 등을 협의하였을 뿐 원고 효성투자개발의 직원은 관여하지 아니하였다.

(5) 원고 효성투자개발의 직원은 손철익이 유일한데, 이 사건 TRS 계약의 체결과 관련한 법무법인의 법률의견서나 회계법인에 대한 평가 의뢰도 효성 재무본부에서 원고 효성투자개발의 명의를 빌려 진행하였고, 원고 효성투자개발이 이 사건 TRS 계약의 당사자가 될 것인지 여부 및 별지 3 기재 부동산을 담보로 제공할 것인지 여부 등에 관하여도 원고 효성투자개발의 이사회 결의를 통해 결정될 사항임에도 이사회 개최 전에 효성 재무본부와 대주단 사이에 그 결정이 이루어졌고, 이사회 의사록은 추후 형식적으로 작성된 것으로 보인다.

(6) 원고 효성투자개발은 이 사건 CB를 보유함으로써 연 5.8%의 이익을 최소한 8년 이상의 기간 동안 누릴 수 있었으며, 원고 GE의 기업가치가 상승하거나 IPO가 기대되는 경우 이 사건 CB에 내재된 전환권을 행사하여 시세차익, 자본수익의 이익을 누릴 수 있어 원고 효성투자개발의 이익을 위해 이 사건 TRS 계약을 체결한 것이라고 주장하나, 이 사건 거래가 시작되게 된 경위 및 진행과정, 이 사건 TRS 계약의 거래 조건의 결정과정, 이 사건 TRS 계약의 내용, 이 사건 TRS 계약의 당사자가 원고 효성투자개발로 정해진 것이 원고 효성투자개발의 요청에 의한 것은 아닌 점 등에 비추어 보면, 이 사건 거래는 당초 원고 GE의 자금난을 타개하기 위해 원고 GE의 요청을 받은 효성 재무본부의 주도하에 설계되었고, 그 과정에서 원고 효성투자개발의 이익은 전혀 고려됨이 없었으며, 효성 재무본부의 요구에 따라 원고 효성투자개발이 이 사건 TRS 계약을 체결하였다고 봄이 타당하다.

5) 원고 3에 대한 시정명령의 위법성 주장에 대하여

앞서 든 증거들에 변론 전체의 취지를 종합하여 인정되는 다음의 사정에 비추어 보면, 원고 3도 이 사건 거래를 통한 이익제공 행위에 관여함으로써 구 공정거래법 제23조의2 제4항을 위반하였다고 판단되므로, 원고 3의 주장은 이유 없다.

가) 원고 3은 이 사건 거래 당시 기업집단 효성의 동일인의 혈족 1촌인 특수관계인이자 효성의 전략본부장으로서 원고 GE에 대하여는 최대 주주의 지위에 있었고, 원고 효성투자개발에 대하여는 효성에 이어서 2대 주주의 지위에 있었다.

또한 원고 3은 이 사건 거래 기간 동안 원고 GE의 비상무이사로 등기되어 있었고, 원고 효성투자개발의 사내이사로 등기되어 있었다.

효성은 매주 화요일에 경영회의를 개최하였는데 경영회의에는 이 사건 거래 당시 효성 대표이사, 재무본부장, 전략본부장, 지원본부장이 참석대상인데, 경영회의에서는 각 본부의 현안 및 이슈에 대하여 토론하고 결정하였다.

효성 재무본부는 당시 효성의 대표이사에 대한 보고문건(부진 국내외 계열사 관리 강화)에서 원고 GE에 대한 본사 지원의 필요성과 영구 CB 발행을 통한 재무구조 개선 및 은행 차입금 연장 추진을 포함시켜 작성한 바 있다.

나) 원고 GE는 2012년과 2013년 연속으로 대규모 손실을 기록하고 있던 상황에서, 스테이디엄의 2013. 7. 원고 3과 트리니티에셋을 상대로 원고 GE에 투자한 150억 원에 대하여 풋옵션을 행사함에 따라 원고 GE는 2013. 7. 2. 스테이디엄에 지급할 자금을 마련하기 위하여 유상감자를 실시하였는데, 그에 따른 순현금 유출이 191억 원에 달하게 되었고, 그로 인하여 운영자금이 급격히 소진됨에 따라 2013년 말 기준 감사보고서 상 부채비율이 373.7%에 달하는 등 재무구조가 급격히 악화되었음은 앞서 본 바와 같다.

효성 재무본부에서도 원고 GE를 차입금 회수압박을 받는 주요 관리대상 계열사로 분류하기도 하였다.

당초 원고 GE의 자금난의 주요원인 중 하나가 원고 3이 지급채무를 부담하는 스테이디엄에 대한 투자금 회수를 자금 마련을 위한 유상감자였다는 점에서 원고 3으로서는 원고 GE의 자금 상황에 대하여 많은 관심을 가지고 있었을 것으로 보인다.

다) 원고 3은 자신에 대한 독점규제및공정거래에관한법률위반 피의사건과 관련하여 검찰에서 조사를 받음에 있어서 원고 GE의 지분변동 경과, 원고 GE의 주된 사업 분야인 LED 조명사업 등의 현황이나 원고 GE의 재무상태 등에 관하여 상세히 진술하였을 뿐 아니라 원고 GE에 대하여도 자신이 운영하는 회사이기도 하지만 직원들에게는 생계수단이라고 진술한 바 있다.

또한 원고 3은 자신이 최대주주로 있는 원고 GE를 비롯하여 갤럭시아컴즈, 트리니티에셋, 효성 ITX 등에 대하여 인수, 합병을 한 이유에 관하여 IT 관련 분야를 효성의 미래 성장 동력으로 삼아 향후 효성의 경쟁력을 강화하고, 효성의 기존 주력 분야인 제조업도 IT의 기반 없이는 도태될 수밖에 없다는 생각에 인수하게 되었고, 위 회사들은 각 대표이사들이 운영을 하고 있지만 효성 그룹을 자신이 운영하기 때문에 각 회사들에 대하여 그룹 차원에서 관심을 가지고 있다고 진술한 바 있다.

라) 원고 3은 원고 GE의 자금난을 타개하기 위해 2014. 9. 16. 스스로 원고 GE가 소유하고 있던 갤럭시아커뮤니케이션즈 주식을 시간외매매를 통해 20억 원에 매수함으로써 원고 GE가 운영자금을 조달할 수 있도록 하였다.

소외 5는 검찰에서 원고 GE 소유의 갤럭시아커뮤니케이션즈 주식을 원고 3에게 시간외매매로 매각한 것과 관련하여 사전 의사연락을 주고받은 것인지를 묻는 질문에, '소외 11 또는 소외 6이 원고 3의 비서실을 통했는지, 어떻게 연락을 했는지는 잘 모르겠지만, 원고 3이 GE 소유의 갤럭시아커뮤니케이션즈의 주식을 시간외 대량매매로 매입하기로 했고, 저는 IBK 담당자에게 연락하여 일정시간에 원고 3에게 블록딜로 매각하라고 연락을 한 것입니다.

'라고 진술한 바 있다.

한편, 원고 3이 최대주주 겸 이사로 재직하고 있던 효성 ITX는 2014. 7. 25.경부터 2014. 12. 15.경까지 원고 GE에 연 6%의 저리로 25억 원을 빌려주어 원고 GE의 긴급한 자금을 조달해 주었다.

이러한 사정들에 비추어 보면, 원고 3은 원고 GE가 처한 자금난을 인식하고 있었다고 봄이 합리적이다.

마) 원고 GE는 2014. 9. 3. '2014. 9. 5. 사내이사 소외 11을 선임하는 임시 주주총회 소집 및 의안 확정'의 건'에 대한 이사회 결의를 한 것으로 이사회 의사록을 작성하였다.

그에 따라 원고 GE는 2014. 9. 5. 오전에 임시주주총회를 개최하여 소외 11을 원고 GE의 사내이사로 선임하는 내용의 주주총회 의사록과 소외 11을 원고 GE의 대표이사로 선임하는 내용의 이사회 의사록을 작성하였다.

원고 GE는 같은 날 오후 4시 본점 회의실에서 이사 소외 11, 소외 18, 소외 19가 참석하여 영구채 발행 등 방법으로 자본을 확충하기로 하는 내용의 이사회 결의를 한 것으로 이사회 의사록을 작성하였다.

이 사건 거래 당시 원고 GE의 재무관리팀 팀장이었던 소외 5는 효성투자개발 등에 대한 독점규제및공정거래에관한법률위반 등 사건에 관하여 검찰에서 조사를 받을 당시 원고 GE의 사내이사 및 대표이사를 소외 11로 한 것이 최대주주인 원고 3의 결정인지를 묻는 질문에 대하여 주주총회 결의사항이므로 원고 3의 결정 없이 이사를 선임하는 것은 불가능하다고 진술한 바 있다.

바) 원고 GE의 대표이사인 소외 11은 효성투자개발의 독점규제및공정거래에관한법률위반 사건에 관하여 피고로부터 조사를 받을 당시, 원고 GE의 이사회 개최 전 상정안건, 이사회 개최 후 의결된 내용 등을 효성 전략본부에 보고했는데, 이를 효성 전략본부에 보고한 이유에 관하여는 당시 원고 GE의 경영현황과 실적을 챙기는 일을 했던 전략본부실 소외 20 상무에게 보고를 하면 원고 3의 비서실을 통해 원고 3에게 보고가 될 수 있다고 인식했기 때문이라고 진술한 바 있다.

또한 소외 11은 자신이 대표이사로 부임할 당시 원고 3이 자신을 한번 보자고 해서 찾아간 적이 있는데, 원고 3이 자신에게 전권을 다 줄 테니 회사가 정상화될 수 있도록 해 달라고 하였다고 진술하였다.

소외 11이 원고 GE의 대표이사로 취임할 당시 원고 GE가 직면하고 있던 현안이 원고 GE의 유동성 위기와 자본잠식 우려 등이었다는 점에 비추어 볼 때, 원고 3이 회사가 정상화될 수 있도록 해 달라는 취지의 요청은 원고 GE가 당시 처한 자금난을 인식한 상태에서 한 요청으로 보인다.

더구나 소외 11이 대표이사로 취임한 첫 날 이사회에서 한 결의내용도 영구채 발행 등 방법으로 자본을 확충하기로 하는 내용이었던 점에 비추어 보면, 원고 3으로서는 그와 같은 상황을 인지하고 있었다고 보는 것이 자연스럽다.

사) 아래의 사정들에 비추어 보면, 원고 GE는 이 사건 CB를 SPC에 발행하기 위해서 원고 GE의 정관 개정이 요구되었고, 그 정관 개정을 위해서는 원고 GE의 주주총회 결의가 필요하였는바, 원고 GE의 이 사건 CB 발행에 필요한 정관 개정을 위한 2014. 12. 3.자 임시 주주총회와 관련하여 그 소집절차를 간소화하는 내용의 기간 단축 동의서와 위 임시 주주총회 의사록에 각 날인된 원고 3의 인감은 원고 3의 의사 내지 원고 3의 위임에 따라 이루어진 것으로 볼 수 있다.

① 검찰이 원고 GE에서 압수한 주주총회 의사록 뒤에 편철되어 있던 문건 중 <관련하여 김&장 의견>에는 '보내주신 GE의 정관을 검토한 결과, 현재 GE의 정관은 CB를 발행할 수 있다는 근거규정을 두고 있기는 하나, 주주 외 제3자에게 배정할 수 있는 사유가 구체화되어 있지 않고, 상대방 등도 전혀 특정되어 있지 않으므로 하나대투증권의 의견과 같이 정관을 개정하여 CB 발행에 관한 근거규정을 보다 구체화하는 것이 필요할 것으로 사료됩니다.

정관을 개정하기 위해서는 주주총회의 결의(출석한 주주의 의결권의 3분의 2 이상의 수와 발행주식 총수의 3분의 1 이상의 수)가 필요하고(상법 제434조), (1) 이사회의 주주총회 소집 결의, (2) 주주총회 소집통지 발송(주주총회일의 2주 전, 정관 개정안 포함) 및 (3) 주주총회 결의 절차를 거쳐야 합니다.

이 경우 주주총회 소집통지로 인하여 2주 정도의 시간이 소요될 것으로 예상됩니다.

다만, 주주총회 소집통지 절차(2주의 기간 소요)는 모든 주주의 동의를 받으면 생략 가능한 것으로 해석되고 있으므로 (대법원 1993. 2. 26. 선고 92다48727 판결 등), 모든 주주의 동의를 받는 경우에는 소집통지절차를 생략하고 곧바로 주주총회 절차를 진행할 수 있습니다.

‘라는 내용이 포함되어 있다.

② 원고 GE의 2014. 12. 3.자 주주명부에는 총 발행주식 6,746,071주 중 4,234,915주를 소유하고 있는 원고 3이 단독으로 회의에 출석하고 의결에 찬성하고 인증 축탁한 것으로 기재되어 있고, 2014. 12. 3.자 GE의 임시 주주총회 의사록은 2014. 12. 9.자로 법무법인 우진에서 인증이 되었다.

③ 검찰이 원고 GE에서 압수한 2014. 12. 3.자 기간 단축 동의서에는 ‘본인은 갤럭시아일렉트로닉스 주식회사의 주주로서 전환사채 발행에 관한 정관 개정 결의를 위하여 상법 제363조에서 규정한 주주총회의 소집통지 등 기간을 단축하여 임시주주총회를 소집함에 대하여 이의 없이 동의합니다.

’라고 부동문자로 기재되어 있고, ‘주주 원고 3’의 명의 다음에 원고 3의 인감이 날인되어 있다.

효성의 비서실 기획팀에서 원고 3의 개인인감을 보관, 관리하는 소외 21은 검찰에서 위 기간 단축 동의서에 자신이 원고 3의 개인인감을 날인해 주었다고 진술한 바 있다.

④ 한편, 검찰이 원고 GE에서 압수한 2014. 12. 3.자 임시 주주총회 의사록에는 총 발행주식 6,746,071주 중 4,234,915주를 소유하고 있는 주주 1인(원고 3)이 출석하여 전환사채의 발행에 관하여 발행목적, 부여대상 등을 구체화하기 위하여 정관을 변경하는 안을 부의하여 출석 주주 전원의 동의로 정관개정안을 승인 가결한 것으로 기재되어 있다.

그리고 위 임시 주주총회 의사록에 첨부된 정관 개정(안)에는 정관 제17조 제1항을 개정하는 것을 내용으로 하고 있는데, 개정 전 규정이 ‘이 회사는 사채의 권면총액이 500억 원을 초과하지 않는 범위 내에서 주주 외의 투자자에게 전환사채를 발행할 수 있다.

’로 정하고 있던 것을 개정 후 규정에서는 ‘이 회사는 다음 각 호의 어느 하나에 해당하는 경우 이사회 결의로 주주 외의 자에게 전환사채를 발행할 수 있다.

’로 고치면서 제1호에서 ‘사채의 액면총액이 500억 원을 초과하지 않는 범위 내에서 긴급한 자금 조달을 위하여 국내의 금융기관 또는 기관투자자, 기타 전환사채에 대한 투자를 목적으로 설립된 회사에게 전환사채를 발행한 경우’를 그 중 하나로 열거하는 내용이다.

⑤ 원고 3은 검찰에서 피의자로 조사를 받으면서 위 정관개정과 관련하여 ‘GE의 대표이사 소외 11이 피의자의 의사에 기하지 않고 정관 개정을 추진하고, 피의자의 비서들이 피의자의 의사에 기하지 않고 인감을 날인하고, 인감증명서를 발급받았다는 것인가요?’라는 질문에 대하여, ‘그런 적은 한 번도 없습니다.

제가 GE의 경영에 대하여 소외 11에게 위임을 했고, 소외 11이 저에게 보고해야 하는 부분은 보고했으리라고 생각합니다.

저의 비서들이 위임된 범위 내에서 인감도장을 날인한 것으로 생각됩니다.

’라고 진술하였다.

아) 원고 GE의 대표이사 소외 11 등은 효성 기업집단의 소외 1 회장에게 원고 GE의 경영현황 등에 관하여 보고하면서 이 사건 CB 발행과 관련하여 참여연대 등의 고발 이후 대응방안 등에 관하여도 보고를 하였는데, 2016. 10. 28. ‘GE의 영구채 전환가치 산정 보고’를 한 자리에는 원고 3도 배석하였다.

당시 원고 GE가 작성한 2016년 제9차 보고문건에는 소외 1 회장이 '영구 채 만기 연장과 관련하여 신규 투자자 모집을 조속히 종결지어야 하며, 재무본부와 협업하여 11월 중순까지 매듭을 지어야만 안정적인 운영이 된다고 강조하심.'이라고 기재되어 있다.

5. 결론

그렇다면, 원고들의 청구는 이유 없으므로 이를 모두 기각하기로 하여 주문과 같이 판결한다.

[별지 생략]

판사 이상주(재판장) 이수영 백승엽