

# Repo去來의 法的 性質論\*

宋 鍾 俊

(충북대 법과대학 교수)

## 【초 록】

---

환매조건부채권매매라고 불리는 Repo거래는 그 법적 성질을 둘러싸고 대표적으로 담보부 소비대차설과 증권매매설이 대립하고 있다. Repo거래의 법적 성질에 관한 논의는 Repo거래의 당사자의 일방이 도산한 경우에 회사정리법이나 파산법의 적용에 있어서 그 상대방의 이해관계에 중대한 영향을 주고, 궁극적으로는 Repo거래의 유동성과 안정성을 해치는 문제를 야기할 수 있기 때문에 중요하다.

이 글은 미국의 판례와 학설을 중심으로 Repo거래의 법적 성질론을 검토한 다음, 우리나라의 법체계하에서 Repo거래의 성질을 분석하는 것을 목적으로 한다. 결론적으로는 Repo거래가 경제적으로는 담보부소비대차(secured loan)로서의 요소도 가지고 있지만, 법률적으로는 매입증권에 대한 매수인의 임의처분권 및 Repo거래계약의 형식과 당사자의 의사해석 등을 고려할 때에 Repo거래는 증권의 매매(sale)임을 규명한다.

---

주제어: 환매조건부채권매매 / Repo / 담보부소비대차 / 증권매매 / RP

---

\* 이 논문은 2001년 6월 19일 증권예탁인이 주최한 '딜러금융지원을 위한 Repo'세미나(신라호텔)에서 발표한 논문의 일부로서 그 내용을 수정보완한 것이다. 이 글을 작성하기까지는 한림대 법학과 이중기 교수님, 고려대 법학연구원 김재두 연구원, 증권예탁원 김수영 팀장의 자료지원과 김, 장 법률사무소 박준 변호사님의 코멘트에 힘입은 바 크다. 모든 분들에게 진심으로 감사의 말씀을 드립니다.(masong@hanmail.net)

## 【차 례】

---

### I. Repo去來의 意義 및 背景

### II. Repo去來의 定義와 當事者의 權利義務

1. Repo去來의 概念과 類型
2. Repo去來契約의 成立과 終了
3. Repo去來當事者의 基本的 權利義務

### III. Repo去來의 法的 性質

1. 問題의 所在
2. 美國의 學說·判例
3. 우리나라에서의 Repo去來의 法的 性質

### IV. 맺 음 말

---

## I. Repo去來의 意義 및 背景

Repo(repurchase agreement, RP)라 함은 현금으로 증권을 매도(sale)하고 동시에 장래의 일정한 날, 일정한 가격으로 동종의 증권을 환매수(repurchase)하기로 하는 계약을 말한다. 거래대상인 유가증권이 채권이어서 국내에서는 이를 환매조건부채권매매라고 부른다(이 글에서는 Repo라는 용어를 사용하기로 한다).

Repo는 1918년 미국연방준비은행이 은행인수어음(banker's acceptance, BA)시장을 육성하기 위하여 채권딜러에게 그 매입자금을 환매조건부로 지원하면서 도입된 이후, 1969년 연방준비은행이 이자율상환과 준비금요건의 적용을 Repo에 대하여는 면제하여 줌으로써 극적인 성장세를 보였다. 미국의 경우 2000년 12월 현재 거래잔액은 무려 2조 5천여억 달러에 이르고 있다고 한다.<sup>1)</sup> 우리나라에서는 1977년 2월 한국증권금융(주)이 증권회사의 채권보유자금을 지원하기 위하여 Repo매입업무를 개시함으로써 도입된 이후, 1980년 2월 증권회사가 Repo매매업무를 취급하면서부터 본격화되었고, 그후 금리자유화정책과 함께 그 거래의 당사자, 규모, 만기, 금액 및 금리 등 거래조건에 대한 규제가 완화되면서, 2000년 12월말 현재 Repo거래는 그 매도잔액기준으로 우리나라 전체 단기금융시장 규모의 15.9%를 차지할 정도로 급성장하였다.<sup>2)</sup>

---

1) www.bondmarket.com

2) 한국은행, 『우리나라의 금융시장』(1999. 7), 25-28면 및 증권예탁원 내부자료 참조; S. Goldfeld and L. Chandler, The Economics of Money Banking (8th ed, 1981), p.462

Repo거래가 이같이 급성장하는 것은 두 가지의 유용한 경제적 기능에 연유한다고 볼 수 있다. 하나는 국가가 공개시장에서의 Repo거래를 통하여 통화공급의 단기조절을 기할 수 있는 기능이다. 즉, Repo거래는 국가의 통화정책입안을 위한 용이한 수단을 제공하고, 이를 통한 통화공급의 조절에 의하여 고용률의 증대, 경제성장률의 상승 및 물가의 안정 등과 같은 정책목표를 달성할 수 있게 한다.<sup>3)</sup> 다른 하나는 일반대중과 증권회사 등 금융기관에게는 Repo거래가 투자수단으로서 이용될 수 있는 기능이다. Repo거래는 은행, 저축기관 또는 증권업자에게 투자자를 유인할 수 있는 유연한 방도를 제공할 뿐만 아니라, 소규모의 저축기관, 상호은행, 회사 및 지방자치단체에게도 유희자금을 일시적으로 투자할 수 있는 기회를 부여한다.<sup>4)</sup> 더욱이 이러한 기능에 기초하여 최근 들어 Repo거래가 갖는 고수익·저위험의 특성 때문에 그 거래는 단기금융시장에서의 대중성을 얻게 되었다.

## II. Repo去來의 定義와 當事者의 權利義務

### 1. Repo去來의 概念과 類型

일반적으로 Repo거래는 증권소지자(매도인, seller)가 증권<sup>5)</sup>을 투자자(매수인, buyer)에게 매각하면서, 동시에 매도인이 장래의 일정한 날에 일정한 가격으로 매수인으로부터 그 증권을 되사기로 하는 두 개의 거래로 구성된다. 전자의 거래에서는 매도계약(sale agreement)이 성립하고, 후자의 거래에서는 환매계약(repurchase agreement)이 성립한다.<sup>6)</sup> 매도계약에서는 증권의 소유권이 매도인으로부터 매수인에게 이전되고 매도인은 매수인으로부터 일정한 대금을 지급받는 것을 내용으로 한다. 환매계약에서는 매각된 증권에 상응하는 동종동량의 증권(equivalent securities)의 소유권이 매수인으로부터 매도인에게 이전되고 매수인은 매도인으로부터 장래에 일정한 환매가격을 지급받는 것을 조건(환매조건 또는 재매매조건)으로 한다. 우리나라에서는 양자의 거래를 합쳐 환매조건부채권매매(환매조건부채권매도와 환매조건부채권매수)라고 하며(금감위 증권업감독규정 제5-6조 제6항), 그 거래대상을 국채, 지방채, 특수채, 상장회사 및 협회등록회사가 발행한 사채권과 금융기관보증사채권으로 제한하고 있다(동규정 제5-33조).

한편 Repo거래에는 미국형 Repo거래(Classic Repo)와 유럽형 Repo거래(Buy/Sell-Back Repo)가 있다. 양자는 경제적인 측면에서는 유사하지만, 유럽형 Repo거래는 미국형 Repo거래와는 달리 증권의 매매와 환매가 별개의 독립된 거래로서 성립된다는 점, 증권의 대체

3) Goldfeld and Chandler, *ibid*, at 246.

4) H. Boone and Porter, III, *Retail Repurchase Agreements Revisited*, 99 *Banking L.J.* 676, 680 (1982).

5) Reporjfo에서는 국공채, 기업어음, 양도성예금증서, 은행인수어음, 저당권담보부증권 등이 매매매입증권으로 주로 이용되고 있으나, 이론적으로는 모든 유형의 증권이 그 매매대상으로 이용될 수 있다고 한다. Jeanne L. Schroeder, *Repo Madness: The Characterization of Repurchase Agreements under the Bankruptcy Code and the U.C.C.*, 46 *Syracuse L. Rev.* 999, 1006 (1996)

6) Charles J. Woelfel, *Encyclopedia of Banking & Finance*(1996), p.994; Bum Hur, *Some Legal Aspects in Cross-Border Repurchase Transactions involving Immobilised Securities*, Part 1,9 *Journal of International Banking and Financial Law* (2000.9) , p.366.

(substitution)가 불필요하다는 점 등 몇 가지 점에서 차이가 있다.<sup>7)</sup> 그리고 Repo거래에는 거액 Repo거래(wholesale Repo)와 소액Repo거래(retail Repo)가 있다. 전자는 금융기관 상호간에 이루어지는 것으로서 기관간 조건부채권매매, 후자는 증권회사(은행 및 종합금융회사 포함)가 금융기관 이외의 법인 또는 개인과 행하는 것으로서 대고객 조건부채권매매라고도 한다(증권업감독규정 제5-34조 이하).<sup>8)</sup> 또한 Repo거래는 매수인이 매입증권을 관리하는 당사자간 Repo거래(bilateral Repo), 제3자(환매서비스기관)가 관리하는 3자간 Repo거래(tri-party Repo)<sup>9)</sup> 매도인이 매도증권을 점유하며 관리하는 점유개정 Repo거래(Hold-In-Custody, HIC)가 있다. 그리고 Repo거래는 거래의 만기에 따라 계약의 성립시 사전에 환매일을 확정하여 이루어지는 기일물 거래, 기일물 거래 중에서 만기를 1일로 한 1일물 거래, 거래의 종료일 이전에 거래당사자 중 일방이 통지할 때까지 매일 자동적으로 만기가 연장되는 개방형 거래(기관간환매조건부채권매매약관(이하 기관약관) 제2조 제2항)가 있다.<sup>10)</sup>

그런데 경제적인 관점에서 보면 Repo거래는 증권을 담보(collateral)로 한 자금거래의 속성을 띤다. 그리하여 증권의 매도인은 매수인으로부터 자금을 차입하는 관계에 있으므로 자금차용자(borrower, 차주)라고 하고, 증권의 매수인은 매도인에게 자금을 대여하는 관계에 있으므로 자금대여자(lender, 대주)라고 풀이하는 것이 보통이다. 그리고 이러한 Repo거래는 자금차용자인 매도인의 관점에서 성립하는 개념인데, 자금대여자인 매수인의 관점에서는 이를 역Repo거래(reverse Repo)라고 한다.

## 2. Repo去來契約의 成立과 終了

기관간 Repo거래계약은 매수인과 매도인이 거래조건(매도인, 매수인, 매입일, 환매일, 매입가, 환매이율, 환매가 매입유가증권 등) 및 거래확인서의 교부 등에 합의하고 매매거래확인서를 상대방에게 교부함으로써 성립한다. 증권회사 등의 중개기관을 통한 중개매매의 경우에는 그 중개매매의 체결이 통지됨으로써 성립한다. 다만 매매거래확인서의 교부에 대하여 당사자의 일방이 이의를 제기하는 경우에는 그 계약은 성립하지 않는다. 계약의 성립시기는 매매거래확인서가 상대방에게 도달한 시점이고 중개매매에 의한 경우에는 중개매매의 체결통지를 발송한 시점이다(기관약관 제3조 제1항, 제2항). 대고객 Repo거래계약은 고객

7) 그밖에도 증권의 매도인에게 매도증권에서 발생한 이자의 반환청구권이 인정되지 않는다는 점, 증권의 매수인에게 일일정산권(mark to market)이 인정되지 않는다는 점, 매도인의 채무불이행시 상계(set-off)가 허용되지 않는다는 점 등에서 차이가 있다. 한국증권업협회, 『환매조건부채권매매 [RP]자료집』(1999.10), 94면 이하 참조; 증권예탁원, 『Repo업무실명서』(1999. 10), 5면 참조.

8) 기관간 Repo는 주로 정부가 Repo에 의하여 국채를 환매함으로써 화폐의 수급조절을 통한 금융정책을 수행하기 위하여 이용되고, 단기로 거액자금을 대여하고자 하는 전문적인 금융기관이 그 거래의 당사자가 된다. 대고객 Repo는 투자목적으로 소액으로 거래하고자 하는 일반투자자들이 그 거래의 당사자가 된다. William F. Hagerty, IV, Lifting the Cloud of Uncertainty over the Repo Market: Characterization of Repos as Separate Purchases and Sales of Securities, 37 Vand L. Rev. 401, 409(1984).

9) 우리나라에서는 증권예탁원이 1999. 11. 1일부터 환매서비스기관(Triparty Repo Agent)으로서 업무를 수행하고 있다.

10) 한국증권업협회, 전계주 7, 37-38면; 증권예탁원, 전계주 7,5면; 나승성, Repo와 유가증권대차제도의 법적 검토, 『비교사법』, 제8권 1호(하)(2001. 6), 한국비교사법학회, 646면 이하 참조.

과 Repo거래업무를 영위하는 법인간에 매수대금 또는 증권을 납입하고, 당해 법인이 약관의 중요내용을 설명하고 고객에게 통장 또는 증권카드를 교부함으로써 성립한다(대고객조건부채권매매약관 제3조).

한편 Repo거래계약은 환매일에 매수인이 매도인에게 매입증권을 교부하고 매입증권의 발행인으로부터 수령한 수익을 지급하는 동시에 매도인이 매수인에게 환매가를 지급함으로써 종료한다(기관약관 제4조 제1항). 환매일은 당사자간의 합의로 조기도래시킬 수 있다(동2항).

### 3. Repo去來當事者의 基本的 權利義務

Repo거래계약이 성립하면 매도인은 매수인에게 매입유가증권을 교부할 의무가 있고, 동시에 매수인은 매도인에게 매입가를 지급하여야 할 의무를 진다(기관약관 제3조 제3항). Repo거래당사자의 기본적인 권리의무는 다음과 같다.

#### (1) 買入證券의 處分

매수인은 환매일이 도래하기 전에 자유로이 매입증권을 처분(right to dispose)할 수 있다. 그리하여 매수인은 매입증권을 시장에 매도하거나 다른 조건부채권매매의 매입증권으로 이용할 수도 있으며(기관약관 제12조 제1항), 질권(pledge)을 설정할 수도 있다. 그밖에 환매서비스기관이 있는 경우에는 매입가를 초과하는 부분의 매입증권의 처분에 대하여는 매도인과 매수인이 제한하기로 약정할 수 있다(기관약관 제12조 제2항).

#### (2) 收益의 受領 및 返還

매수인은 매입증권의 발행자가 지급하는 원금, 이자 또는 배당금 등 수익(income)을 수령할 권한을 가지지만, 이 수익은 매도인에게 반환하여야 한다(기관약관 제7조 제1항). 이러한 권리의무는 증권의 소유권이 매수인에게 완전하게 이전되지 않았음을 보여주는 요소라고 보여질 수 있다. 이 점에서 매수인의 매입증권에 대한 소유권은 제한적이다.

#### (3) 還 買

환매일이 도래하면 매수인은 매도인에 대하여 매입증권의 환매에 응할 의무(obligation to repurchase)를 진다. 매도인은 환매일에 매입증권을 환매수할 의무를 지고, 환매일 이전에 매입증권으로부터 발생하는 원리금(수익)을 지급받을 권한을 갖는다. 이러한 환매는 Repo거래의 본질적인 부분이며, Repo거래가 채권담보의 기능을 가지고 있음을 시사하는 것이고, 이 점에서 Repo거래는 매도담보와 유사성이 있다.<sup>11)</sup>

11) 매도담보는 담보권설정자와 담보권자 사이에는 목적물에 대한 매매와 환매 또는 재매매의 예약의 형식으로 설정될 뿐이고, 소비대차계약관계라든가 기타의 채권채무관계가 나타나지 않는다는 점에서 Repo와 유사하다. 그러나 매도담보는 당사자간에 목적물에 대한 담보권설정의 의사에 기하여 성립하는 반면, Repo는 법률적으로는 매입증권에 대한 담보설정의 의사는 없고 다만 경제적으로 담보

#### (4) 證據金の維持

거래당사자는 환매기간 중 매입증권의 시장가치의 변동에 따른 거래위험에 노출될 수 있으므로, 증거금의 유지(margin maintenance)를 통하여 매입증권의 시장가치와 지급된 자금액을 일치시켜 그 위험을 회피하여야 할 요청이 있다. 그리하여 증거금의 부족이 발생한 경우 매수인은 매도인에게 통지하여 매도인의 선택에 따라 증거금 부족액 상당의 현금 또는 추가매입증권을 지급 또는 교부하도록 요구할 수 있다. 반면에 증거금 초과가 발생한 경우에는 매도인은 매수인에게 통지하여 매수인의 선택에 따라 증거금 초과액 상당의 현금 또는 매입증권을 지급 또는 반환하도록 요구할 수 있다(기관약관 제5조).

#### (5) 買入證券의 代替

매도인은 매수인의 사전동의를 얻어 매입증권을 다른 유가증권으로 대체(right to substitute)할 수 있으며, 매수인과의 합의로 매입증권의 종목을 변경할 수 있다(기관약관 제10조).

#### (6) 買入價의 再算定

매수인과 매도인은 약정한 사유가 발생한 경우 또는 매입증권의 시장가치가 매입가 대비 일정비율 이상으로 변동한 경우에는 매입가를 재산정하기로 약정할 수 있다(기관약관 제6조 제1항). 그리고 매입증권의 발행인이 지급불능상태에 빠지거나 원리금의 전부 또는 일부를 지급하지 않는 경우에는 매도인이 매수인과 합의한 교체증권을 매수인에게 교부한 후 매입가를 재산정하여야 한다(기관약관 제6조 제2항).

### III. Repo去來의 法的 性質

#### 1. 問題의 所在

Repo거래가 국가의 금융정책이나 투자목적상 경제적인 순기능을 지속적으로 발휘하기 위해서는 무엇보다도 투자자에게 그 거래의 유동성(liquidity), 안정성(security) 그리고 고수익·저위험성(high-yield and low-risk)이 보장되어야 한다.

그런데 미국의 경우 1982년 5월, Repo매도인(Chase Manhattan Bank 등)으로부터 증권을 매입하여 보유하고 있던 Drysdale Government Securities사가 그 증권을 자금시장에서 매각한 후에 파산하였고,<sup>12)</sup> 1982년 10월에는 Lombard-Wall 증권회사가 자금을 확보하기

---

의 효과가 나타난다는 점에서 양자는 차이가 있다고 볼 것이다. 가등기담보법은 당사자의 담보설정 의사를 고려하여 매도담보를 포함하여 양도담보를 목적물의 소유권양도가 아니라 담보권으로 취급한 것이라고 본다.(제2조 제1호). 다만 가등기담보법상 양도담보의 목적물은 부동산으로 되어 있다.

위하여 Repo거래계약을 체결하여 증권을 매각하였지만 그 후 파산하였다.<sup>13)</sup> 이들은 Repo거래의 한 당사자가 파산한 경우 다른 당사자가 미국 파산법상 입을 수 있는 Repo거래의 유동성과 안정성의 잠재적 손실에 관하여 금융시장을 위협한 대표적인 사례로서 취급되고 있다.<sup>14)</sup>

위와 같은 사례들로부터 볼 때에 이제는 Repo거래 당사자의 일방이 파산한 경우에 상대방당사자 또는 투자자는 Repo거래의 안정성으로부터 위협을 받는 상황에 처하게 되었고, 이러한 위협은 근본적으로는 Repo거래의 경제적 기능을 위축하거나 상실시킬 수 있는 가능성을 가지고 있는 것이다. 그런데 거래당사자의 파산으로 인한 법적 효과는 Repo거래의 법적 성질을 증권의 매매(sale)로 보는가, 담보부 소비대차거래(secured loan)로 보는가에 따라 그 결과가 다를 수 있다는 데에 문제가 있다. 따라서 Repo거래의 법률적 측면에서의 논의는 바로 그 거래의 법적 성질을 어떻게 파악할 것인가에 초점이 모아져 있다. Repo거래의 법적 성질에 대한 통일적 규명시도는 Repo거래가 갖는 경제적인 순기능을 확보하는 데에 중요한 역할을 수행할 수 있을 뿐만 아니라, Repo거래에 참여하는 기관 및 투자자에게 거래당사자의 파산시에 당사자들이 갖는 권리와 의무를 명확하게 하여 Repo거래에 있어서 법적 안정성을 기하는 데에도 기여할 수 있다. 그런데 이에 대한 선형적 사례가 풍부한 미국의 경우에 전통적으로 그 법적 성질에 대하여 판례와 학설상 뚜렷한 의견대립을 보여왔는데, 최근들에 파산법의 개정에 의하여 입법적 해결을 하였다. 반면에 이에 관하여 명확한 입법적 해결이 없는 우리나라의 경우에는 Repo거래시장의 법률적 불확실성이 지속되고 있다고 할 수 있다.

Repo거래의 법적 성질에 관하여는 미국의 판례 및 학설상 담보부 소비대차설과 증권매매계약설 등이 대립하고 있다. 이하에서는 미국형 Repo거래의 형식을 전제로 하여 미국에서 형성된 학설·판례의 입장과 그 비판내용을 소개하고, 우리법의 관점에서 Repo거래의 법적 성질을 규명하고자 한다.

## 2. 美國의 學說·判例

### (1) 擔保附 消費貸借說

이것은 Repo거래의 여러 가지 특성으로 볼 때에 Repo거래는 단기소비대차계약(short-term loan agreement)과 유사하고, 그 채무이행을 위하여 증권이 담보(collateral)

12) SEC v. Drysdale, 785 F.2d. 38(1986).

13) In re Lombard-Wall, Inc., 23 Bankr. 165(Bankr. S.D.N.Y. 1982). 이 사건에서 파산법원은 Repo계약의 대상인 증권은 대부를 위한 담보(collateral for loan)라고 판시하였지만, Repo매수인에게 Repo의 담보가 되는 증권의 처분을 승인하였다.

14) Hagerty, IV, supra note 8, p.409. 그밖에 1994년에는 캘리포니아의 오렌지 카운티가 Repo매수인에게 의하여 확보한 단기자금으로 포트폴리오 투자방식(portfolio investment)에 의하여 장기투자를 하다가 이자율의 상승으로 담보를 제공된 포트폴리오의 가치와 유동성이 하락함에 따라 Repo거래의 상대방으로부터 청구된 담보부족분의 추가납입을 이행하지 못하였고, 또 Repo매수인인 노무라, 메릴린치 증권사 등이 Repo약정을 해지하고 매입증권을 투매하자, 오렌지 카운티는 연방파산법(제9장)에 따라 파산을 신청한 바 있다. In re Orange County v. Merrill Lynch Int'l Co., 191 B.R.1005(Bankr. C.D.Cal. 1996); Orange County v. Nomura Securities Int., No. 94-22272(Bankr. C.D.Cal. Dec. 9, 1994)참조.

로서 기능을 한다고 하여 Repo거래를 담보부 소비대차거래(secured loan)라고 보는 견해이다.<sup>15)</sup>

이 견해에서는 ① 차주(borrower)인 매도인은 대주(lender)인 매수인의 금전을 사용하는 대가로 그 매수인에게 이자를 지급하여야 한다는 점,<sup>16)</sup> ② Repo거래는 매입증권의 이자를 매도 및 환매하는 것과 유사하고, 그 증권은 소비대차거래에 있어서 담보와 동일한 기능을 발휘한다는 점, ③ 매도인이 매수인에게 매입증권을 환매수함으로써 대여금을 상환하는 때에, 매수인은 대여금총액과 확정률의 이자만을 수령하는 것을 기대한다는 점,<sup>17)</sup> ④ 일일정산제도(mark-to-market)는 담보부 소비대차의 경우 담보물의 가치가 하락할 때에 담보물을 보충하는 것과 유사하다는 점, ⑤ 담보부 소비대차와 유사하게 매수인은 매입증권에 대하여 제한된 범위에서 소유권을 가질 뿐만 아니라,<sup>18)</sup> 매수인은 매입증권에서 발생하는 이자를 취득할 권한도 없다는 점, ⑥ 매도인의 지급불능시 매수인은 증권을 정산(liquidation)할 권리를 갖는데, 환매가격을 초과하는 매각차익은 매도인에게 반환해야 한다는 점 등이 그 주요한 논거로서 제시되고 있다.

그런데 이 견해를 지지하고 있는 판례들이<sup>19)</sup> 모든 형태의 Repo거래를 예외없이 담보부 소비대차거래로 파악하고 있는 것인지는 명확하지 않다.<sup>20)</sup> 그런데 1982년 5월의 Drysdale Government Securities사건 및 동년 10월의 Lombard-Wall, Inc사건에서 매도인인 증권회사가 파산하자, 파산법원은 Repo거래는 담보부 소비대차이고 매입증권은 단순한 담보물에 불과하다고 판시하였다.

그 결과 미국법상으로는 증권매도인이 파산하면 그 증권은 매도인의 파산재단(property of the estate-in bankruptcy)을 구성하므로, 투자자인 매수인은 담보권(securities interest)을 실행하기 위하여 당해 증권을 매각할 수 없게 되고, 매수인은 원리금의 손실은

---

15) Novikoff and Jules, Repurchase and Reverse Repurchase Agreements Under Articles 8 and 9 of the uniform Commercial Code, Repurchase and Reverse Repurchase Agreements 79, 89, PLI Course Handbook Series No. 290(1982); Gary Walters, Note: Repurchase Agreements and The Bankruptcy Code: The Need for Legislative Action, 52 Fordham L. Rev. 828(1984); Elizabeth M. Osenton, Comment: The Need for A uniform Classification of Repurchase Agreement: Reconciling Investor Protection With Economic Reality, 36 Am. U. L.Rev. 669(1987).

16) 투자자는 증권의 매입가격과 환매가격의 차액만큼의 이익을 실현하는데, 환매가격은 매입가격에 현재의 시장이자율에 해당하는 프리미엄을 더한 가격이다.

17) 매수인인 투자자의 이익은 매입증권의 시장가격의 변동에 의하여 아무런 영향을 받지 않는다.

18) 이 견해에서는 투자자는 소유하는 증권을 동종의 다른 증권으로 대체하는 경우에만 매각할 수 있는 권한을 가질 뿐이고, 다른 소유권의 특성은 나타나지 않는다고 본다. 이러한 대체요건으로 볼 때에 그 소유권은 계속적인 소유이익이 아니라 그 증권을 매각할 수 있는 계약상의 권리이자 동종 증권으로 대체할 계약상의 의무에 불과하다고 풀이한다.

19) SEC v. Miller, 495 F. Supp. 465,467(S.D.N.Y.1980); Energy Oils v.Montana Power co., 626 F. 2d 731, 736(9th Cir. 1980); Cosmopolitan Credit & Inc. Corp. v. Blyth Eastman Dillon & Co., 507 F. Supp. 954, 956(S.D.FLA. 1981); Unit Planters Nat' l Bank v. United States, 426 F. 2D 115, 117(6th Cir.), cert. denied, 400 U.S. 827(1970). 대체로 많은 판례들은 Repo거래를 담보부 거래로 파악하여 증권의 매입가격과 환매가격간의 차액에 이자소득세(interest income tax)를 부과하는 것과 관련된 것들이다. Osenton supra note 15, n.25 참조.

20) SEC v. zMiller 사건에서 Reporjfo의 매도인은 은행이었는데, 은행이 Repo거래를 증권의 매매로 형식을 꾸미는 것은 그것을 대부로 할 경우에 적용되는 감독규제를 회피하기 위한 것임을 확인하고, 이 사건의 Reporjfo는 단기의 담보부 금저소비대차임을 분명히 하였다.(at 467, 482).

물론이고 극단적으로는 파산의 위험을 감수할 수밖에 없는 결과로 이어질 수 있게 된 셈이다. 이 사건은 Repo거래당사자의 파산 또는 지급불능상태에 있어서 Repo거래의 법적 성질에 대한 중요성을 재인식하게 한 사례라고 할 수 있다.

## (2) 證券賣買說

이것은 Repo거래를 대상증권의 독립적인 매매(separate purchases and sales of the underlying securities)라고 풀이하는 견해이다.<sup>21)</sup>

이 견해의 논거로는 ① 미국의 1933년 증권법(Sec.2(3))과 1934년 증권거래법(Sec.3(a)(14))의 해석상 매매(sale)에는 증권 또는 증권상의 이익을 대가를 지급하고 매매 또는 처분하는 모든 계약이 포함되므로, 여기에는 Repo거래도 포함된다는 점,<sup>22)</sup> ② 회사가 금융기관으로부터 대부를 받고 보유한 다른 회사의 주식에 질권을 설정하는 경우 그것은 채무자의 지급불능시에 질권자의 선택에 의하여 다른 절차없이 자동적으로 그 주식의 소유권을 완전하게 자신에게 귀속시키기로 기대한 것이라는 점, 또 대주가 금전을 대부하고 담보로서 증권에 질권을 설정받는 경우의 경제적 동기는 Repo거래에서 투자자가 증권을 매입할 때에 부담하는 위험과 매우 유사하다는 점, 그리고 투자자인 대주는 증권의 가치와 증권에 관한 양도인의 표시(representation)를 신뢰하여야 한다는 점 등을 고려하면 질권은 1933년 증권법상 증권의 매매(Sec.17(a))에 해당한다는 점,<sup>23)</sup> ③ Repo거래의 매도인은 증권의 대체권(right of substitution)을 갖는데, 이것을 인정하는 것은 매수인에게 증권의 이용권 또는 매각권을 허용한 것이고, 따라서 Repo거래는 매입증권의 매매라고 보아야 한다는 점,<sup>24)</sup> ④ Repo거래를 증권의 매매로 보면 Repo거래의 매도인의 파산시에 투자자인 매수인은 담보권의 완성(perfection of security interest)<sup>25)</sup>을 필요로 하지 않고, 투자자는 매입증권을 정산(liquidation)할 수 있으며, 또한 파산법상 자동정지조항(automatic stay provision)<sup>26)</sup>의 적용을 받지 않으므로 파산절차의 진행에 있어서도 유동성이 보장되고 따라

21) Hagerty, IV, supra note 8, p.421 이하; Schroeder, supra note 5, p.1008 이하.

22) Hagerty, IV, supra note 8, p.421.

23) Rubin v. United States, 449 U.S. 424(1981); United States v. Kendrick, 692 F. 2d 1262(9th Cir. 1982), cert denied, 103 S.Ct. 1892(1983).

24) Hagerty, IV, supra note 8, p.423.

25) 담보권의 완성이라 함은 채권자가 동산에 설정된 담보권을 다른 채권자와의 관계에서 실제로 보호받기 위해서 추하는 조치로서 대항요건이라 할 수 있다. '완성'은 담보물의 성질에 따라 그 방법이 다른데, 담보물의 점유(possession) 또는 대부증서의 등록(filing of financial statements)에 의하여 행해진다. 그러나 일정한 경우에는 그러한 점유나 등록이 없이도 완성될 수 있다. 점유는 담보물이 화폐, 상품, 양도성증권, 비양도성증권, 동산담보부채무증서인 경우에 이들 담보물을 점유함으로써 담보권이 완성된다. 등록은 담보물이 화폐와 양도성증권을 제외한 모든 동산인 경우에 할 수 있다. 그리고 등록은 통지의 효력을 가지므로 등록을 하면 모든 채권자가 담보권설정에 대한 사실을 알고 있는 것으로 간주된다. Henry J. Bailey III and Richard B. Hagedorn, Secured Transactions(West Publishing Co., 1988), p.114이하 참조.

26) 자동정지는 미국의 파산법(Bankruptcy Code)상 파산신청을 한 채무자를 채권자의 채권추심으로 부터 보호하기 위하여 인정되는 제도이다. 파산을 신청한 경우에 채무자의 파산관재인은 파산재단의 구성재산을 확정하고 추심하는 데 시간이 소요되는데, 파산법의 핵심적인 목적인 채무자재산의 공평한 관리목적을 달성하기 위해서는 채권자의 채권추심행위는 신속하게 중지되어야 한다. 그리하여 파산법 제362조는 파산신청을 등록하면 동법이 정하는 구체적인 행위(채무자에 대한 사법적, 행정

서 투자자보호에 충실하다는 점<sup>27)</sup> 등이 제시되고 있다. ⑤ Repo거래를 증권의 매매로 보면 미국의 경우 연방증권법상의 사기금지조항에 의하여 투자자가 보호되고, 등록의무도 면제되는 효과가 있다는 점 등이 제시되고 있다.

최근에는 모든 Repo거래가 증권의 매매로 되는 것은 아니고, 증권을 매수인에게 매도함으로써 그 매도인이 증권상의 모든 재산상의 이익(property interest)을 상실하면, 그러한 Repo거래는 담보부 소비대차가 아니고, 진정한 매매(genuine sale)라고 풀이하는 견해<sup>28)</sup>도 있다. 이 견해에서 중요한 것은 Repo거래가 진정한 매매인지, 담보부 소비대차인지를 구별하는 기준인데, 그 여부는 Repo거래당사자의 주관적인 표시가 아니라 계약조건의 객관적 자료에 의하여 확인되어야 한다고 한다. 그리고 특히 Repo거래의 매수인은 증권을 매각할 권리를 가지되 매도인에 대하여 대체증권(substitute security)을 단순히 환매도만 할 수 있는 권리를 갖는다면 그러한 Repo거래는 진정한 매매라고 풀이하고 있다.

한편 SEC(증권거래위원회)도 Repo거래를 증권의 매매라고 그 성격을 규명하고 있다. 기관간 Repo거래에 대하여는 그것이 증권의 독립적인 매매임을 공표한 바 있다.<sup>29)</sup> 그러나 대고객 Repo거래도 간접적이지만 증권의 매매로 취급한 것으로 여겨지고 있다.<sup>30)</sup>

### (3) 證 券 說

이 견해는 미국 증권법의 규정으로 볼 때에 대고객 Repo거래 자체를 독립적인 증권(separate security)으로 볼 수도 있다는 것이다. 즉 동법은 여하한 형태의 채무증서(evidence of indebtedness)나 투자계약(investment contract)도 증권이라고 정의하고 있는데,<sup>31)</sup> 거래당사자가 어떠한 명칭을 사용하더라도 경제적 실질 또는 거래의 실체를 고려할 때에 채무증서 또는 투자계약에 해당하면 증권법상의 증권으로 볼 수 있다는 것이다. 그러므로 대고객 Repo거래는 Repo거래의 매도인과 매수인간의 투자계약 또는 채무증서에 유사하므로 증권으로 성격지울 수 있는 여지가 있다는 것이다.<sup>32)</sup> 이 견해에 따르면 Repo거래의 거래에 미국 증권법상 사기금지조항이 적용될 수 있어서 Repo거래의 투자자를 보호하는 효과가 있다고 한다. 그러나 오늘날 이러한 해석가능성을 지지하는 학설은 없는 것으로 보이고, 다만 일부 판례의 소수의견으로서 Repo거래 자체가 미국 통일상법전(UCC)상 투자증권(제9조)에 해당한다는 견해가 제시된 바는 있다.<sup>33)</sup>

---

적 소송 또는 절차의 개시 또는 진행, 채무자 또는 그 파산재단에 대한 기관결의 집행, 파산재단에 속하는 재산의 점유 또는 지배력의 행사, 파산재단에 대한 유치권의 창설 또는 실행, 채무자에 대한 청구권의 추심 또는 회복, 채무자의 채무와의 상계 등)가 자동적으로 정지(stay)된다고 정하고 있다.(Sec.362(a)). David G. Epstein, Steve H. Nickles, and James J. White, Bankruptcy(West Publishing Co., 1993), p.59 이하 참조.

27) Goldfeld and Chandler, supernote 2, pp.424-429.

28) Schroeder, supra note 5, p.1008 이하 참조.

29) SEC Exchange Act Release 34-18122(1981. 10). SEC의 입장에 따르면 Repo거래의 담보가 되는 국채의 매매에는 연방증권법의 적용이 면제되므로 이러한 Repo거래는 기관간 Repo거래이든 대고객 Repo거래이든 연방증권법상의 증권의 등록요건규정이 적용되지 않는다. 그러나 증권법상 사기금지조항은 적용된다고 한다. Hargerty, IV, supra note 8, pp.424-425.

30) Hargerty, IV, supra note 8, p.424.

31) 1933년 증권법 Sec.2(1); 1934년 증권거래법 Sec.3(10).

32) Hargerty, IV, supra note 8, p.420.

33) Smith v. Mark Twain Nat'l Bank, 805 F. 2d(8th Cir. 1986).

## (4) 批 判

### 1) 擔保附 消費貸借說에 대한 批判

Repo거래가 소비대차와 유사성이 있더라도 ① Repo거래의 매도인이 Repo거래를 연방정부 발행채권으로만 담보하는 경우에는 Repo거래는 그 대부한도, 이자율한도 및 준비금요건에 대한 연방규제로부터 면제된다는 점에서 Repo거래는 소비대차와는 구별된다는 것이다. 그리고 이보다 더욱 강력한 논거는 Repo거래를 소비대차로 취급하는 경우에 나타나는 중요한 법정정책적 효과에 있다고 한다.<sup>34)</sup> 즉 ② Repo거래를 소비대차로 규명하면 연방증권법상 사기금지 및 정보공시의무를 이 거래에 적용할 수 없게 되어,<sup>35)</sup> Repo거래의 매도인의 파산 또는 지급불능 등의 투자위험 또는 Repo거래의 재무상황을 알지 못하는 투자자를 해칠 우려가 있다는 점,<sup>36)</sup> ③ Repo거래 매수인의 담보권을 의미하는 매입증권의 가치는 증권 시장의 시장가치의 변동에 따라 증감하는데, Repo거래의 매도인이 파산신청을 하는 경우에 매수인이 가지는 담보권이 완성된 담보권인가의 여부에 따라 매수인의 지위가 위태롭게 된다는 점 등에서 담보부 소비대차설에 대한 비판이 가해지고 있다.

### 2) 證券賣買說에 대한 批判

증권매매설에 대하여도 다양한 논거에서 비판이 가해지고 있다. 즉 ① 연방준비은행은 소비대차의 경우에 이자율제한과 준비금요건 등 규제를 가하고 있는데, Repo거래의 매도인인 은행 등은 Repo거래를 증권 매매로 위장하여 증권 양도요건을 갖추으로써 소비대차에 대한 연방의 규제를 회피하여 왔다는 점, ② Glass-Steagall Act상 원칙적으로 은행은 증권의 발행, 인수 또는 거래가 금지되고(Sec.21(a)) 예외적으로 정부채권의 거래만을 허용할 뿐인데, 은행이 증권을 매수인에게 매각하는 것은 여기에 해당하지만, 은행이 매수인으로부터 증권을 환매하는 것은 여기에 속하지 않게 되어, Repo거래에 의한 증권의 매매는 이 법에 위반한다는 점,<sup>37)</sup> 아울러 ③ Repo거래를 매매로 파악하면 매도인의 파산시에 투자자를 강력하게 보호할 수 있다고 하지만, 매도인의 환매계약불이행으로 인한 손해배상청구권은 무담보청구권이므로 매수인은 매도인의 일반채권자와 동등한 지위에 있어서 손해액을 배상받지 못할 수 있고, 매도인의 파산관재인이 매수인이 갖는 미이행계약(executory contract)을 인수 또는 거절하는 것에 따른 위험을 투자자가 부담하게 되는 수가 있고,<sup>38)</sup> 미이행계약상 파산관재인이 상환채무를 인수하면, 투자자는 매입증권을 양도하거나 계약위반책임을 지게 되는데, 파산관재인이 증권의 정산여부를 결정하는 것은 투자자에게 비용부담을 줄 소지가 있다는 점 등에서 오히려 투자자보호를 기하기 어려운 면이 있다는 비판도 가해지고

34) Hargerty, IV, supra note 8, pp.417-418.

35) Bellah v. First Nat'l Bank, 495 F. 2d 1109, 1114(5th Cir. 1974).

36) Hargerty, IV, supra note 8, p.431.

37) Ibid, at 678.

38) 예컨대 매입증권의 가치가 환매가격을 초과할 것이라고 예상되면 파산관재인은 그 계약을 인수할 것이고, 반대의 경우에는 파산재단의 환매의무를 거절할 것이다. 이렇게 되면 Repo거래의 단기적 특성 및 저위험의 성질은 사라질 것이다.

있다.<sup>39)</sup>

### 3) 證券說에 대한 批判

Repo거래를 독립적인 증권으로 본다면 연방증권법상의 등록요건을 준수하여야 하는데, 이러한 의무를 이행하는데 소요되는 비용과 시간소비로 인하여 Repo거래의 높은 유동성과 낮은 거래비용이라는 가장 중요한 경제적 기능이 상실될 우려가 있다고 한다. 결과적으로 이 견해를 취하는 것은 Repo거래시장을 황폐화시킬 것이라는 비판을 받는다.<sup>40)</sup> SEC는 Repo거래 중 기관간 Repo거래는 그 자체로서는 미국 증권법상의 독립적 증권이 아님을 명백히 한 바 있다.<sup>41)</sup>

## 3. 우리나라에서의 Repo去來의 法的 性質

Repo거래의 성질에 관하여 담보부 소비대차설은 Repo거래의 법률적 형식보다는 그 경제적 실질을 중시하는 견해이고, 반대로 증권매매설은 경제적 실질보다는 법률적 형식을 중시하는 입장이라고 할 수 있다.<sup>42)</sup> Repo거래의 성질을 규명하기 위하여는 Repo거래가 갖는 독특한 금융거래기법으로서의 특성을 존중하면서 매입증권의 소유권이전 및 이에 대한 계약당사자의 의사해석에 관한 본질적인 문제를 검토하는 것이 중요하다고 본다.

### (1) 買入證券의 所有權移轉

Repo거래에 있어서 가장 핵심적인 본질적 특성은 매도인으로부터 매수인에게 증권에 대한 소유권이 절대적으로 이전되고, 매도인과 매수인은 소유권이 이전되는 증권과 동종동량의 증권을 만기에 상호간에 환매하여야 할 의무를 부담하고 있다는 점이다.<sup>43)</sup> Repo거래에 있

39) Osenton, supra note 15, p.683; Levin and Donovan Repurchase Agreements under the 1984 Amendments to the Bankruptcy Code in Repurchase and Reverse Repurchase Agreements Revisited(PLI course hand book series No. 341)167, 174-175(1984).

40) Hnrgerty, IV, supra note 8, pp.420-421.

41) 46 Fed. Reg. 47,637(1981).

42) 사전적으로는 Repo거래의 소비대차적 성질은 증권매매의 효과로서 나타나는 것으로 정의되고 있다. Woelfel, supra note 6, p.994.

43) Jane Bush, The PSA/ISMA Agreement: An Analysis of the Principal Terms, 1 JIBFL(Butterworths, 1997. 1), p.34. 그런데 Repo거래계약에 의한 증권에 대한 소유권이전을 긍정하면서 Repo거래의 성질을 민법 제590조 이하의 환매라고 풀이하는 견해가 있다(나승성, 전계주 10, 644면). 생각건대 계약의 형식면에서는 Repo거래와 환매가 유사해 보이지만, 환매라고 풀이할 경우에는 민법상의 환매에 대한 법적 성질문제가 다시 고려되어야 할 것이다. 민법학자들간에는 환매를 매매계약의 해제로 보는 견해(매매계약해제설), 환매권의 행사에 의한 매매목적물의 물건적 취득이라고 보는 견해(물권취득설), 환매를 이미 매매된 목적물에 대한 재매매의 예약이라고 보는 견해(재매매예약설)가 대립하고 있다.(상세는 곽윤직, 민법주해(14). 채권(7), 1999, 박영사, 621면 이하 참조). 그러므로 Repo거래를 환매라고만 풀이하면 Repo거래의 법률적 성질은 밝혀진 것이 아니라고 할 것이다. 그런데 Repo거래의 모습에서 보는 바와 같이 증권에 대한 매도인이 매수인에 대하여 증권의 환매수를 청구하는 경우 민법상의 환매와는 달리 이미 소유권이 이전된 증권의 소유권이 재매

어서 매수인은 매도인의 동의 또는 승낙과 관계없이 매입증권을 자유로이 처분할 수 있다 (기관약관 제12조 제1항). 그리하여 매입증권을 제3자에게 매각할 수도 있고, 또 다른 Repo거래의 대상증권으로 삼을 수 있으며, 매입증권을 그대로 소지할 수도 있다. 매수인은 단지 만기가 도래하면 매도인에게 매입증권과 동종의 증권을 환매할 계약상의 의무만을 질 뿐이다.

따라서 매수인에게 인정된 매입증권에 대한 임의의 처분권은 그 증권의 소유권의 완전한 이전을 전제로 하지 않는 경우에는 일반적인 법원척상 예상할 수 없고,<sup>44)</sup> 일반적인 담보제도에서는 담보권자에게 자유로운 담보물처분권을 인정할 수 없다는 점에서 Repo거래를 담보권이 설정된 소비대차로 파악하는 것은 합당하지 않다고 볼 수 있다.<sup>45)</sup> 그리고 매수인이 매입증권을 처분한 경우 이와 동등한 시장가치를 갖는 다른 증권으로 보충할 의무를 지더라도, 보충의무의 불이행은 단순한 계약위반책임에 불과하고, 이것이 매수인의 처분권 자체를 제한하는 것은 아니라고 볼 것이다.

이같이 보면 Repo거래는 매입증권의 매매에 의한 소유권이전거래임을 부인할 수 없을 것이고, 이것이 채권담보적 기능을 갖는 다른 거래제도와 구별되는 Repo거래의 독특한 성질이라고 볼 수 있다.

## (2) 當事者의 意思解釋

### 1) 契約의 形式과 當事者의 意思

일반법률행위의 해석원칙상 Repo거래의 성격규명에 있어서도 계약당사자가 Repo거래를 매매 또는 소비대차 중 어느 것을 의도(intent)하였는지를 고려하는 것이 필요하다. 우리나라의 Repo거래는 한국증권업협회의 조건부채권매매약관에 따라 매수인과 매도인이 그 약관

---

매의 성립에 의하여 매도인에게 복귀하는 것이 아니라, 증권의 매수인은 매도인에게 보유중인 증권의 소유권을 매도인에게 이전시켜야 할 계약상의 채무만을 지는 것에 불과하고, Repo거래에서는 민법상의 환매계약의 성립에 필요한 환매등기와 같은 공시방법도 없다. 이러한 점에서 Repo거래를 민법상의 환매와 동일시하는 것은 타당하지 않다고 보며, Repo거래는 증권의 매매에 의하여 1차적으로 소유권이 매수인에게 이전되고, 매수인의 환매도에 의하여 2차적으로 증권의 소유권이 매도인에게 이전되는 것일 뿐이라고 볼 것이다. Repo거래의 성질규명은 1차적인 매매계약을 증권의 소유권 이전을 목적으로 한 것인가, 아니면 2차적인 환매매를 고려하여 증권에 대한 담보권설정을 목적으로 한 것인가에 대한 문제에 초점이 집중되어 있다고 볼 것이다.

44) 매도인으로부터 증권에 대한 소유권이 완전히 이전된다 하더라도 Repo거래의 성질은 소비대차라고 하는 견해도 있다. Eric C. Bettelheim, Collateral in Euroclear and Cedal: A Legal Comparison, 8 JIBFL(1998. 9), p.365.

45) 홍선경, 이준호, “환매조건부채권매매에 관한 도산법상의 문제-미국의 선례를 중심으로-”, 딜러금융을 위한 Repo거래세미나(증권예탁원, 2001. 6. 19), 25-26면. 아울러 이 발표문에서는 Repo거래의 대상증권은 상당부분이 증권예탁원에 예탁되어 있는 채권을 대상으로 한 것들로서, 이들 예탁증권은 증권예탁원에 의하여 종류, 종목별로 혼합하여 보관(혼합임치)하고 있고, Repo거래에 의하여 매입한 대상증권은 매수인의 계좌로 대체되어 본래 매수인 소유의 동종 유가증권과 즉시 혼합하게 됨으로써, 당해 Repo거래의 목적물이 달리 특정될 수 없게 되는데, 우리법상 혼합보관되어 특정할 수 없는 물건에 대하여 담보권을 인정하는 것은 불가능하다는 점을 논거로 Repo거래가 담보부거래가아님을 명백히 하고 있다.

에서 정한 거래조건에 합의하고 매매거래확인서를 거래상대방에게 교부함으로써 성립한다(기관약관 제3조). 약관의 전규정과 거래조건에는 매매에 관련된 용어만이 있을 뿐이다. 이것은 외국의 약관(PSA-ISMA Global Master Repurchase Agreement, GMRA)에서도 마찬가지이다.<sup>46)</sup> 특히 Repo거래계약에서는 매도인과 매수인 간에 금전의 소비대차에 관한 계약을 따로 체결하는 것도 아니고, 또한 계약상으로 매입증권이 그 채권의 담보물임을 나타내는 용어도 존재하지 않는다. 그러므로 계약의 형식상으로 볼 때에 Repo거래는 증권의 매매(sale)임이 분명하다고 할 수 있다.

미국의 해석론 중에는 Repo거래의 성격을 규명함에 있어서는 개별거래의 경제적 실질만을 분석하는 것에 의존하여서는 아니된다고 하고, 당사자의 의사가 계약상에 명백하게 나타난 경우에는 계약서류상에 표시된 명백한 문언과 거래관습 및 용어, 시장현실 등을 포함한 계약체결 당시의 객관적인 사실에 의하여 그 의사를 추론하여야 한다는 견해가 유력하다.<sup>47)</sup> 따라서 당사자의 의사가 계약상 명백하게 나타난 경우에는 사용된 문언이 당사자의 의사이므로 계약의 효과는 그 밖의 비본질적인 사실을 고려할 필요도 없이 사용된 문언대로 발생한다는 것이다. 이 견해는 Repo거래가 갖는 거래의 형식적 특수성을 중시한 것이라고 볼 수 있다. Repo거래의 실제에 있어서도 환매조건부매매로 계약을 체결하는 당사자는 증권의 매수와 환매도, 또는 매도와 환매수를 의도한 것이므로 Repo거래를 증권의 매매라고 보는 것이 객관적 기준에 의한 의사해석의 원칙에도 부합한다고 본다. 그러나 Repo거래계약상으로는 담보의 목적이 나타나 있지 않았더라도 계약문언상의 매매가 거래의 진정한 성질, 즉 담보의 목적을 은폐하기 위한 위장수단(sham)으로 이용된 경우에는 이를 담보부 거래라고 풀이할 여지는 있을 것이다.<sup>48)</sup>

## 2) 契約의 經濟的 實質과 當事者의 意思

담보부 소비대차설에서는 Repo거래의 경제적 실질(economic substance)을 중시하여,<sup>49)</sup> 매매는 형식에 불과하고 그 실질은 담보부 소비대차거래라고 주장한다. 구체적으로는 매입증권으로부터 발생하는 이자 등의 과실이 매도인에게 귀속된다는 점, 일정한 가격에 의한 매도인의 매입증권 환매의무는 매수인을 매입증권가격의 시장변동위험으로부터 단절시킨다는 점, Repo거래의 가격구조로 볼 때에 일반적인 증권의 매매에 있어서 매매가격은 공정한 시장가격이지만 Repo거래에 있어서는 증권의 매입가격은 시장가격에 미달하는 것이 보통이라는 점, 일반적으로 장래의 특정일에 증권을 매입하고자 하는 경우 그 가격은 장래의 시장가격에 대한 기대치를 기초로 하여 결정되지만, 환매가격은 원래의 매입가격을 기초로 하여 결정된다는 점, Repo거래에 있어서 가장 핵심적인 계약협상조건은 증권의 매입가격이나 환매가격이 아니라 오히려 양 가격간의 차이(spread)이고 그것은 이자율에 상응하는 Repo율

46) Daniel Corrigan, Christopher Geogiou, and Jonathan Gollow, NatWest Markets Handcok of International Repo, IFR(1995), p.70 이하.

47) Schroeder, supra note 5, p.1012 이하; Jonas v. Farmers Bros. Co. 145 B.R. 47, 53(Bankr. 9th Cir. 1992).

48) 영국에서는 매매가 아니라 담보라고 판시한 대부분의 판례가 이러한 근거에 기초하였다고 한다. 심지어 계약서류가 계약당사자의 합의를 진정하게 표시하고 있더라도, 법원은 계약조건을 분석하여 그 법적 성질이 매매가 아니라 담보라고 결정할 수도 있다고 한다. Roy Goode, Commercial Law, 2nd edition(Penguin books), 1995, p.652; Bush, supra note 43, p.34.

49) Walters, supra note 15, pp.838-842; Osenton, supra note 15, pp.690-691.

이라는 용어로 계산된다는 점, Repo거래는 일일정산제도를 두어 매입증권의 시장가격이 특정금액 이하로 하락하면 매도인에게 증권의 보충을 의무화하고 있다는 점, 매도인의 지급불능시에 매수인은 증권을 정산할 권리(right to liquidate)를 갖지만 정산가격이 환매가격을 초과하는 경우 그 초과액(sale proceeds)을 매도인에게 반환해야 할 의무가 있다는 점 등이 그 주요한 논거로 제시되고 있다.

생각건대 담보부 소비대차설에서 주장하고 있는 이상의 점들은 확실히 순수한 매매에서는 찾아볼 수 없고, 담보부 거래에서나 인정될 수 있을 것이다. 그러나 Repo거래계약에는 당사자간에 소비대차계약이 체결되는 일은 없고, 오로지 매매의 형식만이 존재한다는 점에서 Repo거래를 확일적으로 담보부 소비대차거래라고 할 수도 없다고 본다. 요컨대 Repo거래당사자는 법률적으로는 증권의 매매를 그 의사표시의 본질적인 내용으로 하되, 다만 경제적으로는 매매대상인 증권을 담보로 하는 것과 같은 신증금융기법을 통하여 그러한 목적을 달성하고자 하는 부수적인 의사를 가진 것으로 볼 것이다. 전자는 본질적인 의사이고 후자는 비본질적인 의사라고 볼 수 있을 것이다.

우리나라 대법원 판례도 조세관련사건이기는 하지만, “내국법인의 국·공채취득이 환매조건으로 이루어졌고, 매도금액 또한 환매기간에 따른 일정이율에 의하여 계산된 이자를 가산하여 정하여졌으며, 점유의 이전도 현실의 이전이 아닌 점유개정의 방법으로 이루어졌다 하더라도, 당사자 사이에 실질적으로 그 권리를 이전하려는 의사가 존재하는 한 이것을 매매로 볼 것이지, 국공채를 담보로 한 금전소비대차거래로 볼 것은 아니다” 라고 판시하여,<sup>50)</sup> Repo거래의 경제적 실질보다는 증권의 매매에 당사자의 의사가 있다고 풀이한 바 있다.

### 3) Repo거래의 單純性和 當事者の 意思

Repo거래가 갖는 최대장점 중의 하나는 그 단순성(simplicity)이다. Repo거래는 질권설정에 의한 금전소비대차(cash loan), 금융리스(finance lease), 팩토링(factoring), 기타 자산의 증권화(securitization) 등과 같이 금융조달이라는 경제적인 목적을 달성하기 위하여 이용되는 다양한 금융기법의 하나에 불과하다. 특히 질권설정에 의한 금전소비대차는 증권을 담보로 한다는 점에서 경제적으로는 Repo거래와 동일한 성격을 갖는다. 그런데 질권설정에 의한 방법에 의하지 아니하고, Repo거래를 통한 증권의 매매라는 단순한 기법만으로도 동일한 경제적 목적을 달성하려는 것은 담보권을 창설하는 데 따르는 절차나 법률관계의 복잡성을 회피함으로써 그에 소요되는 인적 또는 물적 비용을 절감하여 경제적 효율성을 꾀하고자 하는 것이고,<sup>51)</sup> 객관적으로는 여기에 Repo거래당사자 또는 Repo거래시장참가자의 일반적 합의(general consensus)가 있다고 본다. 바로 이러한 점에서 Repo거래의 본질적 특수성을 찾을 수 있다고 본다. 요컨대 증권의 매매라는 형식은 Repo거래의 특성을 발현하는 본질부분이므로, Repo거래당사자의 객관적 의사도 여기에서 찾는 것이 옳을 것이다.

50) 대법원 1988. 3. 22 선고, 87누451판결. 즉, 매입증권에서 발생한 이자 등의 과실이 매도인에게 귀속하는 것은 매도인이 장래의 일정한 기일에 매입증권을 환매수할 계약상의 권리를 갖게 되는 결과를 반영하여 정한 당사자간의 합의에 의한 것이라고 볼 것이다. 그런데 이 판결에 대하여 대법원이 Repo거래를 민법상의 환매로 취급한다고 풀이하고, 우리 민법 체계상 물권법정주의를 취하고 있는 담보에 관한 법리는 Repo거래의 법적 성질과 관련하여서는 고려할 필요는 없다고 주장하는 견해도 있다.(나승성, 전계주 10, 644면).

51) Bush, supra note 43, p.34.

### (3) 結 語

이상에서 보는 바와 같이 Repo거래에는 형식상으로는 증권의 매매계약만이 존재함에도 불구하고, 그 계약의 구체적인 조건은 매매에서는 볼 수 없는 금전소비대차적인 요소가 지배하고 있다는 경제적 유사성(economic similarity)만에 의하여 Repo거래의 법적 성질을 담보부 소비대차라고 규명하는 것은 옳지 않다고 본다. 환언하면 Repo거래에 있어서 당사자의 의사해석은 계약의 형식을 계약의 경제적 실질보다 중시하는 것이 의사표시해석의 객관적 기준에 부합한다고 본다. 그러므로 Repo거래는 증권의 매매를 본질적 구성부분으로 하면서, 그 계약의 경제적 기능 또는 효과에 있어서는 담보부 소비대차적인 요소가 내재되어 있다고 볼 것이다. 요컨대 Repo거래는 담보부 소비대차적 요소와 결합된 혼합적 매매계약(hybrid contract of sale and loan)의 성격을 가졌지만, 본질적으로는 증권의 매매계약이고 이것은 비전형계약으로서 특수한 매매계약이라고 규명할 수 있을 것이다.

## IV. 맺 음 말

Repo거래는 금융기관 등의 기관투자자에게는 저비용의 단기금융수단으로서 투자적인 기능을 발휘하기도 하지만, 국가가 발행한 채권을 용이하게 유통되게 함으로써 국가의 통화정책수립에 유용하게 공헌하고 있다는 점에서 여타의 증권거래에서는 볼 수 없는 특유한 공적 역할을 수행하고 있다.

그런데 Repo거래는 경제적으로는 증권을 담보로 한 자금조달의 측면이 있기는 하지만, 거래당사자의 일방이 도산하는 등의 경우에는 상대방 당사자는 물론, Repo거래시장 전체에 막대한 피해를 초래하게 될 우려가 있다. 금융기관의 도산이 언제든지 가능한 요즈음과 같은 경제환경에서는 Repo거래로 인한 법률적 위험으로부터 투자자와 시장을 함께 보호하기 위한 법적 안정장치를 마련해 두는 것이 시급한 과제라 하지 않을 수 없다.

Repo거래의 법률적 위험은 Repo거래의 법적 성격을 둘러싼 해석론 여하에 따라 큰 영향을 받게 되므로, Repo거래의 당사자와 시장의 보호문제를 첨예하게 대립되는 해석론에만 맡겨두는 것은 Repo거래시장의 불안정성을 배가할 우려가 있다. 이 글에서는 Repo거래의 법적 성질론에 국한하여 그 해석론을 다루었지만, 이것은 Repo거래당사자의 계약불이행, 파산, 회사정리절차개시 등의 경우에 각 성질론에 따라 귀결되는 결과를 고찰하기 위한 전제이다. 당사자의 도산 등의 경우에 Repo거래의 성질론에 따라 나타날 수 있는 구체적인 문제에 관한 논의는 차후의 연구과제로 삼고자 한다.

## Legal Recharacterization of Repo Transactions

Song, Jong Joon

### ABSTRACT

In recent years, Repurchase Agreement(Repo) transactions have gained immense popularity because of their high-yield and low-risk features in the Korean short term financial market. Repo is a transaction in which one party to it sells securities to another party and simultaneously agrees to repurchase the same or similar securities at a later date for a somewhat higher price. But in the economic point of view the Repo has a character as a secured loan, because it has such price structure as discrepancy, which is calculated in terms of interest rates, between sale price of securities value and the repurchase price.

In characterizing the Repo, United States courts have been in the troubled water in deciding whether it is a sale or a secured loan. Professor Schroeder stresses that the form of Repo contract should be exalted over its economic substance in characterizing it a sale or a secured loan, and it is a sale of securities by the reason that the parties have a true intent to sell and repurchase in making the Repo contract, which is objectively represented in the contract. But Professor Walters argues that the economic substance of the typical Repo agreement strongly supports a secured loan. Meanwhile the general contracts form such as the global master repurchase agreement(GMRA) has been made in the point of sale of securities, which is same in Korea General Clauses of Repo Transactions made by the Korea Securities Depository(KSD). It is substantially important because the legal characterization of the Repo is essential to solving the problems being raised in case where one of the parties has been insolvent or bankrupt.

In conclusion I agree that Repo transaction is a sale rather than a secured loan, because the buyer has a discretion to resale the securities without any consent of the seller, the parties agree to the form of sale in making the general contract, which is their objective intents, and simplicity of a sale contract makes Repo transaction economically more effective than a secured loan based on pledging.