

전환사채시장 건전성 제고 방안

2023. 7.

선임연구위원

김 필 규

목차

1 검토배경

2 국내 전환사채시장 현황

3 해외 전환사채시장 현황

4 전환사채시장 건전성 제고 방안

1

검토배경

전환사채의 특성

- 전환사채는 신용도에 비해 낮은 이자율로 발행되는 대신 사전에 설정한 가격으로 채권을 주식으로 전환할 수 있는 옵션을 제공하는 상품
- 자본요소와 부채요소를 결합하여 상대적으로 높은 위험을 지닌 성장성 높은 혁신기업의 특성에 부합하는 유연한 자금조달 수단

국내 전환사채의 문제점

- 대부분의 전환사채가 사모로 발행되어 시장의 투명성이 낮음
- 전환사채를 매개로 한 불공정거래의 가능성 존재
- 리픽싱 구조로 인하여 기존주주의 희석화 문제가 발생할 소지가 존재

제도개선 필요성

- 2023년 금융위원회 업무보고에서 전환사채를 악용한 불공정거래 방지를 포함한 제도개선 방안 발표
- 혁신기업의 주요한 자금조달 수단으로의 기능을 제고하기 위해 증권 특성에 부합하는 시장제도 개선 필요
- 규제체계 개선의 방향은 시장의 투명성과 공정성 제고에 중점을 둘 필요

전환사채 제도개선

- ❖ 국내 전환사채시장의 건전성제고 방안을 검토
 - 국내 전환사채시장의 현황 및 문제점을 분석
 - 전환사채시장의 현황 및 특성 분석
 - 전환사채시장의 당면한 문제점 도출
 - 일본과 미국의 전환사채 규제 및 시장 현황 검토
 - 해외 전환사채 제도와의 비교를 통해 시사점 도출
 - 혁신기업의 자금조달 수단으로 전환사채시장의 정착을 위한 건전성 제고 방안을 논의
 - 건전한 혁신기업의 조달수단으로 상품 기능은 강화하되, 전환사채시장에 대한 조사기능 강화, 전환사채를 악용하는 불공정거래 차단 등을 통해 시장건전성을 제고하는 제도개선 방안 검토
 - 제도개선과 관련한 학계, 기업, 법조, 금융권의 폭넓은 의견수렴을 통해 전환사채시장의 건전한 발전 방안을 논의·검토

2

국내 전환사채시장 현황

제도 변화 추이

❖ 전환사채시장 관련 제도

1963~	<ul style="list-style-type: none">• 쌍용양회, 최초로 전환사채 발행• 이후 상장기업을 중심으로 전환사채시장 형성• (구)상법에서는 전환사채와 신주인수권부사채에 대해서만 규정이 마련
2009	<ul style="list-style-type: none">• 자본시장법에서 주식관련사채를 채무증권으로 규정• 자본시장법 제4조 7의 3 : 주식관련사채를 파생결합증권으로 보지 않음을 명시
2011	<ul style="list-style-type: none">• 개정 상법에서 다양한 사채의 도입 근거 마련• 비상장기업의 이익참가부사채, 교환사채, 파생결합사채의 발행 허용• 전환사채와 신주인수권부사채의 발행근거와 발행절차 및 전환 청구 등을 규정
2013	<ul style="list-style-type: none">• 자본시장법 개정: 분리형 신주인수권부사채의 발행을 금지
2015	<ul style="list-style-type: none">• 자본시장법 개정: 공모에 한하여 상장기업의 분리형 신주인수권부사채 발행 허용

전환사채 관련 규제

- ❖ 상장법인의 주식연계채권 발행 관련 규제는 자본시장법과 증권의 발행 및 공시 등에 관한 규정에 근거하고 있음
 - 증권의 발행 및 공시 등에 관한 규정에서는 경영권 분쟁시에는 주주배정 또는 공모발행 이외의 방법으로 주식연계채권을 발행할 수 없도록 규정
 - 소수주주가 임원의 해임을 위하여 주주총회의 소집을 청구하거나, 법원에 그 소집의 허가를 청구한 때 : 주주총회 소집 청구시부터 해당 임원의 해임여부가 결정될 때까지
 - 소수주주가 법원에 임원의 직무집행정지를 청구하거나 주주총회결의의 무효·취소 등의 소를 제기하는 등 해당 상장법인의 경영과 관련된 분쟁으로 소송을 진행하는 때 : 해당 소송이 진행 중인 기간
 - 위에 준하는 경영분쟁사실이 신고·공시된 때 : 경영분쟁사실이 신고·공시된 후 그 절차가 진행 중인 기간
 - 전환권 행사기간과 관련하여 공모의 경우에는 발행 1개월 경과 후 행사할 수 있는 조건으로 발행하며, 사모의 경우에는 발행 1년이 경과 후에 행사할 수 있는 조건으로 발행하도록 규정

제도 변화 추이

❖ 전환사채 관련 규제 변화 추이

- 기업의 자금조달 활성화를 도모하기 위해 정부는 수차례에 걸쳐 주식연계채권시장 활성화 정책을 추진
 - 1987년 증시 안정화대책의 일환으로 유가증권 인수업무에 관한 규정을 개정하여 전환사채의 발행조건을 완화
 - 1994년 전환사채시장 정비방안을 마련하여 시장 활성화를 도모
 - 2011년과 2018년에는 PEF 제도 개선을 통해 사모펀드의 주식연계채권 투자 규제 완화
 - 2018년 4월에는 코스닥시장 활성화 방안의 일환으로 일정 수준 이상의 코스닥 신주나 주식연계채권 등을 편입하는 경우 세제혜택을 부여하는 코스닥벤처펀드를 도입
- 2020년 10월 증권시장 불법·불공정행위 근절 종합대책에서 전환사채 관련 불공정 거래 규제 강화
- 2021년 전환사채의 콜옵션 한도를 정하고, 사모발행의 경우 전환가액 상향 조정 의무를 부과하는 규제를 도입
 - 사모로 전환사채 사모발행 시 전환 조건에 Refixing을 포함할 경우, 하락 조정 후 주가가 상승하면 전환사채 발행 당시의 전환가액까지 전환가액을 다시 상향 조정하는 것을 의무화
- 2022년 9월 CPS와 RCPS에도 전환사채와 동일한 리픽싱 및 콜옵션 관련 규제 도입

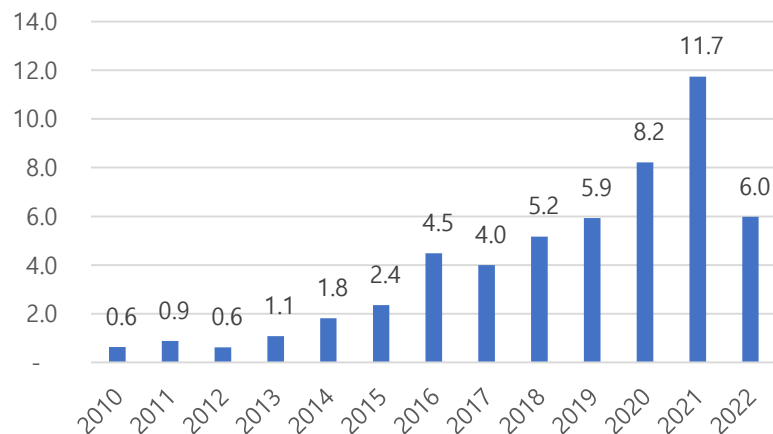
국내 전환사채시장 현황

❖ 2023년 상반기까지 발행된 주식연계채권은 2.9조원으로 전년동기 대비 소폭 증가

- 주식연계채권시장은 2021년까지 발행규모가 지속적으로 상승하였으나 2022년 이후 발행이 대폭 감소
 - 주식시장 상승에 따른 코스닥기업의 발행 증가, 코벤펀드·PEF펀드의 주식연계채권 투자 확대의 영향으로 2021년까지 주식연계채권 발행이 증가 추세를 보였음
 - 2022년 이후 인플레이션 압력에 따른 금리 상승으로 주식시장이 침체를 보였고, 주식연계채권 규제 강화 등의 영향으로 전년 대비 발행이 대폭 감소

연도별 주식연계채권 발행 추이

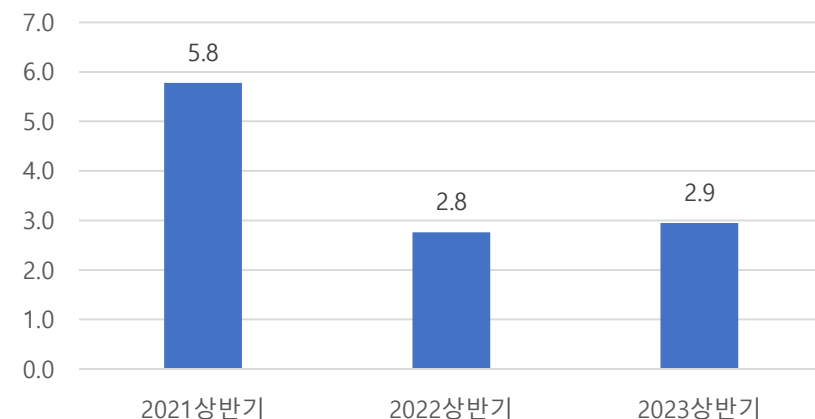
(단위: 조원)



주: 이익참가부사채, 스펙, 외화표시채권을 제외한 금액
자료: 인포맥스

최근 주식연계채권 발행 추이

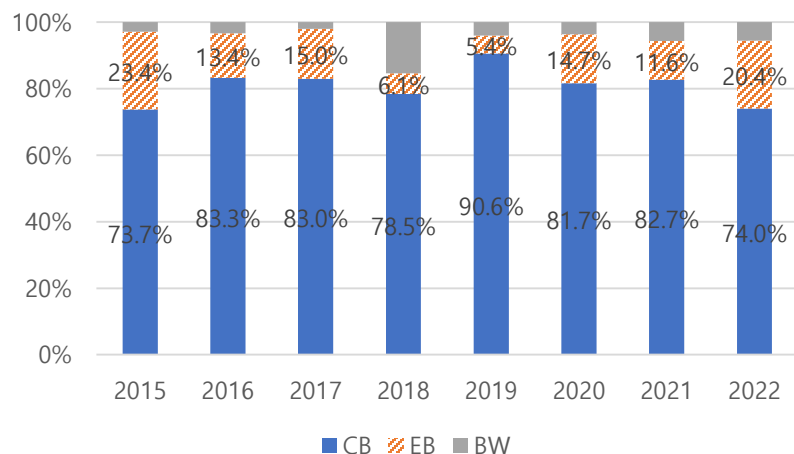
(단위: 조원)



국내 전환사채시장 현황

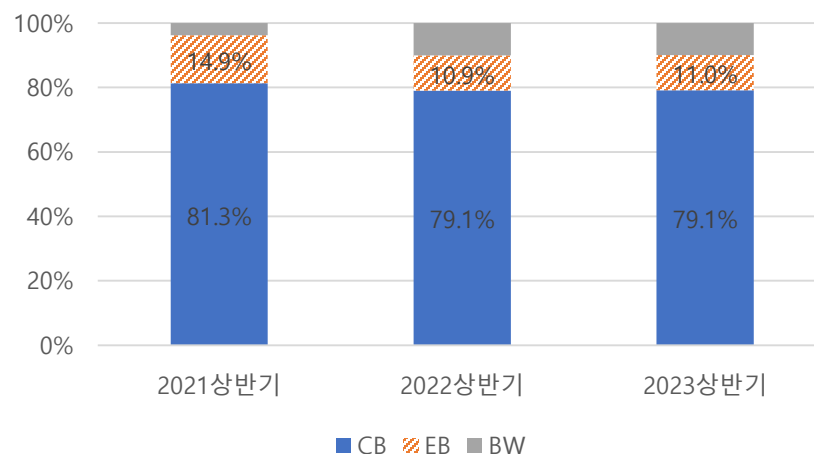
- ❖ 유형별 비중을 보면 전기기간에 걸쳐 전환사채의 비중이 높은 가운데 특정 연도 교환사채와 신주인수권부사채의 발행규모 증감에 따라 전환사채 비중이 변화
 - 2023년 상반기까지 발행된 주식연계채권 중에 전환사채의 비중은 79.1%로 전년 동기와 비슷한 비중을 기록

연도별 주식연계채권 유형별 비중



자료: 인포맥스

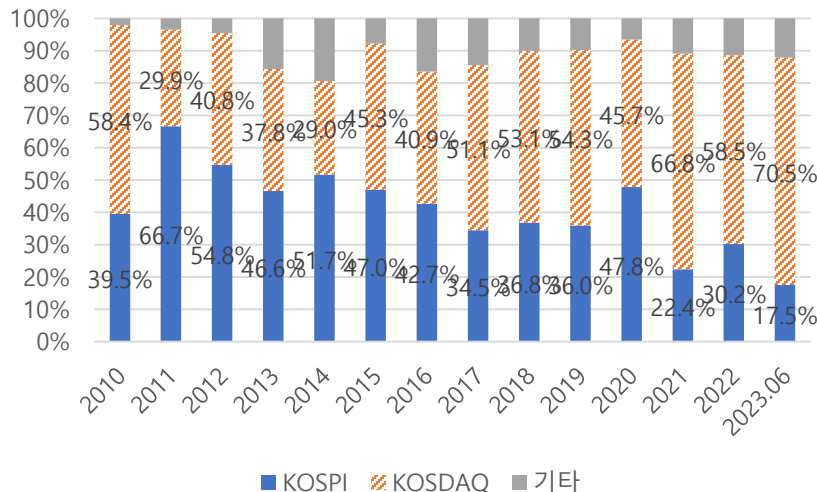
최근 주식연계채권 유형별 비중



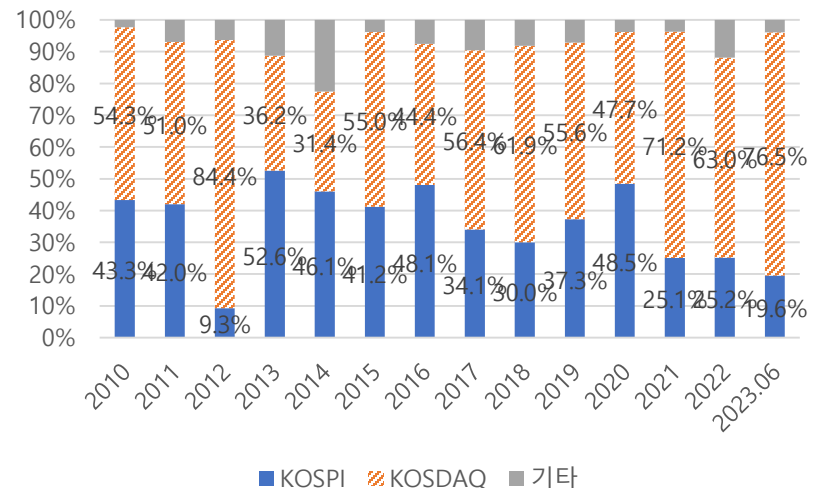
국내 전환사채시장 현황

- ❖ 소속시장별 주식연계채권 발행 비중을 살펴보면 2014년까지 유가증권 시장시장 소속기업 비중이 높았으나 이후에는 코스닥시장 소속기업의 비중이 높게 나타남
 - 전환사채는 특정한 기간을 제외하고 코스닥시장 소속기업의 비중이 높게 나타남
 - 2023년 상반기 발행된 전환사채의 코스닥시장 소속기업의 비중은 전년 대비 크게 증가

주식연계채권의 소속시장별 비중



전환사채의 소속시장별 비중

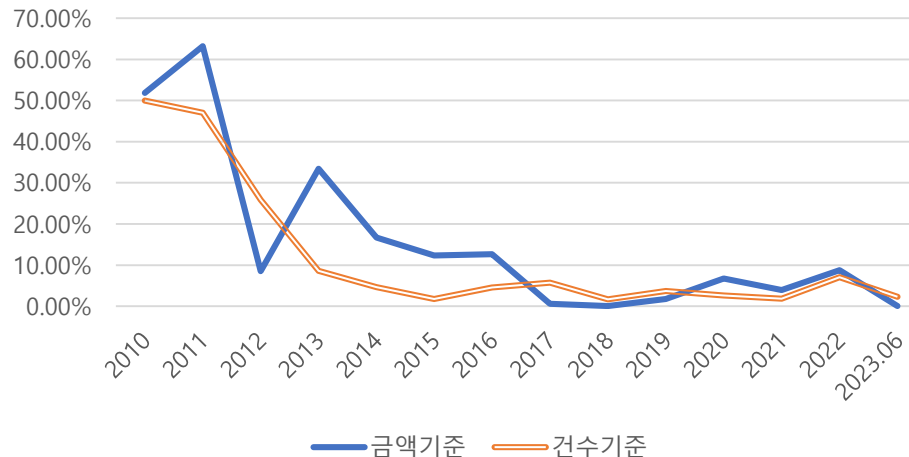


자료: 인포맥스, KRX, 저자계산

국내 전환사채시장 현황

- ❖ 대부분의 주식연계채권은 사모 방식으로 발행되고 있음
 - 2012년 이전까지는 건수 기준 공모 비중이 25% 이상이었으나 2013년부터 공모 비중이 점차 줄어들고 있음
 - 2022년 사모에 대해 전환가격 상향 제도를 도입함에 따라 동 제도 적용을 회피하기 위한 공모 발행이 일시적으로 증가
 - 그러나 2023년 상반기 발행된 주식관련사채 214건 중 5건을 제외하고 모두 사모로 발행되었음

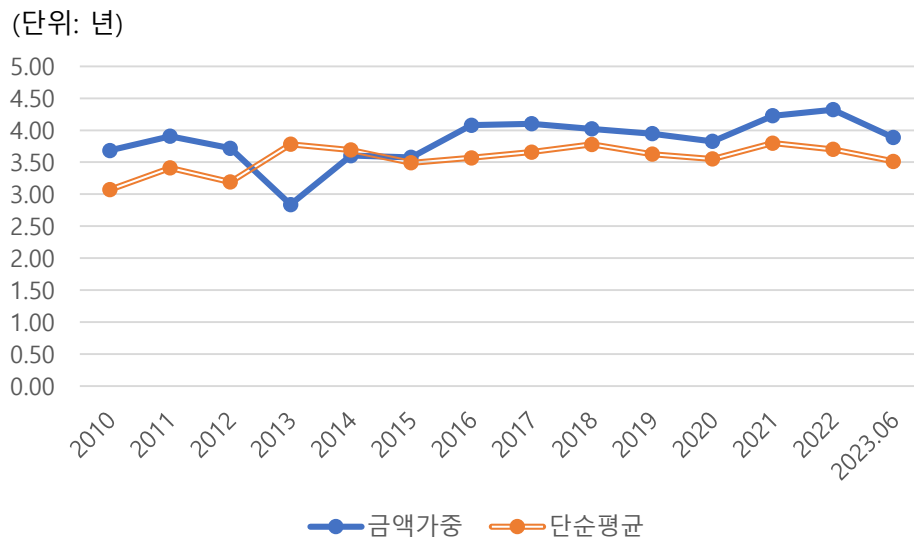
주식연계채권의 공·사모 비중 추이



국내 전환사채시장 현황

- ❖ 전환사채의 평균 만기는 기간에 따라 변동성을 보이는 가운데 3~4년 내외를 기록
 - 특정한 기간을 제외하고 금액가중 평균 만기가 단순평균에 비해 긴 것으로 나타나고 있는데, 이는 대규모로 발행된 전환사채의 경우 비교적 만기가 긴 전환사채를 발행하기 때문
 - 기업 규모가 적고, 신용도가 낮은 기업일수록 만기가 짧은 특성을 나타냄

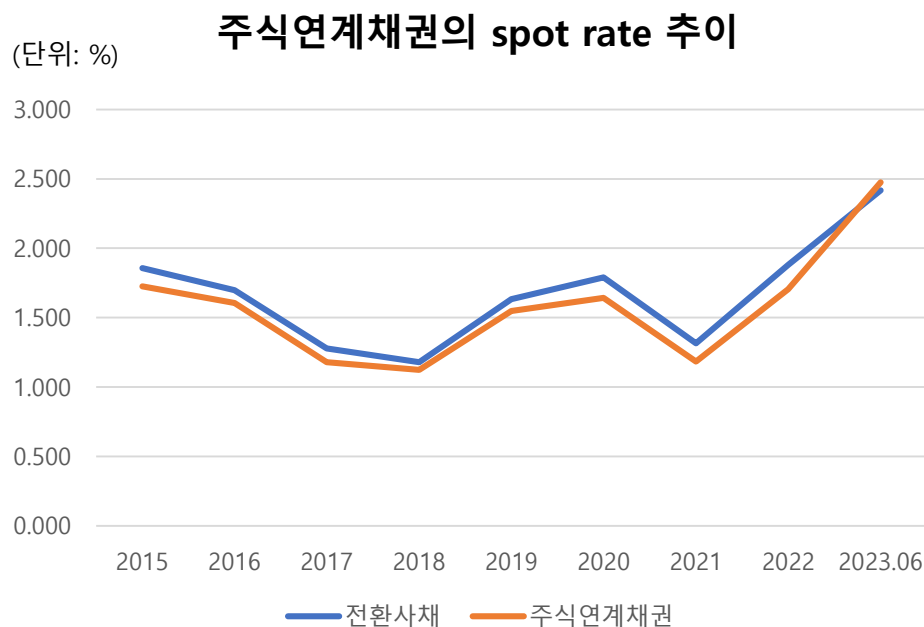
전환사채의 평균 만기 추이



국내 전환사채시장 현황

❖ 주식연계채권의 이자율 추이

- 2023년 상반기중 발행한 주식연계채권의 spot rate은 2.475%로 동기간 발행된 A등급 회사채 평균 수익률 5.06%에 비해 낮은 수준
 - 이와 같이 주식연계채권의 발행수익률이 낮은 것은 주식으로 전환하는 옵션을 부과하는 대신 이자율을 낮게 적용하고 있기 때문
- 한편 일부 주식연계채권의 경우, 만기까지 전환이 이루어지지 않는 경우 일정 수준의 보장수익률을 제공하는 비중이 높음



국내 전환사채시장 현황

❖ 국내 전환사채의 특성

- 전환사채의 상당 부분은 일정기간 이후 조기상환청구가 가능한 옵션을 포함하여 발행
 - 주식연계채권의 조기상환옵션의 부여 여부 추이를 보면 2010년에는 발행 주식연계채권의 62.1%가 조기상환 옵션을 도입하여 발행되었으나 이후 조기상환 옵션을 포함한 발행 비중이 계속 증가
- 대부분의 전환사채는 기업의 주가가 하락하는 경우 전환가격을 조정하는 리픽싱 옵션을 도입하여 발행
 - 외국의 경우, 일본을 제외하고는 행사가격을 재산정하는 사례를 거의 찾아볼 수 없는데 반해 국내 주식연계채권은 대부분 리픽싱 옵션을 포함하는 구조를 도입하고 있음
 - 2013~2019년중 리픽싱 조건을 포함하여 발행된 주식연계채권의 82.2%가 주가 하락에 따른 리픽싱을 실시

주식연계채권의 리픽싱 실시 현황

(단위: 개, %)

	전체			유가증권시장			코스닥		
	리픽싱 도입 (A)	리픽싱 실시 (B)	비율 (B/A)	리픽싱 도입 (A)	리픽싱 실시 (B)	비율 (B/A)	리픽싱 도입 (A)	리픽싱 실시 (B)	비율 (B/A)
2016	193	157	81.3	48	33	68.8	145	124	85.5
2017	175	148	84.6	41	33	80.5	134	115	85.8
2018	212	195	92.0	43	40	93.0	169	155	91.7
2019	253	218	86.2	44	36	81.8	209	182	87.1

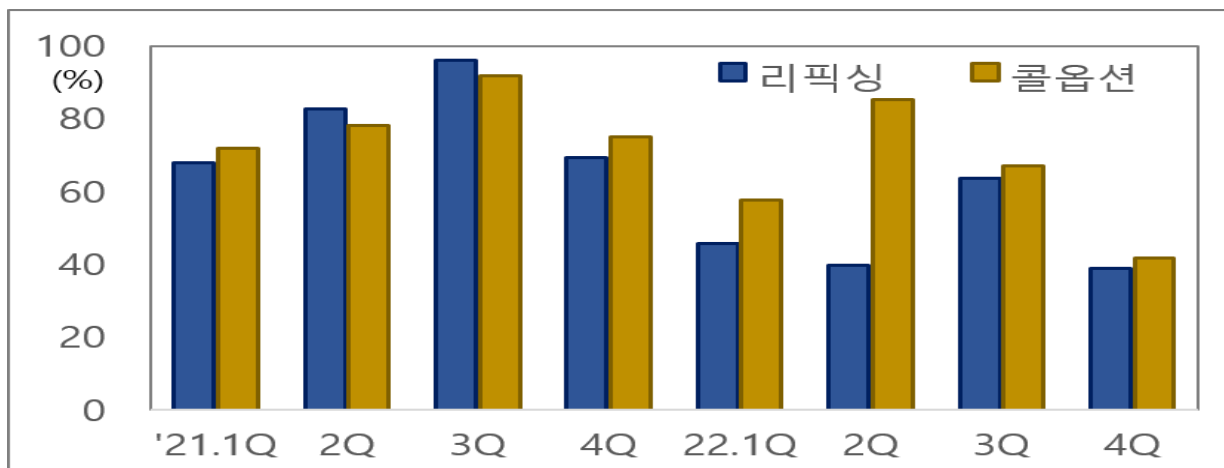
자료: 예탁결제원, DART, 저자재산

국내 전환사채시장 현황

❖ 국내 전환사채의 특성

- 2021년 10월 콜옵션과 리픽싱에 대한 규제 시행 이후 콜옵션과 리픽싱 조건 부여 비중은 감소하고 있으나 여전히 상당한 비중의 전환사채가 리픽싱과 콜옵션을 부여하여 발행이 이루어짐
 - 전환사채가 투자자 우위의 시장구조를 지니고 있음에 따라 전환가격을 조정하여 상품성을 제고하려는 유인이 여전히 존재하기 때문
 - 콜옵션 부여 전환사채 비중이 여전히 높은 것은 최대주주의 지분확보 등을 목적으로 부여된 콜옵션 이외에도 다양한 목적으로 콜옵션이 활용되고 있기 때문

전환사채의 콜옵션과 리픽싱 부여 비중



국내 전환사채시장의 문제점

❖ 전환사채를 통한 불건전 거래

- 전환사채가 불공정거래에 악용되거나, 무자본 M&A 등과 결합하여 악용되는 사례가 다수 존재
- 콜옵션·리픽싱 등 각종 조건, 만기 전 취득 후 헐값 재매각, 현물 대용납입, 투자조합 악용 등과 결부되는 사례도 다수
- 기업이 Call을 통해 재취득한 전환사채를 소각하지 않고 특정인에게 양도하고 이를 통해 불법 M&A에 활용하는 사례 등이 존재
- 콜옵션 행사자를 최대주주 등으로 지정하여 콜옵션 전환사채가 최대주주의 지분확대 수단으로 악용되는 사례 존재
 - 제3자가 행사가능한 콜옵션이 부여된 전환사채를 발행하고 이해관계자가 콜옵션을 행사하여 최대주주의 지분 확대 수단으로 악용

❖ 대부분의 주식연계채권은 발행 이후 주가가 하락하는 경우 전환가액을 재산정하는 리픽싱 옵션을 부여하고 발행

- 리픽싱 옵션은 투자자의 입장에서 주가가 하락하면 전환주식수를 늘려 주가 하락에 따른 손실을 보전할 수 있는 유리한 조건
- 반면 기존 주주의 입장에서는 보유지분의 희석화 문제가 발생할 가능성이 있음

국내 전환사채시장의 문제점

- ❖ 일부 주식연계채권은 발행 이후 6회 이상의 잦은 리픽싱을 하는 경우도 존재
 - 사모로 발행된 전환사채의 경우 리픽싱 이후 주가가 상승하면 전환가격을 재조정하는 제도를 마련하였으나 공모의 경우 이러한 제도가 도입되어 있지 않음

전환사채 발행 기업의 리픽싱 횟수

	1회	2~5회	6회이상
2019	56.5%	41.2%	2.4%
2020	25.0%	59.7%	15.3%
2021	17.7%	61.0%	21.4%

국내 전환사채시장의 문제점

- ❖ 대부분의 주식연계채권은 사모로 발행되어 발행과 관련한 공시는 상장기업의 사채발행과 관련한 주요사항 보고서를 통해 공시되고 있음
 - 주식연계채권과 관련한 주요사항 공시에서 구체적인 공시내용을 요구하고 있음
 - 특정인에 대한 대상자별 사채발행 내역과 사채발행 대상이 권리행사로 최대주주가 되는 경우 그 내용을 공시
 - 주식연계채권과 관련한 주요사항을 비교적 세부적으로 공시하는 기준을 마련
 - 비상장기업의 경우 사업보고서 제출대상 법인이 주식연계채권을 발행하는 경우 상장회사와 동일하게 주요사항 보고서를 통한 공시의무를 부과
 - 다만 거래소 공시의무 사항인 전환가액 조정, 행사 등에 대한 공시는 이루어지고 있지 않음
 - 전환가액 재산정과 신규 전환사채 발행시 기존 전환가액 조정 등과 관련한 공시는 일부 보완이 필요
 - 발행 전 정정 이사회를 개최한 경우 기업마다 전환가액 산정 기준 이사회 결의일을 상이하게 적용
- ❖ 주식연계채권에 대한 종합적인 데이터베이스가 구축되지 않아 주식연계채권에 대한 정보 획득에 제약이 존재
 - 기업단위로 주식연계채권의 발행, 전환청구권 행사, 전환가액 재산정에 대한 통합적인 정보가 구축되어 있지 않음
 - 개별기업의 주식연계채권 발행과 관련한 내용을 파악하기 위해서는 회사의 주요사항공시를 모두 검색해야 함

3

해외 전환사채시장 현황

미국의 전환사채시장 현황

❖ 미국의 주식연계채권 발행 규제

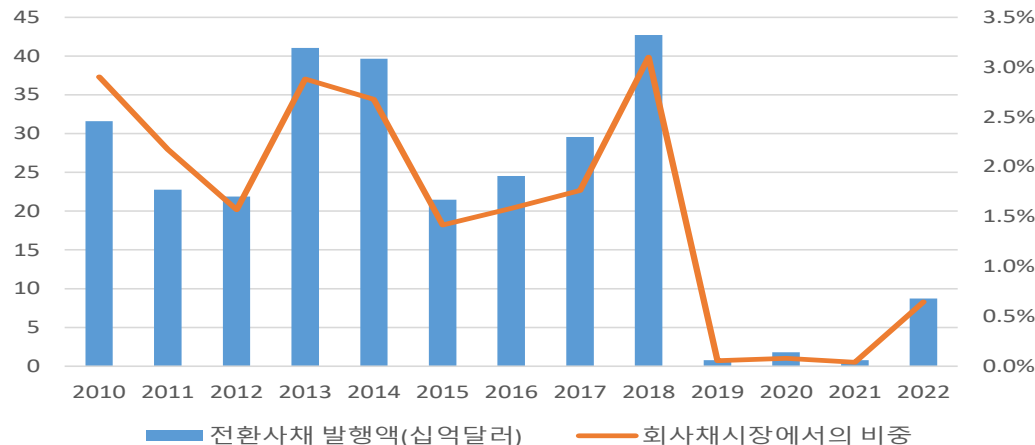
- 미국의 모범회사법은 회사가 워런트를 발행할 수 있다고 규정하면서 그 발행사항은 이사회에 권한으로 두고 있음
 - 미국은 증권의 발행에 대하여 최소한의 규제만을 두고 있으며, 이러한 상법의 태도가 각종 주식연계채권 발행의 토대가 되었음
- 미국의 경우 일반적으로 전환가격은 발행일 이전 일정기간의 주가평균에 프리미엄이나 디스카운트를 한 가격을 기준으로 설정
 - 전환비율 재산정에 대한 규제는 존재하지 않으나 시장 관행상 리픽싱 옵션을 부과하여 발행한 사례는 거의 찾아보기 어려움
 - 주식분할이나 병합 등의 제한된 경우에 한하여 리픽싱이 이루어지고 있음
 - 전환비율 재산정을 위해서는 주주총회 의결을 요구
- 전환사채의 콜옵션 부여
 - 대부분의 전환사채는 발행인이 회사 부채비율을 관리하는 데 사용할 수 있는 콜조항을 포함
- 콜 통지 기간 요건에 따라 보유자는 통지 기간이 종료된 시점에 상환 또는 전환 결정을 내릴 수 있음
 - 주가가 특정 트리거 가격 이상이어야 발행자가 콜을 시작할 수 있도록 소프트 콜 제약 조건을 도입

미국의 전환사채시장 현황

- ❖ 미국의 전환사채 발행은 2019년 이후 크게 감소하였음
 - 2018년까지 매년 200억달러 이상의 발행을 기록했으나 2019년 8억달러, 2020년에는 18억달러로 발행량이 급감
 - 2022년에는 87억달러 발행으로 발행량이 다시 증가하였으나 2018년 이전의 수준으로 회복되지는 못하고 있음
 - 코로나19 사태로 인한 주식시장의 불확실성 증가로 기업들의 전환사채 발행에 제약이 존재한 가운데 낮은 이자율로 전환사채 발행의 메리트가 감소
 - 2022년 금리 상승으로 인하여 전환사채 발행 수요가 다소 증가

미국의 전환사채 발행 추이

(단위: 십억달러)



일본의 전환사채시장 현황

❖ 전환사채 관련 규제 현황

- 일본은 1997년 5월 상법개정을 통해 기존의 전환사채와 신주인수권부사채 제도를 신주예약권부사채로 통합하였음
- 전환사채형은 신주예약권의 행사로 반드시 사채가 소멸되는 것으로 정의(제280조 제4항)
 - 사채의 발행가액과 신주예약권의 행사시 납입해야 할 금액을 동액으로 하고 신주예약권을 행사하면 반드시 사채가 상환되고, 그 상환금액을 주금으로 납입하는 형식을 취하고 있음
 - 비분리 신주인수권부사채는 사채가 소멸하지 않고 대신 금전 등 재산을 출자하는 형식
 - 분리형의 경우 신주예약권과 일반적인 사채를 별개로 동시에 모집하여 양자를 동일인에게 배정하는 구조를 도입
- 신주예약권 발행은 공개회사와 비공개회사로 구분하여 발행 결정권을 구분
 - 비공개회사가 신주예약권을 발행하기 위해서는 원칙적으로 주주총회 특별결의를 요구하고 있으며, 다만 주주총회에서 신주예약권의 내용, 수의 상한, 무상일 경우 그 취지, 납입을 요할 경우 납입금액의 하한을 정하여 당해 결의로부터 1년 이내에 배정하는 것에 대하여 이사회에 위임을 할 수 있음
 - 공개회사는 원칙상 이사회의 결의로 신주예약권을 발행할 수 있음

일본의 전환사채시장 현황

- ❖ 일본은 전환사채에 한하여 리픽싱을 허용하고 있음
 - 전환가격이 조정되는 옵션이 부가된 전환사채는 일본에서 전환가격수정조건부전환사채(Moving Strike Convertible Bond: MSCB)로 불림
 - 2005년까지 전환가격조정부전환사채가 활발히 발행되었으나 2006년부터 주주권 희석화의 문제가 제기되었고, 일부 한도를 초과한 전환권행사의 문제가 불거지기 시작
 - 2007년 일본증권업협회는 MSCB 발행시 발행 목적과 규제 준수 등을 포함한 자율 규제 방안을 마련
 - 최근 전환가격조정부전환사채의 발행은 감소하는 대신 리픽싱 옵션을 포함한 워런트가 지속적으로 발행되고 있음
 - ISMA(International Securities Market Association)의 자료에 의하면 전환사채 발행에 있어 리픽싱옵션이 있는 경우가 일본은 전체 348건 중에서 56%인 193건이고 미국은 119건 중에서 단 1건임

일본의 전환사채시장 현황

❖ 일본의 MSCB 관련 규제

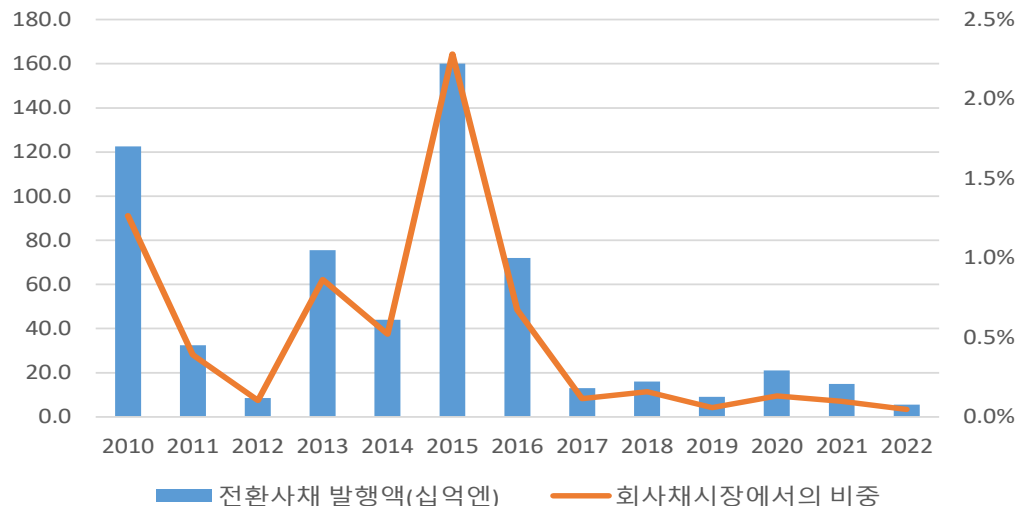
- 동경거래소(TSE) 유가증권 상장기준 제410조에서는 MSCB의 전환 또는 행사 현황 공개 의무 규정 내용을 담고 있음
 - 제410조 1항 : 상장회사는 시행규칙에서 정하는 MSCB를 발행하는 경우 매월초에 전월의 MSCB 등의 전환 또는 행사의 상황을 공개해야 함
 - 시행규칙에서 정하는 MSCB란 제3자에게 발행하는 신주예약권채권 및 신주 취득을 청구할 수 있는 권리로서 행사금액이 6개월에 1회 이상의 빈도로 수정이 될 수 있는 증권을 의미함
 - 상장 회사는 MSCB의 전환누계 혹은 행사누계가 주식 총액의 10 % 이상일 경우에는 즉시 해당 전환 또는 행사의 상황을 공개해야 함
- 상장회사가 MSCB의 전환권 행사를 통해 보통주 주식수의 10%를 초과하는 경우 상장규정 434조에 의거하여 전환을 제한하거나 주식취득 권리 행사에 대한 조치를 취할 수 있음
 - 전환 주식의 수가 상장 주식수의 10%를 초과하는 경우 당해 10%를 초과하는 부분에 따른 전환 또는 행사를 할 수 없음
 - 매수인은 10% 초과분에 대해서는 행사를 하지 않을 것에 동의하고 전환사채의 전환 또는 행사에 앞서 발행사에게 당해 전환사채의 행사가 제한을 초과하는지의 여부를 확인해야 함

일본의 전환사채시장 현황

- ❖ 일본의 전환사채 시장은 2006년 이후 연간 10건 미만의 저조한 실적을 기록하고 있음
 - 전체 회사채시장에서 전환사채가 차지하는 비중은 2015년 일시적으로 2.28%를 기록했으나 이후 1% 미만의 저조한 실적을 기록
 - 2022년 일본의 전환사채 발행은 2건 55억엔에 불과
 - 전환사채에 대한 투자자의 신뢰가 낮아 지속적인 침체기를 기록하고 있음

일본의 전환사채 발행 추이

(단위: 십억엔)



4

전환사채시장 건전성 제고 방안

전환사채시장 제도개선 방안

기본 방향

- 전환사채 시장의 건전성 제고를 통해 건전한 시장의 발전을 도모
- 불공정거래 조사 강화 및 제도개선의 two-track을 통해 시장의 건전성 제고
- 주요 위험분야에 대한 정책역량을 집중하여 불공정거래를 효과적으로 차단

전환사채 관련 제도개선

- 전환사채 공시 활성화를 통해 투자자의 전환사채 정보 제공 확대
- 전환사채 본연의 기능 활성화를 통해 투자자 저변 확대

불공정거래 집중 조사

- 금융위-금감원-거래소 합동으로 전환사채를 악용한 불공정거래에 대해 조사역량을 집중
- 조사 과정에서 제도개선 필요사항 발견시 즉시 공유하고 관련 제도개선 검토·추진

공시의무 확대 등 전환사채 투명성 확대

콜옵션 행사자 지정시 공시의무 부과

현황 및 문제점

- ❖ 전환사채 발행시 콜옵션 행사자를 공시하여야 하나, 대부분 '회사 또는 회사가 지정하는 자'로만 공시
 - 향후 실제 콜옵션 행사자가 지정되어도 공시의무가 없어 투자자는 콜옵션 행사자에 대한 정보파악에 어려움

개선방안

- ❖ 증권의 발행 및 공시 등에 관한 규정 개정을 통해 콜옵션 행사자 지정시 행사자, 대가 수수여부 등 공시

공시의무 확대 등 전환사채 투명성 확대

발행회사의 만기전 전환사채 취득에 대한 규율 강화

현황 및 문제점

- ❖ 만기 전 취득한 전환사채는 향후 최대주주 등에 재매각되어 주식으로 전환되는 등 방법으로 불공정거래에 악용될 우려
 - 만기 전 취득 후 재매각은 사실상 신규발행과 유사함에도, 신규발행에 비해 시장에 충분한 정보가 제공되지 못하는 문제

개선방안

- ❖ 거래소 공시규정 개정을 통해 발행회사의 만기 전 전환사채 취득시 공시의무 부과
 - 투자자들이 해당 CB에 대한 정보를 알 수 있도록 만기 전 취득 사유, 향후 처리방법(소각 또는 재매각 등) 공시

공시의무 확대 등 전환사채 투명성 확대

현물 대용납입시 공시의무 강화

현황 및 문제점

- ❖ 전환사채 발행시 발행회사는 비상장주식, 부동산 등을 양수하면서 전환사채 납입금과 자산양수대금을 상계(대용납입) 가능
 - 과대평가된 대용납입 자산이 부실화되며 평가손실 인식, 감사의견 거절 등 일반투자자 피해사례 발생

개선방안

- ❖ 전환사채 발행공시(주요사항보고서)에 납입방법을 필수 기재토록 하고, 납입자산 내역 및 평가방법을 적시
 - 특히, 비상장주식을 통한 대용납입시에는 해당 비상장사에 대한 정보를 기재

공시의무 확대 등 전환사채 투명성 확대

담보제공 약정 전환사채 발행시 공시의무 강화

현황 및 문제점

- ❖ 전환사채 발행 후, 동 발행자금을 사용해 취득한 부동산 등을 전환사채 투자자에게 담보로 제공하기로 약정하는 사례 존재
 - 이 경우 현재에도 주요사항보고서에 '투자유의사항'으로 기재되고 있으나, 일반 투자자가 쉽게 파악하기 어렵다는 지적
 - 담보제공 약정 전환사채를 투자자가 호재성 소식 등으로 오인하지 않도록 해당 사항에 대한 공시 강화 필요

개선방안

- ❖ 일반투자자들이 해당 정보를 보다 쉽게 파악할 수 있도록 공시서식 개정 및 홍보 확대

공시의무 확대 등 전환사채 투명성 확대

전환사채 발행시 공시의무 강화

현황 및 문제점

- ❖ 사모 전환사채의 경우 기존 주주와 투자자에게 사전에 관련 정보를 충분하게 제공하지 않고 발행
 - 사모의 경우 증권신고서 제출의무가 없어, 사모 전환사채의 경우 발행 결정이 이루어지고 납입기일 하루 전 또는 당일 주요사항보고서를 통해 공시

개선방안

- ❖ 사모 전환사채 발행의 경우에도 발행 이사회 결의 이후 납입기일 1주일 전 주요사항보고서를 통해 공시토록 의무화
 - 사모방식 유상증자와 동일한 공시 기간 도입

전환사채에 대한 직접 규제 도입

제3자에 대한 콜옵션 양도 · 매매 등 제한

현황 및 문제점

- ❖ 전환사채에 부여된 콜옵션이 자유롭게 양도·매매되어 최대주주와 이해관계자 등의 불법·불건전한 이익 편취 수단으로 악용된다는 지적
 - 사모 분리형 BW은 발행이 금지되었음에도 그와 경제적 실질이 유사한 제3자 콜옵션 부여 CB 발행이 가능하다는 비판도 제기

개선방안

- ❖ 콜옵션 무상양도·매매 또는 콜옵션 부여 자체를 제한하는 방안 검토
 - 자본시장법 개정 사항

전환사채에 대한 직접 규제 도입

전환사채 발행한도 규제 도입

현황 및 문제점

- ❖ **전환사채 발행한도에 대한 강행규정이 없어 회사 규모 등에 비해 과도한 전환사채 발행을 하는 사례가 다수 존재**
 - 코스닥협회 표준정관은 제3자배정 CB 발행한도를 발행주식 총수의 20%에 해당하는 금액내외로 정할 것을 권고하고 있으나 강제성이 없어 실효성이 낮음
 - 회사 규모에 비해 과도한 CB발행은 불공정거래 악용 유인으로 작용하고 향후 대규모 일반투자자 피해로 이어질 소지

개선방안

- ❖ **제3자 배정 전환사채 발행한도 및 총 전환사채 발행한도를 일정수준으로 제한**
 - 예를 들어 제3자 배정 CB 발행한도를 자본총계의 20% 이내로 제한, CB 발행한도를 자본총계의 100% 이내로 제한
 - 자본시장법 개정 사항

전환사채에 대한 직접 규제 도입

현물 대용납입시 검사인의 조사 의무화

현황 및 문제점

- ❖ **현물 대용납입시 현물의 가치평가 등을 위해 해당 발행회사는 회계법인 등 외부 평가기관의 평가를 받아야 하나, 해당 평가의 공정성·객관성에 대한 의문 제기**
 - 유상증자의 경우 현물출자시 해당 현물에 대한 공정한 가치평가를 위해 법원이 선임한 검사인(회계법인 등)의 조사 의무화

개선방안

- ❖ **전환사채 발행시에도 공정성·객관성 제고를 위해 복수의 외부 평가 의무화**
 - 증권의 발행 및 공시 등에 관한 규정 개정 사항

전환사채에 대한 직접 규제 도입

만기전 취득한 사모 전환사채 재매각시 전환권 제한

현황 및 문제점

- ❖ 만기 전 취득한 전환사채는 향후 최대주주 등에 재매각되어 주식으로 전환되는 등 방법으로 불공정거래에 악용될 우려
 - 재매각은 신규발행과 유사함에도, 전환권 제한 규제가 적용되지 않아 불공정거래 악용이 비교적 용이한 측면

개선방안

- ❖ 만기 전 취득한 사모CB 재매각시 1년간 전환권 제한
 - 만기 전 취득한 사모 CB의 경우에도 (신규 발행과 마찬가지로) 1년간 전환권 행사를 제한하여 최대주주 등이 즉시 주식으로 전환하여 부당이득을 얻는 사례 방지
 - 증권의 발행 및 공시 등에 관한 규정 개정 사항

전환사채에 대한 직접 규제 도입

과도한 전환가액 하향조정 제한

현황 및 문제점

- ❖ 과도한 리픽싱에 따른 지분가치 희석을 방지하기 위해 현재 리픽싱은 최초 전환가액의 70% 수준으로 제한
 - 다만, '주총 특별결의' 또는 '정관에 미리 규정'한 정한 경우에는 최초 전환가액의 70% 미만으로도 하향 조정이 가능
 - 이에 따라, 정관을 근거로 불가피하다고 보기 어려운 경우에도 최초 전환가액의 70% 미만으로 하향조정하는 사례 발생

개선방안

- ❖ '주총 특별결의'를 얻은 개별 CB 발행건에 한해 리픽싱을 최초 전환가액의 70% 미만으로 조정하는 것을 허용

전환사채에 대한 직접 규제 도입

전환가액 산정 기준일 명확화

현황 및 문제점

- ❖ 전환가액은 이사회결의 전일을 기준으로 산정하나, 정정 이사회를 통해 콜옵션·풋옵션 등 발행조건을 변경한 경우 전환가액 재산정 여부가 불분명
 - 이에 따라, 최초 이사회에서 유리한 발행가액으로 정하고, 향후 콜옵션·풋옵션 등 조건을 변경하여 발행하는 사례 발생

개선방안

- ❖ 콜옵션·풋옵션 등 발행조건을 변경한 경우의 전환가액 산정방식을 명시
 - (예) 콜옵션 등 조건을 부가·변경하는 경우 전환가액은 정정이사회 기준으로 산정하는 방안 검토

전환사채에 대한 직접 규제 도입

전환가액 조정 등에 대한 제재 강화

현황 및 문제점

- ❖ 전환가액 조정 등 규정 위반의 경우 경고, 주의만 가능하며, 벌칙, 과징금 등 실효성 있는 제재 부과는 제한됨

개선방안

- ❖ 전환가액 조정 등 규정 위반에 대한 벌칙 및 과징금 등 부과근거 마련

Thank you