



보도 일시	배포시	배포 일시	2022. 9. 7.(수) 금융위 회의 후	
담당 부서	금융위원회	책임자	과 장	김광일 (02-2100-2680)
	공정시장과	담당자	사무관	이영민 (02-2100-2682)
	금융감독원	책임자	국 장	박용호 (02-3145-8100)
	기업공시국	담당자	팀 장	장영심 (02-3145-8482)

전환사채시장 점검 및 추가 보완방안 마련

- 상장회사가 발행한 상환전환우선주와 전환우선주에 대해서도 (CB·BW와 동일하게) 리픽싱·콜옵션 규제를 도입하겠습니다 -

I

검토 배경

- '21.10월, 금융위는 전환사채가 최대주주의 편법적 지분확대에 이용되는 등 불공정거래에 악용되는 사례를 방지하기 위해 「증권의 발행 및 공시 등에 관한 규정」을 개정('21.12월 시행)하였습니다.

< 주요 내용 (※상장회사 CB·BW 대상) >

- ① (전환가액 조정, Refixing) 전환가액 하향조정이 가능한 사모발행 CB에 대해 추가 상승시에도 상향조정을 의무화
 - ☞ 전환가액 하향조정 이후 주가가 상승하더라도 하향조정된 전환가액에 따라 CB가 주식으로 전환될 경우 기존 일반주주들의 지분가치가 과도하게 희석되는 것을 방지
- ② (콜옵션 제한) 최대주주 및 특수관계인에게 콜옵션 부여 CB 발행시, 콜옵션 행사 한도를 CB발행 당시 지분을 한도로 제한하고, 콜옵션 관련 공시의무 강화
 - ☞ 콜옵션을 활용하여 CB가 최대주주의 지분확대 수단으로 악용되는 것을 방지

- 아울러, 회계 측면에서도 CB 시장의 투명성 제고를 위해 「전환사채 콜옵션 회계처리에 대한 감독지침*」을 마련한 바 있습니다.

* 제3자 지정 콜옵션부 CB를 발행한 기업은 보유하고 있는 콜옵션을 별도의 파생상품 자산으로 구분하여 회계처리하고 발행조건도 주식공시('22.5.4. 보도자료 참조)

- 한편, 리픽싱 등에 대한 규제강화가 기업의 자금조달을 과도하게 제약*할 가능성에 대한 우려가 제도개선 과정에서 제기되었습니다.

* 리픽싱은 CB의 투자매력도를 높여 자금조달을 원활하게 해주는 순기능 있음

- ⇒ 개정규정 시행('21.12.1일) 이후 전환사채 시장의 발행동향을 점검하였고 추가적인 제도보완방안을 마련하였습니다.

II

전환사채 시장 동향

(※상장사, 이사회 결의일 기준)

□ (발행규모) 금년 상반기중 월평균 CB 발행금액은 5,790억원으로, 전년 동기(9,046억원) 대비 36% 감소하였습니다.

* 월평균 발행금액(억원) : ('20.上) 6,773 ('20.下) 6,263 ('21.上) 9,046 ('21.下) 9,873 ('22.上) **5,790**

○ 이는 일반회사채 발행량 감소추이(전년동기比 △29.2%)와 유사한 수준입니다.

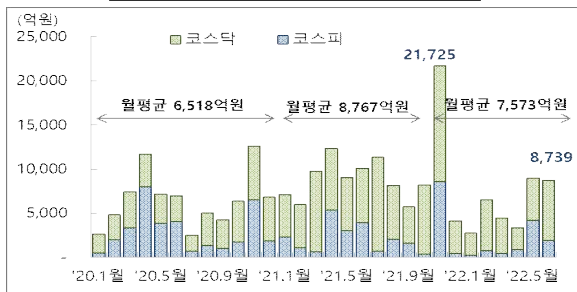
○ 다만, 규정개정 직전 先발행규모('21.11월, 2.2조원)을 포함할 경우, 월평균 CB 발행금액은 일시적 변동 후 회복흐름을 보이고 있다고 평가됩니다.

* 월평균 발행금액(억원) : ('20년) **6,518** ('21.1~10월) **8,767** ('21.11월~'22.6월) **7,573**

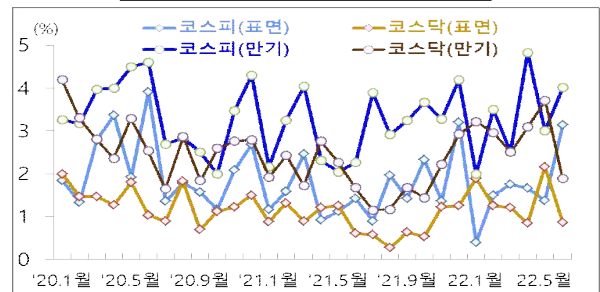
□ (발행금리) 코로나19 대응을 위한 유동성 확대 등에 따라 '20년중 소폭 하락하였으나, 최근 기준금리 인상 등 영향으로 소폭 상승하였습니다.

* 다만, CB의 경우 발행금리뿐만 아니라 전환차익까지 감안하여 수익률이 결정되는 만큼, 통상적인 회사채 금리와 비교하기 어려운 측면

CB 발행규모(유가·코스닥)



CB 발행금리(유가·코스닥)



□ (리픽싱 비중) 개정규정 시행 이후 리픽싱 조건을 부여한 CB발행 비중은 하락(건수기준 '21년 88.5% → '22.上 65.2%)하였습니다.

□ (콜옵션 비중) 개정규정 시행 이후 콜옵션 조건을 부여한 CB 발행 비중도 하락(건수기준 '21년 72.4% → '22.上 61.0%)하였습니다.

리픽싱 및 콜옵션 부여 CB 발행 비중

(단위 : %)		'21.1Q	'21.2Q	'21.3Q	'21.4Q	'21년	'22.1Q	'22.2Q	'22.上
리픽싱	건수	89.7	92.1	88.6	83.5	88.5	68.0	62.9	65.2
	금액	68.1	82.8	96.0	69.4	78.7	42.7	39.9	41.0
콜옵션	건수	61.1	72.9	77.9	75.6	72.4	57.3	64.0	61.0
	금액	71.9	78.3	91.8	75.2	79.1	57.6	85.3	74.4

Ⅲ

평가 및 보완필요성

- ◇ **(시장 영향)** 현재로서는 개정규정 시행('21.12월)이 CB 시장을 통한 기업 자금조달을 크게 제약하지는 않은 것으로 판단
 - * 다만, 최근 금리상승 등으로 기업자금조달 여건이 악화된 만큼, CB 시장도 악화 소지
- ◇ **(주요 성과)** 자금조달을 크게 제약하지 않는 상황에서 리픽싱 및 콜옵션 조건이 부여된 CB 발행비중이 하락 추세
- ◇ **(보완 사항)** 리픽싱·콜옵션이 가능한 여타 메자닌 증권과의 규제 형평성 문제 및 풍선효과 가능성 → 제도적 보완 필요

- **(시장 영향)** 개정규정 시행('21.12월)이 기업의 자금조달을 크게 제약하지 않는 범위에서 시장에 어느정도 안착한 것으로 판단됩니다.
 - CB 발행규모는 전년 대비 다소 축소되었으나, 규정개정으로 인한 큰 충격이 있다고 보기는 어려운 상황입니다.
 - * '21년 대비 발행규모가 다소 감소(월평균 약 △1,200억원)하였으나, 이는 '21년중 풍부한 유동성을 바탕으로 CB 발행량이 많았던 점을 감안할 필요
[※월평균 발행금액(억원) : ('20년) 6,518 ('21.1~10월) 8,767 ('21.11월~'22.6월) 7,573]
 - 다만, 최근 물가금리·환율 상승, 원자재 애로 등으로 전반적인 기업자금 조달 여건이 악화된 만큼, CB 시장상황도 악화될 소지도 있습니다.
 - * 일각에서는 기존 CB 투자자들이 최근 주가하락 등으로 주식전환을 포기하고 조기 상환청구권(풋옵션)을 행사함에 따라 발행기업 자금애로가 악화될 가능성 제기
- **(주요 성과)** 제도개선 이후 리픽싱·콜옵션 부여 비중이 감소하였습니다.
 - 지난 제도개선은 CB가 최대주주 지분확대에 악용되고 일반 주주의 지분 가치가 희석되는 문제를 규제하기 위한 것임을 감안하면,
 - 기업자금조달을 크게 제약하지 않은 상황에서 리픽싱 및 콜옵션 활용 비중이 낮아진 것은 긍정적으로 평가할 수 있습니다.

- (보완 사항) 다만, (상환)전환우선주 등 리픽싱·콜옵션이 가능한 여타 메자닌 증권과의 규제형평성 문제 및 풍선효과 가능성에 대한 우려도 존재합니다.
- 리픽싱·콜옵션 조건이 부여된 (상환)전환우선주의 경우, CB·BW와 마찬가지로 최대주주의 편법적 지분확대 및 기존 주주의 지분가치 희석 등의 문제가 발생할 수 있으나,
 - 해당 종류주식은 주로 비상장회사가 발행한다는 점 등을 감안하여 지난 제도개선 대상(상장회사 CB·BW)에서 제외되었습니다.
 - 그러나, 상장회사도 리픽싱·콜옵션 조건을 부여한 (상환)전환우선주 발행을 지속하고 있는 만큼, 대응방안 마련이 필요하다고 판단됩니다.
 - 콜옵션 부여 현황을 분석한 결과, '21.11~'22.6월 기준 콜옵션부 (상환) 전환우선주 중 콜옵션을 발행회사에 부여한 경우가 18.4%, 발행회사 및 (발행회사가 지정하는) 제3자는 77.4%, 최대주주는 4.1%였습니다.
 - 발행회사 지정 제3자가 최대주주가 될 수 있다는 점을 감안할 때, 최대주주가 콜옵션을 행사할 수 있는 경우는 최대 81.5%(=77.4+ 4.1) 수준으로 예상됩니다.

< 상장법인의 '(상환)전환우선주' 리픽싱·콜옵션 조건 부여 현황 >

(건수:건, 금액:억원)		'21.9	'21.10	'21.11	'21.12	'22.1	'22.2	'22.3	'22.4	'22.5	'22.6
총 발행 건수		5	2	13	8	1	2	6	4	12	8
리픽싱 (하향)	건수	4	0	11	5	0	1	3	0	10	7
	금액	1,430	0	2,525	269	0	148	561	0	2,567	820
리픽싱 (상·하향)	건수	0	0	0	0	0	0	1	0	0	0
	금액	0	0	0	0	0	0	700	0	0	0
콜옵션	건수	0	0	3	1	0	0	1	2	7	5
	금액	0	0	625	46	0	0	15	1,115	2,146	877
회사	건수	0	0	0	0	0	0	0	0	2	0
	금액	0	0	0	0	0	0	0	0	890	0
회사 or 제3자	건수	0	0	3	1	0	0	1	2	4	5
	금액	0	0	625	46	0	0	15	1,115	1,056	877
최대 주주	건수	0	0	0	0	0	0	0	0	1	0
	금액	0	0	0	0	0	0	0	0	200	0

IV

대응방안

- (모니터링) 기준금리 인상, 원자재 수급불안 지속 등으로 전반적인 중소기업의 자금애로 확대가 우려되는 상황인 만큼, CB 시장동향에 대해서도 면밀한 모니터링을 지속하겠습니다.
- (제도개선) 상장회사가 발행하는 (상환)전환우선주에 대해서도 (CB·BW와 동일하게) 리픽싱·콜옵션 규제를 적용하겠습니다.
 - (리픽싱 규제) 상장회사가 (상환)전환우선주를 사모*발행하는 경우 주가 상승시 전환가액 상향조정을 의무화합니다.
 - * 현행 CB·BW 규제와의 형평성·규제정합성 제고, 공모의 경우 증권신고서 제출의무 등 강화된 발행절차 규제가 적용되는 점 등 감안
 - (조정 의무) 주가 하락에 따른 전환가액 조정 이후 주가가 상승할 경우 전환가액 '상향조정'을 의무화합니다.
 - (조정 범위) 상향조정시 조정범위는 최초 전환가액 이내로 제한합니다.
 - (콜옵션 규제) 콜옵션 행사한도를 제한하고 공시의무를 부과합니다.
 - (행사한도) 최대주주 및 특수관계인의 콜옵션 행사한도는 (상환)전환우선주 발행 당시의 지분율 이내로 제한합니다.
 - (공시의무) 제3자의 콜옵션 행사, 상장법인이 자기 (상환)전환우선주를 제3자에게 매도시 발행회사에 공시의무를 부과합니다.

V

추진계획

- 금년중 「증권의 발행 및 공시 등에 관한 규정」을 개정하겠습니다.
(9월중 규정개정 예고)
- 아울러, 전환사채 등 시장상황을 지속 점검하는 가운데, 추가적인 제도 개선방안을 강구해 나가겠습니다.

< 용어 설명 >

- **전환사채**(Convertible Bonds) : 회사가 발행하는 사채로서 사채 보유자의 의사에 따라 사채를 발행하는 회사의 주식으로 전환할 수 있는 전환권이 부착된 사채
- **신주인수권부사채**(Bond with Warrant) : 발행 후 일정한 기간 내에 정해진 가격으로 신주발행을 청구할 수 있는 권리가 부여된 회사채
- **전환우선주**(Convertible Preference Shares) : 다른 종류의 주식으로 전환될 수 있는 권리가 부여된 우선주
- **상환우선주**(Redeemable Preference Shares) : 회사가 상환하거나 주주가 회사에 상환을 청구할 수 있는 권리가 부여된 우선주
- **상환전환우선주**(Redeemable Convertible Preference Shares) : 상환우선주와 전환우선주가 결합된 형태의 우선주
- **리픽싱**(리셋) : 주가 변동시 전환가액(전환사채 등을 주식으로 전환할 경우 그 전환 비율)을 조정하는 행위
- **콜옵션**(매수선택권) : 미리정한 가액으로 신주 등을 인수하거나 주식 등을 매수할 수 있는 권리

참고 1

CB 시장 건전성 제고방안(21.12월 시행) 주요 내용

1] 주가상승시 전환가액 상향조정 의무화

☞ 전환가액은 발행당시 주가 등을 토대로 산정 → CB 발행 이후 전환가액 산정의 토대가 된 주식가치 변동시(주가변동, 증자·감자 등) 전환가액 조정가능

※ [예시] CB(발행가액 7천만원, 전환가액 만원) 발행 후 전환가액을 30% 하향조정

	전환가액	CB발행액	전환가능주식
발행시	10,000원	7천만원	7,000주 (7천만원/1만원)
하향조정	7,000원	상 동	10,000주 (7천만원/7천원)

- (현행) 주가 변동에 따른 전환가액 조정시 주가 하락에 따른 '하향조정'만 규율 → (주가 다시 상승시) 하향조정된 전환가액에 따라 주식으로 전환되면 기존 지분가치는 과도하게 희석

< 전환가액 조정제도 현황 >

시가변동	발행주식 수 변동
주가 상승: 전환가액 조정 규정 없음	감자: 지분을 증가비율만큼 상향조정 의무
주가 하락: 발행시 전환가액의 70% 까지 하향조정 가능	증자: 지분을 감소비율만큼 하향조정 의무

- (개정) 사모발행시 주가하락에 따른 조정 이후 주가가 상승할 때 전환가액 '상향조정'을 의무화하되, 조정 범위는 최초 전환가액 한도 이내로 제한(즉, 최초 전환가액의 70~100%)

2] 콜옵션부 전환사채 발행시 콜옵션 행사한도 제한

- (현행) 다수의 CB에 콜옵션이 부여되면서(20년 기준 87%), 최대주주 등의 지분확대 수단 등으로 악용되는 사례 발생
- (개정) 최대주주(특수관계인 포함)에게 부여하는 콜옵션 한도를 CB 발행당시 최대주주의 지분을 이내로 제한하고,
 - CB 발행시 콜옵션 행사자, 전환가능 주식수 등을 공시

< 콜옵션 행사한도 예시(기존 주식수 100, CB 50 발행) >

구분	현재지분		콜옵션 행사한도	
	甲(최대주주)	乙(특수관계인)	甲	乙
현행	30 (지분율30%)	20 (지분율20%)	한도 없음	
개정後	30 (지분율30%)	20 (지분율20%)	15까지 허용 (30%, 45/150)	10까지 허용 (20%, 30/150)

◇ **전환사채의 전환가액은 발행시·하향조정시·상향조정시 모두 원칙적으로 시가 이상으로 결정해야 함**

1 발행시 전환가액

- (기준시점) CB 발행을 위한 **이사회 결의일 전일**
- (기준금액) 시가* 이상**

* Max[1개월·1주일·최근일 주가의 산술평균, 최근일 주가]

** [예외] 구조조정기업 등의 경우 전환가액을 시가보다 낮게 설정 가능

2 주가하락에 따른 하향조정시 전환가액

- (기준시점) **CB 발행을 위한 이사회에서 결정한 조정일(주기)**
* [예] 본 사채 발행 후 매 3개월이 지난 날
- (기준금액) 시가 이상 (단, 발행당시 전환가액의 70% 이상)

3 주가상승에 따른 상향조정시 전환가액

- (기준시점) **하향조정을 위한 조정일과 동일**
- (기준금액) 시가 이상 & 발행당시 전환가액 이하

※ CB발행결정 주요사항보고서 **실제 사례** (대부분의 CB발행시 동일하게 서술)

9. 전환가액에 관한 사항 - 전환가액 조정에 관한 사항

라. 본 사채 발행 후 매 **3개월이 지난 날을 전환가액 조정일**로 하고, 각 전환가액 조정일 전일을 기산일로 하여 그 기산일로부터 소급한 **1개월 가중산술평균주가, 1주일 가중산술평균주가 및 기산일 가중산술평균주가를 산술평균한 가액과 기산일 가중산술평균주가 중 높은 가격**이 해당 조정일 직전일 현재의 전환가액 보다 낮은 경우 해당 낮은 가격을 새로운 전환가액으로 한다. 단, 새로운 전환가액은 **발행 당시 전환가액의 70% 이상**이어야 한다.

마. 위 라목과는 별도로 위 라목에 따라 산정한 **시가산정가액**이 해당 조정일 직전일 현재의 **전환가액보다 높은 경우에는 해당 높은 가액**을 새로운 전환가액으로 한다. 단 본 목에 따른 조정 후 전환가액은 **최초 전환가액을 상한**으로 한다.

참고 3

주식관련사채 및 관련 종류(種類)주식* 비교

* 이익배당, 잔여재산 분배, 주총 의결권 행사, 상환 및 전환 등에 관하여 내용이 다른 종류의 주식

	전환사채 (CB)	신주인수권부사채 (BW)	전환우선주	상환전환우선주
개념	회사채를 해당 회사의 주식(신주)로 교환할 권리가 부여된 채권	채권에 해당 회사의 신주를 인수할 권리가 붙은 채권 (분리형/비분리형)*	일정기간 후 <u>보통주로 전환</u> 할 수 있는 우선주	일정기간 후 <u>보통주로 전환</u> & 일정기간 후 <u>발행회사에게 이를 되팔 수 있는</u> 우선주
구분	주식관련사채	주식관련사채	종류주식 (우선주)	종류주식 (우선주)
특징	전환권 행사 후에는 채권 소멸	전환권 행사 후에도 채권 존속	배당가능이익 범위 내에서만 배당 가능	상환시 원금+이자 상당을 지급
근거 규정	상법 제513조	상법 제516조의2	상법 제344조	상법 제344조
현행 전환 가액 규정 적용 여부	○	○	X	X