碩士學位論文
指導敎授 閔聖基

우리나라 기업의 轉換社債 發行動機 및 制度上의 問題點과 改善方案에 관한 硏究

A Study on Issuing Convertible Bonds, Motives, Problems and Improvement Plans.

1995年8月 日

漢城大學校 經營大學院

經 營 學 科

證 券 保 險 專 攻

柳 賢

碩 士 學 位 論 文
指導敎授 閔 聖 基

우리나라 기업의 轉換社債 發行動機 및 制度上의 問題點과 改善方案에 관한 硏究

A Study on Issuing Convertible Bonds, Motives, Problems and Improvement Plans.

위 論文을 經營學 碩士學位論文으로 提出함

1995年8月 日

漢城大學校 經營大學院

經 營 學 科

證 券 保 險 專 攻

柳 賢

柳　賢의 經營學 碩士學位 論文을 認准함

1995年 8月　　日

審査 委員長

審 査 委 員

審 査 委 員

目 次

第 1 章 序 論 1

第1節 研究의 目的 1

第2節 研究의 方法 및 範圍 2

第 2 章 社債의 特徵 및 轉換社債市場의 現況 4

第 1 節 社債의 槪念 및 特徵 4

1. 一般社債의 槪念 및 特徵 4

2. 轉換社債의 槪念 및 特徵 6

第 2 節 國內轉換 社債 市場의 現況 8

1. 國內 轉換社債 市場의 制度的인 現況 8

2. 國內 轉換社債 市場의 全般的인 現況 19

3. 國內 전환사채의 會計處理 方法 26

第 3 章 轉換社債 發行動機 30

第 1 節 外國의 轉換社債 發行動機에 관한 理論的 硏究 30

第 2 節 標本設定, 設問紙 構成 및 分析方法 34

第 3 節 標本企業의 轉換社債 發行特性 및 動機에 관한 實證分析..36

1. 標本企業의 轉換社債 發行特性 36

2. 轉換社債 發行動機의 分析 41

第 4 章 우리나라 轉換社債市場의 問題點과 改善方案. 53

第 1 節 國內 轉換社債 市場의 問題點 53

1. 國內 轉換社債 市場의 全般的인 問題點 53

2. 國內 轉換社債 市場의 改善方案 65

第 2 節 轉換社債 會計處理法上의 問題點 65

1. 轉換社債 會計處理法상의 問題點 65

2. 轉換社債 會計處理法의 改善方案 66

第 5 章 結 論 70

參考文獻 76

Abstract 79

<附錄> 82

表 目 次

<표2- 1> 株式의 性質을 갖는 會社債의 價格制限幅 18

<표2- 2> 轉換社債의 發行條件 20

<표2- 3> 轉換社債의 發行推移 21

<표2- 4> 全體 會社債의 대한 轉換社債 發行比重 22

<표2- 5> 轉換社債의 株式轉換推移 23

<표2- 6> 國內企業의 海外 轉換社債 發行推移 25

<표3- 1> 標本企業의 業種別 發行現況 37

<표3- 2> 標本企業의 發行金額規模別 發行現況 38

<표3- 3> 標本企業의 發行利子率別 發行現況 39

<표3- 4> 標本企業의 發行滿期別 發行現況 40

<표3- 5> 發行動機 문항의 중요도 比較 42

<표3- 6> 항목별 중요도 비교 43

<표3- 7> 轉換價格의 決定基準 44

<표3- 8> 表面이율의 決定基準 45

<표3- 9> 株式轉換 可能期間 46

<표3-10> 주식전환 발생시기 47

<표3-11> 株式轉換의 期待 與否 48

<표3-12> 株式轉換의 期待 意圖 48

<표3-13> 實際 發生한 株式轉換 49

<표3-14> 調達資金의 用度 50

<표3-15> 代替的 資本調達 方法 51

<표4- 1> 증권금융회사와 증권예탁원의 증권대차제도 비교 65

第1章 序 論

第1節 硏究의 目的

轉換社債(CB : Convertible Bond)는 주식으로의 전환권이 부여된 사채로서 채권으로서의 安全性과 주식으로서의 수익성이 결합된 유가증권이다. 사채권자는 전환창구 기간중 발행시에 미리 정해지는 전환가액 및 전환비율에 의거, 전환청구를 하고 발행사는 신주를 발행하여 기발행된 債權과 상환한다. 전환권 행사 이전에는 利子를 받는 사채이고 전환권 이후에는 사채가 소멸되고 주식으로 존재한다. 사채권자가 전환권 행사를 하지 않을 경우 만기일에 元金에 일정 프레미엄을 더한 금액으로 상환한다. 만약 발행채권이 모두 주식으로 전환된다면 전환사채권자만의 참여하에 전환가액을 신주발행가액으로 하는 유상증자를 행하는 結果가 된다.

投資者는 사채의 안전성과 주식의 수익성을 가지며 발행사는 사채의 소화가 용이하고 일반 회사채보다 낮은 金利로 발행할 수 있다. 과거에는 투자자의 금융관리 技術이 미숙하였고 주가가 기복이 심하여 규정상 미비점 등으로 發行이 저조하였으나, 1993년 하반기 이후 국내 증시의 회복과 외국인 투자한도 소진에 따른 대체수단으로써 그 발행이 활발해지고 있으며, 표면금리와 연보장수익율 등 발행조건도 발행회사에 따라 다양해지고 있다.

한국의 CB발행은 최초로 CB를 발행했던 1963-1987년 초반까지는 實積이 아주 저조한 편이었으나, 주식시장이 지속적인 침체를 보였던 1990, 1991년을 除外하고는 1987년 이래로 계속적인 증가세를 보여왔고

1994년 1월부터 5월사이의 전환사채 발행실적은 1조를 넘어선 상태인데, 이는 1993년 한해동안 발행된 CB의 3배 規模를 육박하는 금액이다.

우리나라 전환사채의 주식전환 趨勢는 1993년에 약간 주춤하긴 했지만 1988-1992년까지는 지속적인 증가세를 보여왔고, 1992년은 총신규상장에 대한 전환사채의 주식전환 比率이 8.72%로 최고치를 보여온 바 있다.

전환사채에 관해 행해진 우리나라의 先行硏究는 전환사채의 가격결정모형에 대한 연구와 전환사채 발행이 株價에 미치는 영향에 관한 연구가 대부분인 반면 기업들이 왜 전환사채를 發行하는가의 발행동기에 관한 硏究는 거의 이루어지지 않고 있다.

본 연구는 국내 전환사채를 연구대상으로 하여 우리나라 企業들이 실제로 어떠한 동기에서 전환사채를 발행하고 있는가의 발행동기를 실증분석하고자 하며, 또한 현행 제도상의 問題點 즉, 개선되어야 될 부분과 활성화 방안을 제시하고자 한다.

第2節 硏究의 方法 및 範圍

본 연구에서는 우리나라 기업들이 전환사채를 발행하는 실제적인 動機를 규명하는데 그 目的이 있다.

이를 위해서 문헌적 연구방법과 전환사채 발행 기업을 대상으로 한 설문지 조사분석을 하였다. 즉 전환사채의 發行動機에 대한 선행연구를 기초로 설문지를 작성하고 우리나라 기업들이 실제로 어떠한 動機에서 전환사채를 발행하고 있는가를 설문조사 分析을 통하여 살펴 보았다.

전환사채는 1989-1993년 사이에 1989년 72건, 1990년 41건, 1991년 24건, 1992년 12건, 1993년 43건으로 총 192건이 발행되었는데, 그 중 부도난 4개사, 관리대상 종목 3개사 및 5개의 비상장회사를 除外하고 전환사채 발행이 중복된 境遇를 제외하고 총 105개 업체를 표본으로 선택하여서 설문조사를 實施하였다.

본 논문은 5개의 장으로 構成되어 있다. 제1장 서론 부분에서는 연구의 목적 및 방법을 技術하고, 제2장 사채의 특징과 발행동기에서는 사채의 개념 및 특징, 국내 전환사채 시장의 現況, 제3장 국내 전환사채의 발행동기를 살펴보고, 제4장 우리나라 전환사채 시장의 問題點과 改善案에서는 국내 전환사채 시장의 문제점 및 그 개선안을 살펴보았다. 그리고 마지막 제5장 결론 부분에서는 본 연구의 내용을 要約하고 結論을 제시하였다.

第2章 社債의 特徵 및 轉換社債市場의 現況

第 1 節 社債의 槪念 및 特徵

1. 一般社債의 槪念 및 特徵

가. 社債의 意義

社債는 주식회사가 일반투자자로부터 장기에 걸쳐 巨額의 資金을 조달하고 미래의 확정된 날짜에 그 元金을 상환하고 社債에 명시된 이자율에 따른 이자를 一定한 期間마다 支給할 것을 약정하여 발행한 채무증서이다.

商法에서는 사채를 보유한 자(사채권자라고 한다)의 權利를 보호하기 위하여 주식회사가 발행할 수 있는 社債의 발행한도를 정해놓고 있는 바, 資本과 준비금의 합계의 2배와 最近 대차대조표에 의하여 會社에 현존하는 순재산액의 2배중 적은 금액을 超過할 수 없도록 되어 있다.(商法 第470條)

또한 증권거래법 제 3조에 의해 社債를 發行하고자 하는 주식회사는 증권관리위원회에 등록하도록 함으로써 유가증권 발행의 공정성을 확보하고 있다.

企業의 자금조달 수단은 금융기관차입, 해외차입 같은 간접금융과 有償增資, 會社債發行 등 직접금융으로 나누어지며, 각각의 방법에는 특수성과 장단점이 있음에도 불구하고 사채발행을 통한 資金調達이 다음과 같은 이유 때문에 비교적 效果的인 방법으로 인식되고 있다.

(1) 설비투자 등의 巨額이면서도 비교적 장기적으로 利用해야 하는 안정된 자금을 일시에 調達할 수가 있다.

(2) 巨額의 운영자금을 일시에 조달할 수 있다.

(3) 滿期가 도래하는 회사채의 보상자금으로 사용할 수가 있다.

(4) 有償增資에 따른 配當壓力을 피할 수 있다.

나. 社債와 주식은 모두 일반투자자로부터 거액의 자금을 調達한다는 점에서는 동일하지만 법적 성격상 다음과 같은 차이점이 있다.

(1) 주식은 자본을 구성하므로 주식소유자는 會社에 대해 사원권적 지위를 가지지만, 社債는 회사의 채무이므로 사채소유자는 會社에 대해 채권자적 지위를 갖는다.

(2) 주식은 자기 자본이므로 會社의 存續기간 중에는 반환할 필요가 없지만 사채는 일정한 날짜에 원리금의 보상이 이루어져야 한다.

(3) 株主는 株主總會에서 의결권을 행사할 수 있으나, 사채보유자는 그러한 權利가 없다.

(4) 회사가 해산하는 境遇 주주는 잔여 재산이 있는 경우에만 분배를 받을 수 있으나, 사채보유자는 株主에 우선하여 원리금의 지급을 청구할 수 있다.

다. 사채와 주식의 近接化 경향

자본시장의 발달과 투자자층의 확대에 따른 투자 수단의 세분화, 고도화 등으로 社債와 주식의 구분이 점점 없어지는 경향을 보이고 있는데 이를 사채와 주식의 근접화 경향이라고 한다. 이렇게 되는 理由를 약술하면 다음과 같다.

(1) 一般株主는 회사의 경영보다는 배당소득이나 株價上昇에 따른 시세차익에 관심이 있다. 그러므로 주식소유자에게 부여되는 경영참가권은 사실상 무의미하다. 특히 少額 투자자에게는 더욱 그렇다.

(2) 주식의 배당률은 회사의 실적에 따라 가변적이지만 사채의 이자율은 회사의 실적에 관계없이 확정적이다. 그러나 현실적으로 각 企業은 임의적립금 계정의 운용을 통하여 회사의 실적에 관계없이 配當의 평균화를 꾀하는 것이 一般的이다. 그래서 주식과 사채의 차이가 없어지고 있다.

(3) 제도적으로도 무의결권주식, 배당우선주식, 보상주식 등이 발행되고 있는데 이런 것들은 그 성질상 社債와 유사하다.

본 논문에서 살펴보고자하는 轉換社債도 이러한 사채와 주식의 근접화 경향의 산물이다.

2. 轉換社債의 槪念 및 特徵

가. 轉換社債의 意義

전환사채(CB: Convertible bond)는 그 증권 소유자의 의사에 따라 전환기간내에 일정한 조건으로 전환 사채 발행회사의 주식으로 전환할 수 있는 권리가 부여된 사채를 말한다.[1)]

따라서 전환사채의 소유자는 두 종류의 권리를 동시에 보유하게 된다. 그 하나는 社債權者로서 사채에 대한 만기일까지의 元利金請求權이고, 다른 한가지는 주식으로 전환할 수 있는 전환권이다.

발행회사 측면에서는 低利의 자금조달, 자기자본의 충실화, 경영권 보호(무의결권 주식을 發行할 경우) 등의 효과를 기대할 수 있으며, 투자자 측면에서는 채권보유에 따른 안정성과 주식전환에 의한 고수익성을 기대할 수 있다.

---

1) 장영광, 현대투자론 , 신영사, p.559

나. 經濟的 機能

(1) 발행회사 입장

(가) 저리의 자금조달

전환사채의 발행이율은 전환사채가 채권의 가치에 향후 주식가격 상승에 따른 매매차익의 주식가치가 請求되므로 보증사채나 일반사채(무보증사채)의 발행이율보다 낮아질 수 있다.

발행회사의 배당율이나 전환사채 발행이율의 水準에 따라 다르나 一般的으로 발행회사에서는 전환을 촉진시키는 것이 자금조달비용 경감 효과가 있다.

(나) 대주주의 자금부담이 없는 有償增資 效果

발행회사는 주주총회의 특별결의에 의해 전환사채의 전액을 주주이외의 자에게 發行할 수 있으므로 전환청구에 의한 신주발행시 유상증자 효과를 누리게 된다.

이 경우 전환청구에 의한 주주발행주식이 보통주일 경우 大株主가 참여치 못하므로 지분율이 減少하는 短點이 있기는 하다. 그러나 이 문제는 定款의 정함에 의하여 전환사채 발행주식을 무의결권 우선주로 할 경우 해결할 수 있다.

(다) 企業의 재무구조 改善

발행한 전환사채가 사채권자의 전환청구에 따른 신주발행으로 자기자본화하므로 企業의 재무구조가 개선되며 전환가격(신주발행가액)이 액면가를 상회하므로 그 차액만큼이 주식 발행초과금으로 유입되어 재무구조를 堅實하게 한다. 이러한 점에서 볼 때 有償增資보다 유리한 증자방안이라고 할 수 있다.

(라) 상법상의 사채발행한도에서 除外

企業은 商法 제 470조에 의해 자본금과 준비금의 2배와 순재산액의 2배중 적은 금액의 범위내에서 회사채를 발행할 수 있으나 전환사채의 경우 자본시장 육성에 관한 법률 제11조에 따라 주식으로의 전환이 可能한 분에 해당하는 금액은 상법 제 470조의 規定에 의한 사채발행제도의 제한을 받지 아니한다.

第2節 國內 轉換社債 市場의 現況

1. 國內 轉換社債 市場의 制度的인 現況

국내 전환사채 시장의 제도적인 現況은 다음과 같다.

가. 전환사채 발행시 고려사항

(1)발행결정

회사가 전환사채를 발행하는 의사결정은 다음과 같은 3가지가 있다.

첫째, 정관에 규정을 두고 그 규정에 따라 發行하는 것,

둘째, 정관의 규정으로 전환사채의 발행을 주주총회의 결의사항으로 하고 주주총회가 이를 결정하는 것.

셋째, 이사회가 결정하는 것.

주주결의로 하는 방법은 기존 주주의 이익을 보호한다는 측면을 고려하고 있으나 社債나 新株의 발행이 모두 이사회의 권한인데 굳이 전환사채의 發行을 주주총회의 권한으로 할 필요가 없다. 회사의 자금조달에 관한 결정을 신속하게 한다는 면에서는 이사회의 결의로 하도록 함이 합리적이며 구주주에게 전환사채의 인수권을 줄 경우에는 단지

이사회만의 결의로도 충분하나, 주주이외의 자에게 전환사채를 발행할 경우에는 미리 定款에 규정을 두어 이사회 결의로 轉換社債를 발행하도록 하고 있다.

(2)發行對象法人

상장법인, 비상장법인 모두 발행 가능하나 無保證轉換社債를 발행할 경우에는 무보증사채에 적용되는 基準을 적용받는다. 즉 상장법인이거나 신용평가 A등급 이상인 비상장 법인은 발행이 가능하다.

(3)發行限度

전환사채는 상장법인에 한해 자본시장 育成에 관한 법률 제11조에 의거 사채발행한도의 制限을 받지 않으므로 상법상의 사채발행 한도를 소진한 기업도 전환사채를 무제한 발행할 수 있다.

(4)轉換의 條件

전환사채의 전환에 의해 발행되는 주식의 비율을 뜻한다.

(5)전환으로 인하여 발행할 주식의 內容

우선주, 보통주, 기명식, 무기명식 의결권의 유.무 등을 결정해야 한다.

(6)전환을 請求할 수 있는 기간

사채권자가 전환청구권을 행사할 수 있는 시작과 끝을 정하여야 하며 定款에서 정하면 된다. 현행 통상적으로 발행일로부터 6개월 경과후 상환일 1개월 전일까지로 한다.

(7)만기상환율

전환사채는 일반 회사채보다 발행수익율이 낮은데 이는 주식으로의 전환을 할 수 있는 權利가 부여되어 있기 때문이다. 그러나 주가가 낮을 경우 전환청구권을 행사하지 않게 되고 투자자는 그 동안의 낮은 수익에 대한 보상을 받아야 한다. 따라서 만기에 일정한 金額을 추가로

지급하는 것이 보통이다(만기 상환액). 투자자는 일정한 금액을 추가로 받을 시 투자자가 누리는 收益率은 발행수익률보다 높아지는데 이 수익율을 연보장수익율이라고 한다. 통상적으로 연보장수익률이 먼저 결정되면 만기 상환액이 구해진다.

(8)利子支給時期

전환사채 이자는 연 1회씩 매 사업년도말에 支給되고 있다.

(9)신주의 발행가액의 제한

전환사채를 株式으로 전환하는 경우 전환사채의 발행가액을 주식의 발행가액으로 해야 한다(상법 348조).

즉, 10억의 전환사채를 발행했을때 新株의 발행가액이 10,000일 경우 신주는 100,000주를 발행해야 한다. 商法은 회사가 자금조달시 불리한 조건으로 사채를 발행하거나 회사의 이사가 제3자와 공모하여 극히 저렴한 가격으로 인수시킴으로써 회사의 자본 충실을 沮害하지 못하도록 하고 있다. (상법424조의 2) 한편, 사채의 발행조건 등에 관한 基準에서는 전환가액을 상장법인의 경우 기준주가의 90%이상으로 정하도록 하고, 비상장법인의 경우 주식 공모전은 발행주식의 액면가액 이상으로 하고 주식공모 이후는 공모가액 이상으로 정하고 있다. 基準株價는 전환가액을 결정을 위한 이사회 결의일의 전일로부터 소급한 1개월 평균종가, 1주일 평균종가 및 최근일 종가를 산술평균하여 산정하되 그 산정가액이 최근일 종가를 상회하는 경우에는 최근일 종가로 한다.

이사와 통모하여 불공정한 발행가액으로 전환사채를 인수한 자는 공정한 발행가액과의 差額에 상당한 금액을 지급할 義務가 있으며, 그 지급청구에 관해 대표소송이 인정되고, 이사의 손해배상책임이 발생하는 등 신주를 불공정하게 인수한 경우와 같다.(상법 515조 1항-424조2)

이 규정은 주주아닌 제3자가 전환사채를 引受하거나 주주가 인수하

더라도 자신의 인수권에 기하지 않고 제3자의 입장에서 인수한 경우에 適用되는 것이다. 주주들만이 전환사채를 引受할 경우에는 어떠한 가격으로 인수하든 그들의 所有하고 있는 주식의 가치가 희석화 되므로 불공정한 가액이 있을 수 없기 때문이다.

나. 舊株主에게 전환사채를 발행하는 境遇

전환사채를 주주들에게 인수시키는 경우에는 다음과 같이 주주들을 상대로 배정일을 공고하고 인수여부를 최고하는 節次가 필요하고, 청약서 등의 기재사항이 약간 다르며 수권주식과의 관계를 고려해야 하고, 등기를 해야하는 점이 다르다.

(1) 배정일 공고

전환사채를 주주에게 인수시킨다고 정한 경우(상법513조 2항 5호) 주주는 그가 가진 주식의 수에 따라서 전환사채를 배정받을 권리를 가진다.(상법513조의 21항 본문) 따라서 신주발행을 할때와 마찬가지로 인수권을 행사할 株主를 확정하기 위하여 배정기준일을 정하고 그 2주간 전에 배정기준일에 주주명부에 기재된 주주가 인수권을 갖는다는 뜻을 공고하여야 한다.(상법513조의2항-418조의2항)

배정기준일의 經過로 전환사채 인수권을 갖는 주주 및 각 주주가 인수권을 갖는 사채총액이 확정되는데, 이때 전환사채의 최저액에 미달하는 단수에 대하여는 인수권이 미치지 아니한다.(상법513조의21항 단서)

그러나 社債의 최저단위가 보통 고액임을 생각해 볼때(현재는 100만원, 500만원권, 1,000만원권, 5,000만원권 4종 중 단일권종으로만 발행되고 있다) 주주에게는 크게 불리한 규정이다.

(2) 주주에 대한 최고실권

배정기준일에 의거 인수권이 확정된 주주에 대해 인수권을 가지는 전환사채의 액, 발행가액, 전환의 조건, 전환으로 인하여 발행할 주식의 內容, 전환을 청구할 수 있는 기간과 일정한 기일까지 전환사채의 請約을 하지 아니하면 인수권을 잃는다는 뜻을 청약일의 2주간전에 通知하여야 하며(상법419조 3항) 이에 의해 회사가 정한 청약기일에 주주가 청약을 하지 아니하면 失權한다.(상법419조 4항)

(3) 사채청약서 등의 기재사항

전환사채의 청약서, 채권, 사채원부에는 사채를 株式으로 전환할수 있다는 뜻, 전환의 조건, 전환으로 인하여 발행하는 주식의 내용, 전환을 청구할 수 있는 기간을 기재하여야 한다.(상법 514조)

(4) 수권주식과의 關係

전환사채를 발행할 때에는 발행예정 주식총수에 미발행 부분이 있어야 전환이 가능하므로 이 境遇에만 전환사채를 발행할 수 있고 이 부분은 전환청구 기간동안 발행을 보류하여야 한다.(상법 516조1항-346조 1항)

(5) 轉換社債의 登記

전환사채는 등기를 하여야 하며 등기사항은 전환사채의 총액, 각 전환사채의 금액, 각 전환사채의 납입금액, 社債를 주식으로 전환할 수 있다는 뜻, 전환의 조건, 전환으로 발행할 주식의 수, 전환청구기간이다.

등기는 납입이 완료된 날로부터 본점 소재지에 2주간 내에 이사 전원이 공동으로 申請해야 하고 최종대차대조표, 사채의 입수를 증명하는 서면, 사채청약서, 각 사채의 납입을 증명하는 서면, 사채모집에 관한 이사회의사록 등의 書類를 첨부해야 한다.(비송사건절차법 254조 2항)

다. 주주의 보호

전환사채를 발행할 때에는 일반 회사채를 發行할 때와 달리 주주에

게 중대한 利害關係가 있다. 그래서 상법은 주주의 보호를 직접적인 목적으로 하여 다음 두가지 制度를 두고 있다.

(1)引受의 要件

전환사채는 사채의 일종이지만 이는 장래에 株式으로 전환할 수 있는 것이므로, 잠재적인 주식이라 할 수 있다. 그래서 주주아닌 자에 대해 전환사채를 發行한다면 실질상 주주외의 자에게 신주인수권을 부여하는 결과가 된다. 또한 전환의 비율이 시가전환의 경우에는 별 문제이나 등가전환의 경우에는 그 회사의 주식의 시가가 권면액을 초과할 때에는 주주 이외의 자에게 특히 유리한 가액으로 신주를 발행하는 것과 같으며 이에 비례하여 기존주주의의 이익을 해치게 된다

현재는 시가전환이 정착되어 있으므로 이 問題點은 해소되었다고 할 수 있으나, 그렇더라도 제 3자가 전환사채를 발행할 경우(상법 513조 2항 6호)에는 그 자에게 발행할 수 있는 전환사채의 액, 전환의 條件, 전환으로 인하여 발행할 주식의 내용과 전환을 청구할 수 있는 기간을 정관 또는 주주총의의 특별결의로 정하여야 한다.(상법 513조3항)

주주총회의 特別決議를 요하게 한 것은 상법 제 418조 1항에서 정관에 의해서만 제3자에게 신주인수권을 부여할 수 있게 한 것과 균형을 맞춘 것이다. 즉, 주주총회의 특별결의로 제 3자에게 전환사채의 인수권을 부여한다면 이는 定款을 변경하여 제 3자에게 인수권을 부여한 것과 같이 볼 수 있기 때문이다. 한편 정관의 규정은 株主總會의 결의로 위 사항들을 정하지 않아도 되게끔 구체적으로 정해야 한다.

전환사채의 금액을, 예컨데 「자본의 2분의 1로 한다」든지, 「사채총액의 2분의 1로한다」고 정하는 예가 있는데, 이같은 포괄적인 정관의 규정은 위 상법 제 513조 3항의 立法 趣旨에 어긋난다. 이를 결의하기 위해 주주총회를 召集할 경우에는 소집통지와 공고에 전환사채의 발행에

관한 의안의 요령도 記載해야 한다.(상법 513조 4항)

(2)維持 請求權

회사가 신주를 발행하면서 특정주주의 신주 인수권을 무시하는 등 주주의 이익을 해할 때에는 이익을 侵害받은 특정주주가 회사에 대하여 신주발행의 유지를 청구할 수 있다.(상법 424조). 일반사채를 발행할 때에는 어느 특정의 주주의 이익을 侵害한다는 일이 있을 수 없으므로 사채발행 유지 청구란 制度가 없으나, 기술한 바와 같이 전환사채는 잠재적인 주식으로서 주주가 우선적인 인수권을 가지므로 개별주주의 利益이 침해될 수 있다. 따라서 회사가 법령 또는 定款을 違反하거나 현저하게 불공정한 방법으로 전환사채를 발행함으로써 특정의 주주가 불이익을 받을 염려가 있는 境遇에는 신주발행에서와 같이 그 주주가 발행을 유지할 것을 請求할 수 있게 하고 있다.(상법 516조1항-424조). 그러나 신주발행 유지 청구의 경우에도 마찬가지이지만, 가처분에 의하지 않는 한, 이 전환사채발행의 유지청구는 큰 實效性이 없는 구제방법이다.

라. 사채권자의 보호

商法에서는 기술한 바와 같이 전환사채 및 주식의 발행가액을 統制하는데, 이는 회사의 자본충실 및 기존주주의 保護를 위한 것이고 전환사채권자를 보호하기 위한 것이 아니다. 사채의 발행가액이든 신주의 발행가액이든 전환사채의 발행시에 決定되어 전환사채라는 상품의 가격을 이루므로 그 선택여부는 투자자가 판단할 문제이고 별다른 배려를 할 필요가 없기 때문이다.

그러나 전환사채의 수익가치는 사채발행 당시의 주식의 자산가치와

수익가치가 복합적으로 반영되는 주가에 의해 결정된다 하겠는데, 사채 발행 후 株價가 하락한다면 사채권자에게 뜻하지 않은 손실을 주게 된다. 주가의 하락이 증권시장의 수급원리에 따른 가격변동에 原因이 있다면 이는 사채권자가 감수해야 할 事項이고, 기업실적의 악화에 원인이 있더라도 이사의 책임이 거론될 수 있는 것은 별론하고 전환사채 제도와 결부시켜 구제방법을 논할 사항이 아니다.

하지만, 회사가 자본거래를 통해 주가를 하락시킨다면 이는 제도적으로 사채권자의 보호방법을 강구해야 할 일이다. 예컨데 會社가 전환사채를 발행한 후에 저렴한 가격으로 신주를 발행하거나, 준비금을 자본전입하거나 또는 신주배당을 한다면 株式의 가치가 희석되므로 사채권자가 당초의 전환조건에 따라 주식으로 전환하는 것이 무의미해지게 된다. 주가가 적어도 전환가액 이상을 유지할 경우에만 주식으로 전환할 실익이 있다. 그래서 입법례에 따라서는 전환사채를 발행한 후에는 신주발행 등의 자본거래를 금지하는 방법을 통해 주식의 희석화를 방지하기도 하고, 자본거래를 금지하지는 않지만 그로 인해 주가가 하락하는 경우 전환가액을 하향조정하여 사채권자를 保護하기도 한다.우리는 후자의 방법을 쓰고 있다. 「인수업무 규정」에서는 전환사채를 발행할 당시 인수주간사 회사와 발행회사의 특약에 의해 다음과 같은 방법의 가격조정을 합의토록 하고 있다.(동규정 38조 2항 2호)

회사가 사채발행 후 전환가액을 하회하는 발행가액으로 유상증자를 하거나 주식배당, 준비금의 자본전입을 하는 경우에는 다음 算式에 의하여 조정된 가액을 전환가액으로 한다.

조정후 전환가액= 조정전 전환가액 x 기발행 주식수 + 주당 발행가액
x 신주발행 주식수

위 산식은 계산과정에서 볼 수 있듯이 신주발행으로 희석화된 주식의 價値를 새로운 전환가액으로 하기 위함이다.

그런데 위 산식은 유상증자를 할 경우에는 妥當하나, 주식배당이나 준비금을 자본전입할 때에는 실제 주식가치의 변동을 반영하지 못한다. 주식배당이나 準備金을 자본전입하는 경우에는 새로 발행하는 주식수만큼 자금이 유입되는 것이 아니기 때문이다.

마. 轉換의 節次.

(1)轉換請求

전환청구는 사채권자의 권리이므로 전환청구 기간중 아무 때나 전환청구를 할 수 있다.

상법상으로는 주주명부 폐쇄기간 중에는 轉換請求를 할 수 없으나(상법 516조 2항-349조 3항), 상장법인의 경우에는 자육법(자본시장 육성에 관한 법률)에 의하여 주주명부 폐쇄기간 중에도 轉換請求를 할 수 있다. 상장주식은 가격의 변동이 심하므로 주주가 전환청구할 적기를 놓치지 않게 하기 위해서이다.

현행 사채의 발행일 후 6개월이 經過한 날부터 상환일 1개월 전일까지로 하나 사모전환사채발행의 경우, 인수금융기관의 내규와 달라 이를 解消하기위해 사채발행일 익일부터 가능하도록 하기도 한다.

전환청구는 청구서 2통에 전환하고자 하는 사채와 청구년월일을 기재하고 사채권자가 기명날인한 후 채권을 添附하여 회사에 제출하는 방법으로 한다. 청구서 2통 중 1통은 등기시에 첨부서류로 제출한다. 전환청구를 하면 사채는 소멸하므로 債權이 그대로 유통되어서는 안된다. 그러므로 채권의 제출은 반드시 필요하다. 사채권자가 채권을 분실한 境遇에는 공시최고절차를 걸쳐 제권판결을 받아야 전환청구를 할

수 있다.

(2) 증권거래소에 관리서류 提出

상장법인은 사채권자로부터 전환청구가 있으면 매월 말일을 기준으로 전환청구권 행사보고서 2부를 지체없이 증권거래소에 提出하여야 하며, 전환가액의 변동이 있을 때에는 이에 관한 이사회의사록 寫本을 역시 지체없이 증권거래소에 제출하여야 한다.(유가증권상장규정 21조)

(3) 유가증권 신고 불요

전환청구가 있으면 동시에 新株가 발행되지만 이는 통상의 신주발행이 아니므로 증권관리위원회에 유가증권신고서를 제출할 필요가 없다.(거래법 시행령 5조의 2)

(4) 등기

전환청구로 인해 발행주식과 자본에 변동이 생기므로 변경등기를 하여야 하며 (상법317조2항2호,3호), 전환사채 總額이 감소되므로 역시 이에 관해 변경등기를 해야 한다.(상법 514조의 22항 1호)

비상장법인은 전환청구일로부터 起算하고, 상장법인은 전환청구일이 속하는 달의 말일로부터 기산하여 본점소재지에서는 2주간내, 지점 소재지에서는 3주간내에 등기하여야 한다.(상법 516조 2항-351조, 자본시장육성에 관한 법률(이하 자육법이라 한다) 10조 2항)

바. 신주의 효력발생 시기

전환청구권은 형성권이므로 전환의 청구는 청구한 때로부터 效力이 발생한다.(상법516조 2항-350조 본문) 따라서 전환청구시에 사채는 소멸하고 신주가 발생된다. 다만, 이익배당에 관하여는 예외로 하여 청구한 때가 속하는 영업년도말에 전환된 것으로 본다. 따라서 사채권자가 전환청구를 한 때가 속하는 영업년도말까지 사채의 이자를 받고, 그 결산기에 대한 이익배당을 받지 못한다.

그러나 上場法人에 대해서는 특례가 있다. 상장법인이 발행한 전환사채를 주식으로 전환할 때에는 정관으로 정하는 바에 따라 위 일반원칙에 불구하고 전환청구를 한 때가 속하는 영업년도 말에 轉換된 것으로 할 수 있다. (자육법 10조 1항) 물론 이와 같은 예외는 정관으로 정한 경우에 한하여 適用할 수 있는 것이지만, 정관으로 이같이 정한다 하더라도 주식에 관한 모든 법률관계가 소급적으로 발생한다는 뜻은 아니다. 단지 이익배당에 관해서만 직전 영업년도말에 轉換된 것으로 본다는 것이다.

그러나 당해 전환사채 발행연도중에 주식으로 전환된 境遇에는 당해 전환사채 발행일에 전환된 것으로 본다 라고 되어 있다.

사. 현재 사용하고 있는 전환사채의 가격 제한폭

(改正: '94. 5. 30)

아래의 <표2-1>에서는 1994년 5월 30일에 改正되어 현재 우리나라에서 사용되고 있는 전환사채의 가격제한폭을 기준 가격별로 정리했는데, 과거에 비해 그 등락폭이 커져가고 있는 상황이다.

<표2-1> 株式의 性質을 갖는 會社債의 價格制限幅

基 準 價 格	價 格 騰 落 幅
10,000원 以上 15,000원 未滿	上下 1,000원
15,000원 以上 20,000원 未滿	" 2,000원
20,000원 以上 30,000원 未滿	" 3,000원
30,000원 以上 40,000원 未滿	" 4,000원
40,000원 以上	" 5,000원

2. 國內 轉換社債 市場의 全般的인 現況.

최근들어 전환사채 발행을 통한 기업자금 조달이 크게 늘어나면서 CB가 일반인들의 재테크 수단으로 脚光을 받고 있다. 그럼에도 우리의 CB시장은 거래 활성화를 통한 확충이 시급한 것으로 지적되고 있다.전환사채는 주식과 사채가 혼합된 증권이기 때문에 이들 두 시장의 발전이 없이는 지속적인 성장이 불가능하다.

우리 나라에서 전환사채를 처음으로 발행한 회사는 「쌍용시멘트」로서 1963년에 私募로 발행하였다. 公募轉換社債는 1972년에 「삼성전자」가 최초로 발행한 이후 1979년까지 총 9건에 116.5억원이 額面轉換方式으로 발행되었고, 1985년에는 「영진약품」, 「선경」, 「한국타이어」의 전환사채가 발행된 후 1987년 5월까지 발행이 없었다.[2)]

1963-1985년동안 우리 나라에서 전환사채 발행이 활발하지 못했던 이유는 주식시장의 장기침체와 大株主의 인식부족, 그리고 전환사채 발행조건의 비현실성에 기인한 것으로 보인다. 즉 1978년 하반기부터 하락하기 시작한 주식가격은 1981년에 일시 반등하다가 1985년 후반까지 횡보함으로써 주식시장은 장기침체에 빠졌다. 그런데 이러한 주식시장의 침체는 전환사채의 주된 속성 중의 하나인 전환권의 가치를 하락시키게 된다. 또한 주식시장의 장기침체는 기업의 자본조달을 銀行借入이나 保證社債發行에 주로 의존케 하여 전환사채 등 새로운 자금조달방법은 큰 주목을 받지 못하였다. 더우기 당시 전환의 표면이자율은 보증사채와 비슷한 수준으로 결정되어 발행기업에 유리한 점을 提供하지 못하였다. 이러한 이유로 인하여 전환사채의 발행이 활발하게 이루어지지 않았다.

---

2) 이성민, "우리나라 CB의 전환청구권가치에 대한 실증연구", 국민은행조사월보, 1990.5. p.26.

그러나 1985년 후반기부터 상승하기 시작한 주식가격은 국내경기의 활황지속, 정부의 자본시장육성의지 등으로 장기활황세를 보였고 이에 따라 전환사채 발행여건도 크게 成熟되었다.

1987년 「4.2 證市安定化措置」에서 정부는 金融機關借入金이 500억원 이상인 대기업을 대상으로 총대출금의 약 10%상당액을 전환사채.유상증자 등으로 상환할 것을 촉구하고 그 후속조치로 1)전환가액의 割增率을 기준주가의 10%에서 30%이상으로 상향조정하고, 2)무보증전환사채의 경우 표면 이자율을 11.5%에서 7-8%로 낮추었으며, 3)부분전환비율을 발행기업의 자율에 맡기는 등 전환사채의 발행요건을 완화.자율화하면서 전환사채 發行이 증가하게 되었다. 즉 1987년 「4.2 證市安定化措置」는 주식가격의 단기급등을 억제하기 위한 조치였지만 전환사채시장이 본격적으로 成長하는 계기가 되었다.

그리고 1989년 9월 이후 사채시장 활성화조치에 따라 償還期間.利子支給方法.轉換價格 등 轉換社債의 주요발행조건을 <표2-2>에 나타나는 바와 같이 거의 자율화 시켰다.

<표2-2>轉換社債의 發行條件 3)

表面 利子率	自 律
利子 支給 方法	自 律
償還 期間	自 律
轉換 價格	上場法人 --基準株價의 95% 이상 非上場法人--株式公募前--額面價 이상 --株式公募後--공모가 이상
轉換 請求 期間	自 律
發行할 株式의 種類	普通株, 無議決權優先株
轉換 比率	100% 以內 可能

3) 럭키증권, 전게서, p.194

1990년대 후반 활황장세를 보였던 주식시장이 1989년에는 침체국면을 보였고, 정부의 社債發行物量調整 및 有償增資 축소 등 物量縮小政策施行에 따라 기업들의 직접자금조달은 萎縮을 받게 되었다. 이에 따라 기업들은 주식 및 채권투자의 메리트를 보유한 전환사채의 발행을 선호하게 된 것이다.

1987년-1993년동안 전환사채의 발행현황을 살펴보면 <표2-3>에 나타나는 바와 같다.

<표2-3> 轉換社債의 發行推移[4]

(單位 : 백만원)

年度	保證轉換社債[5]	無保證轉換社債[6]	合 計
1987	94,400	124,000	218,400
1988	318,200	19,000	337,200
1989	1,041,200	137,000	1,178,400
1990	613,000	78,500	692,100
1991	187,000	-	187,000
1992	134,000	12,000	146,000
1993	291,200	102,500	393,700
合計	2,679,800	473,000	3,152,800

<표2-3>에서 보면 실제로 발행실적이 거의 없었던 전환사채의 발행규모가 1988년부터 增加하기 시작하여 1989년에는 최고치를 기록하였

---

4) 한국증권거래소, 「주식」, 각월호
5) 보증사채와 동일한 형태로 발행되며 보증사채에 전환권이 부여된 사채로 안정적임.
6) 上場法人(비상장법인은 신용평가등급 A등급 이상인 법인)이 발행할 수 있는 사채로, 무보증사채에 전환권이 부여된 사채로서 안정성 면에서 보증사채보다 불리함.

다. 즉 국내 주식시장이 활황을 보였던 1988년-1989년 동안에 전환사채의 발행은 증가하였다. 그러나 주식시장이 지속인 침체를 보인 1990-1991년동안에는 전환사채 발행이 큰 폭으로 감소하였으며, 이러한 추세가 1992년까지 계속되었다. 그러나 1993년에는 다시 증가세를 보이면서 1994년에는 기업들이 전환사채를 통해 資金을 조달한 실적이 모두 1조3백22억원으로 지난 5개월동안 이미 1조억원을 넘어섰다. 이는 작년 한해동안 발행된 3천9백37억원의 3배규모를 육박한다. 사상 최대 규모를 발행됐던 지난 89년의 실적 1조1천7백84억원에 버금가는 水準이다.

이처럼 CB 發行을 통한 기업자금 조달이 크게 늘고 있는 것은 주식시장이 대세 상승기를 맞으면서 고수익성에 대한 기대감이 크기 때문이다. 여기에 시중유동성이 풍부한데다 그동안 기관투자가에게 대부분 판매해오던 CB를 지난 2월 하순부터 증권감독원에서 일반개인들에게 우선적으로 配定되도록 한데 따른 것이다.

다음은 전체 회사채에 대한 전환사채의 발행비중을 <표2-4>에 나타냈다.

<표2-4> 전체 회사채에 대한 전환사채 발행비중[7)]

년 도	회사채 발행금액(A)	전환사채 발행금액(A)	비율(B/A)
1989	6,959,035	1,178,400	16.93
1990	11,083,555	692,100	6.24
1991	12,740,679	187,000	1.57
1992	11,155.260	146,000	1.30
1993	15,598,264	393,700	2.52

전체회사채에 대한 전환사채발행비중은 1989년에 16.93%로 아주 높은 편이었으나 1990년-1992년 사이 주식 시장의 침체로 전환 사채 발

---

7) 「증권조사월보」, 각월호.

행이 저조하였기 때문에 그 비율이 감소세였으나 1993년은 그 비율이 2.5%로 다시 높아졌다.

1990-1992년동안 주식시장의 침체가 지속되면서 전환사채의 발행은 감소하였으나, <표2-5>에 나타나는 바와 같이 전환사채의 주식전환은 증가하는 趨勢였다. 이러한 전환사채의 주식전환이 전체 주식시장규모에서 차지하는 비중은 작지만 각 기업별로는 주당수익가치의 변화와 주식수 증가 부담으로 인하여 주식가격 상승의 걸림돌로 作用하게 된다.

<표2-5>轉換社債의 株式轉換推移[8)]

(單位 : 백만원, %)

年 度	轉社債株式轉換(A)	總新規 上場(B)	比 率(A/B)
1988	38,114	3,395,853	1.12
1989	121,531	3,793,539	3.20
1990	76,934	2,350,087	3.27
1991	96,603	1,228,757	7.86
1992	128,000	1,468,565	8.72
1993	68,273	1,736,057	3.93

<표2-5>에서 보면 전환사채의 주식전환이 총신규상장에서 차지하는 比率은 1988-1992년까지는 지속적인 증가세였고, 특히 1992년의 경우는 8.72%로 전환사채발행이 활발해진 이후 최고치를 보이고 있다. 이처럼 1988년-1992년 사이의 전환사채의 주식전환이 增加했던 이유는 1992년 외국인의 국내 주식투자와 관련하여 해외전환사채의 주식전환이 활발하였고, 1991년말부터 1992년초에 걸쳐 집중적으로 발행되었던 사모전환사채의 轉換이 활발했기 때문으로 판단된다. 그러나 1993년도에는 이

---

8) 한국증권거래소,「주식」, 각월호

러한 분위기들이 진정세를 보이면서 전환사채의 주식전환보다는 新規上場이 늘어났다.

그러나 전환사채의 주식전환은 전환사채 발행이 활발해진 이후 증가하고 있지만, 만기 현금 상환과 비교해 볼때 전환사채의 주식전환은 상대적으로 낮은 比率을 보이고있다. 즉 주식시장의 침체가 계속되면서 주식으로의 전환은 1992년의 경우에는 1989년 발행분의 33.5%만이 전환되었고, 나머지 65.5%가 현금으로 상환되었다. 그리고 1990년도에 발행되어 1993년에 만기가 도래하는 전환사채의 경우에는 1993년 9월까지 총발행액의 22.4%만이 주식으로 전환되어 저조한 전환률을 보이고 있으며, 미전환 전환사채의 규모는 28개 기업 5,343억원에 이르고 있다.[9]

한편 전환사채 시장의 開放이 국내 전환사채 시장에 미치는 영향을 보면, 전환사채의 경우 명목금리가 낮으며 주식가격 변동에 대한 危險을 감수하고 투자하는 것이기 때문에 利子率裁定에 의한 자금교란의 가능성이 적으므로[10] 개방에 따른 큰 문제는 없을 것이라 생각한다.

<표2-6>은 표본기간 동안의 국내기업의 해외 전환사채 발행현황이다.

표본기간 동안의 국내기업의 해외 전환사채 발행비중은 국내 전환사채 발행비중의 66.89%이다.

국내 기업들이 해외 전환사채를 발행하는 이유는 현지법인의 확장을 위한 해외 현지 투자자금 및 우리나라에서는 개발되지 않는 첨단시설 등의 도입에 필요한 거액의 자금을 조달할 때 국내 전환사채를 발행하는 것보다 더 저렴하다는 점과 현지법인에 자금 조달시 현지의 지역 및 여건에 맞는 자본조달의 편리함 때문이다.

한편, 본 연구에서는 우리나라 제도 및 실정을 고려한 전환사채 발행

---

9) 한국경제신문, 1993년 9월 25일자.

10) 남상우. 엄봉성. 최범수. 김동원. 민상기. 윤계섭. 최운열, 자본시장개방의 추진방안, 한국개발연구원, 1991.3, p.135.

동기를 분석해서 그에 기초한 문제점 및 개선방안을 찾고자하는 것이 주된 목적이기 때문에 해외 전환사채 발행기업을 포함시킬 경우 Sample size는 커질지라도 본래의 연구 취지에서 벗어날 가능성 때문에 해외 전환사채 발행기업은 표본에서 제외시켰다.

<표 2-6> 국내기업의 해외 전환사채 발행추이[11]

단위 : 천달러

구분 / 년도	종류						계	
	전환사채 (CB)		신주인수권사채 (BW)		주식예탁증서 (DR)			
	건수	금액	건수	금액	건수	금액	건수	금액
1989			1	50,000			1	50,000
1990	5	180,000	1	70,000	1	40,000	7	290,000
1991	15	594,500	3	270,000	2	200,000	20	1,064,500
1992	7	424,000	2	65,000	1	150,000	10	639,000
1993	11	538,000	1	50,000	3	328,000	15	916,000

위의 <표2-6>은 1989년-1993년 사이의 종류별 해외 증권 발행상황과 함께 해외 CB 발행 추이를 나타내고 있다.

위표에서 알 수 있듯이 CB를 통해 조달한 자금은 신주인수권부 사채(BW)와 주식예탁증서(DB)를 통해 조달한 자금보다 더 많다.

1992년에 약간 주춤한 것을 제외하면 꾸준한 증가세를 보이고 있다.

1989년은 세계적으로 세계 증시가 침체를 보인 때이며 발행사의 수익감소 및 주간사의 지명도 부족 등 악조건으로 인해 발행실적이 전혀 없다.

1990년은 주식시장의 침체의 여파로 발행상황이 좋은 편은 아니었지만, 1992년말-1993년은 국내 기업들의 해외 진출 욕구가 강한 시기였고 국내 주식시장의 활황으로 pre-market 가격이 par 이상으로 호가되어

11) 증권조사월보, 각월호.

좋은 반응을 보이는 시기로서 발행실적이 상승세를 보였다.

3. 國內 전환사채의 會計處理 方法

현재 우리나라에서 사용하고 있는 회계처리 方法과 전환사채의 회계처리에 관한 한국과 미국의 GAAP를 提示하고자 한다.

먼저 발행회사의 회계처리에서 상환할증금이 없는 경우를 살펴보면 전환권대가로 납입된 금액은 기타 자본잉여금으로 記錄한다.

이 때 전환권대가의 상대 계정인 전환권조정은 當該 전환사채의 額面價額에서 차감하는 방식으로 대차대조표에 표시한다. (基準제 48조 제2항)

현	금	***	전환 사채 ***
전환권조정		***	전환권대가 ***
			(기타자본잉여금계정)

다음은 상환할증금이 있는 경우인데, 사채의 만기시까지 전환권을 행사하지 않은 경우 滿期에 상환할증금을 추가로 지급하도록 되어있는 경우에는 동 전환권대가를 기타 자본잉여금으로 處理하지 않고 자본조정계정에 기재한다.(基準 제57조 제1항 단서)

현	금	***	전환 사채 ***
전환권조정		***	전환권대가 ***
			(자본조정계정)

전환시의 회계처리 방법을 살펴보면 일반적으로 전환사채는 보통주로 전환되며, 이때 보통주의 발행가액을 어떻게 정의하느냐에 따라 회

계처리 방법이 달라지게 된다.

비화폐성 자산을 다른 비화폐성 자산과 교환으로 취득하는 경우에는 그 자산의 취득원가를 기록하는 방법으로 신자산법, 구자산법, 그리고 帳簿價額法 등 3가지를 사용할 수 있는데, 이를 전환사채의 전환시 적용하면 각각 다음과 같게 된다.

@ 신자산법 --- 普通株의 時價法

전환시점에서 발행된 普通株의 시장가치를 보통주의 발행가액으로 처리하는 방법이다.

전환사채	***	자 본 금	***
(帳簿價額)		주식발행초과금	***
		사채상환이익	***

@ 구자산법 --- 전환사채의 시가법

전환시점에서의 전환사채의 時價를 보통주의 발행가액으로 처리하는 방법이다.

전환사채	***	자 본 금	***
(帳簿價額)		주식발행초과금	***
		사채상환이익	***

위의 두가지 방법은 전환사채의 전환으로 수익취득 과정이 생긴다고 보아 전환에 따른 사채상환이익(營業外 費用 項目)을 인식한다.

@ 장부가액법 --- 轉換社債의 장부가액법

전환당시의 전환사채 장부가액을 보통주의 발행가액으로 處理하는

方法이다. 보통주나 전환사채의 시가는 무시한다.

전환사채 (帳簿價額)	***	자 본 금	***
		주식발행초과금	***

이 방법에서는 전환사채의 장부가액을 發行된 주식의 평가액으로 하기기 때문에 전환에 따른 손익은 인식되지 않는다. 우리나라의 現行制度에서는 전환사채의 발행시 전환가액이 이미 決定되어 있으므로 전환에 따른 사채상환손익을 인식하는 것은 별다른 의미가 없다.

지금까지는 발행회사의 회계처리 방법을 살펴봤는데, 다음은 증권회사가 그 중심인 투자자의 회계처리 방법을 살펴보는데, 우리나라는 아직도 이론적 배경이나 회계적 기준이 없이 다음과 같이 관습적으로 처리하고 있다.

@ 買入時

투자유가증권 (전환사채)	***	현 금	***

@ 利子支給時

현 금	***	채권경과이자	***

@ 決算時

未收債券利子	***	채권경과이자	***

<計算>

未收債券利子 = 사채표면금액 x 사채표면이율 x 경과일수/365

현재 우리나라에서 사용하고 있는 회계처리방법의 빠른 이해를 위해 미국의 GAAP와 比較하여 설명하겠다.

전환사채의 회계처리에 관한 한국과 미국의 GAAP은, 전환사채 발행시 전환권 價値의 분리여부 및 상환시 사채의 장부가액과 현금지급액의 차액에 대한 처리 등에서 주로 차이가 발행하는 바 그 주요내용 및 회계처리 방법을 요약하면 다음과 같다.

거 래 내 용	한 국 G A A P	미 국 G A A P
1) 발 행 시	-전환사채 발행시 전환권 대가로 납입된 금액을 기타 자본잉여금 Dr) 현 금 *** 전환권조정 *** (사채에서 차감표시) Cr)전환사채 *** @전환권대가 *** @사채의 발행가액에서 액면가액과 총이자액을 적정이자율로 할인한 금액을 차감하여 계산함.	-일반사채와 동일하게 취급하여 전환권가치를 분리하지 않음 Dr) 현 금 *** 전환사채할 인발행차금 *** Cr)전환사채 ***
2) 전 환 시	-전환당시 전환사채의 장부가액을 보통주의 발행가격으로 함 (장부가액법) Dr) 전환권대가 *** Cr)전환권조정계정 *** 기타자본잉여금 *** 주식발행초과금 ***	-장부가액과 시가법 중 택일 가능하나 일반적으로 장부가액법 적용. Dr) 전 환 사 채 *** Cr)전환사채할인 *** 발 행 차 금 자 본 금 ***
3) 상 환 시	-자본거래로 보아 상환시 사채의 장부가액과 현금지급액의 차액을 전환권대가와 상계하고 그 차액은 당기비용으로 처리. Dr) 전 환 사 채 *** 전환권 대가 *** 사채상환손실 *** cr) 현 금 ***	-부채거래로 보아 당기손익에 반영. Dr) 전 환 사 채 *** 전환사채 상환손실 *** Cr) 현 금 *** 전환사채 할 *** 인 발행차금

第3章　轉換社債 發行動機

第1節 外國의 轉換社債 發行動機에 관한 理論的 硏究

외국기업이 전환사채를 발행하는 動機를 선행연구를 토대로 분류해 보면 危險에 대한 비민감성, 낮은 이자비용, 판매상의 이점, 연기된 보통주 자본조달, 대리인문제 해결 등인데 이를 항목별로 분류하면 다음과 같다.

첫번째는 危險에 대한 비민감성으로 Brennan과 Schwartz(1988)는 전환사채를 이용한 자본조달에 대한 전통적인 설명의 오류를 주장하고, 전환사채의 위험 변화 효과에 초점을 두고 연구를 하였다. 연구결과에 따르면 전환사채의 販賣가 發行企業의 위험에 상대적으로 덜 민감하기 때문에 전환사채를 발행한다고 주장하였다.[12)]

그리고 Stein(1992)은 전환사채를 이용한 자본조달은 이들 증권이 상대적으로 기초 자산의 危險變化에 민감하지 않기 때문이라고 주장하였다.[13)]

둘째는 낮은 이자비용이 주 발행동기라고 주장한 것으로써 Brigham (1966)은 1961-1964년 동안에 전환사채를 발행한 42개 상장기업을 대상으로 設問調査를 실시하여 전환사채를 발행하는 동기를 분석하였다. 즉, 전환사채를 발행하기로 결정한 기업의 의사결정, 그리고 전환사채 자체의 성격을 설문조사를 통하여 분석하였다.[14)] 분석결과에 따르면 73%의 기업이 자기자본을 증가시키려는 의도에서 전환사채를 발행하고, 27%

---

12) Brennan, M. and E.Schwartz, "The Case for convertible ,"Journal of Applied Corporate Finance(1988), p.58.

13) Stein, J.C.,"Convertible Bonds as Backdoor Equity Financinl, " Journal of Financial Economics(1992), pp. 3-5.

14) Brigham, E.F., "Analysis of Convertible of Debentures : Theory and Some Emprical Evidence, "Journal of Finance(1966), pp.50-53.

의 기업이 부채부담을 완화시키려는 목적에서 발행함을 보여주고 있다.

그러나 지금까지 전환사채 발행동기 중의 하나로 알려지고 있는 값싼 자본조달의 원천이라는 설명은 기업의 경기가 나쁜 경우에는 轉換社債를 一般社債와 비교하고, 경기가 좋은 경우에는 普通株와 비교한 것이기 때문에 비합리적이라고 Brennan과 Schwarts(1988)는 설명함으로써[15] 전환사채가 값싼 자본조달방법이라는 전통적 설명의 오류를 주장하였다. 따라서 전환사채의 실질적인 이자비용은 一般社債의 資本費用과 전환권 자본비용의 가중평균으로 고려하여야 한다는 것이다.

또한 Copeland와 Weston(1983)은 전환사채의 자본비용이 일반사채의 이자비용보다 낮다는 Brigham(1966)의 설명이 의미를 갖지 못한다고 주장하였다.[16]

그리고 Barnea, Haugen, Senbet(1985)도 전환사채에 대한 낮은 이자율은 전환사채에 내재된 옵션을 발행하는 것에 대해 보통주주에게 주는 단순한 補償으로 볼 수 있기 때문에 전환사채에 의한 자본조달이 일반사채보다 낮은 이자율로 부채를 조달하려는 것이라는 설명은 비합리적이라고 주장했다.[17]

세번째는 販賣上의 利點으로 Hoffmeister(1977)[18], Brigham(1986)[19], Michael과 Stephan(1990)[20]은 전환사채의 발행동기를 다른 자본조달방

---

15) Brennan, M. and E. Schwartz, "The Case for Convertible,,, "Journal of Applied Corporate Finance(1988), p. 57.

16) Copeland, T.E and G.F. Weston, Financial Theory and Corporate Policy, Addison-Wesley, 1983, pp. 420-423.

17) Barnea, A., R.A. Haugen, and L.W. Senbet, Agency Problems and Financial Contracting, Prentice-Hall, 1985, p. 94.

18) Hoffmeister, J.R., "Use of Convertible Debt in the Early 1970s : A Revaluation of Corporate Motives, "Quarterly Review of Economics and Business(1977), p. 30.

19) Brigham, E.F., Fundamentals of Financial Management, The Dryden Press, 1986, pp. 742-744.

20) Michael, S.L. and E.S. Stephan, "Participation Financing : A Comparison of

법을 선택할 경우 발생할 수도 있는 어려움을 완화시켜 준다는데 있다고 제시하였다. 왜냐하면 주식투자의 인기가 증가하여 주식가격이 上昇하는 경우는 전환사채의 발행이자율이 낮아도 판매가 용이하며, 一般社債의 利子率이 상승하는 경우에도 일반사채보다 낮은 이자율로써 발행을 할 수도 있기 때문이다.

또한 사채시장에서의 인지도가 낮거나 기업의 신용도가 낮은 경우 전환을 부여한 전환사채를 발행하면 많은 투자자를 유인할 수 있으므로 판매가 용이해 진다.

네번째는 연기된 보통주 자본조달인데, 1970-1972년 동안에 조사한, Hoffmeister의 연구에 의하면 연기된 普通株 資本調達, 낮은 利子費用, 發行販賣의 어려움 해소 등의 대략 세가지 이유로 전환사채를 발행한다고 주장하였다.

Galai와 Schneller(1977)는 완전자본시장의 가정하에서 신주인수권(Warrant)을 발행한 기업의 주식가치를 분석하였다.[21] 이들은 新株引受權의 발행은 기업의 가치와 자본구조를 변화시키지만 기존 주주의 富에는 영향을 미치지 않는다는 점을 강조하였다.

또한 신주인수권은 이자율 규제를 피하기 위한 감미료(sweeteners)로서 또는 普通株販賣의 보완수단으로 이용할 수 있다고 설명하였다. 新株引受權附社債(bond with wrrant: BW)를[22] 발행하는 경우 사채에 의한 레버리지는 신주인수권의 발행에 의하여 상쇄된다는 것이다. 그런데

Convertible Debt and Straight Bond Issued in Conjunction with Warrants," Financial Management(Autumn 1990), pp.31-32.

21) Hoffmeister, J.R., "Use of Convertible Debt in the Early 1970 : A Revaluation of Corporate Motives, : Quarterly Review of Economics and Business(1977), pp.24-28.

22) 新株引受權附社債란 사채권자에게 일정한 기간내에 일정한 가격으로 정해진 수의발행기업 주식을 매입할 수 있는 권리인 신주인수권을 부여한 사채를 말함.

전환사채는 신주인수권부사채를 발행하는 경우의 대체적인 방법으로 간주되기 때문에 이러한 결과들을 전환사채에도 적용할 수 있다고 제시하였다.

마지막 다섯번째는 代理人 問題 解決이다. 代理人 問題란 기업의 사채권자들이 기업에 대해서 가지고 있는 청구권을 보호하기 위하여 株主와 經營者들의 행동이나 의사결정을 통제하는데서 발생하는 문제이다.[23]

Barnea, Haugen, Senbet(1981)는 부채의 대리인 비용을 여러가지 형태로 제시하면서 전환사채도 외부자본조달과 관련되는 代理人문제를 해결하는데 중요한 역할을 수행한다고 설명한다.[24] 즉 전환사채는 위험이 높은 기업이 증권을 발행하는 경우 발생하는 대리인 문제를 낮은 비용으로 해결해 준다는 것이다.

즉 위험이 높은 기업은 부채의 대리인 비용을 감소시키기 위한 재무특약조항의 설정과 시행에 비용이 발생함으로 그 기업의 경영자는 위험한 투자안을 선택하지 않는다는 것을 알리는 수단으로 전환사채를 발행해서 투자자들에게 과소투자문제와 같은 대리인 문제를 유발시키지 않겠다는 확신을 주는 것으로 볼 수 있다.

Ross, Westerfield, Jaffe(1990)는 자금조달과 관련된 대리인 문제를 전환사채를 이용하여 해결할 수 있다고 주장하였다.[25] 일반사채는 無危險債券에서 기업의 자산에 대한 풋옵션(put option)을 차감한 것과 같다. 이는 사채권자들이 기업으로 하여금 낮은 위험의 활동을 하도록 강요할 유인을 갖게 한다. 반대로 보통주 소유자들은 높은 위험의 계획을

---

23) 강병호. 김석용. 이종연, 재무관리론, 무역경영사, 1993, P.480.

24) Barnea,A.,´R.A. Haugen and L.W.Senbet, " An Equilibrium Analysis of Debt Financing under Costly Tan Arbitrage and Agency Problems, " Journal of Finance(1981), pp.574-576.

25) Ross, S.A., R.W. Westerfield, and J.F. Jaffe, Corporate Finance, Irwin,1990, pp.613-614.

채택할 유인을 갖게 된다. 負(-)의 純實現 價値를 갖는 높은 위험의 계획은 사채권자의 富를 주주의 부로 이전시킨다. 이러한 갈등이 해결되지 않는다면 기업은 수익성이 있는 투자기회를 포기해야 할지도 모른다. 그러나 전환사채는 보통주의 요소도 갖추고 있으므로 일반사채 대신에 전환사채가 발행된다면 富의 이전이 적게 일어날 수 있다. 따라서 전환사채를 발행하여 자본을 조달하면 代理人費用을 완화시킬 수 있게 된다.

Green(1984)도 역시 사채권자와 주주의 대리인 비용이 전환사채 발행에 의해 감소한다고 설명한다.[26] 즉 전환사채권자들은 주주들이 위험한 투자안을 採擇할 확률에 대해 비교적 적은 관심을 갖게 된다. 왜냐하면 만약 위험한 투자안이 採擇된다면 전환사채권자들은 전환권을 행사하여 이러한 투자안에 참여할 수 있기 때문이다.

第2節 標本設定, 說問紙 構成 및 分析方法

전환사채 발행동기에 관한 標本은 전환사채 발행이 활성화 되었던 1989년부터 가장 최근의 완결된 정보를 포함할 수 있는 1993년까지의 전환사채 발행기업 전체를 대상으로 했는데, 이 기간 중 총 발행건수는 1989년 72건, 1990년 41건, 1991년 24건, 1992년 12건, 1993년 43건으로 총 192건이 發生했는데, 관리대상종목 3개사와 부도난 4개사 및 비상장회사 5개사를 제외하고 전환사채 발행이 중복된 회사를 除外하고 총 105개사를 표본으로 하여 조사를 하였다.

그 다음에는 표본기업의 종목별 발행현황, 발행금액 규모별 발행현황, 발행이자율별 발행현황, 발행만기별 발행현황 등에 대해서 종합적

---

26) Green, R.C., "Investment Incentives, Debt, and Warrants," Journal of Financial Economics(1984), pp.115-117.

으로 살펴보고 표본업체들에게 다음과 같은 내용을 포함한 說問紙[27]를 배포하여 이 질문에 대한 중요도를 체크하게 하여 발행동기를 알아보고자 한다.

1. 商法上의 사채발행한도에서 除外된다는 정책적인 配慮
2. 기관투자자들이 간접적인 투자수단으로 選好
3. 주간사회사들이 勸誘한 자본조달 방법중 有利
4. 배당압력을 회피할 수 있는 보통주 발행의 연기수단
5. 일반사채보다 낮은 이자비용으로 調達可能
6. 주식시장의 침체하에서도 발행이 용이.
7. 다른 자본조달 手段을 선택하는 경우 생길 수 있는 어려움 회피
8. 주주와 사채권자간의 대리인 문제 解決
9. 전환사채가 발행기업의 위험에 상대적으로 덜 敏感
10.유상증자보다 기업의 재무구조 改善에 유리.

전환사채를 발행하는데 있어서 중요한 동기를 나타내는 위 문항은 선행연구에서 제시된 發行動機와 우리나라 전환사채 시장의 상황을 결합하여 작성하였다.

다음은 전환사채를 발행하는 과정에서의 그 결정사항에 관한 조사를 하였는데, 전환사채를 결정 및 표면이율의 결정기준은 무엇이었으며 그 이유 및 동기를 알아보았고 주식발행 후 얼마후부터 주식전환이 가능케 했으며 실제로 처음 주식전환은 언제 일어났으며, 전환사채 발행당시 주식발행을 기대 했는지, 아니면 만기까지 갖고 있을 것으로 생각했는지 주식전환이나 滿期까지 갖고 있을 것으로 기대했다면 그 의도는

---

27) Eugeune F.Brigham, An Analysis of Convertible Debentures : Theory and Some Empirical Evidence,1966, PP.35-55참조.

무엇이었으며 실제로는 얼마만큼 주식전환을 했고 만기까지는 얼마만큼이 남아 있었는지와 전환당시 및 만기시의 株價는 얼마였는지를 조사하였다.

마지막으로 전환사채를 이용해 조달한 자금의 용도, 대체적인 자금조달 方法에 대해 알아보았다.

설문지는 총 105부를 배포하였으나 35부가 회수되어 분석에 이용하였으며, 설문조사는 전환사채를 발행한 기업에서 실무를 직접적으로 담당한 代理級 이상을 대상으로 조사하였다. 說問調査期間은 1995년 1월 20일부터 2월 20일까지 우편 및 FAX를 이용하였다.

第3節 標本企業의 轉換社債 發行特性 및 動機에 관한 實證分析

1. 標本企業의 轉換社債 發行特性

전환사채의 발행동기를 분석하기에 앞서, 표본기간 동안에 기업들이 발행한 전환사채 자체의 特性을 파악하기 위하여 표본기업이 발행한 전환사채를 業種別, 發行金額規模別, 發行利子率別, 發行滿期別 등으로 분류하여 살펴보면 다음과 같다.

가. 業種別 發行現況

전환사채를 발행한 표본기업을 업종분류에 따라 분류하면 <표3-1>에서 나타나는 바와 같다.

<표3-1>標本企業의 業種別 發行現況

業 種	發 行 件 數	%
飮. 食料品業	12	11
衣服, 가죽 産業	14	13
化學. 石油. 石炭. 고무. 프라스틱業	21	20
非金屬鑛物業	3	3
1次 金屬業	5	5
組立金屬. 機械. 裝備製造業	30	29
其他 製造業	1	1
建設業	11	10
都. 小賣業	8	8
計	105	100

<표3-1>에서 나타나는 바와 같이 업종별 발행현황을 보면, 전환사채를 발행한 기업의 분포는 上場法人의 業種分布와 유사하게 이루어지고 있다.

上場法人의 분포를 보면 組立金屬. 機械. 裝備製造業이 제일 높고, 化學. 石油. 石炭. 고무. 프라스틱業이 두번째로 높은 비중을 차지하고 있는데 전환사채를 발행한 기업의 분포도 동일한 결과를 보여주고 있다. 그리고 組立金屬. 機械. 裝備製造業, 化學. 石油. 石炭. 고무. 프라스틱業의 발행비율이 49%에 이르고 있는데, 이것은 內需보다는 輸出을 중심으로 하는 기업들이 전환사채를 많이 발행했음을 의미한다. 즉 표본기간동안에 경기는 수출이 침체되고 내수가 활발했기 때문에, 輸出業體의 資金難이 가중되어 높은 비율을 차지한 것으로 보인다. 또한 非金屬鑛物業, 1차金屬業의 경우는 大規模 裝置産業이므로 거액의 시설투자를 필요로 하는 산업이다.

그런데 표본기간 동안에 발행이 저조한 이유는 전환사채를 발행하여 조달하는 자금만으로는 巨額의 시설투자에 필요한 투자재원으로 부족하다는 점, 또는 이미 시설 투자가 끝난 상태이기 때문에 시설자금이 불필요한데서 이유를 찾을 수 있다.

나. 發行金額 規模別 發行現況

표본기업이 발행한 전환사채를 발행금액의 規模에 따라 나누어 보면 <표3-2>에 나타나는 바와 같다.

<표3-2> 標本企業의 發行金額規模別 發行現況

발 행 금 액 규 모	발 행 건 수	%
1억원 - 30억원	18	17
31억원 - 60억원	31	30
61억원 - 100억원	25	24
101억원 - 150억원	5	5
151억원 - 300억원	16	15
301억원 - 500억원	10	9
計	105	100

轉換社債의 발행금액을 규모별로 보면 10억원에서 500억원까지의 분포를 보이고 있다. 100억원 이하의 비율이 71%를 차지하고 있는데, 이것은 발행 기업의 規模가 상대적으로 중소기업임을 의미한다. 그런데 1989년부터 대기업에서 발행한 전환사채는 500억원이 차지하는 비중이 높다. 따라서 전환사채의 발행금액은 기업의 규모에 따라 달라짐을 알 수 있다.

그리고 대규모 자금조달의 경우는 해외 전환사채를 발행하기 때문에

상대적으로 국내 전환사채를 통한 자금조달액은 중소규모에 그친 것으로 보인다. 즉 우리나라 금융기관의 여신관행상 擔保能力이 낮은 중소기업의 경우에는 일반사채 발행이 곤란하고, 間接金融 또한 대기업 위주의 與信偏重現象이 여전하여 상대적으로 자금조달이 곤란한 중소기업들이 전환사채를 발행했기 때문에 전환사채의 발행규모도 100억원 이하가 대부분을 차지하고 있는 것으로 판단된다.

다. 發行利子率別 發行現況

표본기업이 발행한 전환사채를 發行利子率에 따라서 나누어보면 <표 3-3>에 나타나는바와 같다.

<표3-3> 標本企業의 發行利子率別 發行現況

利 子 率	發 行 件 數	%
4.5	1건	1
6.0	9건	8
6.5	4건	4
7.0	70건	67
7.5	4건	4
8.0	8건	7
8.5	5건	4
9.0	4건	4
計	105건	100%

발행된 전환사채를 발행이자율별로 보면 1989년의 平均利子率은 6.87%, 1990년 6.89%, 1991년 7.8%, 1992년 7.25%, 1993년 6.93%로 표본기간 동안에 1991년만 다소 높은 편이었고 대체로 비슷한 水準을 보이고 있는데 이는 전환사채의 이자율이 주식시장의 부침에 따라 조정

되기 보다는 발행자체가 影響을 받는 것으로 판단된다. 그리고 6.0-7.0%가 79%를 차지하고 있는데, 이것은 발행이자율이 옵션가격결정 등 이론적인 방법에 기초하여 합리적으로 決定되는 것이 아니라, 일반적인 관행에 따라 6% 또는 7%에서 일률적으로 결정됨을 보여주는 것이다. 즉 발행기업의 미래전망에 의한 발행조건이 아직까지는 이루어지지 않고 있는 것으로 判斷된다. 우리나라 금융시장의 발전을 저해하는 주요 요인중의 하나가 자금초과수용현상인데, 바로 이 현상들은 자금조달기업이 자금조달비용보다는 자금조달 자체를 중시하는 資金超過需要現象의 일면을 보여주는 것이라고 볼 수 있다.

라. 發行滿期別 發行現況

표본기업이 발행한 전환사채를 만기에 따라 나누어 보면 <표3-4>에 나타나는 바와 같다.

<표3-4> 標本企業의 發行滿期別 發行現況

滿　　期	發 行 件 數	%
36개월	6건	6
37개월	4건	4
38개월	10건	9
39개월	5건	5
40개월	17건	17
41개월	22건	21
42개월	10건	9
43개월	10건	9
44개월	11건	10
45개월	4건	4
46개월	4건	4
47개월	1건	1
計	105건	100

轉換社債를 滿期別로 보면 38-42개월이 전체 발행의 61%를 차지하고 있다. 이것은 일반사채의 滿期가 3년인것을 감안하면, 전환사채의 경우 전환사채 발행 시기별로 익년부터 기산하여 3년 만기로 발행하기 때문에 대개의 境遇 36-42개월에 밀집됨을 알 수 있다.

전환사채의 만기 역시 이자율과 마찬가지로 기업의 여건에 따라 결정되기 보다는 일반적인 慣行에 따라 결정되고 있는데, 예를 들면, 1990년에 발행하는 경우는 거의 대부분이 1993년을 만기로 하여 발행한다. 즉 1990년 상반기에 발행되는 경우에는 거의 1993년 12월 31일을 만기로 하기 때문에 만기가 후반기 발행보다 길어지고, 1990년 후반기에 발행되는 경우에도 동일한 1993년 12월 31일을 만기로 하기 때문에 전반기의 발행보다 滿期가 짧아지게 된다. 이러한 일반적인 관행과 더불어 우리나라는 장기전환사채를 발행할 수 있을 만큼 전환사채 시장이 활성화되고 있지 않기 때문에 단기 위주의 전환사채가 주로 발행된다.

2. 轉換社債 發行動機의 分析

우리나라의 전환사채 발행기업들을 대상으로 전환사채를 발행하는 경우 중요한 영향을 미치는 動機를 파악하기 위하여 설문조사를 실시하여 분석한 결과는 다음과 같다.

가. 發行動機 문항의 중요도 비교.

위에서 제시한 10가지 문항을 가지고 각각의 문항에 매우 중요는 5점, 다소 중요는 4점, 보통은 3점, 중요치 않음은 2점, 매우 중요치 않음은 1점의 점수를 주어 발행동기 문항에 대한 대답을 점수화하여 그

중요도를 알아보았다.

기업이 전환사채 발행을 고려할 때 어떤 것이 중요시되고 있는가의 문항의 중요도를 알아본 결과는 <표3-5>에 나타나는 바와 같다.

<표3-5> 發行動機 문항의 중요도 比較

변 수 명	평 균
A5	4.657
A3	3.343
A7	3.229
A1	3.086
A6	3.086
A10	3.057
A2	2.971
A4	2.886
A9	2.829
A8	2.371

A1 : 商法上의 社債發行限度에서 除外된다는 政策的인 配慮.

A2 : 機關投資家들이 間接的인 投資手段으로 選好

A3 : 주간사회사들이 권유한 資本調達方法 중 有利

A4 : 配當壓力을 회피할 수 있는 普通主發行의 延期手段

A5 : 一般社債보다 낮은 利子費用으로 調達可能.

A6 : 株式市場의 침체하에서도 發行이 용이

A7 : 다른 資本調達手段을 선택하는 경우 생길 수 있는 어려움 회피.

A8 : 株主와 社債權者간의 代理人問題 解決

A9 : 轉換社債가 發行企業의 위험에 상대적으로 덜 敏感.

A10: 有償增資보다 企業의 財務構造改善에 유리.

<표3-5>에서 볼 수 있듯이 위에서 제시된 10개의 문항 중에서 기업

들은 일반사채보다 낮은 이자비용으로 조달가능(A5), 주간사들이 권유한 조달방법 중 유리(A3), 다른 조달수단 선택시 발생할 수 있는 어려움 회피(A7), 사채발행 한도에서 제외된다는 정책적인 配慮(A1), 주식시장의 침체하에서도 발행 容易(A6), 유상증자보다 기업의 재무구조 개선에 유리(A10), 기관 투자가들이 간접적인 투자 수단으로 選好(A2)의 순서로 중요시하게 판단하고 있으며, 그 다음이 배당압력을 피할 수 있는 보통주 발행의 연기수단(A4) 등이다.

이 중에서 가장 중요한 발행 동기는 낮은 이자 비용을 이용할 수 있기 때문에 전환사채를 발행하는 것으로 나타났다.

또한, 각 문항에 대해서 '다소중요'와 '매우중요'로 대답한 것만을 대상으로 중요도를 알아보면 <표3-6>에 나타나는 바와 같다.

<표3-6> 항목별 중요도 비교

변 수 명	比 率
A5	91.43 %
A3	48.57 %
A7	40.00 %
A10	40.00 %
A1	37.14 %
A6	34.28 %
A4	28.57 %
A2	22.86 %
A9	22.86 %
A5	8.57 %

<표3-6>에서 나타나고 있는 각 변수에 대한 비율을 '다소중요'와 '매우중요'로 대답한 기업의 比率合을 의미한다.

위 표에서도 알 수 있듯이 일반사채보다 낮은 이자 비용으로 조달가능(A5), 주간사 회사들이 권유한 자본조달 방법 중 유리(A3), 다른 자본 조달 수단을 선택하는 경우 어려움 回避(A7) 등의 순으로 나타났는데, 이는 전체 응답을 대상으로 분석한 <표3-5>의 발행동기 문항의 중요도 비교와 비슷한 결과를 나타내고 있다.

따라서 위에서 나타난 결과를 종합해 볼 때 기업들이 전환사채를 발행하는데 영향을 미치는 중요한 발행동기는 다른 자본조달 방법보다 낮은 이자비용, 주간사 회사들의 권유 방법 중 유리, 주식시장 침체하에서도 발행 용이, 유상증자보다 유리하다는것, 기업의 재무구조 개선 등임을 알 수 있다.

나. 轉換價格의 決定 基準 및 表面利率의 決定基準

우리나라의 기업들이 전환사채를 발행하는 과정에서의 결정사항에 관한 것으로 전환가격을 決定할 때 그 기준이 무엇인가를 조사했는데, 그 결과는 <표3-7>에서 나타나는 바와 같다.

<표3-7> 轉換價格의 決定基準

전환가격 결정기준	頻 度	%
현 재 주 가	24	68.57
미 래 주 가	10	28.57
실질 이자율	1	2.86
計	35	100.00

위의 <표3-7>에서 나타나는 바와 같이 전환가격의 결정기준의 현재

주가가 68.57%, 미래주가가 28.57%, 실질이자율이 2.86%를 보이고 있다.

현재주가가 68.57%로 대부분을 차지하는 理由를 살펴보면 우리나라의 전환가격 결정은 이사회 소집일 전일부터 소급한 보통주 주주의 증가를 거래량으로 가중평균한 1개월 평균종가, 1주일 평균종가 및 최근일 종가를 산술평균한 가격과 최근일 종가 중 낮은 가격을 기준으로 하는 상법상의 기준주가 산정에 그 기반을 두고 있기 때문에 현재 주가가 그 주요 기준이 되는 것으로 判斷된다.

전환가격 결정시 기업의 미래주가에 대한 향방이 그 결정기준에 다소 영향을 미침을 알 수 있다.

또한 전환사채 발행시 표면 이율의 결정기준에 대해서 조사한 결과는 다음의 <표3-8>에서 나타나는 바와 같다.

<표3-8> 表面이율의 決定基準

표면이율 결정기준	頻　　度	%
시 중 金 利	19	54.29
轉 換 價 格	7	20.00
其　　他	9	25.71
計	35	100.00

우리나라 기업이 발행하는 전환사채의 표면이율의 결정 기준은 시중금리 54.3%, 전환가격이 20%로 나타났다.

위에서 말하는 표면이율은 전환가격의 결정기준에서 제시된 실질이자율과는 별개인 주간사에서 결정하는 표면이자율을 의미한다.

표면이율은 발행당시 국제금리 및 국내증시 상황을 포함한 시중금리 등의 결정당시의 시장 여건을 반영하여, 주간사에서 인수 후 판매가능한 수준으로 결정하기 때문에 주로 시중금리가 지배적인 결정기준이 되고 있고, 전환가격은 성장성과 관련되는 미래주가의 움직임이 상당히 위에 있을 것이라는 見解가 지배적일 때 시장 최고의 쿠폰율로 발행이 가능하기 때문에 주로 이 경우에 부분적인 결정 基準으로 작용하는데 그치고 있다.

위에서의 기타 기준은 발행사의 신용도 및 재무구조, 예상되는 주가수준 및 거래관계 등을 意味한다.

표면이율 결정기준의 이유 및 동기는 미래 예상주가, 물량 소화 능력, 발행사의 RISK를 감안하여 주간사에서 提示하거나, 혹은 합의된 것으로 결정하는 것이 주 경향이다.

다. 轉換社債 發行意圖

다음은 전환사채 발행 후 얼마후부터 주식으로의 전환이 가능케 했으며, 주식전환은 얼마후에 일어났는가의 발행의도에 관한 질문에 대한 조사결과를 <표3-9>에 나타냈다.

<표3-9> 株式轉換 可能期間

株式轉換 可能時期	頻 度	%
1 개월후	4	11.43
3 개월후	3	8.57
6 개월후	20	57.14
12 개월후	8	22.86
計	35	100.00

<표3-9>에서 나타나는 바와 같이 발행후 6개월후부터 주식전환 가능이 57%를 차지하고 있으며, 발행후 12개월 후부터 주식전환 가능이 22.9%로 발행후 주식전환 가능기간이 너무 길다는 것을 알 수 있다. 그러나 최근 들어 3개월 및 1개월후부터 전환 가능한 전환사채가 발행되고 있어 발행 후 주식전환 가능기간이 점점 짧아지고 있어 이 부분이 점차 현실화 되어가고 있는 것으로 判斷된다.

또한 주식 전환이 실제로 얼마후에 일어났는지에 대한 조사결과를 정리하면 <표3-10>에 나타나는 바와 같다.

<표3-10> 주식전환 발생시기

전환사채의 주식전환 발생시기	頻 度	%
1개월후 - 6개월	6	17.14
6개월후 - 9개월	13	37.15
12개월후 이상	10	28.57
無	6	17.14
計	35	100.00

위의 結果에서 볼 수 있듯이 6개월후-9개월에 발생하는 주식전환이 37%, 12개월 후부터 발생하는 주식전환이 28.5%로 앞의 주식전환 가능시기의 6개월 후의 57%와 12개월 후의 22.86%와 유사한 결과가 나타남을 주목할 수 있는데, 이 意味는 주식전환 가능시기가 되면서부터 주식으로의 전환이 일어났음을 알 수 있다.

그리고 주식전환이 일어나지 않은 경우도 17%나 차지하는데, 이는 주식시장의 沈滯가 주 원인으로서 전환 필요성이 없기 때문에 만기까지 가지고 있었던 것으로 판단된다.

라. 주식으로의 전환기대 및 그 의도

전환사채 발행 당시 주식전환을 기대했는지 혹은 만기까지 갖고 있을 것인지에 대한 조사를 했는데 그 結果는 <표3-11>에 나타나는 바와 같다.

<표3-11> 株式轉換의 期待 與否

株式轉換, 滿期保有 期待與否	頻　　度	%
주식으로의 轉換期待	32	91.43
만기까지의 保有期待	1	2.86
양쪽 모두 고려	2	5.71
計	35	100.00

<표3-11>에서 나타나는 바와 같이 주식으로의 전환이 91%이며, 만기까지 보유기대는 2.86%로 자본증가에 대한 配當 壓迫을 받고 있는 특별한 환경에 처한 1개사를 제외하고 전환사채를 발행하는 대부분의 기업은 주식으로의 전환을 기대하고 있다는 것을 알 수 있다.

또한 그 意圖에 관한 조사결과는 <표3-12>에 나타나는 바와 같다.

<표3-12> 株式轉換의 期待 意圖

株式轉換의 期待 意圖	頻　　度	%
株價 好況 豫想	9	26.47
企業 財務構造 改善	19	55.88
其　　他	6	17.65
計	34	100.00

<표3-11>의 분석결과에서 주식전환을 기대하지 않은 1개사는 Sample에서 제외된다.

<표3-12>의 결과에서 나타나는 바와 같이 기업의 재무구조 개선이 전환사채 발행의도의 55.88%로 가장 많은 비중을 차지하고 있는데, 주식으로 전환된 전환사채는 負債의 자본전환 효과가 있기 때문에 자본금 증대로 인한 재무구조 개선효과가 발행사의 주식전환 기대에 대한 주된 意圖라고 판단된다.

주가 好況을 예상하여 주식전환을 기대했던 발행사도 26.47% 인데, 전환사채 발행당시 주가상승률에 대한 기대와 발행사의 성장가능성에 대한 기대가 맞물린 것이라고 判斷된다.

그 외에도 만기시 상환자금의 부담 경감 및 전환권 행사의 수익면에서 유리 등이 주식전환을 기대한 意圖에 포함되었다.

또한 실제로 주식전환을 얼마나 했는가에 대한 결과는 <표3-13>에서 나타나는 바와 같다.

<표3-13> 實際 發生한 株式轉換

實際 株式轉換 比率	頻 度	%
90%이상 - 100%	25	86.20
55%이상 - 90% 미만	4	13.80
計	29	100.00

실제로 발생한 주식전환 비율은 90%이상-100%가 86.20%, 55%이상-90%미만이 13.80%로서 발행된 전환사채의 대부분이 株式으로 전환되었음을 쉽게 알 수 있으며, <표3-13>에는 나타나지 않았지만 실제 주

식전환이 발생하지 않은 기업도 6개사가 있는데, 그 이유는 주식시장 침체가 그 原因으로써 그 때 당시의 주가 수준이 만기시까지의 보상수익률보다 낮기 때문에 주식으로 전환했을 때의 惠澤을 누릴 수 없는 상황이어서 만기까지 갖고 있었던 것으로 판단된다.

마. 조달자금의 용도 및 대체적인 자본조달 방법 분석

전환사채를 발행하여 조달한 자금의 用度에 대해서 분석한 결과는 <표3-14>에 나타나는 바와 같다.

<표3-14> 調達資金의 用度

用　途	頻　度	%
부채차환	4	11.43
시설자금	14	40.00
운영자금	17	48.57
計	35	100.00

<표3-14>에서 49%의 기업이 운영자금, 40%의 기업이 시설자금, 11%의 기업이 부채차환의 目的으로 전환사채를 발행한 것으로 나타났다. 즉 전환사채 발행에 따른 자금의 중요한 用度는 일반기업경비, 자본적 지출, 부채차환의 순으로 쓰이고 있음을 알 수 있다.

자금 조달의 用度 중에서 일반기업경비, 즉 운영자금이 가장 높은 이유는 전환사채가 갖는 낮은 이자비용의 장점 때문에 가장 빈번하게 접하는 결정에서 전환사채 발행을 고려하는 경향이 크다는 것을 나타낸다.

그리고 시설자금의 조달 또한 40%로 높은 까닭은 표본기간 초.중반

기 동안의 經濟的 狀況과 일치하는 것으로 볼 수 있는데, 이 기간 동안에 구조적 불황기를 탈출하기 위한 방법으로 企業들이 위험헷지를 위한 사업다각화를 추진했는데, 이러한 과정에서 전환사채를 발행하여 자금을 조달한 것 같다. 標本企業 중 몇몇 기업들은 시설자금의 용도중에 해외투자 자금이 포함되어 있었다.

한편 전환사채의 판매에서 얻을 수 있는 자금과 동일한 金額을 얻기 위하여 고려한 代替的인 자본조달 방법에 대하여 분석한 결과는 <표 3-15>에 나타나는 바와 같다.

<표3-15> 代替的 資本調達 方法

方　　法	頻　　度	%
주식발행	19	54.29
일반사채	14	40.00
기　　타	2	5.71
計	35	100.00

<표3-15>에서 보는 바와 같이 54.3%의 기업들이 주식발행을 고려했고, 40%의 기업들이 일반사채를 發行한 것으로 나타났다. 이러한 현상은 1992년부터 주식시장이 좋아지면서 주식발행을 통한 자본조달이 유리하고 쉬운 方法이었기 때문에 주식발행을 고려한 것이라고 判斷되고, 40%의 기업들이 일반사채 발행을 통한 대체적 자본조달을 고려한 것은 표본 기간 초반의 주식시장 침체로 주식발행에 의한 자본조달이 어려웠기 때문으로 判斷된다. 또한 주식과 일반사채 발행을 일정한 비율로 결합시켜 자본을 조달하려는 계획을 세운 기업들도 있었고 그 외에 해외투자를 포함한 巨額의 資金이 필요한 경우는 국내전환사채뿐만

아니라 해외전환사채의 발행을 고려한 기업들도 있었다. 따라서 대체적인 자본조달방법을 考慮하는데 중요한 變數는 주식시장의 상황과 맞물려 있음을 발견할 수 있다.

第 4 章 우리나라 轉換社債市場의 問題點과 改善方案

第 1 節 國內 轉換社債 市場의 問題點

1.國內 轉換社債 市場의 全般的인 問題點

앞의 3장에서 조사한 설문을 바탕으로 그 결과 제기되는 우리나라 전환사채 시장의 문제점을 살펴보면 다음과 같다.

우리나라 전환사채는 발행조건상에는 자율규정으로 되어있으나 이와는 달리, 전환사채 상환기간의 단기성, 유가증권 시장에서의 제약, 발행조건, 決定의 경직 및 주간사회사 총액 인수 방식 등의 問題點을 안고 있는데 이를 구체적으로 살펴보면 다음과 같다.

가.전환사채의 償還期間別로 보면 短期로 집중

제3장 전환사채 발행동기의 분석 결과 전환사채를 이용해 조달한 자금의 용도에서 지적되는 문제점은 전환사채를 통한 자금조달의 본래 취지는 장기로 저리자금을 이용할 수 있는 시설자금의 활용인데, 조사결과에서 보는 바와 같이 자본적 지출인 시설자금 보다는 일반기업경비에 해당하는 운영자금으로 더 많이 사용되고 있다는 것이다.

전환사채 발행을 통한 자금의 원래 목적인 시설자금의 용도로 사용되기에는 시설자금이 대부분 거액의 투자자금을 요구하기 때문에 사채발행을 통해 조달하는 자금의 한계가 있기는 하지만, 위에서 지적되는 문제점은 전환사채의 만기가 너무 짧다는 것이다.

이 문제점은 발행기업의 만기별 특성분석에서 표본기업의 61%의 만기가 38개월-42개월이라는 결과에서도 여실히 지적되고 있다.

대부분 일반사채의 상환기간은 3-5년에 불과한데, 이는 일본의 전환사채 6-10년,미국의 전환사채 15-20년 무보증 사채를 중심으로 중,장기 전환사채가 주로 발행되고 있는데 비하면 상환기간이 너무 단기인 것을 알 수 있다.

이와 같이 상환기간의 단기성 때문에 전환사채가 가지는 장점 즉, 장기의 안정적인 자금조달 기능을 제대로 수행하지 못하고 있는 실정이다.

나. 매매기준 적정가격의 산정방법과 홍보부족, 증권전산의 호가전달 시스템의 미완료

발행금액 규모별 발행현황에서 나타나는 문제점을 보면 대규모 자금조달의 경우는 해외 전환사채를 발행하기 때문에 국내에서 전환사채를 발행하는 기업의 규모는 상대적으로 중소기업이다.

이는 간접금융의 대기업 위주의 여신편중현상으로 대부분 담보능력이 낮아 상대적으로 일반사채 발행이 곤란한 중소기업들이 전환사채를 발행하는 실정을 나타내준다. 이와 같이 발행규모가 적고 활용이 활발하지 않은 원인 중의 하나는 매매기준 적정가격의 산정방법과 홍보부족, 증권 전산의 호가전달 시스템의 미완료라고 판단된다.

대부분 기관 투자가들의 保有로 일반투자가의 소유는 5-20%에 불과하다는 사실들을 들 수 있겠다. 일반적으로 개인투자가들의 증권투자에 있어서 問題가 되는것 중의 하나는 증권의 수익률 계산 방법이 복잡하여 이를 명확히 理解하기 힘들다는 점인데, 더구나 전환사채에 있어 전환권에 대한 가치분석이나, 주가와의 관계등은 더욱 복잡함으로 그 이해가 더욱 어렵다. 그러나 현재 수익률에 대한 투자의 認識을 제

고하고 일반투자가가 투자분석 자료로 활용할 수 있는 기초가 크게 부족한 實情이며, 발행시점부터 일부 기관투자가에 의한 인수의 편중으로 유통시장의 시장성을 잃고 있다.

일본의 경우에는 시장내 거래는 가능한 한 많은 투자가들의 집합에 의해 公正한 가격형성을 목적으로 시장집중 의무가 매매관계자에게 부여되어 있으며, 장외거래를 認定하여 발행후 상장까지의 것, 상장이 폐지된 것, 등록채, 상장을 목적으로 하지 않는 전환사채의 유통을 원활히 하고 있다. 이밖에 전환사채의 활성화를 위해 CB투자신탁을 設定 운용하고 있는데 전환사채 시가총액 중 투자신탁이 운용비율이 27.5%를 차지하고있다.

다.발행조건 결정의 기동성 및 便宜性 缺如

또한 전환사채 발행이 대기업에서 폭넓게 사용되지 못하는 이유 중의 하나로 발행조건 결정의 기동성 및 편의성 결여를 지적할 수 있다.

현행 상법 규정상 주주에 대하여 전환사채를 發行하는 경우에는 원칙적으로 이사회의 결의만으로 전환사채 발행 및 전환조건을 결정하도록 하고 있으나, 주주이외의 자 즉, 제3자에 대하여 전환사채를 발행하는 경우에는 이를 발행한다는 것이 定款에 규정이 없는 경우 주주총회의 특별결의로서 이를 정하도록 하고 있다(상법 513조). 이는 신주발행이나 일반사채 발행을 이사회의 권한사항으로 정한 것과는 달리 전환사채의 발행은 주주의 利益을 침해할 우려가 있다 하여 정관의 규정이나 주주총회의 특별결의로써 결정하도록 하고 있어, 신속한 자금 조달의 어려움과 便宜性 缺如로 전환사채 발행을 어렵게 하고 있다.

라. 전환사채의 다양성이 낮고 전환사채 발행이율의 자율화가 이루어지지 않고 있다는 점

발행 이자율별 발행현황에서 알 수 있듯이 6%-7%가 79%에 해당하는 대부분을 차지하고 있어 발행이율이 거의 일률적이며, 전환사채 발행 후 주식전환 가능기간이 6개월-12개월 사이가 80%를 차지할 정도로 전환청구 유예기간이 너무 길다는 것이다.

이는 전환사채의 다양성이 낮고 전환사채 발행이율의 자율화가 이루어지지 않고 있다는 것을 의미하는데, 발행회사는 여건변화에 따라 신축적으로 옵션을 가미하거나 상환방법의 多樣化 등을 통하여 效率的인 資本調達 手段이 되도록 하여야 한다.[28]

기 발행된 우리나라 전환사채의 보증여부 및 전환청구권 행사기간들을 살펴보면, 84%가 금융기관 등의 보증에 의하여 발행되었으며, 1989년부터는 다양화되기 시작했으나 아직 발행후 1개월, 3개월, 6개월에 불과하다. 한편 아직도 發行條件에 따라 투자자에게 투자요인을 크게 제공할 수 있는 신용도의 적절한 평가가 이루어지지 못하고 있으며, 발행자 초기 상환권과 채권자 초기 상환권 등을 添附하여 발행회사 및 투자자에게 선택의 폭을 넓게할 수 있는 다양한 전환사채의 개발이 되지 않고 있다.

마. 주간사 총액 인수 방식

전환가격 및 표면이율의 결정기준에서 나타나는 바와 같이 현재주가 및 시중금리가 그 주요 결정요인으로 작용하고 있는데 현재주가는 기

---

28) G.A. Hirt and S. B Block, Fundamentals of Investment Management and Strastegy, Richard Irwin Co., Inc., 1988. p.291

업의 여건이나 성장 가능성을 고려하며 발행되기 보다는 상법상의 기준 주가 산정에 그 기반을 두고 있고 표면이율은 시중여건을 참작해 주간사회사가 주도권을 쥐고 판매 가능한 수준으로 결정하는 실정이다.

뿐만 아니라, 전환사채 발행회사는 모집 및 매출을 담당할 주간사 회사를 선정하도록 하고 있는데, 이 주간사 회사는 사채발행총액의 引受를 위하여 소수의 기관투자가(증권회사,투자신탁, 종합금융회사)에 우선 청약을 받은 이후 나머지 部分에 한하여, 일반투자자에 배정함으로써 투자 수요가 편중 안정된 수요기반을 構築하지 못하고, 발행시점부터 분산이 이루어지지 않으며, 이들의 자금력과 소화능력의 한계에 따라 불가피할 境遇 일부분을 발행회사에 떠맡기고 이 때문에 발행회사는 이의 처분에 따른 추가 비용을 負擔하는 사례가 일반화되어 있다.

바.유가증권 상장규정상 제약

먼저 『사채의 발행조건 등에 관한 기준』에 의하면 발행조건 중 상환기간은 발행회사가 자율 결정토록 하고 있으며, 전환사채도 사채의 일종이기 때문에 유가증권 상장 규정에 의해, 상장할 수 있도록 하여 증권시장을 통한 원활한 거래가 이루어지도록 하고 있으나, 유가증권 상장규정 제39조에 의하면 미상환액면 총액이 발행액면 총액의 30/100 이하가 될 때 또는 상환 잔존월수가 2월 미만일 경우에는 상장폐지토록 하고 있다.

이는 국내 전환사채의 경우 80-90%가 기관투자가의 보유임에 비추어 볼 때 기관투자가의 전환권 행사시에는 개인투자자는 상장폐지로 인한 원활한 거래를 할 수 없으며, 상환잔재월수 2월 미만 폐지로 실제상 유통거래 기간을 단축하고 있다.

사. 無議決權 優先株로 전환시의 할인율 擴大 問題

현행 규정상 전환으로 인해 발행할 주식의 종류는 보통주 및 무의결권우선주가 可能하도록 되어 있는데, 대부분의 우선주는 普通株에 비해 액면가 기준으로 15%정도의 추가배당이 되는 우선적 혜택이 없고 오히려 무 의결권 株式이 대부분이며, 우선주는 보통주에 비해 주가가 상당히 낮다. 이에 따라 우선주를 發行하는 유상증자의 경우 보통주의 할인률보다 낮은 가격을 적용 무의결권 우선주를 發行하도록 하고 있으나 전환사채는 무의결권 우선주로 전환할 경우에도 기준주가에 최고 10%밖에 할인이 안되는 보통주와 차이가 없으므로 인수자가 기피하는 現狀을 보이고 있다.

2. 國內 轉換社債 市場의 改善方案

위에서 살펴본 바와 같이 우리나라 전환사채 市場은 많은 문제점들을 안고 있는데 이러한 問題點들에 대한 개선방안은 만기의 장기화, 전환가격 산정방법, 무보증 전환사채 발행의 활성화, 발행조건의 개선, 공시체제 강화, 전환청구 유예기간의 단축, 증권사의 시장조사 기능을 강화한 전환사채의 유동성확보 등인데 이를 구체적으로 살펴보면 다음과 같다.

가. 滿期의 長期化

앞의 문제점에서 지적된 바와 같이 우리나라 전환사채의 발행만기는 38개월-42개월이 80%로서 3년 만기가 대부분을 차지하고 있는데, 이는 미국, 일본 등의 전환사채 만기와 비교해 볼 때 그 기간이 현저히 짧다는 것을 발견할 수 있다.

전환사채의 滿期를 장기화하면 전환권의 가치가 증가하기 때문에 표면이자율이나 보장금리를 보통사채보다 낮게 책정할 수 있다. 따라서 발행기업이 장기로 저리자금을 調達할 수 있도록 전환사채 만기의 장기화를 적극적으로 推進하여야 한다. 미국의 경우에는 만기 25년까지의 전환사채가 발행되고 있으며 일본도 만기 15년까지의 전환사채가 發行되고 있다.

현재 만기가 3년 정도인 단기채 중심의 발행관행은 보증채 위주의 사채발행, 자본시장 및 금리수준의 不定性, 기업 안정성의 결여 등에 그 원인이 있고, 최근 이러한 환경이 변화함에 따라 장기보통사채의 발행여건이 成熟되고 있어 전환사채도 단계적으로 장기채 위주로 전환하는 方案이 마련되어야 할 것이다.[29]

만기가 장기화됨으로 기업이 채무불이행위험 증가 및 流動性 缺如 등의 문제를 해결하기 위해서는 減債基金의 도입을 검토할 필요가 있다. 감채기금이란 전환사채 발행후 그 잔존액을 상환기간전에 줄이기 위해 발행회사가 적립하는 基金으로 發行會社는 이 감채기금을 사채의 만기전 상환을 행하는 데 사용한다. 이 방법에는 두가지가 있는데

첫째, 각 감채기금적립일에 전환사채의 일부를 추첨에 의해 추출해 액면금액으로 상환하는 방법이고 둘째, 전환사채를 유통시장에서 투자자로부터 매입해서 消却하는 방법이 있다. 발행회사는 양자 중 유리한 쪽을 택하게 되는데 만일 시장가격이 액면금액을 하회하면 둘째 방법을 택하고, 그렇지 않으면 첫째 方法을 택하게 된다.[30]

이와같이 발행회사는 자사발행 전환사채를 정기적으로 매입 또는 추첨을 통해 消却하기 때문에 항상 활발한 유통시장 형성이 가능해 유동

---

29) 회사채시장에 참여하고 있는 일반 투자자들은 제1,2 금융권 상품과 대체성이 높은 단기 보증사채보다는 장기무보증사채의 공급을 필요로 함.

30) 이를 delivery option이라 함.

성을 제고시킬 수 있고 만기의 장기화로 인한 기업의 채무불이행 위험 증가를 抑制할 수 있다.

나. 轉換價格 算定

우리나라 전환사채의 경우 전환가격의 산정을 기준주가의 95% 이상에서 하도록 하고있다. 즉 전환가격은 기준주가에 대해 최대한 10%까지 할인이 可能하도록 하고 있다.

반면 해외 전환사채의 경우에는 전환가격을 기준주가 이상으로 하도록 하고 있다.

전환가격을 기준주가에 대해 10%까지 割引하여 결정하는 것은 전환사채의 본질에 부합되지 아니한다. 기준주가는 과거 주가의 평균치에 가까운 개념으로 최근일 종가를 상회할 수 없다. 따라서 전환가격이 최근일 종가보다 낮고 전환청구 금지기간이 없이 발행 후 곧 바로 전환이 가능하다면 전환사채의 소유자는 차익거래의 기회를 가지게 되어 불합리하다는 논의가 있을 수 있다. 또 전환가격을 기준주가의 일정율로 할인한 전환사채를 현재와 같이 제3자에게 발행할 경우 기존 주주는 주가의 DILUTION으로 인한 피해를 입게 된다는 견해도 있을 수 있다. 한편 기존주주의 利益을 보호하기 위하여 전환가격을 높일 경우에는 전환사채의 발행을 위축시킬 가능성이 있다는 점을 생각해 볼 수 있다.

그러나 전환가격이 기준주가를 상회하든지 하회하든지 간에 전환가격이 적정하게 고려되어 전환권의 價値가 상정되고 더 나아가 전환사채의 가치가 결정된다면 전환가격이 기준주가보다 반드시 높아야 한다.

그러나 전환사채의 발행이유가 주식소유자와 증권소유자의 적절한 위험공유라면 전환 가격이 기준주가보다 割增되어 결정되어야 한다. 왜

나하면 전환사채의 전환권은 기업의 사업이 성공하여 주가가 상승하는 境遇에만 행사하도록 하는 것이 전환사채의 本質이기 때문이다.

다. 無保證轉換社債 發行의 活性化

제2장의 <표2-2>에서 보는 바와 같이 전환사채의 발행조건 상에는 자율규정으로 되어 있지만 제3장의 <표3-3>과 <표3-4>의 결과에서 나타나듯이 표면이자율을 포함한 대부분의 발행조건들이 일률적으로 결정됨을 알 수 있다.

우리나라의 회사채는 일부 대기업을 除外하고는 거의 모든 회사채가 금융기관이 원리금을 보증하는 보증채를 발행하고 있다. 지금까지 전환사채도 보증채 위주로 발행되어 왔으며 다른 기업들이 발행한 전환사채의 표면이자율, 만기보장수익율, 전환가격 등의 발행조건들이 따로 구분되지 못하고 일률적으로 결정되고 있는 原因이 바로 보증채 위주의 발행이라고 할 수 있다. 그러나 미국, 일본등의 경우에는 무보증전환사채가 일반화되어 있다. 無保證 轉換社債 발행을 活性化하기 위해서는 신용평가기관의 기능이 증대되어야 하며, 이를 기초로 한 금리 차별화가 定着되어야 할 것이다.

라. 發行條件의 改善

국내 전환사채에서도 표면이자율, 만기보장수익율, 만기 전환가격 이외에도 해외전환 사채와 같이 콜이나 풋조항을 설정하는 등 發行條件을 多樣化시켜야 한다. 이는 투자자들의 투자요구에 맞는 상품을 提供함으로써 수요기반의 擴充에 기여하고 발행회사에게 자금조달의 탄력성을 부여하기 때문이다.

轉換社債는 그 속성상 안정적인 사업을 영위하는 대기업보다 危險이

높은 사업을 하는 중소기업이 사업위험을 전환사채의 소유자와 공유하기 위해 發行하는 것이 합리적이다. 따라서 전환사채 발행기업을 상장법인 및 상장예정 법인으로 限定시키지 말고 장외등록 법인도 포함되도록 검토 할 필요가 있다. 이때 선행조건으로 한국증권업협회의 장외거래 중개실이 활성화되어 장외등록법인의 주식 유동성이 確保되어야 할 것이다.

마. 공시체제 强化로 일반투자자들의 수요기반 擴大

공시체제 강화로 일반투자자를 중심으로 한 수요기반을 확대하는 일이 시급하다고 생각한다.

현재 증권전산의 종합정보문의 단말기를 통해 거래정보 및 패리티가격 등이 공시되고 있으나 일반인들이 보다 손쉽게 접근할 수 있도록 공시내용을 多樣化해야 하고 기관에 비해 거래정보가 빈약한 개인들을 위한 간접투자 수단을 확충하는 등 투자신탁에서 設定하는 CB펀드 규모도 더 늘려야 한다.

그리고 이밖에 發行業務를 원활히 하기 위해서 전환사채에 대해서도 한국증권금융의 인수금융지원을 許容하는 방안도 강구돼야 할 것으로 지적된다. 이와 함께 증권사들도 일반인들의 투자판단을 도울 수 있도록 이론가격모델을 開發하고 투자설명회나 직원교육 등에 적극 나서야 할 것이다.

바. 轉換請求 猶豫期間의 단축

제3장의 전환사채 발행동기 조사 결과에서 나타나듯이 대부분의 표본 기업들의 전환청구 유예기간은 6개월-12개월 너무 길다. 최근 들어

점점 짧아지고 있지만 그 기간을 더 단축시켜야 한다.

그러나 전환청구 금지기간을 발행한 이후 1년간에서 6개월로 단축한 境遇 전환사채 수요기반확충 측면에서 별다른 效果가 없다. 전환가격이 할인되어 발행되고, 할인비용이 과소평가되어 전환보상 가격에 반영되는 경우만 전환청구 금지기간의 축소가 전환사채 수요기반의 擴充에 기여하며 전환가격이 할증되어 발행되는 경우에는 그러하지 아니하다. 전환가격이 割增되어 발행되면 전환이 일어날 수 있는 시점은 주식의 배당지급일이다. 이때 주식의 배당수익율이 전환사채의 매년 이자율보다 높은 경우만 전환권이 행사될 것이다. 그러나 우리나라 주식의 배당수익율은 일반적으로 전환사채의 액면이자율보다 낮은 것이 상례이므로 전환이 일어날 가능성이 낮다. 따라서 전환가격의 할인 발행이 전환사채가격에 적절하게 반영되는 등 전환사채시장의 효율성이 제고될수록 전환청구 금지기간의 縮小는 별다른 의미가 없다.

사. 證券社의 시장조사 기능을 强化한 전환사채의 流動性 確保

전환사채 유동성을 확보하기 위하여 전환사채 매매의 거래소 시장 집중화가 施行되고 있다. 그러나 거래소 시장 집중화는 전환사채의 유동성 확보를 위한 필요조건이 아니고 더구나 충분조건도 아니다. 전환사채 매매거래의 시장집중을 통하여 公正한 가격형성이 이루어지기 위하여는 충분한 사자호가와 팔자호가가 존재하여야 하나, 전환사채의 경우 전체적인 발행물량은 물론이고 1종목당 발행물량도 보통회사채보다 적어 공정한 가격이 형성될 수 있는 충분한 호가가 存在할 수 없다. 따라서 채권전문딜러제도와 같은 시장조성인(Market Maker)이 없이 다

수의 소액투자가들의 참여를 유도할 수 없고 이는 곧 전환사채시장의 유동성이 확보될 수 없음을 의미한다. 債權은 매매속성상 장내집중거래를 반드시 필요로 하지 않기 때문에 중소기업이 발행하는 전환사채에 유동성을 부여하기 위해서는 전환사채의 매매거래를 場外에서 장내로 집중시키기 보다는 전문딜러제의 導入을 추진하는 것이 더 효과적이다.

전환사채권자가 株式으로 전환하게 되면 주식교부시기까지 최단 25일에서 50일 정도가 소요되어 투자자는 이 기간동안 주가등락으로 부터 발생하는 위험을 감수하여야 한다. 이를 방지하기 위하여 대주제도를 활용하는 방법이 施行되고 있다.

그러나 대주제도는 상장주식의 신용거래에 限定하여 운영하고 있으므로 채권시장 활성화 및 채권 전문딜러제도 도입에 대비하여 증권대차제도 導入을 검토할 필요가 있다. 다시 말해, G-30[31]및 ISSA[32]등의 국제 예탁경제 연구기관에서 1990년까지 도입시행토록 勸告하고 있고 또는 이의 시행에 장애가 되는 제도적 법적규제를 철폐토록 勸奬하고 있는 증권대차제도의 도입으로 주가등락의 위험에 대처하는 것이 대주제도 활용보다 더 바람직하다. 증권대차제도 도입의 주체로는 증권금융회사 또는 증권예탁원 등을 고려하여 볼 수 있겠으나 外國의 예 또는 우리나라 증권금융회사와 증권예탁원의 증권 대차 업무의 법률적

---

31) G-30(Group of Thirty) : 1978년 미국의 록펠러 재단이 세계 각국의 경제, 금융 전문가인 저명인사 30명을 선정하여 구성한 민간단체로서 세계공동의 이익을 위해 국제경제 및 금융과 관련된 정책방향을 설정하고 이의 달성을 위한 대안을 제시하여 왔으나 1987년 주가대폭락 사건의 영향을 받아 1989년 3월 세계각국에 예탁결제제도 개선에 관한 9개 권고사항을 발표하여 이의 시행을 촉구하고 있음.

32) ISSA(국제증권 관리자 협회) : 세계 각국의 증권관리 및 결제부문 종사자로 구성된 민간 단체로 관리 및 결제의 효율화에 기여하고자 매 2년마다 심포지움을 개최하고 있고, 현재 94개 정회원과 1,055명의 준회원이 있으며 대체결제회사와 대우증권이 정회원으로 가입하여 활동중임.

근거, 증권대차의 주체, 대출재원, 대상거래 등 여러가지 면을 상호 비교하여 볼때 증권예탁원이 主體가 되어야 할 것이다.

<표4-1> 증권금융회사와 증권예탁원의 증권대차제도 비교

구 분	증 권 금 융 회 사	증 권 예 탁 원
증권대차 업무의 법률적근거	- 증권거래법상 증권금융회사에부여(증권거래법 제 147조 제 3호)	-재무부장관으로부터 별도의 업무인가로 영위가능(증권거래법 제 173조 제 2항) -또는 증권거래법에 업무처리 근거 명시
증권대차의 주 체	-증권금융회사 0거래상대방:증권회사 또는 투자자	-증권예탁원의 예탁자 0증권예탁원은 대차의 중개만 담당 *차입자와 대여자의 대리인 가능 (쌍방대리)
대출재원	-증권금융자산 0자기보유 유가증권 또는 융자담보증권 0타금융기관으로부터의 차입	-증권예탁원에 예탁된 예탁자 소유 유가증권
대상거래	-신용거래(유통금융)위주 -일반증권대차거래	-일반증권대차거래

第 2 節　轉換社債 會計處理法上의 問題點

1. 轉換社債 會計處理法상의 問題點

국내 전환사채 회계처리법상의 問題點을 크게 두가지로 나누어 볼때 첫번째는,현행 기업회계 기준에는 전환사채의 발행 이후에 발생하는 회계적 기준에 대해서 아무런 언급이 없어 회계처리의 一貫性을 기하기가 어렵다는 점과, 둘째, 채권경과 이자의 회계시 적용하는 이율은 전환사채의 표면이율로서 전환사채의 만기상환할증금은 전혀 고려하지

않고 있다. 이는 단기적으로는 표면경과 이자의 과소계상, 장기적으로는 전환사채의 償還이 도래하는 시점이 속하는 결산기에 채권경과이자(상환할증금을 나타내는 채권상환이익 포함)의 과대계상으로 利益의 정확한 기간배분이 이루어지고 있지 않다. 따라서 이러한 現狀은 회계정보의 왜곡을 초래할 수 있다.

2. 轉換社債 會計處理法의 改善方案

국내 전환사채 회계처리법상의 개선방안을 발행회사와 증권회사의 경우로 나누어 살펴보고자 한다.

가. 발행회사의 경우

상환할증금을 지급하는 전환사채는 다음과 같이 회계처리하는 방안이 提案될 수 있다.

0 발행시

현 금	* * *	전 환 사 채	* * *
전환권조정	* * *	전환권대가	* * *
		(자본조달계정)	

0 이자 지급시

지급이자에는 만기상환시 지급하게 될 할증금을 按分 비례하여 산정하고 동 해당분을 미지급이자로 計上한다. 그리고 이자지급시까지 전환권이 행사되지 않았으므로 경과기간에 대한 전환권대가와 상대계정인 전환권조정을 반대 분계해준다.

왜냐하면 전환권대가란 전환권을 부여함에 따른 대가이므로 일정기간이 지났다면 경과 기간만큼 전환권대가를 줄여주는 것이 합리적이기 때문이다. (상환일에 가까워 질수록 전환가능성이 줄어든 것으로 본다.)

지 급 이 자	* * *	현 금	* * *
전환권대가	* * *	미지급 이자	* * *
(자본조정계정)		전환권 조정	* * *

0 전환권 행사시

전 환 사 채	* * *	자 본 금	* * *
미지급 이자	* * *	주식발행초과금	* * *
전환권 대가	* * *	전환권 조정	* * *

주) 미지급이자가 있는 경우이며, 전환권대가(또는 전환권 조정)은 잔여금액이 될 것이다.

0 상환시

전 환 사 채	* * *	현 금	* * *
지 급 이 자	* * *	전환권 조정	* * *
미지급 이자	* * *		
전환권 대가	* * *		

나. 증권회사의 경우

만기시 수령하게 되는 상환할증금을 회계기간에 적절히 配分하기 위

해서는 다음과 같이 2가지 방법이 제안될 수 있다.

0 상환할증금을 전환사채의 기간별로 배분하는 방법

이 방법에는 현행과 같이 분개된다. 다만 미수채권이자의 계산방법이 약간 달라지게된다.

미수채권이자 * * * 채권경과이자 * * *

計算) 미수채권이자=사채표면금액 x 사채표면이율 x 경과일수/365
+ 만기상환할증금 x 경과일수/365

0 parity를 이용하여 전환사채의 평가손익을 재무제표에 반영하는 방법

패리티란 주식적 측면에서 본 전환사채의 이론적 가치를 뜻한다. 따라서 전환사채의 평가손익을 재무제표에 반영한다는 것은 전환사채를 주식으로 轉換하여 시장가격으로 매각하였다고 가정하는 것을 의미한다. 만약 parity가 100% 이상이면 유가증권 매매익이 발생하고, parity가 100% 이하이면 유가증권 매매손이 발생할 것이다. 이러한 유가증권 매매손익은 실제로 발생한 것이 아니기 때문에 평가손익으로 處理한다.

원래 parity는 전환사채의 적정 투자가격을 결정하는 기준이지만,이왕에 전환사채를 보유하고 있는 증권회사의 立場에서 회계처리를 위한 기준으로 사용하고자 하는 것이다. 왜냐하면 보유 전환사채이든 시장에서 신규로 매입하고자 하는 전환사채이든 모두 parity에 의해 거래가 이루어지기 때문이다.

$$\text{패리티} = \frac{\text{주식가격}}{\text{전환가격}} \times 100\%$$

결론적으로, parity에 의한 評價를 하면 매 회계년도말에 발행이자(미수권이자포함)와 평가손익만 계상하고, 만기상환할증금은 계상하지 않아도 된다. 그리고 만기상환 할증금은 전환사채의 만기 時點에서 전환사채 상환익으로 계상한다. (이 때에는 평가손익이 없다.)

그러므로 다음과 같이 회계처리가 提案될 수 있다.

0 만기 상환시

미수채권이자	* * *	채권경과이자	* * *
전환사채평가손	* * *	전환사채	* * *

< 계 산 >

1.미수채권이자 = 사채표면금액 x 사채표면이율 x 경과일수 / 365

2.전환사채평가손익의 상대계정은 전환사채이고, 다음 영업년도 초일에 반대분개한다.

0 만기 상환시

미수채권이자	* * *	채권경과이자	* * *
전환사채	* * *	전환사채상환익	* * *

< 계 산 >

1.미수채권이자 = 사채표면금액 x 사채표면이율 x 경과일수 /365

2.전환사채상환익 = 만기할증상환금

第5章　結 論

우리나라 기업의 전환사채 발행동기를 규명하고 더불어 전환사채 시장의 문제점과 轉換社債 市場을 위시한 우리나라 자본시장의 활성화를 모색하고자 하는 것이 본 논제를 택하게 된 주된 의도이다.

우리나라의 발행동기를 분석하기 전에 외국에서의 전환사채 발행동기에 관한 이론적 연구결과를 선행연구를 토대로 종합해보면 危險에 대한 비민감성, 낮은 이자비용, 판매상의 利點, 연기된 보통주 자본조달, 대리인 문제 해결 등이다.

위의 연구결과와 우리나라 전환사채 시장의 狀況을 고려하여 작성한 설문지의 분석 結果를 살펴보면 다음과 같다.

먼저 표본기업의 전환사채 발행특성을 업종별, 발행금액 규모별, 발행이자율별, 발행 만기별로 살펴보면 다음과 같다.

業種別 발행현황을 살펴보면 전환사채를 발행한 기업의 分布와 상장법인의 업종분포가 유사하게 이루어지고 있는데, 組立金屬. 기계. 裝備製造業이 제일 높고 화학.석유 등의 순으로 나타나는데, 이는 內需보다는 輸出을 중심으로 하는 기업들이 전환사채를 많이 발행했음을 意味한다.

발행금액 규모별로 보변 10억원 이하의 비율이 74%를 차지하고 있는데, 이는 발행기업의 규모가 상대적으로 中小企業임을 의미한다. 1989년부터 대기업에서 발행한 전환사채는 500억원이 차지하는 比重이 높은데, 전환사채의 발행금액은 企業의 규모따라 달라짐을 알 수 있다.

발행이자율별 발행현황을 보면 6.0-7.0%가 79%를 차지하고 있는데, 이것은 발행 이자율이 옵션가격 決定 등 이론적인 방법에 기초하여 합

리적으로 결정되는 것이 아니라 일반적인 慣行에 따라 6-7%에서 일률적으로 결정됨을 보여준다.

발행만기별로 나눠보면 38-42개월이 6%를 차지하고 있어 이 또한 이자율과 마찬가지로 기업의 與件에 따라 결정되기보다는 일반적인 관행에 따라 決定되고 있는데, 일반사채의 만기가 3년인 것을 감안하면, 전환사채의 경우 전환사채 발행시기별로 익년부터 기산하여 3년 만기로 發行하기 때문에 대개의 경우 38-42개월에 밀집됨을 알 수 있다.

전환사채 발행동기의 분석결과를 종합해보면 다음과 같다.

우리나라 기업의 전환사채 발행의 주 動機는 일반사채보다 낮은 이자비용으로 조달가능, 주간사들이 권유한 조달방법 중 유리, 다른 조달수단 選擇시 발생할 수 있는 어려움 회피, 사채발행한도에서 除外된다는 정책적인 배려, 주식시장의 침체하에서도 발행용이의 順序로 나타나고 있다.

전환가격의 결정기준은 현재주가가 69%로 가장 많은 影響을 미치는데, 이는 상법상의 기준주가 산정에 기반을 두고 있는 우리나라 현행 전환가격 산정방법이 주원인라고 생각되며, 표면이율 결정기준도 시중금리가 54.3%인데, 이 또한 표면이율 결정당시의 시장여건 등이 包含된 시중금리에 基礎하여 주간사에서 판매가능한 수준으로 결정하기 때문이라고 판단된다.

전환사채 발행의도에 관한 측면인데 표본조사결과 우리나라의 전환사채 發行 후 주식전환 가능기간은 6개월후부터가 57%, 12개월후부터가 23%로 대부분을 차지하고 있으나 점점 짧아지는 樣相을 보이고 있으며, 실제로 주식전환 발생시기 또한 주식전환 가능시기와 비슷한 수치를 보이고 있어 대부분 주식전환 가능시기가 되면서부터 轉換이 일어났음을 알 수 있다.

또한 발행기업의 대부분은 주식전환을 期待하고 전환사채를 발행하고 그 의도 및 동기는 기업의 재무구조 개선이 55%, 주가호황예상이 26%를 나타냈다.

그리고 실제로 발생한 주식전환을 살펴보면 주식시장 沈滯로 만기까지의 보유가 더 利益이 있었던 상황을 제외하고는 70% 이상이 전환을 한 것으로 나타났다.

전환사채를 發行하여 조달한 자금의 용도에 대한 분석결과는 운영자금이 49%, 시설자금이 40%, 부채차환이 11%로써 전환사채 발행에 따른 자금의 중요한 용도는 일반기업경비, 자본적 지출, 부채차환의 順序로 나타나고 있다.

전환사채의 販賣에서 얻을 수 있는 금액과 동일한 資金을 얻기 위하여 고려한 방법은 54.3%가 주식발행, 일반사채 발행이 40%를 차지하고 있는데 이는 주식시장의 狀況과 맞물려 있는 선택방법으로서 주식시장의 호황시에는 주식발행을, 불황시에는 주식시장 沈滯로 주식발행에 의한 자본조달이 어려웠기 때문에 일반사채 발행을 통한 대체적 자본조달을 고려한 것으로 判斷된다.

회계처리 방법상의 문제점은 전환사채의 발행이후에 발생하는 회계적 기준에 대해서 아무런 言及이 없어 회계처리의 일관성을 기하기가 어렵다는 점과, 채권경과이자의 회계시 적용하는 이율은 전환사채의 표면이율로서 전환사채의 만기할증금을 전혀 고려하지 않고 있어 이익의 정확한 기간배분이 이루어지고 있지 않아서 이러한 현상은 회계정보의 歪曲을 초래할 수 있다는 단점이 있다. 그 개선 방안은 증권회사는 만기시 수령하게 되는 상환할증금을 전환사채의 기간별로 配分하는 방법과 패리티를 이용해 전환사채의 평가손익을 재무재표에 반영하는 방법이 있다. 부언하면 전환사채의 회계적인 주요 특징이 만기이전의 이자

지급시에는 일반사채보다 낮은 이율을 적용하여 불이익분을 만기 상환 시점에서 할증금이라는 이름으로 보상해 주고 있는 점임을 감안할 때 보다 正確한 기간손익 배분을 통한 회계정보의 유용성 提高를 위해서는 이에 대한 합리적인 會計處理法이 구체적으로 規程되어야 한다는 것이다.

전환사채 시장의 전반적인 問題點을 정리하면, 첫째는 발행조건 결정의 기동성 및 편의성 결여인데, 신주발행이나 일반사채 발행을 이사회의 權限으로 정한것과는 달리 전환사채의 발행은 주주의 이익침해 우려를 염려해 定款의 규정이나 주주총회의 특별 결의로써 결정토록 하고 있어 신속한 자금조달의 어려움과 편의성 결여로 전환사채 발행을 어렵게 하고 있다는 것이다. 둘째는 전환사채의 長點인 장기의 안정적인 자금조달 기능이 제대로 수행되지 못하는 原因을 제공하는 전환사채의 상환기간이 단기로 집중되어 있다는 것, 세째는 발행조건상에는 이자율, 상환기간, 청구기간 등을 자율결정을 하도록 하고 있는데, 이와 위배되는 유가증권 상장규정상의 제약, 네째 기관 투자가에게 우선 請約을 받은 이후 나머지 부분에 한해, 일반투자자에게 配定하는 잘못된 주간사회사의 사채발행 총액의 인수방식이 있으며, 다섯째, 전환사채의 다양성이 낮고, 전환사채 발행이율의 자율화가 이루어지고 있지 않다는 것 등이다. 그 외에도 우선주를 발행하는 유상증자의 境遇는 보통주의 할인률보다 낮은 가격을 적용하고 있는데, 전환사채는 무의결권 우선주로 전환할 경우에도 할인률이 너무 작다는 점과 매매기준 적정가격의 산정방법과 弘報不足, 증권전산의 호가 전달 시스템의 未完了 등이 있다.

전환사채가 기업에게 유효한 자금조달 수단 또는 일반투자자에게 기존의 증권상품과의 대체성이 없는 필요한 투자수단이 되기 위해서는

무보증 장기 전환사채의 開發이 절실히 요구된다. 먼저 만기의 장기화를 이룩하기 위해서는 전환사채의 유동성이 確保되어야 한다. 우리나라 채권의 만기가 단기인 이유는 채권의 유동성이 미흡하여 채권은 만기 전에 매매되는 商品이 아니라 사서 보유하는 상품으로 인식되어져 왔기 때문이다.

이와 같은 현상이 야기된 요인은 채권매매체결제도가 제도로 운용되지 못하는 데 있다. 공정한 價格形成과 유동성을 보장하는 채권매매체결제도가 존재하지 않아 채권투자자들은 채권을 만기전에 현금화 할 수 없고 따라서 채권투자자들은 만기가 짧은 채권만 선호한다. 거래소 집중매매 또는 전환사채 전문딜러 育成 등 여러가지 방안이 있을 수 있겠으나, 미국 등의 채권을 참고하여 볼때 채권전문딜러제도의 도입으로 채권매매제도를 整備하여야 전환사채의 유동성을 확보할 수 있고 만기의 장기화가 이룩된다.

전환사채 발행을 촉진시키기 위해서는 보증사채보다 무보증사채발행이 발행기업에 유리하도록 제도적 補完을 하여야 한다. 보증사채는 채무불이행 위험의 다소를 일률적으로 보증료를 부담하여야 하기 때문에 채무불이행 위험이 적은 우량기업은 보증료보다 싼 채무불이행 프리미엄을 支拂하는 무보증채권 발행을 보증채권발행보다 오히려 더 선호할 수 있다. 따라서 신용등급제도의 育成으로 금리의 차별화가 이루어져 무보증 전환사채 發行을 유도하여야 할 것이다.

그리고 공시체제를 강화하고 일반투자자를 中心으로한 수요기반 또한 확대해야 한다.

그러나 본 연구는 다음과 같은 세가지 한계점을 갖는다.

첫째, 본인이 논문을 시작한 해가 1994년 초반인 까닭에 전환사채 발행이 최고로 활성화된 1994년이 샘플에서 제외되어 있다.

그렇지 않았다면 Sample Size가 더 커질뿐만 아니라 최근 정보를 좀 더 많이 포함할 수 있었을 것이다.

둘째, 설문지 작성시에 우리 나라의 발행동기 뿐만 아니라, 실제 접하고 있는 문제점과 개선방안을 조사해서 실무자들이 구두로 표현했던 사항을 정리했던 과정을 발행동기에서와 같이 분석을 했더라면 실무상의 어려움과 개선방안이 도표화되어 정리되었을 것이다.

셋째, 설문지에는 여러가지 충분히 반영되어 있지만, 우리나라 전환사채시장과, 미국, 일본 등을 포함한 외국의 전환사채 시장의 발행조건 및 가격 결정 등에서 차이가 있다는 점이다.

향후 이 분야에 대한 과제는 본 논문에서 제시한 문제점이 계속 보완되어가면서 파생적으로 발생되는 문제점에 대한 현실적인 개선 방안을 연구, 제시해 나가는 노력이 필요하다고 생각한다.

參 考 文 獻

강병호.김석용.이종연, 재무관리론, 무역경영사, 1993.

강신성, 자본구조의 변화가 기업가치에 미치는 영향에 관한 연구, 1990.(전환사채, 유상증자, 일반사채의 비교를 중심으로)

김도성, 전환사채에 관한 회계처리 및 세무조정 방안, 1992. 5.

김현재, 전환사채 시장의 활성화 방안 연구, 1989. 12.

김호성, 채권투자 실무와 이론, 1992. 5.

나인철, 우리나라의 전환사채 처리법에 관한 연구, 1991. 12.

남상구, 투자론, 태진출판사, 1992. 8.

남상우.엄봉성.최범수.김동원.미상기.윤계섭.최운열,자본시장개방의 추진방안, 한국개발연구원, 1991. 3, p.135.

박정식, 현대투자론, 다산출판사, 1992. 7.

방형식, 우리나라 전환사채 시장의 현황과 육성방안, 1991. 6.

오순이, 우리나라 자본시장 개선방안에 관한 연구, 1988.

우영호, "국내 轉換社債 市場의 정비방안",증권 (1993.12), pp 5-25.

이규홍, 자본구조 변화 공시의 주가 반응에 관한 실증적 연구, 1990. 8.

이상빈 및 손규현, "수치해석에 의한 轉換社債의 가격결정",증권학회지, 제11집, 1989, pp 169-197.

이성민,우리나라 CB의 전환청구권 가치에 대한 연구, 국민은행 조사월보, 1990. 5.

이승주, 주당이익의 희석화에 관한 연구, 1992. 11
(유상증자, 우선주, 전환사채를 중심으로)
이필상 外 3인, 투자론, 법문사, 1889. 9.
윤계섭 외 19인, "증권 정책의 중장기 계획-신경제 5개년 계획의 실천방안", 한국증권학회, 1993. 2.
장영광, 현대투자론, 신영사, 1993.
지청.조담, 투자론, 무역경영사, 1992.
럭키증권, 채권투자실무와 이론, 1990.
상장회사협회, 「춘계호」, 1994. 2.
전환사채 발행사 LIST, 증권거래소, 1988-1993.
조사월보, 증권감독원, 1994.
채권월보, 산업증권, 1993-1994.
한국경제신문, 1993년 9월 25일자.
한국증권거래소 채권부, "轉換社債市場 정비방안 설명자료", 한국증권거래소, 1994. 2.
회사채 발행실무, 동양증권, 1994년 개정판.
Barnea, A., R.A.Haugen, and L.W.Senbet, "An Equilibrium Analysis of Debt Financing under Costly Tax Arbitrage and Agency Problems,"Journal of Finance(1981), pp.569-581.
Barnea, A., R.A. Haugen, and L.W.Senbet, Agency Problems and Financial Contracting, Prentice-Hall, 1985.
Brennan, M. and E. Schwartz,"Analyzing Convertible Bonds," Journal of Applied Corporate Finance(1988), pp.55-64.

Brigham,E.F., "An Analysis of Convertible Debentures : Theory and Some Empirical Evidence,"Journal of Finance(1966).

Brigham, E.F., Fundamentals of Financial Management,The Dryden Press, 1986.

Copeland, T.E. and J.F. Weston, Financial Theory and Corporate Policy,Adison Wesley, 1983, pp 420-423.

Galai, D.and M.I. Schneller,"Pricing of Warrants and the Value of the Firm," Journal of Finance(1978).

Green, R.C., "Investment Incentives, Debt, and Warrants," Journal of Financial Economics(1984), pp.115-136.

Hoffmeister, J.R., "Use of Convertible Debt in the Early 1970s : A Revalution of Corporate Motives, " Quarterly Review of Economics and Business(1977).

Michael, S.L. and E.S. Stephan, "Participation Financing : A Comparison of the Characteristics of Convertible Debt and Straight Bonds Issued in Conjuction with Warrants, "Financial Management(Autumn 1990), pp. 23-24.

Ross,S.A., R.W.Westerfield, and J.F. Jaffe, Corporate Finance, Irwin, 1990.

Stein, J.C., "Convertible Bonds as Backdoor Equity Financing," Journal of Financial Economics(1992), pp.3-21.

- Abstract -

A Study on Issuing Convertible Bonds, Motives, Problems and Improvement Plans.

Convertible bonds issue has increased in Korea since 1987.

After the latter half of 1993, and the terms of issue such as face interest rate, guaranteed annual earning rate, etc. have been diversified depending on issuing comanies.

In spite of such boom, studies of convertible bonds have mostly focused on pricing decision of convertible bonds and effects of convertible bond issue on stock price, whereas motives of issue, i.e. why enterprises issue convertible bonds, have rarely been researched.

Therefore this study intends to present problems and improvement planes through the motive analysis.

Sample inclndes Korean enterprises that issued convertible bonds between 1989-1993, inclnding 192 firms. When dishonord names, controlled names, unlisted companies, and repeated companies were exuded from the above 192, 105 businesses remain to be the sample.

This thesis aims at activation of the convertible bond market in the country by examining motives of issue, pointing out actual problems, and presenting improvement plans in consideration of the present state and real circumstances in Korea. The results of a questionnaire posed can be arranged as follows:

Enterprises issuing convertible bonds are distributed over such

fields as combined metals, machinery, equipment production, chemicals, petroleum, etc., and tend to be relatively smaller in scale.

The prevalent rate of interest is 6-7%, which is a phenomenon taking place as the rate is uniformly fixed according to feneral commercial usage. The due date is also determined in accordance with usage rather than by the circumstances of each company, con-centrating on 38-42 months.

The main motives of issue are the interest cost of convertible bonds lower than that of general bonds, the most favorable means of those recommended by agents, avoidance of difficulties that may arise from other means, exclusion from the limit of bond issue, all of which appear in the same order.

The conversion price is fixed on the basis of the current stock price by 69%, while the face interest is fixed on the bases of the market rate by 54%, 80% of the conversion period is 6-12 months after issue of convertible bonds. In reality stocks as a result of conversion were issued at a similar period,showing that conversion took place from the beginning of the conversion period in most enterprises.

It was found that most companies issued convertible bonds in expectation of conversion into stocks, intending to improve their financial structure and anticipating a rise in the stock price. In effect more than 70% of convertible bonds proved to be converted into stocks.

Raised through issue of convertible bonds were working and facility funds. Other means considered to get an equal amount of

money were in the order of issue of stocks and ordinary bonds.

Induced from the results of the foregoing quwstionaire are such overall problems in the convertible bond market as the short term of redemption, rigidity in deciding on conditions of issue, the total undertaking system of agencies, restrictions in the security market, etc. despite self-regulation of condition, counterplans against which are reduction of forbearance of conversion, activation of nonguaranteed convertible bonds, extension of the due date, liquidity of convertible bonds with security companies function of market research strengthened, calculation of the conversion price, reinforcement of the public announcement system, and other improvement of issue conditions.

Problems in the system of accounting treatment are that accounting treatment lacks consistency, and that incorrect allocation of a profit ot a term distorts accounting information, countermeasures against which are to allocate redemption premium to be received by a security company when bonds mature to each term of convertible bonds, and to reflect evaluated profit and loss of convertible bonds in the financial statements by using parity.

This dissertation is composed of the foregoing, and the consensus of clerks in charge who cooperated with the present writer is that entire capital market including the convertible bond market is too backward, on which we agree. It is a problems left to us to make a continuous and systematic study of such field for the development of the capital market in the country.

<附錄>

안녕하세요 ?

저는 한성대학교 대학원 경영학과(증권.보험 전공) 석사과정에 재학중인 유 현 입니다.

본 설문지는 전환사채의 사용동기에 관한 실증연구 자료로 활용하기 위해 작성된 것입니다.

응답해 주시는 설문내용은 연구결과에 중요한 영향을 미치게 되므로 바쁘시더라도 시간을 내주셔서 협조해 주시면 감사하겠습니다.

응답해 주신 내용들은 저의 연구에 귀중한 자료로만 이용할 것을 약속드리며 응답자 여러분의 건강과 행운을 빕니다.

한성대학교 대학원 경영학과

유 현 드 림.

* 귀사에서 전환사채를 사용하기로 결정하는데 있어서 중요한 영향을 미친 동기에 대한 질문입니다.

	매우 중요	다소 중요	보통이다	중요치 않음	매우 중요치 않음
1. 상법상의 사채발행한도에서 제외된다는 정책적인 배려가 있기 때문이다.	(5)	(4)	(3)	(2)	(1)
2. 기관투자가들이 간접적인 투자수단으로 전환사채를 선호하기 때문이다.	(5)	(4)	(3)	(2)	(1)
3. 주간사회사들이 권유한 자본조달방법 중 유리하기 때문이다.	(5)	(4)	(3)	(2)	(1)
4. 직접적인 배당압력을 회피할 수 있는 보통주발행의 연기수단이기 때문이다.	(5)	(4)	(3)	(2)	(1)
5. 일반사채보다 낮은 이자비용을 이용할 수 있기 때문이다.	(5)	(4)	(3)	(2)	(1)
6. 주식시장의 침체하에서도 발행이 용이하기 때문이다.	(5)	(4)	(3)	(2)	(1)
7. 다른 자본조달방법을 선택하는 경우에 발생할 수 있는 소화의 어려움을 회피하는데 도움이 되기 때문이다.	(5)	(4)	(3)	(2)	(1)
8. 사채권자와 주주간에 발생할 수 있는 대리인문제를 해결하는데 도움이 되기 때문이다.	(5)	(4)	(3)	(2)	(1)

9. 전환사채가 발행기업의 위험에
상대적으로 덜 민감하기 때문이다.
(5) (4) (3) (2) (1)

10. 유상증자보다 기업의 재무구조개
선에 유리하기 때문이다. (5) (4) (3) (2) (1)

* 전환사채를 발행하는 과정에서의 그 결정사항에 관한 질문입니다.

11. 전환가격을 결정할 때 무엇이 기준이 되었습니까?
1)현재주가
2)미래주가
3)이자율
4)기타의 기준을 간략하게 적어 주십시요.
( )
12. 표면이율의 결정기준은 무엇이었습니까? (ex)시중금리, 전환가격 etc..)
그 이유 및 동기에 대해 간략하게 적어주십시요.
(결정기준:)
(이유 및 동기:)

13. 주식발행 후 얼마후부터 주식전환이 가능케 했습니까?
처음 주식전환은 얼마후에 일어났습니까?

14. 전환사채발행당시 주식전환을 기대했습니까?
아니면 만기까지 갖고 있을 것으로 생각했습니까?

15. 전환을 기대했다면 그 의도는 무엇이었으며 실제로는 얼마만큼 했습니까?
(%)
(의도: %)
16. 만기까지 갖고 있을 것으로 생각했다면 그 이유는 무엇입니까?
(이유:)
실제로는 얼마만큼 남았으며 (%), 그 이유는 무엇입니까?
(%, 이유:)
17. 전환당시의 주가는 얼마였으며, 만기일 당시의 주가는 얼마였습니까?
(전환당시의 주가: , 만기일당시의 주가:)

* 전환사채를 이용해 조달한 자금의 용도에 대한 질문입니다.

18. 전환사채를 이용해 조달한 자금의 용도는 무엇입니까?

1)부채차환

2)시설자금

3)운영자금

4)기타의 용도는 간략하게 적어주십시요.

( )

* 대체적인 자본조달방법에 대한 질문입니다.

19. 전환사채를 사용하기로 결정하면서 전환사채의 판매에서 얻을 수 있는 금액과 동일한 금액을 얻기 위하여 고려한 방법은 무엇입니까?

1)주식발행

2)일반사채발행

3)기타의 방법은 간략하게 적어주십시요.

( )

< 표본기업 105개사 LIST >

종 목	발행금액(억)	표면이율 (만기수익률)	전환가격	만 기	발행일
아시아자동차	100	6.0 (11.0 %)	25,000	46개월	89. 3.11
대우통신	200	7.0 (12.5 %)	21,600	45개월	89. 3.27
대원전선	40	7.0 (12.5 %)	15,500	43개월	89. 4. 3
삼 미	300	7.0 (12.0 %)	21,400	44개월	89. 4. 3
대 우	500	7.0 (12.5 %)	29,000	44개월	89. 4.10
한국컴퓨터	20	7.0 (12.5 %)	30,100	44개월	89. 4.10
중원전자	30	7.0 (12.5 %)	24,500	44개월	89. 4.10
대우전자	500	7.0 (12.5 %)	20,400	44개월	89. 4.13
서 통	50	7.0 (12.5 %)	19,370	44개월	89. 4.14
동국무역	100	7.0 (11.0 %)	20,700	43개월	89. 5. 2
삼미특수강	200	6.0 (12.0 %)	26,200	43개월	89. 5. 6
유 공	500	6.0 (12.5 %)	26,200	43개월	89. 5.10
금 성 사	400	7.0 (12.5 %)	21,300	43개월	89. 5.15
제철화학	150	7.0 (12.5 %)	23,100	42개월	89. 5.18
아남전기	70	7.2 (12.0 %)	17,700	42개월	89. 5.22
성신양회	100	6.0 (11.0 %)	25,600	42개월	89. 5.23
쌍용정유	500	6.0 (10.0 %)	25,700	42개월	89. 5.29
현대자동차	500	7.0 (12.5 %)	26,500	42개월	89. 6. 2
코 오 롱	200	7.0 (12.5 %)	33,500	42개월	89. 6.12
고려합성	100	7.0 (12.5 %)	13,800	42개월	89. 6.15
선경인더스트	200	7.0 (11.0 %)	20,000	41개월	89. 5.16
삼 양 사	100	7.0 (12.5 %)	20,800	41개월	89. 6.20
고려프리머	20	7.5 (12.5 %)	17,40	41개월	89. 6.20
크라운제과	30	7.0 (12.5 %)	18,100	41개월	89. 6.23

삼부토건	120	7.0 (12.0 %)	25,700	41개월	89. 6.29
삼　　풍	30	7.0 (12.5 %)	17,200	41개월	89. 6.29
조선맥주	100	7.0 (12.5 %)	16,600	41개월	89. 7. 3
천광산업	20	7.5 (13.0 %)	19,000	41개월	89. 7. 3
아남산업	200	6.5 (12.5 %)	19,200	41개월	89. 7.11
한남화학	150	7.0 (12.5 %)	17,000	41개월	89. 7.12
서울식품공업	34	8.0 (12.6 %)	15,300	41개월	89. 7.14
로케트전기	50	7.0 (12.5 %)	16,153	40개월	89. 7.18
건설화학	40	7.0 (12.5 %)	28,100	41개월	89. 7.18
동부제강	150	7.0 (12.5 %)	22,210	40개월	89. 7.20
현대건설	500	7.0 (12.5 %)	22,000	40개월	89. 7.24
삼익악기	100	6.0 (12.9 %)	30,000	40개월	89. 7.27
경인에너지	300	7.0 (12.5 %)	19,500	40개월	89. 8. 4
미　　원	15	7.0 (12.5 %)	17,100	40개월	89. 8. 8
삼협개발	100	7.0 (12.8 %)	23,500	40개월	89. 8. 9
세방기업	50	7.0 (12.5 %)	21,400	40개월	89. 8.15
일양약품	50	7.0 (12.5 %)	19,000	42개월	89. 9.28
미원식품	70	7.0 (12.5 %)	18,700	40개월	89. 9. 5
화성산업	50	7.0 (12.5 %)	20,900	39개월	89. 9. 5
한양화학	200	7.0 (12.5 %)	19,800	39개월	89. 9. 6
삼화전기	50	7.0 (12.5 %)	35,530	38개월	89. 9.21
서　　광	60	7.0 (12.5 %)	16,400	38개월	89. 9.28
대우중공업	400	6.0 (12.5 %)	23,000	38개월	89 .9.28
신화건설	100	7.0 (12.5 %)	22,300	39개월	89.10.13
한일합성공업	300	7.0 (12.5 %)	17,100	41개월	89.10.17
건　　영	100	7.2 (12.5 %)	21,130	38개월	89.10.30
내외반도체	20	7.0 (12.5 %)	22,500	38개월	89.11.10

태흥피혁	15	7.5 %	15,200	37개월	89.11.17
보해양조	50	7.0 %	14,300	37개월	89.11.20
선일포도당	30	7.0 (12.5 %)	14,000	43개월	89.12.11
동양기전	50	7.0 (12.0 %)	25,900	36개월	89.12.15
해태제과	100	7.0 (12.5 %)	14,100	41개월	89.12.22
동부건설	100	7.0 (12.5 %)	20,100	36개월	90. 1.19
강원산업	200	7.0 (12.5 %)	17,000	41개월	90. 2. 9
현대금속	50	7.0 (12.5 %)	18,600	46개월	90. 2.23
삼성종합건설	300	7.0 (12.5 %)	24,000	46개월	90. 3.12
경남모직	100	7.0 (12.5 %)	19,400	45개월	90. 3.27
부 흥	35	6.5 (13.0 %)	10,800	44개월	90. 5. 1
이수화학	100	6.5 (12.5 %)	13,400	42개월	90. 7. 6
한신공영	200	7.0 (13.0 %)	13,000	41개월	90. 7.18
삼보컴퓨터	100	7.0 (12.5 %)	34,500	41개월	90. 7.26
삼성전자	300	7.0 (13.0 %)	29,600	41개월	90. 7.27
제일제당	200	7.0 (12.0 %)	19,800	41개월	90. 7.30
인 켈	150	7.0 (14.5 %)	18,200	40개월	90. 9. 3
아남전자	80	9.0 (14.5 %)	17,000	37개월	90.11.16
청화상공	20	7.0 (14.5 %)	8,740	37개월	90.12.12
공성통신전자	48	9.0 (15.5 %)	13,800	36개월	90.12.26
현대차서비스	300	7.0 (14.5 %)	20,900	48개월	91. 1.11
동부화학	50	9.0 (15.0 %)	9,500	44개월	91. 4.23
세일중공업	100	8.5 (15.5 %)	8,600	44개월	91. 5. 3
대한알루미늄	40	7.0 (14.5 %)	14,400	43개월	91. 5.23
일성종합건설	50	9.0 (15.5 %)	12,600	43개월	91. 5.27
해태전자	50	7.0 (16.0 %)	18,500	41개월	91. 7.29
경인전자	40	8.5 (15.5 %)	16,500	41개월	91. 7.31
동성철강	30	8.5 (16.0 %)	12,500	44개월	91. 8.13

승리기계제작	50	8.5 (15.5 *)	13,410	40개월	91. 9.12
한국마벨	10	8.0 (15.5 *)	12,600	38개월	91.11. 6
기아특수강철	50	7.0 (12.5 *)	12,750	38개월	91.11.11
한일철강	50	8.0 (15.5 *)	13,400	38개월	91.11.15
코오롱상사	50	7.0 (16.0 *)	13,500	38개월	91.11.15
쌍용중공업	120	7.0 (16.0 *)	10,100	45개월	92. 4.10
대창단조	20	8.0 (15.5 *)	18,200	43개월	92. 5.28
율촌화학	70	8.0 (16.0 *)	20,200	41개월	92. 7.24
동아제약	100	7.0 (15.5 *)	10,800	40개월	92. 8.28
남 성	80	7.0 (15.0 *)	13,500	40개월	92.12.31
쌍용자동차	500	6.5 (13.5 *)	10,710	36개월	92.12.31
금 경	10	7.0 (12.5 *)	9,100	44개월	93. 5.14
진 웅	50	8.0 (10.5 *)	13,500	43개월	93. 6. 3
대 현	30	7.0 (10.5 *)	21,800	41개월	93. 7.19
한솔제지	200	4.5 (11.0 *)	25,700	41개월	93. 7.28
신 원	100	6.0 (9.0 *)	19,200	41개월	93. 8.14
동양철관	40	6.0 (11.0 *)	30,100	40개월	93. 9. 2
진 도	40	7.0 (12.0 *)	10,900	40개월	93. 9. 6
한보철강	400	7.0 (13.5 *)	8,700	52개월	93. 9. 9
동신제지	50	7.0 (12.8 *)	8,000	46개월	93. 9.24
대호건설	50	8.0 (12.0 *)	11,600	39개월	93.10.20
세 풍	100	7.0 (11.0 *)	8,100	39개월	93.10.22
미 도 파	19	7.5 (12.0 *)	12,900	45개월	93.10.25
진로식품	50	7.0 (12.0 *)	8,800	38개월	93.11. 5
동양화학	50	7.0 (11.0 *)	21,600	36개월	93.12.22
영진약품	45	8.0 (12.0 *)	11,000	36개월	93.12.23