

## Governance Opinion

<바이 바이 워런트>

**신** 주인수권부사채(BW)는 사채권자에게 사채 발행 이후에 기채회사가 신주를 발행하는 경우 미리 약정된 가격에 따라 일정한 수의 신주 인수를 청구할 수 있는 권리가 부여된 사채이다. 그러므로 사채권자는 보통사채의 경우와 마찬가지로 일정한 이자를 받으면서 만기에 사채금액을 상환 받을 수 있으며, 동시에 자신에게 부여된 신주인수권을 가지고 주식 가격이 발행가액보다 높을 경우 회사에 신주의 발행을 청구할 수 있다.

투자자 입장에서는 이자 수익과 함께 투자 수익을 기대할 수 있으며, 회사 입장에서도 투자 수요를 유발시켜 자금 조달을 촉진시킬 수 있으며, 신주인수권에 대한 대가로 저리의 사채를 모집할 수 있고 신주인수권이 행사될 경우 추가 자금이 납입되어 자금조달을 도모할 수 있는 이점이 있다.

그리고 신주인수권부사채는 발행 형태에 따라 사채와 신주인수권을 분리하여 양도할 수 있는 분리형과 결합해서만 양도할 수 있는 비분리형으로 구분되며 현실적으로는 보다 유연하게 활용할 수 있는 분리형 신주인수권부사채가 많이 사용되고 있다.

그런데 1999년 1월부터 발행이 허용된 분리형 신주인수권부사채가 2013년 8월 말 자본시장법 개정안 시행에 따라 금지될 예정이다. 그 동안 신주인수권이 오너 일가가 지분을 확보하거나 상속 및 증여의 수단으로 악용되고 있다는 지적에 따른 것이다.

분리형 신주인수권부사채의 발행 금지가 임박하자 기업들의 분리형 신주인수권부사채 발행이 줄을 잇고 있다. 유동자금 조달과 지분 확보라는 두 마리 토끼를 잡을 수 있는 분리형 신주인수권부사채 발행의 막차를 놓치지 않기 위해서다.

### **분리형 신주인수권부사채 막차를 타라!**

2013년 1월부터 7월 25일까지 신주인수권부사채를 발행하거나 발행을 결정한 사례는 상장회사 기준으로 모두 140개 회사에서 187건에 달하며, 총 모집한 금액은 1조 8,705억 원에 달한다.

구분	건수	기업수	모집 금액 (원)
유가증권시장	38	31	684,498,000,000
코스닥시장	149	109	1,186,013,200,000
<b>합계</b>	<b>187</b>	<b>140</b>	<b>1,870,511,200,000</b>

※ 대상 : 2013.01.01 ~ 2013.07.25까지 신주인수권부사채 발행을 결의한 상장회사

그리고 신주인수권부사채 발행을 통해 모집한 자금의 주된 사용 목적은 운영자금이 압도적으로 많았으며, 그 다음으로 시설자금과 기타자금, 타법인 취득 자금 순이었다.

구분	모집 금액 (원)	비율 (%)
시설자금	272,430,000,000	14.6
운영자금	1,347,537,704,000	72.0
타법인 취득자금	90,370,000,000	4.8
기타자금	160,173,496,000	8.6
<b>합계</b>	<b>1,870,511,200,000</b>	<b>100.0</b>

이처럼 최근 신주인수권부사채 발행은 유가증권시장 상장기업보다는 저리의 자금 모집에 대한 욕구가 좀 더 강한 코스닥시장을 중심으로 이루어졌으며, 모집된 자금은 타법인 취득이나 시설 확충과 같이 분명한 목적성을 가진 자금보다는 두루 활용이 가능한 운영자금 중심으로 이루어졌음을 확인할 수 있다.

그리고 사채에 대한 표면 이자율의 평균은 1.8%, 그리고 만기 이자율의 평균은 4.2% 수준으로 나타났다. 표면 이자율과 만기 이자율 모두 0%로 발행한 회사도 7개에 달했다. 신주인수권부사채의 경우 투자자들이 채권 이자보다 신주인수권 취득을 통한 투자 이익에 좀 더 무게를 두는 경향이 있어 상대적으로 저렴한 이자로 자금을 조달할 수 있기 때문이다.

또 자금 모집 형태의 경우 총 187건 가운데 공모를 통한 모집이 10건이며, 나머지 177건은 사모를 통한 모집인 것으로 드러났다.

구분	유가증권시장	코스닥시장	합계	금액 (원)
공모	5	5	10	422,348,000,000
사모	33	144	177	1,448,163,200,000
<b>합계</b>	<b>38</b>	<b>149</b>	<b>187</b>	<b>1,870,511,200,000</b>

이처럼 공모의 경우 유가증권시장과 코스닥 시장의 비율이 5:5인 반면, 사모의 경우 33:144로 압도적

으로 코스닥 시장의 비율이 높은 것을 알 수 있다.

### 사채보다 신주인수권!

2013년 1월 1일부터 2013년 7월 25일까지 신주인수권부사채 발행을 결의하거나 발행되어 총 모집된 금액은 1조 8,705억 원이며, 그 중 신주인수권 매각은 총 5,765억 원이다. 이는 전체 발행 금액의 약 30.8% 수준이다. 하지만 전체 모집 금액 가운데 사모를 통해 모집된 금액을 기준으로 하면 신주인수권 매각 비율은 39.8%에 달한다. 그리고 신주인수권을 분리 매각하기로 결정한 1조 155억 원을 기준으로 할 경우 신주인수권 매각 비율은 전체 모집금액의 절반이 넘는 56.8%까지 올라간다.

구분	신주인수권	건수	모집금액	매각금액	비율
공모	비매각	10	422,348,000,000	-	-
	매각	-	-	-	-
소계		10	422,348,000,000	-	-
사모	비매각	64	432,613,200,000	-	-
	매각	113	1,015,550,000,000	576,505,000,000	56.8%
소계		177	1,448,163,200,000	576,505,000,000	39.8%
합계		187	1,870,511,200,000	576,505,000,000	30.8%

※ 비율 = (매각금액)/(모집금액)

이들 회사들이 신주인수권부사채 발행을 통해 모집한 1조 8,705억 원은 대상 기업들의 전체 시가총액의 21.42%에 달하는 상당한 수준이다. 이렇게 조달된 자금 가운데 5,765억 원의 신주인수권은 분리되어 매각되었으며, 분리된 신주인수권을 매수한 주체는 대부분이 최대주주 및 그 특수관계인이다.

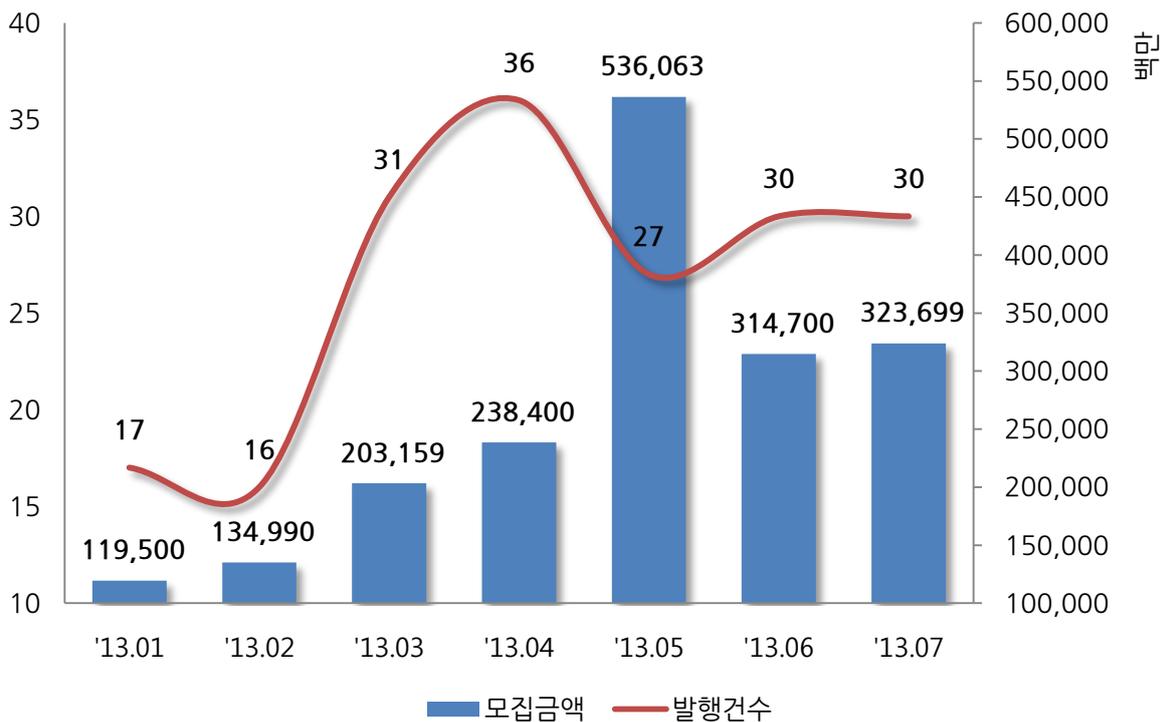
대상 기업들의 2013년 1분기 말 기준 평균 최대주주 지분율은 약 28.91% 수준이다. 전체 신주인수권부사채 발행 금액 가운데 30.8%의 신주인수권이 분리 매각되었으며, 신주인수권부사채 발행 금액은 전체 시가 총액의 21.42% 수준이고, 분리 매각된 신주인수권이 최대주주 및 그 특수관계인에게 귀속되었다고 했을 때, 최대주주의 지분율이 약 6.6% 상승하는 효과가 발생하게 된다. 그렇게 되면 최대주주 지분율은 28.91%에서 약 35.51%로 상승하게 된다. 최대주주가 35.51%의 지분을 확보하는 경우 최고 의사결정 기관인 주주총회에서 사실상 막강한 지배력을 행사하게 된다. 적대적 경영권 분쟁 상황에서 주로 다뤄지는 정관의 변경이나 이사의 해임과 같은 의안들은 대부분 특별결의이고, 특별결의는 출석한 주주의 의결권의 3분의 2이상의 수와 발행주식총수의 3분의 1이상의 수가 찬성해야만 가결되기 때문이다. 그러므로 경영권을 확보하고 있는 최대주주는 전체 발행 주식 총수의 3분의 1이상이면 35.51%의 지분을 확보하게 될 경우 이러한 의안들에서 경영권을 안정적으로 방어할 수 있는 것이다.

대상기업들은 명목상 운영자금 등의 조달 목적으로 신주인수권부사채를 발행했다. 하지만 실제로 이들 회사들의 유동자산 상태를 고려하면 운영자금 등의 조달이라는 구실이 다소 공색하게 느껴진다.

(단위 : 천원)

평균 유동자산	평균 자산총액	비율	평균 유동부채	유동비율
87,387,894	234,645,219	45.1%	100,538,708	220.5%

이들 회사들의 평균 유동자산 규모는 약 874억 원으로 평균 자산총액의 45.1%를 차지하고 있다. 그리고 이들 회사들의 평균 유동부채는 1,005억 원 수준이며 평균 유동비율은 220.5%에 달한다. 물론 저리로 자금을 조달할 수 있는 기회가 있다면 기업 입장에서 미리 유동성을 확보해 놓는 것도 유효한 자금 조달 전략이지만, 분리형 신주인수권부사채 폐지에 임박해서 신주인수권부사채를 발행한 의도에 대해서는 자금 조달의 목적보다는 신주인수권 확보를 위한 것이 아니었나 하는 의구심을 갖게 한다.



※ 월별 분류는 신주인수권부사채 발행을 이사회에서 결의한 날을 기준으로 하였음

그리고 2013년 1월부터 월별 발행 추이를 보더라도 분리형 신주인수권부사채 발행 폐지가 임박할수록 발행이 잦아짐을 알 수 있다. 모집 금액이나 발행건수 모두 1월과 2월에 비해 3월부터 급격하게 증가하고 있는 추세를 보이고 있다. 이를 보더라도 최근 신주인수권부사채 발행 러쉬가 자금 조달의 목적보다는 분리형 신주인수권부사채 폐지 전에 신주인수권을 확보하기 위함이라는, 충분히 합리적인 의심을

할 수 있는 것이다.

### 분리형 신주인수권부사채 폐지와 거버넌스(Governance)

오는 8월 말로 분리형 신주인수권부사채 폐지에 따라 더 이상 기업들은 분리형 신주인수권부사채를 통한 자금 조달이 어려워지게 되었다. 분리형 신주인수권부사채의 경우 사채를 통한 이자수익 뿐만 아니라 신주인수권 매각에 따른 수익, 그리고 신주인수권을 주식으로 전환하여 취득할 수 있는 투자 수익까지 갖고 있어 상당히 매력적인 투자처임에 분명하다. 그렇기 때문에 급박한 자금의 조달이나 저리로 자금을 융통함에 있어서 상당히 애용되어 왔다. 그래서 분리형 신주인수권부사채 금지에 대해 기업들의 불멘 소리가 이어지고 있는 것이다.

하지만 분리형 신주인수권부사채가 그 동안 기업의 거버넌스 측면에서 여러모로 악용되어 온 사례가 많은 것 또한 사실이다.

흔히 문제가 되는 것이 기존 경영권 공고화 혹은 세습의 수단으로 분리형 신주인수권부사채가 자주 활용되어 온 것이다. 주식을 장내에서 매수하거나 증여 및 상속을 통한 방법보다 신주인수권을 통해 지분을 확보하는 방법이 훨씬 더 편리하고 용이하기 때문이다. 신주인수권의 경우 리픽싱(refixing)이라고 해서 행사가액이 주가의 변동에 따라 조정이 된다. 신주인수권부사채 발행 시점에 신주인수권의 행사가액이 결정되지만 이후 주가가 하락할 경우 주가 하락에 맞춰 신주인수권의 행사가액도 함께 조정함으로써 투자자의 이익을 보장해 주는 것이다. 그래서 이러한 리픽싱을 악용해 주가가 하락하여 신주인수권 행사가격이 조정되면 신주인수권을 행사해 저가에 지분을 다량 확보하는 일들이 빈번하게 발생하였던 것이다.

뿐만 아니라 과도한 신주인수권의 존재는 잠재 주식수를 확대시킴으로써 투자자의 리스크를 증가시키기도 한다. 즉, 주가가 상승할 경우 신주인수권이 대량으로 행사되어 신주가 발행될 경우 유통 주식수가 급격히 증가하여 주가의 상승을 저해할 수 있는 것이다. 그리고 과도한 자기주식과 신주인수권과 같이 잠재된 주식은 주당 가치를 희석시킬 수 있으므로 주가에는 부정적인 영향을 미치게 된다. 그렇기 때문에 주주가치 보호를 위해 신주인수권을 보유하고 있는 최대주주나 경영권자가 신주인수권을 소각하기도 하는 것이다.

아울러 신주인수권이 경영권 분쟁에 사용되는 경우도 많았다. 분리된 신주인수권을 최대주주나 경영권자가 보유하고 있지 않은 경우에는 실제로 분리된 신주인수권의 소유자를 확인할 수 있는 방법이 많지 않다. 그렇기 때문에 적대적 경영권 분쟁의 상황에서 사전에 신주인수권을 확보해 대량으로 지분을 확보하여 경영권을 위협하는 경우도 종종 발생하는 것이다. 장내에서 지분을 매집하는 경우에는 충분히

사전에 경영권자가 이를 인지할 수 있으나 신주인수권을 통해 단기간에 지분을 확보하는 경우에는 이를 인지하기 어렵기 때문이다.

기업의 지배구조와 기업 가치는 불가분의 관계이다. 적절한 자금의 조달은 기업의 혈류와 같아서 기업을 살아 숨쉬게 하고 건강하게 성장하게 한다. 그러한 측면에서 본다면 용이한 자금 조달 수단인 분리형 신주인수권부사채의 발행 금지는 일정 부분 기업 경영에 있어서 충격을 줄 수 있다. 하지만 왜곡된 지배구조는 궁극적으로 기업 가치를 악화시키고 좀먹게 된다. 신주인수권부사채의 발행이 본디 목적에서 벗어나 특정 주주, 그리고 경영권자의 이익을 위해 사용된다면 이는 필히 기업 가치를 쇠약하게 만드는 나쁜 피가 될 수밖에 없다.