

전환사채 콜옵션 회계처리에 대한 사례연구

최 성 호*

강 유 정**

전환사채 발행시에 투자자에게 콜옵션을 부여한 경우가 많아졌다. 2020년 기준으로는 전체 전환사채 발행중 약 87%가 콜옵션 조항을 발행조건에 포함하고 있다(금융위원회 2021). 전환사채의 콜옵션은 투자자에게도 부여되지만 최근에는 발행시점 이후에 제3자를 지정하여 부여되기도 한다. 제3자는 대부분 최대주주 및 특수관계인이다.

그동안 실무에서는 전환사채의 콜옵션을 제3자에게 지정시 콜옵션을 내재파생상품의 양도로 보고 관련손익을 영업외손익으로 분류해왔다. 본 연구의 사례기업인 파수(Fasoo)도 실무에서 적용해오던 방식대로 회계처리하여 잠정실적을 보고하였다. 하지만 그 이후 금융감독원에 해당 사안에 대해 비공개 질의 회신한 결과, 금융감독원은 회사의 임직원 및 우리사주조합에 전환사채 콜옵션을 지정한 것은 스톡옵션(Stock Option)과 경제적 실질이 동일하기 때문에 콜옵션 지정시 주식기준보상 회계기준을 적용하는 것이 적합하다는 의견을 제시하였다. 따라서 파수는 금융감독원의 의견대로 전환사채 콜옵션을 임직원 및 우리사주조합에 지정한 시점에 주식기준보상을 적용한 결과 영업이익과 당기순이익이 큰 폭으로 감소하였다. 그 결과 파수는 흑자기업에서 적자기업으로 전환되었다.

본 사례연구는 콜옵션의 지정 대상이 누구냐에 따라 회계처리를 다르게 적용해야 하고, 이로 인해 재무제표에 미치는 효과가 다를 수 있다는 것을 보여주는 사례이다. 향후 임직원 및 우리사주조합에 전환사채 콜옵션을 지정하는 경우 관련 공시 및 평가 등에 대한 제도 개선에 도움을 줄 것으로 예상된다.

주제어: 콜옵션 전환사채, 제3자 지정 콜옵션, 복합금융상품, 전환사채, 콜옵션

1. 서론

발행된 금융상품이 부채인지 자본인지 결정하기 어려운 금융상품들이 있다. 대표적인 것이 메자닌(Mezzanine)채권이다. 메자닌 채권은 외형상으로는 채권이지만 부채와 자본요소가 어떻게 결합되어 발행되느냐에 따라서 전환사채, 신주인수권부사채, 교환사채 등 다양한 형태를 띤다. 메자닌 채권은 원리금을 상환해야 하는 부채의 특성뿐만 아니라 주식으로의 전환이나 여러 옵션 항목들이 포함되어 있어서 발행회사 신용도의 제약을 완화하고 자금조달을

원활히 할 수 있다. 그래서 신용도가 낮거나 재무적 곤경에 처한 기업들이 주요 자금조달 수단으로 활용하고 있다.

본 연구의 대상은 전환사채이다. 전환사채를 발행하는 목적은 신규 자금조달을 원활하게 하고 사채의 만기 이후에도 발행회사의 신주로 전환시켜서 조달된 자금을 지속적으로 활용하기 위함이다. 이를 위하여 일부 전환사채 발행회사들은 투자자들을 위하여 전환사채 발행시에 주식의 시가보다 전환가액을 낮게 설정하거나 주가 하락시 전환사채의 전환가액을 하락시키는 조정조건(Refixing 조건)을 포함시켜 발행하기도 한다. 또한 투자자들에게 미리 정한 가격으로 전

논문접수일: 2023. 04. 05. 1차 수정본 접수일: 2023. 07. 17. 2차 수정본 접수일: 2023. 08. 02. 게재확정일: 2023. 08. 03.

* 조선대학교 경상대학 경영학부 부교수(csh@chosun.ac.kr), 제1저자

** 배화여자대학교 세무회계과 조교수(10172@baewha.ac.kr), 교신저자

환사채의 상환을 청구할 수 있는 권리인 풋옵션을 포함시켜서 발행하는 회사도 있다. 이는 발행회사의 재무상태가 악화되거나 시장이자율이 상승하는 환경에서 투자자들의 투자손실을 방지할 수 있기 때문이다.

한편, 발행회사는 자신에게 유리한 발행조건을 포함시키기도 한다. 발행회사가 전환사채를 만기 이전에 매입상환하는 콜옵션인 중도상환청구권을 포함하여 시장이자율의 하락에 대비하기도 한다. 그런데 전환사채의 콜옵션 보유자가 발행자가 아닌 제3자도 콜옵션을 보유할 수 있도록 한 전환사채가 발행되고 있다. 제3자는 대부분 회사의 최대주주이거나 최대주주의 특수관계인이다. 만일 제3자가 최대주주라면 전환사채 발행 이후에 주가가 상승했을 때 전환사채를 주가보다 낮은 전환가액으로 전환하여 상대적으로 유리한 조건으로 자신의 주식지분을 높일 수 있다. 그리고 제3자가 최대주주의 자녀라면 증여세를 회피하고 주식을 유리한 조건으로 취득하는, 편법으로 기업을 증여하는, 수단이 될 수 있다. 이러한 문제점으로 제3자 지정 콜옵션이 가능한 전환사채(콜옵션 전환사채)의 발행과 회계처리가 사회적 관심사가 되어 감독기관의 관찰과 규제의 대상이 되었다.

그런데 일부 기업은 제3자를 최대주주나 그 친족이 아니고 발행기업의 임직원과 우리사주조합으로 지정하였다. 본 사례연구의 대상인 파수도 2018년 11월 23일 제5회차 제3자 지정 콜옵션을 포함한 전환사채를 발행하였고, 2020년 임직원 및 우리사주조합에게 5회차 전환사채의 콜옵션을 지정하였다. 실무에서는 최대주주 및 특수관계인에게 콜옵션을 지정한 경우 금융상품을 양도하는 회계처리를 수행해 왔기 때문에 파수도 임직원에게 콜옵션을 지정한 시점에 기존 관행대로 회계처리를 하여 잠정실적을 발표하였다. 하지만 제3자 지정 콜옵션의 회계처리에 대해 금융감독원에 비공개 질의한 결과, 임직원 및 우리사주조합

에 부여한 콜옵션은 스톡옵션(Stock Option)과 경제적 실질이 동일하기 때문에 주식기준보상 회계처리 기준을 적용하는 것이 적합하다는 회신을 받았다. 따라서 파수는 전환사채 콜옵션 지정시 주식기준보상 회계처리를 적용하여 최종 감사보고서를 제출하였다. 따라서 본 연구는 임직원에게 전환사채 콜옵션의 지정 금융상품 양도로 회계처리한 경우와 금융감독원의 회신대로 주식기준보상으로 회계처리한 경우를 모두 보고한 파수의 사례를 통해 동일한 경제적 사건에 대해 서로 다른 회계기준을 적용한 경우 기업의 경영성과에 미치는 영향을 살펴보고자 한다.

파수는 임직원 및 우리사주조합에 부여한 콜옵션 지정을 금융상품의 양도로 회계처리하여 공시한 잠정 실적에는 영업이익과 당기순이익을 보고하였으나, 주식기준보상을 적용하여 회계처리를 수정하여 보고한 감사보고서에는 영업손실과 당기순손실을 보고하였다.

콜옵션 지정과 관련된 사항은 의무 공시사항이 아니기 때문에 기업들은 콜옵션을 행사하기 이전에 콜옵션 지정에 관한 정보를 외부에 공개하고 있지 않다. 그러나 콜옵션의 지정대상자가 누구냐에 따라 지배구조 및 잠재적 의결권에 변화가 발생할 수 있다. 따라서 콜옵션 행사 공시와 별도로 제3자에게 콜옵션 지정시에도 관련 사항을 의무적으로 공시할 필요가 있다. 이에 본 논문의 사례연구는 향후 정책기관의 관련 제도 개선시 참고가 될 것으로 예상된다.

II. 전환사채의 특성과 발행

2.1 메자닌 채권의 종류와 특성

메자닌 채권¹⁾은 외형상 채권이지만 채권에 자본요

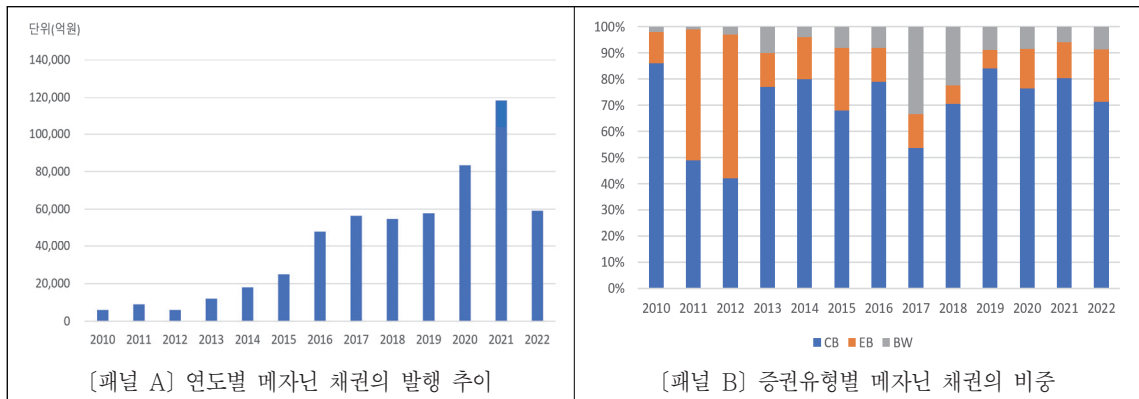
1) 메자닌(mezzanine)은 건물 1층과 2층 사이에 있는 라운지 공간을 의미하는 이탈리아어이다. 현재 메자닌 채권을 부채요소와 자본요소 간 결합된 금융상품을 일컫기도 하며, 위험의 중간정도인 파생금융상품에도 사용된다.

소가 결합되어 부채요소와 자본요소가 결합된 채권을 말한다. 메자닌 채권은 전환이나 이익공유와 같은 옵션을 통해 기업의 낮은 신용도의 제약을 완화하는 효과가 있다. 따라서 상대적으로 신용도가 낮거나 재무적 곤경에 처한 기업들이 메자닌 채권을 주요한 자금 조달 수단으로 활용하고 있다(최두열, 2006; 이민교·박진우, 2019). 특히 우리나라에서는 성장성이 높지만 신용도가 낮은 벤처기업이나 신생기업들이 메자닌 채권을 사모발행하고 있다. 투자자 입장에서도 메자닌 채권은 채권의 특성상 안정적인 수익을 거둘 수 있으며, 향후 발행회사의 가치가 상승하면 추가적으로 시세 차익을 얻을 수 있다는 장점이 있다(김필규, 2018).

〈그림 1〉의 패널 A는 연도별로 메자닌 채권의 발행 추이를 나타낸 것이다. 과거에는 투자조합이나 중소형 금융기관만이 메자닌 채권에 투자할 수 있었다. 하지만 2012년 헤지펀드제도가 도입되면서 자산운용사나 투자자문사들도 사모펀드를 통해 메자닌 채권에 투자할 수 있다(김필규, 2019). 2018년에는 코스닥벤처펀드가 도입되면서 발행규모가 가파르게

상승하였다. 그러나 2022년에는 전환사채의 발행 및 공시의 규정이 개정되었고, 제3자 지정 콜옵션부 전환사채의 회계처리 감독지침이 시행되었다. 또한 기준금리가 급격히 상승하면서 발행비용이 증가하는 등 여러 가지 요인으로 인해 메자닌 채권시장이 크게 위축되었다. 패널 B는 메자닌 채권에서 전환사채, 교환사채, 신주인수권부사채가 차지하는 비중을 연도별로 나타낸 것이다. 전반적으로 전환사채가 전체 메자닌 채권시장에서 차지하는 비중이 가장 높다.²⁾

메자닌 채권은 채권에 자본요소가 어떻게 결합되어 있느냐에 따라 전환사채(Convertible Bonds), 교환사채(Exchangeable Bonds), 신주인수권부사채(Bond with Warrants) 등으로 나누어진다. 전환사채는 채권이지만 투자자가 채권을 주식으로 전환할 수 있는 권리가 부여된 채권이다. 신주인수권부사채는 사채소유자가 발행회사의 신주 교부를 청구할 수 있는 주식매입권이 부여된 채권이다. 신주인수권부사채에 부여된 주식매입권은 사채와 분리되어 발행되는 분리형과 분리되지 않은 비분리형이 있다. 현재 신주인수권부사채는 공모발행의 경우 분리형으



1) 출처: 통계청 국가통계포털(KOSIS) 및 한국거래소 전자공시(KIND)
 2) 패널 B에서 CB는 전환사채, BW는 신주인수권부사채, EB는 교환사채를 의미한다.

〈그림 1〉 메자닌 채권의 발행 현황

2) 2011년 이후 메자닌 채권은 사모발행의 비중이 압도적으로 높다(김필규, 2018)

로 발행가능하나, 사모발행은 비분리형만 발행가능하다. 교환사채는 채권이지만 교환조건으로 발행회사가 보유하고 있는 기발행 주식(제3자 보유주식 포함)으로 교환을 청구할 수 있는 채권이다. 아래 <표 1>은 전환사채, 교환사채, 신주인수권부사채를 비교한 것이다. 메자닌 채권은 자본요소의 옵션을 가지고 있는 만큼 일반사채에 비해 발행금리가 낮다. 특히 전환사채나 교환사채의 경우 무이자(이자율 0%)로 발행되는 경우도 있다. 전환사채는 최초에 사채를 발행하여 유입된 자금을 낮은 금리로 활용하다 구매자가 전환권을 행사하면 사채가 발행회사의 신주로 전환되므로 발행회사에 최초에 유입된 자금의 유출이 없는 장점이 있다. 그에 비해 신주인수권부사채는 구매자가 주식매입권을 행사하려면 계약상의 행사금액을 추가로 지급하고 발행회사의 신주를 인수하게 된다. 전환사채는 구매자가 옵션(전환권)을 행사하면 사

채권이 사라지고 신주가 남지만, 신주인수권부사채는 구매자가 옵션(주식매입권)을 행사해도 사채와 신주가 모두 남아있게 된다. 따라서 전환사채와 신주인수권부사채에 투자한 투자자는 안정적인 이자수익 뿐만 아니라 주가상승 시에 추가로 수익을 얻을 수 있다. 한편 발행회사도 일반사채에 비해 낮은 금리로 자금을 조달할 수 있으며, 전환사채나 교환사채는 옵션이 행사된 이후에 자금 유출없이 조달한 자금을 운용할 수 있다는 장점이 있다.

메자닌 채권 중에서 신주인수권부사채에 부가된 주식매입권의 행사가격은 일반적으로 주가에 비해 낮아 신주인수권부사채를 인수한 채권자는 유리한 조건으로 지분을 확대할 수 있다. 실제로 많은 기업은 경영권 확보를 위해 분리형 신주인수권부사채를 발행하고 대주주가 이를 인수하여 경영권 방어에 활용하였다.³⁾ 그런데 주식매입권을 대주주의 자녀에게 부

<표 1> 전환사채, 신주인수권부사채, 교환사채 비교

구분	전환사채	신주인수권부사채	교환사채
권리 구분	전환권	주식매입권	교환권
권리 대상	발행회사 신주	발행회사 신주	발행회사 보유주식
행사 시 현금유입 여부	신규자금 유입 없음	신규자금 유입 있음 (대용납입시 없음)	신규자금 유입 없음
행사 후 채권존속	사채권 소멸	사채권 존속 (대용납입 시 소멸)	사채권 소멸
재무구조 변경	부채감소, 자본증가	자산증가, 부채감소, 자본증가	부채감소, 자산감소 ¹⁾
주식취득 가격	전환가격	행사가격	교환가격
주주효력발생	전환 청구 시	신주대금 납입 시	교환 청구 시
발행금리	일반사채보다 낮음	일반사채보다 낮고 전환사채보다 높음	전환사채보다 낮음

1) 자기주식을 대상을 할 경우, 부채가 감소하고 자본이 증가한다.
2) 출처: 한국거래소, 2015. 한국의 채권시장.

3) 신주인수권부사채를 대주주의 지분확대를 증대시키는 과정은 일반적으로 다음과 같다. 금융기관은 분리형 신주인수권부사채를 매입하여 일정기간 이후 발행회사의 대주주나 대주주의 자녀에게 일정대가를 받고 주식매입권을 판매한다. 그러면 주식매입권을 매입한 대주주(혹은 대주주의 자녀)는 주가가 상승한 이후에 옵션을 행사하여 상대적으로 낮은 금액에 신주를 인수할 수 있다. 또한 주가가 하락하면 리픽싱(Refixing) 조항을 이용하여 행사가격을 낮춘 뒤 주가가 상승한 후 옵션을 행사함으로써 위험은 회피하고 더 낮은 가격으로 신주를 인수할 수 있다. 최초에 신주인수권부사채를 인수한 금융기관도 사채권을 보유함으로써 안정적인 수익률을 확보할 수 있고, 주식매입권을 판매함으로써 추가수익을 달성한다. 또한 주식매입권도 전부 매각하는 것이 아니라 일부 수량은 보유하고 있어 이로 인한 자본이득도 취할 수 있다.

여하여 주식을 저렴하게 취득하게 하고 기업의 경영권을 승계하는 방편으로 악용하는 경우도 자주 발생하였다. 주식매입권을 이용하여 상속세를 회피하며 주식을 자녀에게 승계하는 것이다. 이러한 불공정한 거래가 발생하면 소액투자자의 권익이 침해될 수 있기 때문에 감독기관은 2013년부터 분리형 신주인수권부사채의 사모발행을 금지하였다. 그러나 신주인수권부사채 발행시장이 급격하게 위축되면서 2015년부터 공모발행에 한정하여 상장회사의 분리형 신주인수권부사채 발행이 가능해졌다.

2.2 전환사채의 발행

전환사채는 2009년 상법이 개정되기 이전에는 상장기업만이 발행할 수 있었지만, 상법을 개정하면서 모든 회사가 전환사채를 발행할 수 있다.⁴⁾ 전환사채의 공모발행은 발행 후 1개월 후부터 전환권을 행사할 수 있지만, 사모발행은 1년 이후부터 전환권을 행사할 수 있다. 전환사채는 일반적으로 리픽싱 조항이 포함되어 있어 주가가 하락한 경우 전환가액을 조정할 수 있다.

2015년 이후 전환사채의 발행규모가 크게 증가한 것은 일반 회사채 발행시장 위축과 주식시장 약세, 은행의 대출태도 보수화 등으로 기업의 자금조달 여건이 악화됨에 따라 중견기업들이 전환사채 발행을 통하여 자금조달을 확대하였기 때문이다. 또한 코스닥벤처펀드 도입으로 인해 전환사채에 대한 수요도 증가하였다. 코스닥벤처펀드는 벤처기업의 신주 혹은 메자닌 채권을 15% 보유하는 경우 코스닥 공모주 30%를 우선 배정받는 인센티브를 부여하는 펀드이다. 코스닥벤처펀드로 자금이 몰리자, 코스닥기업의 전환사채에 대한 수요가 급증하면서 전환사채 발행

도 크게 증가하였다(김필규, 2018).

그리고 앞서 언급한 바와 같이 2013년부터 분리형 신주인수권부사채의 사모발행이 금지되면서 콜옵션이 추가된 전환사채의 발행 비중이 증가하였다(장승현·윤평식, 2020). 현재 공모에 한해 분리형 신주인수권부사채의 발행을 허용하고 있지만 공모는 절차가 복잡할 뿐만 아니라 흥행을 장담하기 어렵다. 더욱이 최대주주 및 특수관계인이 주식매입권을 확보하기 위하여 다수의 구매자로부터 주식매입권을 매입해 오는 것이 매우 어렵기 때문에 사모발행한 신주인수권부사채와 동일한 효과를 기대할 수 없다. 따라서 기업들은 분리형 신주인수권부사채와 동일한 효과를 가지면서 사모발행이 가능한 콜옵션이 첨부된 전환사채에 관심을 가지게 되었다.

2.3 콜옵션부 전환사채

전환사채는 채권의 특성과 전환사채 보유자의 전환권 이외에 부가적으로 투자자에게 풋옵션(조기상환청구권)을, 발행자에게는 콜옵션(중도상환권)을 포함하여 발행하기도 한다. 투자자는 전환사채 발행자가 원리금 지급의무를 이행하기 어렵다고 판단되거나 미래 시장이자율이 상승할 것으로 기대하는 경우에는 풋옵션 권리를 행사하여 투자자금을 조기에 회수할 수 있다. 물론 앞으로 주가가 상승하리라고 예상하는 경우에는 전환권을 행사하여 보유하고 있는 전환사채를 보통주로 전환한다. 한편 발행자가 가지는 콜옵션은 사채의 발행시 보다 미래 시장이자율이 하락할 것으로 예상하는 경우나 기업의 자금사정이 호전되어 더 이상 사채이자를 부담하고 싶지 않을 경우 그 권리를 행사하여 만기 이전에 사채를 매입하고, 주가의 동향을 보아 소유한 전환사채의 전환권을 행

4) 2015년에는 전환사채가 4,410억원이 발행되었으나 꾸준히 증가하여 2021년에는 9조 5,283억원의 전환사채가 발행되었다. 하지만 전환사채 관련 규정이 개정됨에 따라 급격하게 발행시장이 위축되어 2022년에는 4조 2,230억원의 전환사채가 발행되었다.

사할 수도 있다.

그런데 일부 전환사채는 전환사채의 보유자가 아니라 제3자에게 전환권 콜옵션을 행사할 수 있는 권리를 주는 계약조항을 포함하고 있다. 이러한 전환사채를 ‘콜옵션부 전환사채’ 또는 ‘콜옵션 전환사채’라고 부른다. 전환권 콜옵션을 부여받은 제3자가 전환권을 행사하고자 하면 기존의 사채보유자는 발행회사의 청구에 따라서 보유하고 있는 사채를 전환권을 행사하려는 제3자에게 매도하여야 한다. 발행회사가 전환사채를 보유하고 있다고 해도 발행시의 계약조건에 따라서 일정 비율을 제3자에게 전환사채를 매도해야 한다. 사채 발행시의 발행조건에 따라서 차이는 있지만 발행회사는 기존의 각 사채보유자에게 발행가액의 일정 비율을 제3자에게 매도할 것을 청구할 수 있으며, 제3자의 권리를 보장하기 위하여 전환권 청구 행사기간만까지 발행가액의 일정비율에 대하여 조기상환권(풋옵션)을 행사하지 못하게 규정하고 있다(윤평식, 2020).

전환권을 부여받는 제3자는 일반적으로 최대주주 및 특수관계인이다. 하지만 제3자의 범위에는 제한이 없어 발행회사의 임직원이나 우리사주조합도 포함된다. 최대주주가 제3자가 되는 경우에는 주가가 상승하면 전환권을 행사하여 상대적으로 낮은 금액으로 주식을 취득하여 자신의 지분율을 증대시킬 수 있다. 전환사채 발행회사가 회사의 임직원에게 전환권 콜옵션을 부여하는 경우도 있다. 임직원은 주가가 상승하면 콜옵션을 행사하여 경제적 이득을 볼 수 있다. 이 경우에는 마치 회사가 임직원에게 스톡옵션(Stock Option)을 주는 것과 경제적 실질이 동일하여 전환사채 콜옵션에 대한 회계처리가 논란이 되었다.

III. 전환사채의 회계처리와 공시

3.1 전환사채 콜옵션(매도청구권) 회계처리와 공시

콜옵션부 전환사채는 사채를 발행회사의 신주로 전환할 수 있는 전환권과 해당 전환권을 매입할 수 있는 콜옵션이 포함되어 있다. 지금까지 일부 기업들은 전환사채를 이용하여 자금을 조달하는 목적 이외에 대주주의 지분확대를 위한 불공정 수단으로 사용했다. 전환사채 콜옵션을 최대주주 및 제3의 투자자에게 부여한 것이다. 이로 인하여 콜옵션부 전환사채의 발행이 세간의 관심을 받고 이에 대한 비난 여론이 높아졌다.⁵⁾

사회적 관심이 높아지자 금융위원회(2021)는 전환사채의 발행 및 공시등의 규정을 발표했다.⁶⁾ 이는 전환사채 콜옵션이 최대주주의 지분확대 수단으로 이용되는데 리픽싱과 결합하여 불공정 거래수단이 될 수 있기 때문이다. 먼저, 금융위원회는 콜옵션 행사 한도를 전환사채 발행 당시 지분을 이내로 제한했다. 콜옵션을 행사하여 주식을 인수해도 콜옵션 행사자의 지분율이 전환사채 발행 전의 지분을 이내로 유지되도록 제한한 것이다. 그리고 콜옵션 행사자, 전환가능 주식수 등을 공시하여 행사자의 지분현황을 투명하게 파악할 수 있도록 하였다.

둘째, 2021년 금융위원회가 전환사채 관련 규정을 개정하기 전까지 리픽싱 조항은 주가하락에 따른 전환가액의 하향조정만 규정하고 있고 주가가 다시 상승하면 상향조정하는 규정은 없다. 이에 따라서 주가가 하락한 이후 다시 상승하면 하향조정된 전환가액을 기준으로 전환사채가 주식으로 전환되어 다른 주주들이 피해를 입게 된다. 즉 지분가치가 하락하는

5) 본 논문은 전환사채에 포함된 콜옵션이 주요 논의 대상이기 때문에, 전환사채 풋옵션에 대해서는 별도로 논의하지 않는다.

6) 일반적인 전환사채의 회계처리는 김영준 등(2019, 2022)의 연구를 참고하기 바란다.

것이다. 이에 금융위원회는 전환사채의 사모발행시 추가하락에 따른 조정 이후 주가가 상승할 때는 전환가액을 상향조정하도록 의무화하고, 조정범위는 최초 전환가액을 한도로 제한했다.

2022년에 금융위원회는 콜옵션의 회계처리 지침도 발표했다. 이는 실무에서 제3자 지정 콜옵션을 전환사채의 내재파생상품으로 보고 전환사채(부채)에서 차감하여 순액으로 회계처리하고 있지만, 일부 기업은 별도의 자산으로 분류하여 회계처리하고 있어서 동일한 경제적 사건에 대한 회계처리의 통일성이 지켜지고 있지 않기 때문이다. 금융위원회는 제3자 지정 콜옵션을 가진 발행자는 콜옵션을 별도의 파생상품으로 분리하여 회계처리하도록 규정하였다. 그리고 이 자산을 당기손익-공정가치금융자산으로 인식하고 보고기간말에 그 평가손익을 당기손익으로 재무제표에 반영하도록 했다.

K-IFRS에 따르면, 특정 금융상품에 부가되어 있는 파생상품이더라도, 해당 금융상품과 독립적으로 양도할 수 있거나, 해당 금융상품과는 다른 거래 상대방이 있는 파생상품은 내재파생상품이 아니라 별도의 금융상품으로 규정하고 있다(K-IFRS 제1109호 문단 4.3.1). 기업이 발행한 전환사채의 콜옵션을 제3자에게 지정할 수 있다는 것은 별도의 금융상품으로 분리가 가능함과 동시에 제3자에게 양도도 가능하다는 것을 말한다. 또한 제3자가 콜옵션을 통해 전환사채를 보유할 수 있는 권리를 갖게 된다면 콜옵션은 양도된 것이라고 볼 수 있다. 금융위원회는 콜옵션을 별도의 파생상품자산으로 회계처리한 경우에는 콜옵션의 조건 및 전기와 당기 재무제표에 미치는 영향도 재무제표 주석으로 공시하도록 하였다. 따라서 제3자 양도조건 콜옵션이 공시되고, 콜옵션의 평가손익 및 양도로 인한 거래손익 등도 재무제표에

반영되도록 했다.

3.2 임직원에게 부여한 전환사채 콜옵션(매도청구권) 회계처리

콜옵션부 전환사채는 발행회사의 최대주주 및 특수관계인에게 콜옵션 권리를 지정하는 경우가 대부분이다. 하지만 벤처기업들은 임직원에게 콜옵션을 지정하기도 한다.⁷⁾ 전환사채의 콜옵션을 임직원에게 부여하면 종업원이 스톡옵션을 받은 것과 동일한 경제적 실질 효과를 갖는다. 그런데 이를 스톡옵션으로 보고 주식기준보상 회계처리를 적용하면 부여된 스톡옵션의 주식보상비용은 영업비용에 반영된다. 이는 결국 영업이익을 하락시킨다. 하지만 임직원(제3자)에게 콜옵션 지정시 금융상품 양도로 회계처리하는 경우에는 관련 손익이 영업외손익에 반영된다.⁸⁾ 본 사례연구 대상기업 뿐만 아니라 임직원에게 전환사채 콜옵션을 지정한 몇몇 기업들은 전환사채 콜옵션 지정시 금융상품을 양도하는 회계처리를 적용해 왔다.

주식회사 파수는 2020년 말 제5회차 전환사채 콜옵션을 임직원과 우리사주조합에 지정하면서 금융상품 양도 회계처리를 적용하여 잠정실적을 보고하였다. 하지만 이와 관련하여 금융감독원에 질의한 결과, 금융감독원은 제3자 지정이 임직원인 경우 경제적 실질이 스톡옵션과 유사하기 때문에 주식기준보상 회계처리를 적용하는 것이 적합하다고 회신하였다. 제3자 지정이 최대주주 및 특수관계인이 아니고 임직원일 경우에는 그 회계처리방법을 다르게 하라고 지침을 준 것이다. 따라서 파수는 기존의 회계처리(금융상품 양도)를 반영한 잠정실적 정보를 수정하여 2020년 최종 감사보고서를 공시하였다. 이로 인해

7) 임직원 및 우리사주조합에 전환사채 콜옵션을 지정한 기업은 파수, 제넨바이오, 신성멜타테크, 이엔드디, 파크시스템스, 바이오니아, TPC 등이다.

8) 당기손익-공정가치금융자산의 거래가 주된 영업활동에 포함되는 금융회사 등은 평가손익과 양도손익 모두 영업손익에 반영된다.

여 파수는 영업이익이 영업손실로 수정되고, 당기순 이익도 당기순손실로 바뀌게 되었다. 이에 본 사례연구는 임직원 및 우리사주조합에 전환사채 콜옵션을 지정한 파수의 사례를 통해 관행대로 콜옵션 지정시 금융상품 양도로 회계처리한 경우와 금융감독원의 회신 결과대로 주식기준보상으로 회계처리한 경우 재무제표에 미치는 효과를 비교해서 살펴보고자 한다.

IV. 사례기업

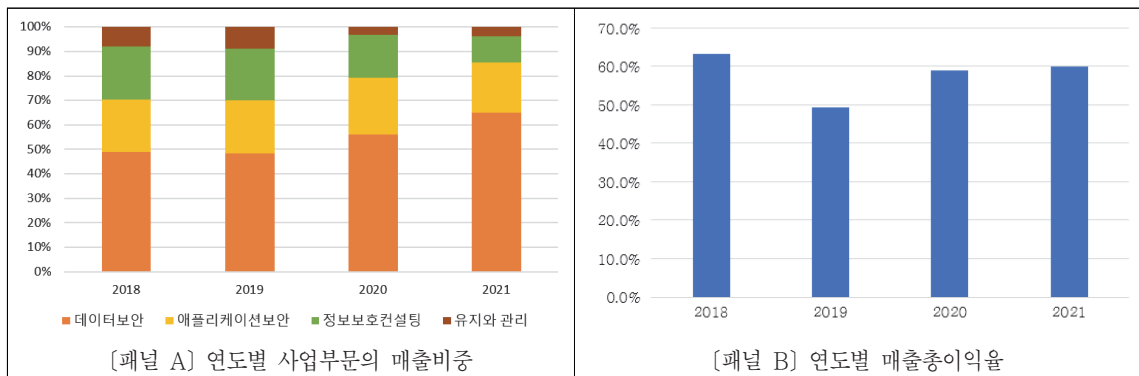
4.1 파수 기업개요

주식회사 파수(150900)는 1999년 삼성SDS의 사내벤처로 출발한 후 2000년 6월에 분사하여 설립된 보안소프트웨어업체이다. 데이터보안, 애플리케이션보안, 정보보호 컨설팅, 엔터프라이즈 문서 플랫폼, 빅데이터를 활용한 개인정보 비식별화 사업 등을 주요 사업으로 영위하고 있다. 2013년 10월 18일 코스닥시장에 상장했으며, 2020년 3월 파수닷컴에서 파수로 상호를 변경했다.

과거에는 해킹이나 바이러스에 의한 정보 유출 사

고가 대부분이었으나, 최근 들어 허가된 내부자나 관계자에 의해 금전적 목적을 동반한 사고로 확대되면서 보안의 중심이 네트워크 보안에서 콘텐츠 보안으로 패러다임이 변화되었다. 따라서 콘텐츠 자체를 직접 암호화하고 사전에 정의된 권한에 따라 사용을 통제하는 디지털 저작권 관리(DRM) 솔루션이 기업 보안의 핵심 인프라로 제시되고 있다. 데이터 보안사업의 특성상 한번 도입된 데이터 보안 제품이 표준으로 선정되면 큰 문제가 없는 한 지속적인 매출이 발생한다. 파수는 삼성그룹, 포스코, CJ, 롯데, 동부, 금호 등 국내 대기업 대부분의 데이터 보안 표준제품으로 선정되어 안정적인 고객기반을 확보하고 있으며 정부 중앙부처의 산하기관과 지방자치단체까지 매출 다변화를 꾀하고 있다. 현재 기술 특성상 진입장벽이 매우 높은 산업이어서 3개사만이 경쟁사로 남아있다.

아래 <그림 2>의 패널 A는 파수의 연도별 사업부문의 매출비중을 나타낸 것이다. 2018년 전체 매출액에서 데이터보안이 차지하는 비중은 48.84%이었으나, 2021년에는 65.09%를 차지하고 있다. 또한 유지관리부문의 매출 비중도 매년 20% 수준을 유지하고 있다. 패널 B는 매출총이익율을 나타낸 것으로 2019년에 다소 감소하였다가 2020년 이후부터는 향상되고 있다. 연도별로 차이는 있으나 평균적



1) 출처: 파수의 2018년 ~2021년 사업보고서.

<그림 2> 파수의 연도별 사업부문의 매출비중 및 매출총이익율

으로 매출총이익율은 약 50~60% 수준이다.

4.2 파수의 재무현황

파수의 재무구조를 간단히 살펴보면 <표 2>와 같다. 본 연구는 파수의 제5회차 전환사채를 발행한 2018년부터 2021년까지를 분석기간으로 하였다. 재무상태를 요약한 패널 A를 살펴보면, 2018년 파수의 자산은 460억원으로 유동자산(260억원)이 비유동자산(199억원)보다 더 많다. 자산은 2019년 다소 증가하였으나 2020년부터 감소하고 있다. 특히 2021년도에 자산의 감소는 비유동자산의 감소와 밀접하게 연관되어 있다. 부채총계도 자산총계와 같은 패턴을 보이고 있다. 2018년 부채총계는 245억원이었으며, 2019년에는 308억원이었으나 2020년부터는 감소하여 2021년에는 184억원이다. 2018년 전환사채의 장부금액은 62억원(유동성 전환사채 29억원 + 전환사채 33억원)이며,⁹⁾ 전환권대가로 13억원을 자본으로 분류하고 있다.¹⁰⁾ 2019년에는 유동성 전환사채가 56억원이었으나 2020년에 제5회차 전환사채를 모두 보통주로 전환하여 유동성 전환사채의 장부금액은 20억원으로 감소하였다. 2021년에는 제4회차 전환사채를 모두 상환하였으며, 추가 발행을 하지 않아 유동성 전환사채의 장부금액이 0원이 되었다. 전환권대가는 자본으로 분류하고 있으며 2018년부터 2021년까지 13억, 12억, 2억, 5천만원으로 감소하고 있다. 파수는 전환사채 콜옵션을 파생상품자산으로, 풋옵션은 파생상품부채로 분류하고 있다. 2018년 파생상품자산은 45백만원, 2019년은 78백만원을 보고하였으며, 2020년 말 기준 전환사채 콜옵션

을 모두 행사하여 2020년부터는 파생상품자산을 보고하지 않고 있다. 파생상품부채도 2018년과 2019년에 14억을 보고한 이후 2020년부터는 보고하고 있지 않다.

자본총계는 2019년에 165억원을 보고한 이후 2020년부터 증가하여 2021년에는 264억원을 보고하였다. 해당 기간동안 전환사채를 보통주로 전환함에 따라 자본금과 자본잉여금이 증가하여 자본총계는 증가한 반면, 부채총계는 감소한 것이다.

손익구조를 정리한 패널 B를 살펴보면, 파수의 매출액은 2018년 322억원을 보고하였다. 이후 꾸준히 매출이 증가하여 2021년에는 422억원을 기록하였다. 특히 업종의 특성상 2020년 Covid-19로 인한 채택근무가 증가하면서 문서보안 수요가 급증하였으며 데이터 3법이 개정되어 마이데이터사업의 매출이 증가하였다.¹¹⁾ 2020년까지는 판관비도 매출증가와 유사하게 증가하여 2019년과 2020년에는 영업적자를 보고하였다. 하지만 2021년에는 매출이 증가한 반면 판관비를 줄여 흑자전환에 성공하였다. 2019년 파생상품평가이익 33백만원을 보고하였으나 2020년에는 16억원을 보고하였다. 또한 파생상품평가손실도 2018년부터 2020년까지 187백만원, 3백만원, 165백만원을 보고하였다. 파수는 2019년과 2020년에 영업손실과 당기순손실을 보고하였으나, 2021년도에는 영업이익(42억원)과 당기순이익(42억원)을 보고하여 흑자전환하였다.

재무비율을 보고한 패널 C를 살펴보면, 수익성지표(매출액영업이익율, ROE, ROA)는 모두 2020년까지 감소하다가 2021년에 증가한다. 하지만 장단기 위험을 나타내는 유동비율과 부채비율은 2019년 이

9) 기준서 제1107호(금융상품:공시)에서는 조기상환권의 행사가능 최초일에 조기상환권이 행사되는 것을 가정하여 유동부채로 분류하도록 하고 있다. 파수는 2019년부터 전환사채를 유동성 전환사채(유동부채)로 분류하고 있다.
 10) 회제이-00094(신주인수권 대가의 회계처리 질의회신)에 따라 전환권은 전환사채의 최초 장부금액에서 부채부분을 차감한 잔액을 자본으로 분류한다고 공시하고 있다.
 11) 마이데이터는 개인정보를 개인이 동의한다면 제3의 업체에 전달해 새로운 서비스를 받을 수 있도록 하는 사업이다. 정보 주체가 개인정보를 본인 또는 제3자에게 전송 요구할 수 있도록 함으로써 자산관리나 신용평가 등 데이터 기반 서비스에 주로 활용된다.

〈표 2〉 파수 재무구조

[패널 A] 재무상태

계정과목	2018	2019	2020	2021
자산총계	45,961	47,277	46,443	44,771
유동자산	26,028	26,821	25,072	27,515
기타금융자산	268	78	0	953
파생상품자산(콜옵션)	45	78	0	0
비유동자산	19,932	20,456	21,370	17,255
부채총계	24,524	30,754	25,909	18,404
유동부채	11,141	22,670	16,989	9,989
유동성전환사채	2,871	5,629	2,029	0
기타금융부채	0	2,132	1,646	1,304
기타파생상품	0	1,442	0	0
비유동부채	13,382	8,084	8,921	8,417
전환사채	3,304	0	0	0
장기차입금	3,000	1,000	0	0
기타금융부채	1,483	172	1,286	1,219
파생상품부채(풋옵션)	1,440	1,443	0	0
자본총계	21,437	16,524	20,534	26,366
자본금	4,773	4,804	5,577	5,815
전환사채의전환	572	30	768	228
신주인수권부사채의행사	124	0	0	0
주식매수선택권 행사	6	0	5	10
자본잉여금	22,053	22,479	26,986	29,027
주식발행초과금	20,607	21,168	26,647	28,863
전환권대가	1,304	1,199	228	52
신수인수권대가	143	112	112	112
자본조정	-953	1,167	-1,207	-1,209
주식매수선택권	624	411	371	163
기타포괄이익누계액	71	164	89	172
이익잉여금	-4,963	-10,257	-11,404	-7,775

[패널 B] 손익구조

구분	2018	2019	2020	2021
매출액	32,243	35,364	36,406	42,175
매출원가	11,787	17,932	14,929	16,808
매출총이익	20,457	17,432	21,477	25,367
판매비와 관리비	18,924	21,054	22,717	21,138
인건비	7,890	9,006	9,980	9,808
급료와 임금	5,713	6,812	7,534	7,489
주식보상비용	29	71	64	50
영업이익(손실)	1,533	-3,621	-1,239	4,229
영업외수익	244	203	1,887	298
파생상품평가이익	0	33	1,643	0
영업외비용	1,080	1,157	1,729	718
이자비용				
파생상품평가손실	187	3	165	0
사채상환손실	38	41	0	0
법인세비용차감전순이익	698	-4,576	-1,081	3,810
당기순이익	865	-4,560	-666	4,247

〈표 2〉 파수 재무구조 (계속)

[패널 C] 재무비율

구분	2018	2019	2020	2021
매출액영업이익율	4.75	-10.24	-3.4	10.0
ROE	4.9	-24.6	-3.7	18.4
ROA	2.0	-9.8	-1.4	9.3
유동비율	233.6	118.3	147.6	275.5
부채비율	114.4	186.1	126.1	69.8

- 1) 출처: 파수 사업보고서(2018년~2021년).
- 2) 패널 A, B의 단위는 백만원이며, 패널 C는 %이다.
- 3) 변수정의: 매출액영업이익율=(영업이익/매출액)×100; ROE(총자본이익율)=(당기순이익/자본총계)×100; ROA(총자산이익율)=(당기순이익/총자산)×100; 유동비율=(유동자산÷유동부채)×100; 부채비율=(부채총계÷자본총계)×100.

후로 개선되었다. 특히 2021년에는 유동비율이 200%를 초과하였으며, 부채비율은 100% 미만으로 개선되어 재무건전성이 양호해졌다.

4.3 파수의 전환사채 발행

파수는 코스닥 상장 이후 4번의 전환사채를 발행하였다.¹²⁾ 하지만 제1회차와 제4회차 전환사채에는 콜옵션이 첨부되어 있지 않으며, 제3회차 전환사채에는 콜옵션이 첨부되어 있지만 행사하지 않았다. 하지만 앞서와는 달리 제5회차는 콜옵션부 전환사채를 발행하면서 임직원 및 우리사주조합에 콜옵션을 지정하였으며, 2020년 11월 13일에 전환권을 모두 행사하였다.

파수는 제5회차 전환사채의 콜옵션을 임직원 및 우리사주조합에게 지정하면서 콜옵션을 양도하는 회계처리를 하여 2020년 잠정실적을 발표하였다. 하지만 금융감독원에 임직원 및 우리사주조합에 지정한 콜옵션의 회계처리에 대해서 질의한 결과 금융감독원은 해당 사안은 스톡옵션과 경제적 실질이 유사하므로 주식기준보상 회계처리를 적용하는 것이 적합하다고 회신하였다. 이에 파수는 전환사채 콜옵션 지정에 대해 주식보상기준을 적용하여 2020년 최종 감사

보고서를 공시하였다.

이로 인하여 파수는 제5회차 전환사채에 대해서 제3자 콜옵션 지정시 금융상품을 양도한 것으로 보고 회계처리한 결과(2020년 잠정실적)와 주식기준보상 회계기준을 적용한 결과(2020년 감사보고서)를 모두 보고하고 있다. 따라서 전환사채 콜옵션의 제3자 지정시 서로 다른 회계처리를 적용한 경우 재무구조에 미치는 효과를 비교하여 살펴볼 수 있어 파수의 제5회차 전환사채를 본 사례연구의 분석대상으로 하였다.

파수가 발행한 제5회차 전환사채의 발행조건은 아래 〈표 3〉과 같다. 파수는 2018년 11월 23일에 운영자금에 활용할 목적으로 55억원의 전환사채(5회차)를 사모발행하였다. 발행대상자는 삼성증권, KB증권, NH투자증권, 한국증권금융, 미래에셋, 신한금융투자등에서 운용하는 사모펀드와 메타넌펀드이다.

보통주로의 전환비율은 100%이며, 전환에 따른 발행주식수는 1,535,883주이다. 이는 발행일 기준 전체 주식수의 13.86%를 차지한다. 전환사채의 만기는 5년(2023년 11월 23일)이며, 액면이자율과 보장이자율은 0%로 만기상환시에도 이자지급이 발생하지 않는다. 해당 채권에는 풋옵션(조기상환청구권)과 콜옵션(매도청구권)이 첨부되어 있다. 사채권자는 발

12) 제2회차는 신주인수권부사채를 발행하였다. 따라서 전환사채는 총 4회 발행하였다.

(표 3) 파수의 제5회차 콜옵션부 전환사채 발행내역

사채의 종류		제5회차 무기명식 이권부 무보증 사모 전환사채	
사채의 권면총액(원)		5,500,000,000	
자금조달의목적		운영자금	
사채의 이율	표면이자율(%)	0.00	
	만기이자율(%)	0.00	
사채만기일		2023년11월23일	
이자지급방법		본 사채의 표면이자율은 0.0%로 만기 이전에 별도의 이자를 지급하지 아니한다.	
원금상환방법		만기까지 보유하고 있는 본 사채의 원금에 대하여는 2023년 11월 23일에 권면금액의 100%에 해당하는 금액을 일시 상환한다. 단, 만기일이 은행영업일(공휴일이 아닌 날로서 서울에서 은행들이 일상적인 업무를 영위하는 날을 말하며, 다만 일부 은행 또는 은행의 일부 점포만 영업하는 날은 제외한다. 이하 같다)이 아닌 경우에는 그다음 영업일에 상환하고 만기일부터 다음 영업일까지의 이자는 계산하지 아니한다.	
사채발행방법		사모	
전환에 관한 사항	전환비율(%)	100	
	전환가액(원/주)	3,581	
	전환가액 결정방법	본 사채의 전환가액은 본 사채의 발행을 위한 발행회사의 이사회 결의일 전일을 기산일로 하여 그 기산일로부터 소급하여 산정한 다음 각 호의 가액 중 가장 높은 가액을 기준가격으로 하여, 기준가격의 100%에 해당하는 가액을 전환가액으로 하되 원 단위 미만은 절상한다. 단, 전환가액이 발행회사의 액면가 미만일 경우에는 발행회사의 보통주의 액면가를 전환가액으로 한다. 가. 발행회사의 보통주 1개월 가중산술평균주가(그 기간동안 한국거래소에서 거래된 해당 종목의 총 거래금액을 총 거래량으로 나눈 가격을 말한다. 이하 같다), 1주일 가중 산술평균주가 및 최근일 가중산술평균주가를 산술평균한 가액 나. 발행회사 보통주의 최근일 가중산술평균주가 다. 발행회사 보통주의 본 사채 청약일(청약일이 없는 경우는 납입일)전 제3거래일 가중산술평균주가	
	전환에 따라 발행할 주식	종류	주식회사 파수닷컴 기명식 보통주식
		주식수	1,535,883
		주식총수대비	13.86%
	전환청구기간	시작일	2019년 11월 23일
		종료일	2023년 10월 23일
	전환가액 조정에 관한 사항	본 사채 발행 후 6개월부터 매3개월이 되는 날마다 전환가액 조정 일 전일을 기산일로 하여 기산일로부터 소급한 1개월 가중산술평균주가, 1주일 가중산술평균주가, 최근일 가중산술평균주가를 산술평균한 가액과 최근일 가중산술평균주가 중 높은 가액이 본건 전환사채의 전환가액보다 낮은 경우에는 그 가액을 새로운 전환가액으로 조정한다. 단, 새로운 전환가격은 발행 당시 전환가격(조정일 전에 신주의 할인 발행 등의 사유로 전환가격을 이미 조정할 경우에는 이를 감안하여 산정한 가격)의 80% 이상으로 한다.	
	옵션에 관한 사항	[매도청구권(Call Option)에 관한 사항]	
<ol style="list-style-type: none"> 제3자의 성명:발행일 현재 미정 제3자와 회사와의 관계: 최대주주 또는 그 이해관계자등 취득규모: 최대 1,650,000,000원(권면총액의 30%) 취득목적: 경영참여 제3자가 될 수 있는 자:발행회사 또는 발행회사가 지정하는 자 제3자가 얻게될 경제적 이익: 제3자가 될 수 있는 자가 콜옵션을 통하여 취득한 전환사채로 전환권을 행사할 경우 최초 전환가액 기준당사 보통주 460,764주를 취득할 수 있게 되며, 리픽싱 80% 조정후에는 최대 575,916주까지 취득 가능함. 이에 제3자가 될 수 있는 자는 당사 지분율을 4.60%에서 최대 5.69%(리픽싱 80%)까지 보유 가능함. 이 경우 전환으로 인한 이익은 행사 시점의 주가 수준에 따라 변동될 수 있음. 			
[조기상환청구권(Put Option)에 관한 사항]		본 사채의 사채권자는 본 사채의 발행일로부터 24개월이 되는 2020년 11월 23일 및 이후 매 3개월에 해당되는 날에 본 사채에 대하여 그 권면금액 및 이에 대하여 조기상환수익률이 적용된 본항 제1호의 조기상환 청구금액을 만기 전 조기상환을 청구할 수 있다. 단, 조기상환지급일이 영업일이 아닌 경우에는 그 다음 영업일에 상환하고 조기상환지급일 부터 다음 영업일까지의 이자는 계산하지 아니한다.	

1) 출처 : 파수. 2018.11.21. 주요사항보고서(전환사채권 발행결정).

행일로부터 24개월이 되는 2020년 11월 23일부터 매 3개월에 해당되는 날에 조기상환을 청구할 수 있는 풋옵션을 보유하고 있다.

발행 시점에는 콜옵션을 가진 자(매수인)를 지정하지 않았으며, 발행 이후 이사회에서 콜옵션 권리 행사를 지정한다. 콜옵션은 발행일로부터 12개월 이후부터 24개월까지(2019.11.23.~2020.11.23.) 행사할 수 있고, 회사는 사채보유자에게 콜옵션 권리를 지정받은 자에게 사채를 매도할 것을 청구할 수 있다. 전체 발행사채 발행금액의 30%(16억 5천만원)에 대해서 콜옵션을 부가하였으며,¹³⁾ 리픽싱 조항이 포함되어 있다. 발행시 전환가액은 3,581원으로 사채 발행 후 6개월부터 매 3개월이 되는 시점마다 전환가액을 조정할 수 있다. 새로운 전환가액은

발행 당시 전환가액의 80% 범위내에서 결정된다.¹⁴⁾

〈표 4〉는 파수의 2018년 11월 23일에 발행한 제5회차 전환사채의 전환권 행사에 대해 정리한 것이다. 사채권자는 2020년 2월 27일부터 2020년 10월 12일까지 발행된 전환사채의 70%에 대해서 전환권을 행사하였다. 전환사채에 첨부된 460,764주(제5회차 전환사채의 30%)의 콜옵션은 임직원 및 우리사주조합에 지정되었으며, 2020년 11월 13일 전환권이 행사되어 제5회차 전환사채는 모두 신주로 전환되었다. 460,764주 중 40,312주는 파수와 종속회사의 임직원 11명이 행사한 것이며, 420,452주는 파수의 우리사주조합이 행사하였다. 우리사주조합은 전환한 주식을 자발적으로 1년간 보호예수를 지정하였으며, 임직원도 1년간 보호예수지정을 약정하였

〈표 4〉 파수 제5회차 전환사채 행사내역

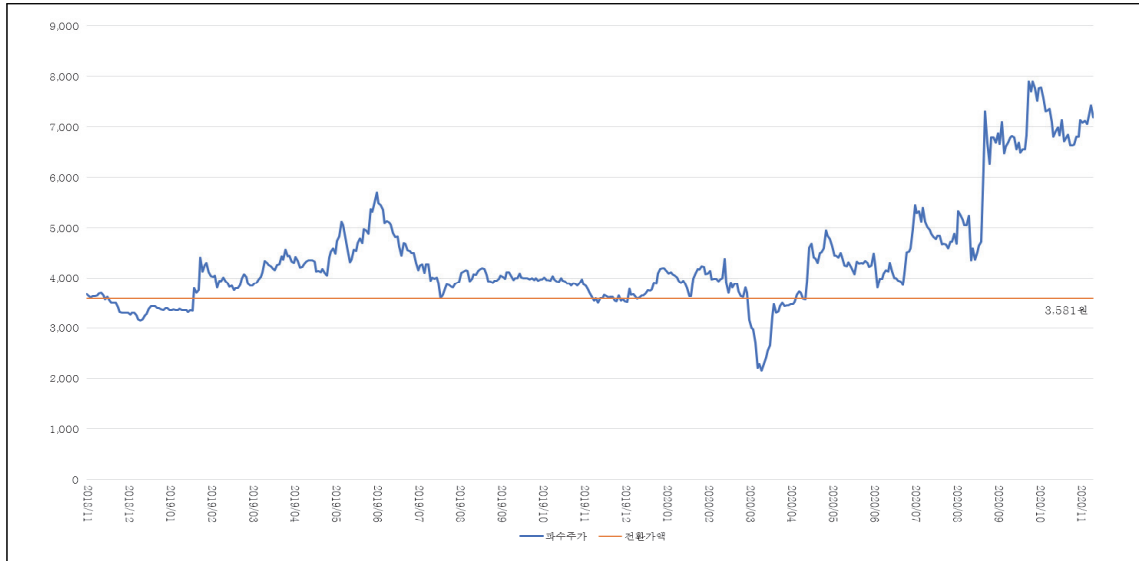
일자	내역	발행(감소)한 주식의 내용						
		종류	전환가액 (원)	증가 (원)	수량 (주)	청구금액 (백만원)	사채 잔액 (백만원)	신주 상장일
2018.11.23	전환사채 발행				1,535,883		5,500	
2020.02.27	전환권행사	보통주	3,581	3,885	83,775	300	5,200	2020.03.13
2020.04.24	전환권행사	보통주	3,581	4,600	55,850	200	5,000	2020.05.19
2020.04.27	전환권행사	보통주	3,581	4,680	97,738	350	4,650	2020.05.19
2020.04.28	전환권행사	보통주	3,581	4,410	195,476	700	3,950	2020.05.19
2020.07.09	전환권행사	보통주	3,581	5,450	55,850	200	3,750	2020.07.31
2020.08.07	전환권행사	보통주	3,581	5,330	58,642	210	3,540	2020.08.26
2020.08.27	전환권행사	보통주	3,581	7,300	244,624	876	2,664	2020.09.11
2020.08.28	전환권행사	보통주	3,581	6,880	55,850	200	2,464	2020.09.11
2020.08.31	전환권행사	보통주	3,581	6,270	41,887	150	2,314	2020.09.17
2020.09.25	전환권행사	보통주	3,581	7,900	146,326	524	1,790	2020.10.15
2020.10.12	전환권행사	보통주	3,581	7,570	39,095	140	1,650	2020.10.28
2020.11.13	전환권행사	보통주	3,581	7,180	460,764	1,650	0	2020.11.30

1) 출처: 파수 주요사항보고서 및 사업보고서.

2) 전환사채는 모두 3,581원의 전환가액으로 행사(리픽싱 없음)되었으며, 보통주의 액면금액은 500원이다.

13) 콜옵션 행사시 사채권자에게 연복리 3%의 수수료(프리미엄)를 지급해야 한다.

14) 최초의 전환가액으로 콜옵션을 행사하게 되면 보통주 460,764주(발행일 기준 지분율 4.60%)를 취득할 수 있으나, 리픽싱 80%로 조정하면 575,916주(발행일 기준 지분율 5.69%)까지 취득할 수 있다.



- 1) 출처: KIS-value.
- 2) 단위는 원이다.
- 3) 제5회차 전환사채의 전환가격은 3,581원이다.

〈그림 3〉 파수의 주가추이

다. 이로 인해 파수는 행사시점의 매수청구권의 공정 가치를 기준으로 연결회사의 주식기준보상비용(임직원 급여)으로 인식하였다.

〈그림 3〉은 제5회차 전환사채를 발행한 이후부터 전환권을 행사한 시점(2018.11.23~2020.11.13) 까지 파수의 주가를 나타낸 것이다. 제5회차 전환사채를 발행한 2018년 11월 23일 주가는 3,670 원이었다. 2019년 초반에 급격하게 주가가 상승하였으나 점차 주가가 하락하여 Covid-19가 발생한 2020년 상반기에는 2,055원까지 하락하였다. 하지만 Covid-19가 장기화되면서 재택근무가 급증하고 문서보완의 수요가 증가했을 뿐만 아니라 데이터 3법이 개정되면서 주가도 2020년 하반기부터 상승하여 전환사채의 임직원 및 우리사주조합이 전환권을 행사한 2020년 11월 13일에는 7,180원이 되었다.

4.4 파수의 전환사채 회계처리가 재무제표에 미치는 영향

파수는 제5회차 전환사채를 발행한 2018년에 전환사채의 콜옵션을 파생상품자산으로 분류하였다. 발행시점부터 전환시까지의 회계처리를 정리하면 아래와 같다. 먼저 액면금액 55억원의 제5회차 전환사채를 발행한 시점에 파수는 전환사채의 공정가치로 35억 34백만원을 보고하였다.¹⁵⁾ 콜옵션은 1억 39백만원의 파생상품자산(금융자산)으로 인식하였으며, 풋옵션은 13억 47백만원의 파생상품부채(금융부채)로 분류하여 인식하였다. 마지막으로 전환권대가는 7억 58백만원을 인식하였으며, 자본으로 분류하였다. 파생상품자산과 파생상품부채는 매년 공정가치로 평가하고, 공정가치 변동액은 당기손익(영업외손익)

15) 2018년 감사보고서 주석에 공시된 전환사채 금액은 유효이자율을 반영하여 전환사채를 조정한 금액이다.

에 반영하고 있다. 제5회차 전환사채의 파생상품자산(콜옵션)과 파생상품부채(풋옵션)의 공정가치는 아래 <표 5>와 같다. 2018년말 파생상품자산은 45백만원으로 발행시점에 비해 93백만원이 감소하였다. 그에 반해 파생상품부채는 발행시점에 비해 2018년말 94백만원이 증가하였다. 2019년말에는 파생상품자산이 33백만원이 증가하였으며, 파생상품부채는 3백만원이 증가하였다.¹⁶⁾

<표 4>에서 보는 바와 같이 제5회차 전환사채는 2020년 2월부터 11월까지 모두 주식으로 전환되었다. 2020년 11월 13일에는 콜옵션을 행사한 전환사채(발행사채의 30%)도 전환권이 행사되었다. 따라서 2020년에 전환사채가 100% 전환되었기에 부채로 인식하고 있는 전환사채(36억원)는 모두 자본으로 대체되었으며, 관련 옵션인 파생상품자산(78백만원), 파생상품부채(14억 43백만원)도 모두 자본으로 대체되었다.¹⁷⁾ 제5회차 전환사채가 모두 전환됨에 따라 자본금은 7억 68백만원이 증가하고, 주식발행초과금(자본잉여금)이 54억 27백만원이 증가하였다.

파수는 전환사채 콜옵션을 임직원 및 우리사주조합에 지정하면서 금융상품을 양도하는 회계처리를 적용

하여 2020년 잠정실적을 보고하였다. 그러나 임직원 및 우리사주조합에 지정한 콜옵션은 경제적 실질상 주식기준보상 회계기준을 적용하는 것이 더 적합하다는 금융감독원의 의견을 반영하여 2020년 감사보고서를 수정 작성하였다. 즉 파수는 2020년 감사보고서에 콜옵션 지정시 회계처리를 금융상품 양도에서 주식기준보상으로 변경하면서 발생한 효과를 재무제표에 반영하였다. 파수가 공시한 회계정보에 기초하여 제5회차 전환사채의 콜옵션을 임직원 및 우리사주조합에게 지정함에 따라 금융상품 양도 회계처리를 적용한 경우와 주식기준보상을 적용한 경우에 재무제표에 미치는 효과는 다음 <표 6>과 같다.

패널 A는 전환사채 콜옵션 지정시 회계처리의 변경이 재무수치에 미치는 효과를 나타낸 것이다. 잠정실적(수정 전)에서는 제3자가 콜옵션을 행사함에 따라 파수는 전환사채에서 분리한 내재파생상품이 양도된 것으로 보아 자본을 제각하고 파생상품평가손익 8억원을 인식하였다. 하지만 감사보고서(수정 후)에는 경제적 실질상 제3자의 콜옵션 행사는 파수가 임직원에게 스톡옵션을 행사한 것과 동일하기 때문에 주식기준보상 회계기준을 적용하여 인건비(판관비)로 14.26억¹⁸⁾을 인식하였다. 또한 수정 전 자본의 제

<표 5> 파수 제5회차 전환사채 파생상품자산, 파생상품부채 변동내역

계정과목	발행시		전환시	
	2018.11.23	2018년 말	2019년 말	2020.11.23
파생상품자산	138,811	45,420	78,164	0
파생상품부채	1,346,523	1,440,291	1,442,996	0

1) 출처 : 파수 사업보고서.
2) 단위는 천원이다.

16) 발행시점부터 전환시점까지 상각후원가와 관련한 후속측정은 고려하지 않았다.
17) 자본으로 분류한 전환권은 재평가하지 않는다. 파수는 제5회차 전환사채의 전환권을 자본으로 분류하였으며, 발행시 전환권대가를 7억 58백만원 계상하였다. 그러나 2020년 감사보고서에는 전환시 전환권대가를 9억 72백만원으로 인식하고 있다. 사업보고서에는 전환권대가의 조정사유에 대해 별도로 언급하고 있지 않다. 자본으로 분류한 전환권대가는 전환권 행사시 자본금과 주식발행초과금(자본잉여금) 계정으로 대체되어 자본의 크기에는 변동이 없다.
18) 주식결제형 주식기준보상거래에서는 지분상품의 공정가치를 주식선택권 부여일에 측정하며, 가득기간 중 공정가치를 재추정하지는 않는다. 파수는 회계처리의 변경으로 인해 보상원가 14.26억원을 인식하였다. 파수가 인식한 주식보상비용(14.26억원)을 가득수량(460,764주)으로 나누면 주당 가격(주식선택권의 공정가치)은 3.095원이다.

〈표 6〉 전환사채 콜옵션 회계처리가 재무제표에 미치는 영향

[패널 A] 재무수치

계정과목	잠정실적 (금융상품 양도 회계처리 적용)	감사보고서 (주식기준보상 회계처리 적용)	조정 차액
매출액	36,922	36,406	-516(-1.4%)
영업이익	774	-1,239	-2,013(-260.2%)
법인세비용차감전순이익	1,198	-1,081	-2,280(-190.3%)
당기순이익	725	-752	-1,477(-203.7%)
자산총계	45,951	46,443	492(1.1%)
부채총계	25,519	25,909	390(1.5%)
자본총계	20,431	20,534	103(0.5%)
자본금	5,577	5,577	0(0.0%)

[패널 B] 재무비율

계정과목	잠정실적 (금융상품 양도 회계처리 적용)	감사보고서 (주식기준보상 회계처리 적용)	비율 차이
매출영업이익율	2.10	-3.40	-5.50
ROA	1.56	-1.62	-3.18
ROE	3.55	-3.66	-7.21
이자보상비용	92.25	-57.60	-149.85
부채비율	124.90	126.18	1.28

- 출처: 파수, 2021.02.09. 매출액 또는 손익구조 30%이상 변동, 파수 2020년 감사보고서.
- 패널 A의 단위는 백만원이며, 패널 B의 단위는 %이다.
- 패널 A의 조정차액 비율(%)은 잠정공시의 회계수치 대비 감사보고서의 회계수치의 조정 비율을 나타낸 것이다. 예를들어, 영업이익의 조정비율은 -2,013백만원/774백만원(-260.2%)로 계산하였다.

각으로 처리하였던 8억과 파생상품평가이익 8억을 반영하지 않아 법인세차감전순이익은 22억이 감소하였다.¹⁹⁾²⁰⁾ 패널 B는 콜옵션 지정 회계처리의 변경이 주요 재무비율에 미치는 영향을 살펴보았다. 콜옵션 지정에 대한 회계처리의 변경으로 인해 주요 손익 정보가 적자로 전환되었다. 따라서 수익성 지표들도 부호가 바뀌어 나타나고 있다. 잠정실적 정보로는 매출액 영업이익율이 2.1%였으나 콜옵션의 제3자 지정을 주식기준보상 회계처리를 적용하면 -3.4%로 -5.5%정도 감소한다. ROA와 ROE도 -3.18%와

-7.21% 감소하는 것으로 나타났다. 특히 이자보상 비용이 92%에서 -57.6%로 급감하여 이자지급능력에 심각한 의문이 제기되는 수준이 되었다. 그리고 주식기준보상 회계처리를 적용한 경우 자본총계와 부채총계가 모두 증가하였으나 상대적으로 부채총계가 더 증가하여 부채비율은 1.28% 높아졌다.

4.5 전환사채 콜옵션 회계처리에 대한 논의사항

대주주가 편법으로 지분 확대방법으로 사용하였던

19) 세부적인 사항에 대해서 주식에 보고하지 않아 자세한 회계처리를 살펴보기는 어렵다.
 20) 2020년 파수의 "감사보고서 제출"(2021.03.18)에 회계처리 수정과 관련된 내용이 기술되어 있다.

분리형 신주인수권부사채를 감독기관이 엄격히 규제하자 제3자 지정 콜옵션부 전환사채가 벤처기업이나 신생기업들의 자본조달 방편으로 활용되기 시작했다. 대부분 콜옵션을 부여받는 제3자는 대주주와 그의 특수관계인이지만 최근 들어 벤처기업이나 바이오기업은 임직원 및 우리사주조합에 콜옵션을 부여하였다. 회사는 임직원에게 콜옵션을 지정할 때 콜옵션을 양도하는 회계처리를 하면 관련 손익이 영업이익에는 반영되지 않아 주식기준보상 회계처리를 적용한 경우에 비해 상대적으로 영업이익이 크게 산출되는 효과가 있다. 더욱이 손익구조가 열악한 벤처기업들은 스톡옵션을 부여하여 주식보상기준을 적용하면 영업이익이 감소하기 때문에 스톡옵션과 동일한 효과를 갖지만 영업이익은 크게 보고되는 제3자 지정 콜옵션부 전환사채를 활용해 오고있다.

이러한 상황에서 몇 가지 논의할 사항이 있다. 첫째, 콜옵션 지정에 따른 경제적 실질을 파악하기가 어려운 경우가 있다. 최대주주 및 특수관계인에게 전환사채 콜옵션을 지정한 경우는 경영권을 확보하기 위한 목적이라고 보고 콜옵션 지정시 금융상품의 양도로 회계처리하고 있다. 하지만 본 사례처럼 임직원에게 콜옵션을 지정한 경우는 보상성격의 목적으로 콜옵션을 지정했다고 보고 주식기준보상을 적용하도록 하고 있다. 벤처기업들은 최대주주 및 특수관계인이 경영에 참여하는 경우가 대부분이다. 특히 벤처기업의 임원 중에는 최대주주의 특수관계인에 포함되는 경우가 많다. 그런데 최대주주와 특수관계인에 포함된 임원에게 콜옵션을 지정한 경우 보상성격이 아니라고 단언할 수 없다. 또한 임직원에게 콜옵션을 지정한 경우, 대상자 중에 최대주주의 특수관계인이 포함된 경우 임직원 모두에게 보상성격으로 콜옵션을 지정했다 단정하기도 쉽지 않다. 따라서 콜옵션을 지정대상자(제3자)별로 경제적 실질을 따져 콜옵션 지정시점의 회계처리를 각기 다르게 적용하는 것도 고려해 볼 필요가 있다.

둘째, 실무에서 대부분의 파생상품가치 평가는 BDT 모형이나 Hull-White모형을 활용하고 있다. 이자율을 기초자산으로 활용하고 있기 때문에 이들 모형을 적용하게 되면 만기에 가까워질수록 콜옵션의 가치는 0에 가까워진다(강진홍, 2021). 하지만 전환사채의 콜옵션은 주가 변동에 따라 행사 여부가 달라지고 옵션가치가 변하기 때문에 이항모형과 같은 주식가치를 기초로 평가한 옵션가치를 함께 제시할 필요가 있다.

셋째, 일반적으로 콜옵션 및 풋옵션은 금융상품 거래당사자들(발행자와 투자자)이 권리와 의무를 가진다. 따라서 발행공시를 통해 조건을 명시하고, 권리를 행사할 때 공시하면 기존주주들은 투자자의사결정에 옵션에 대한 정보를 충분히 반영할 수 있다. 하지만 제3자 지정 콜옵션부 전환사채는 발행공시에 콜옵션의 권리와 의무를 가진 대상이 명시되어 있지 않다. 더욱이 콜옵션 지정시에는 공시를 의무적으로 수행하고 있지 않기 때문에 콜옵션을 행사하여 외부에 공시하기 이전까지는 외부정보이용자는 잠재적인 지배구조의 변화에 대해서도 확인할 수 있는 방법이 없다. 따라서 제3자 지정 콜옵션부 전환사채의 경우 콜옵션 지정시에도 관련 내용을 공시해 줄 필요가 있다.

V. 결론

메자닌 채권의 시장에서 전환사채는 큰 비중을 차지하고 있다. 코스닥 벤처투자펀드제도 시행 이후 자산운용사들은 공모주를 우선 배정받기 위해 전환사채나 신주인수권부사채 등의 메자닌 채권에 투자를 증가시켰다. 하지만 메자닌 채권의 사모발행시에는 신용등급을 평가하지 않는 등 제한적인 정보만을 제공하기 때문에 정보의 투명성이 상대적으로 낮다는 지적을 받아왔다(박종찬·최원석, 2011). 따라서 규

제기관은 전환사채 시장의 건전성을 제고하기 위해 관련 규정을 개정하여 전환사채를 발행한 기업의 정보비대칭과 불공정거래가 줄어들기를 기대하였다. 특히 콜옵선부 전환사채는 대주주의 지분확대 방법으로 활용되고 있어 이를 규제하고자 콜옵선 행사한도를 제한하고, 리픽싱 상향조정을 의무화하였다. 또한 콜옵선 행사자, 조건, 지분현황 등의 공시를 의무화했으며, 제3자 지정 콜옵선부 전환사채의 회계처리를 명확히 하여 관련 내용을 주식에 공시하도록 하였다.

본 사례연구의 대상인 파수는 2018년 11월에 제5회차 콜옵선부 전환사채를 발행하였다. 이후 파수는 전환사채 콜옵선을 임직원 및 우리사주조합에 지정하였다. 실무에서는 과거부터 전환사채의 콜옵선을 제3자에게 지정하면서 금융상품을 양도하는 회계처리를 해왔기 때문에 파수도 이를 바탕으로 2020년 잠정실적을 보고하였다. 하지만 금융감독원은 임직원 및 우리사주조합에 전환사채 콜옵선을 지정한 파수에 대해서 스톡옵션과 경제적 실질이 유사하므로 콜옵선 지정시 주식기준보상 회계기준을 적용하는 것이 더 적합하다는 의견을 회신함에 따라 파수는 이를 반영하여 최종 감사보고서를 제출하였다.

본 연구는 파수의 사례를 이용하여 임직원 및 우리사주조합에 전환사채 콜옵선 지정시 서로 다른 회계기준을 적용하였을 경우 기업의 재무구조와 경영성과에 미치는 효과를 살펴보았다. 분석결과에 의하면 임직원 및 우리사주조합에게 전환사채의 콜옵선을 지정하는 시점에 금융자산을 양도하는 회계처리를 적용하는 경우에 비해 주식기준보상 회계처리를 적용하는 경우 영업이익과 당기순이익이 상당히 감소하였다.

금융위원회는 제3자 지정 콜옵선부 전환사채에 대한 공시 및 발행에 대한 규정을 개정하였으며, 발행시 분류, 인식 및 측정에 대한 회계처리에 대해서도 감독지침을 발표하였다. 하지만 콜옵선을 행사하는

대상이 지정되어 발행되는 금융상품과 달리 발행시 콜옵선을 행사할 수 있는 대상이 지정되어 있지 않은 제3자 지정 콜옵선부 전환사채는 외부정보이용자의 정보비대칭을 줄이고, 합리적인 투자의사결정을 수행하기 위해 콜옵선 지정시 관련 내용을 외부에 공시해 줄 필요성이 있다. 또한, 현재는 이자율을 기초로 콜옵선의 가치를 평가하고 있지만, 콜옵선은 주가 변동에 따라 행사 여부가 달라지고 옵션가치가 변동하기 때문에 주식 가치를 기초로 한 옵션가치 평가를 제시할 필요가 있다. 따라서 본 연구는 향후 제3자 지정 콜옵선부 전환사채의 회계처리를 적용해야 하는 기업과 전환사채 콜옵선 지정과 관련한 회계처리에 관심이 있는 기준제정기관 및 규제기관에게 유용한 정보를 제공할 수 있을 것이다.

국내참고문헌

- 강진홍(2021), **공정가치평가**, 제3판, 서울, 조세통람.
- 금융위원회(2021), “전환사채(CB) 시장 건전성 제고를 위한 『증권의 발행 및 공시 등에 관한 규정』 개정안인 12.1일부터 시행,” 2021년 10월 27일자.
- 금융위원회(2022), “전환사채 콜옵선 회계처리에 대한 감독지침 안내 『제3자 지정 콜옵선부 전환사채 발행 기업의 회계처리』,” 2022년 5월 4일자
- 기업회계기준서 제1107호. 금융상품: 공시.
- 기업회계기준서 제1109호. 금융상품
- 김영준, 이유진, 한승엽(2019), “전환사채 발행자의 회계처리와 주가 변화에 따른 재무적 영향: 전환권 분류를 중심으로,” **회계저널**, 28(5), 117-156.
- 김영준, 조미옥, 이수정(2022), “콜옵선 전환사채와 경영권 강화: 현대엘리베이터 사례,” **회계저널**, 31(2), 179-212.
- 김필규(2018), “전환사채시장의 활성화 과제,” 자본시장연구원 자본시장포커스.
- 김필규(2019), “메자닌 채권시장의 특징 분석 및 시사점,”

자본시장연구원 이슈보고서.

박종찬, 최원석(2011), “비상장기업 주식의 가치평가-삼성 에버랜드의 전환사채 발행사례,” *Korea Business Review*, 15(3), 113-139

윤평식(2020), “제3자에게 콜옵션을 부여하는 전환사채의 문제점에 관한 연구,” *한국증권학회지*, 49(3), 341-374.

이민교, 박진우(2019), “카카오의 로엔엔터테인먼트 인수 사례,” *Korea Business Review*, 23(2), 65-93.

장승현, 윤평식(2020), “콜옵션 전환사채 발행기업의 이익 조정,” *경영경제연구*, 42(2), 1-26.

최두열(2006), “한라그룹 구조조정 성공 사례,” *Korea Business Review*, 9(2), 149-173.

통계청. 국가통계포털(KOSIS).

파수(2018), “제5회차 무기명식 이권부 무보증 사모전환사채 사모발행신고서,” 2018.11.21.일 발행.

파수(2020), “전환청구권 행사,” 2020.11.13.일 발행.

파수(2021), “감사보고서 제출,” 2021.3.18.일 발행.

파수(2021), “매출액 또는 손익구조 30%이상 변동,” 2021.2.9.일 발행.

파수(2020), “감사보고서”.

파수(2018~2021), “사업보고서”.

한국거래소(2015), **한국의 채권시장**, 유가증권시장본부 채권시장부, 2015.9.7.일 발행.

한국거래소. 전자공시시스템(KIND).

A Case Study on the Accounting for Convertible Bond Call Options

Sung Ho Choi* · You Jung Kang**

Abstract

When issuing convertible bonds, call options are often granted to investors. In 2020, call option clauses were included in about 87% of all convertible bond issuances (Financial Services Commission, 2021). Recently, call options on convertible bonds have been granted by designating a third party after issuance, in addition to being granted directly to investors. Third parties are mostly the largest shareholders and related parties.

Traditionally, assigning call options on convertible bonds to a third party has been treated as the transfer of embedded derivatives, with related gains and losses classified as non-operating. Fasoo, a case company in this study, initially followed this practice. However, after making an inquiry to the Financial Supervisory Service, they received a reply that the call options designated to employees and the employee stock ownership union have the same economic substance as stock options. In other words, the Financial Supervisory Service is of the opinion that it is appropriate to apply stock-based compensation accounting at the time when a company designates a call option for its employees and employee stock ownership union. As a result, Fasoo applied the stock compensation standard when designating a call option on convertible bonds, resulting in a significant decrease in operating profit and net profit. Due to a change in accounting treatment when designating a call option, Fasoo has turned from a profitable company to a loss-making company.

This study highlights how the accounting treatment can differ depending on the party designated for the call option and provides insights into convertible bonds and call options.

Key Words: Call options, Call option convertible bonds, Convertible bonds, Third-party designated call options

* Associate Professor, College of Business Administration, Chosun University, First Author

** Assistant Professor, College of Tax Accounting, Baewha Women's University, Corresponding Author