

세무와회계저널
제10권 제2호 2009년 6월 pp.113~137
한국세무학회

투자자 단계의 조세가 전환사채 전환에 미치는 영향*

문성훈**

<요 약>

본 연구의 목적은 상환할증금에 대한 이자소득과세 등 투자자단계의 세금비용이 전환사채 투자자의 전환사채의 주식 전환비중 및 전환시기와 관련이 있는지를 분석하는 데 있다. 이를 위해 1999년부터 2006년까지 공모 전환사채를 발행한 기업의 재무자료 및 개별 발행자료를 이용하여 전환사채 투자자의 주식 전환에 영향을 미치는 조세유인에 대하여 살펴보았다. 본 연구에서는 전환사채 투자자의 주식전환 동기와 관련한 가설 설정 후 로짓회귀분석 및 선형회귀분석을 실시하였으며 그 결과를 요약하면 다음과 같다. 2001년 금융소득종합과세 재시행 이전에 비해 금융소득종합과세 재시행 이후에 전환사채 투자자의 주식 전환이 증가했으며, 전환사채 발행금액 대비 상환할증금 비중이 높은 경우 그렇지 않은 경우보다 전환사채를 조기에 전환한 것으로 나타났다. 이러한 연구결과는 상환할증금 이자소득 과세와 같은 세제상 불이익이 전환사채 투자자의 주식전환금액 및 전환시기에 영향을 미치고 있다는 것으로 해석될 수 있다. 본 연구는 전환사채 상환할증금 및 투자자의 조세상황 등 세금비용을 반영한 보다 현실적인 주식전환모형을 구축하는 데 공헌할 뿐만 아니라 상환할증금의 경제적 실질을 반영한 전환사채 이자소득 과세체계를 수립에도 공헌할 것으로 예상된다.

<주제어> 전환사채, 상환할증금, 금융소득종합과세, 주식전환, 조세상황

* 본 논문은 문성훈의 서울시립대학교 박사학위 논문(2009년 2월)의 일부(4장)를 수정 및 보완한 것입니다. 본 논문을 위해 많은 도움과 조언을 아끼지 않으셨던 최용선 교수님, 이준규 교수님, 최기호 교수님, 이의경 교수님, 이영한 교수님께 진심으로 감사드립니다. 또한 본 논문의 개선 및 보완을 위해 도와주신 익명의 심사자분들께도 감사드립니다.

** 삼성증권 PB연구소 연구위원, mooncta@live.co.kr, 011-9302-8453

논문접수일 2009년 3월

게재확정일 2009년 4월

I. 서 론

조세는 기업의 자본구조선택과 같은 자본조달의사결정에 영향을 미칠 뿐만 아니라 투자자의 투자 의사결정에도 영향을 미친다. 투자자가 전환사채에 투자한 경우 투자자의 한계세율 및 전환사채 상환할증금 등에 따라 전환사채 전환에 따른 세후수익률이 달라지기 때문에 동일한 세전수익률을 갖는 경우라면 주식 전환시 세후수익률이 높은 전환사채에 투자하거나 세후수익률이 가장 높은 시점에 주식으로 전환하는 의사결정을 하게 될 것이다. 따라서 전환사채 투자자의 조세상황(tax status)이 주식전환 의사결정에 미치는 영향을 연구하는 것은 조세와 투자 의사결정간의 관계를 분석하는 것이기 때문에 실무적인 측면뿐만 아니라 이론적인 측면에서도 그 의의가 있다고 할 것이다.

국공채를 대상으로 하여 투자자 단계의 내재조세¹⁾를 검증한 선행연구들(Litzenberg and Rolfo 1984 ; Lovely and Wasylenko 1992 ; Guenther 1994 ; 정운오와 노희천 2004)은 일부 존재하고 있지만, 내재조세가 채권수익률 결정에 유의적인 영향을 미쳤는지에 대해서는 명확한 결론이 내려지지 않고 있다. 이는 국공채라 하더라도 채권종류, 발행시기 및 금액, 금리, 경제상황 등 조건이 서로 달라 채권들간에는 채권유동성, 신용리스크 등도 차이가 날 수 있다. 따라서 채권수익률에서 내재조세로 인한 수익률 변화만을 분리하여 검증하기가 쉽지 않기 때문일 것이다. 또한 국내 국공채 투자자는 금융소득 종합과세 등으로 한계세율의 차이가 명백하게 발생하는 개인투자자보다는 법인 등 기관투자자가 대부분이기 때문에 내재조세와 밀접한 관련이 있는 조세선호현상(tax clientele)²⁾이 명확하게 나타나지 않는 것도 내재조세효과가 강하지 않은 이유중 하나로 언급될 수 있을 것이다.

그러나, 국내 전환사채는 기관투자자 뿐만 아니라 고소득자 등 개인투자자가 주요 투자자이기 때문에 조세선호현상이 크게 나타날 수 있는 상품이다. 또한 국내 전환사채는 액면이자 대비 높은 상환할증금의 존재로 인해 주식전환시 개인 및 법인투자자의 조세부담이 증가하는 조세불리자산에 해당되기 때문에 내재조세효과의 간접적인 검증이 가능하다는 장점이 있다. 따라서 본 연구에서는 전환사채 투자자의 주식전환시 상환할증금에 대한 이자소득 과세가 투자자의 주식전환 의사결정에 영향을 미쳤는지에 대해서 검증하고자 한다. 주가수준 등 다른 조건이 동일한 상황에서 개인투자자가 상환할증금에 대해 금융소득종합과세를 적용받을 경우 누진세율 적용으로 이자소득 과세부담이 확대되기 때문에 금융소득종합과세 시행여부는 전환사채 전환의사결정의 중요한 요인으로 작용할 수 있다. 한편, 전환사채 발행금액 대비 상환할증금 비중이 높을수록 이자소득 과세부담은 증가할 것이기 때문에 다른 조건이 동일하다면 주식전환시 과세되는 이자소득을 줄이기 위해서 가능한 조기에 전환할 유인을 가질 것으로 예상할 수 있다. 전환사채 발행 후 전환시점의 기업투자 및 재무활동의

1) 과세방법 등의 차이로 인하여 상대적으로 낮은 세금을 부담하는 자산(조세유리자산; tax-favored assets)은 그만큼 세전수익률이 하락하게 되어 내재적으로 세금을 납부하는 것과 같은 데 이를 내재조세(implicit tax)라고 한다(Scholes and Wolfson 2002).

2) 투자자의 한계세율 차이로 인해 주식 또는 채권 중 본인에게 유리한 특정한 자산을 선호하는 그룹이 존재하는 현상을 지칭([http : //financial - dictionary.thefreedictionary.com/](http://financial-dictionary.thefreedictionary.com/))

변화와 관련하여 전환사채 발행동기에 대해 검증한 연구(Mayers 1988 ; Chan et al. 2004 등) 들은 일부 존재하지만, 투자자 입장에서 전환사채의 주식전환동기에 대한 연구, 특히 조세유인이 전환사채 주식 전환에 미치는 영향에 대한 국내외 연구는 거의 전무한 상황이다. 따라서 본 연구는 조세유인이 투자자의 전환사채 전환 의사결정에 영향을 미치는 지를 검증한 최초의 연구라는 점에서 의의가 있다.

본 연구의 구성은 다음과 같다. 제1장 서론에 이어 제2장에서는 전환사채의 의의 및 거래현황에 대하여 살펴보고, 전환사채 투자자의 상환할증금의 회계처리 및 과세에 대하여 분석한 후 투자자의 전환사채 전환동기 및 선행연구를 검토하였다. 다음으로 제3장에서는 금융소득종합과세와 전환사채 주식전환, 상환할증금과세와 전환사채 조기전환동기와 관련하여 연구가설과 모형을 설정하고 표본을 선정하였다. 제4장에서는 각각의 연구가설 검증하고 그 실증결과를 설명한 후 마지막 제5장에서는 결과를 요약하였다.

II. 이론적 배경 및 선행연구

1. 전환사채의 의의 및 거래현황

가. 전환사채의 정의 및 전환관련 제도

(1) 전환사채의 정의 및 특성

전환사채(Convertible Bond : CB)란 미리 정해진 전환가격에 따라 발행후 일정기간 동안 발행기업의 주식으로 전환할 있는 권리(전환권)가 부여된 채권이다. 전환사채는 그 투자자가 만기 이내에 전환권을 행사하면 주식이 되고 전환권을 행사하지 않으면 일반사채가 되는 주식관련사채(Equity-linked Bond)이며 복합증권(Hybrid Security) 일종이다. 전환사채는 주식으로 전환하지 않고 만기까지 보유하면 원금 및 액면금리 수입 등이 보장되므로 적어도 채권가치는 보장받을 수도 있고, 전환대상 주식의 주가가 상승하면 주식으로 전환하여 매매차익을 얻을 기회를 가질 수 있는 투자대상으로 볼 수 있다.

전환사채의 전환권(conversion right)은 일정기간 내에 일반사채로서의 권리를 포기하고 주식을 취득할 수 있는 콜옵션과 같은 성격을 가진다. 다만, 일반적인 콜옵션과는 달리 전환사채와 분리되어 독립적으로 거래되지 않고 전환사채에 포함되어 거래되기 때문에 내재옵션(embedded option)에 해당된다. 전환사채의 액면금리(coupon rate)는 이자지급시 기준이 되는 연이자율로 원칙적으로 자율적으로 결정되나 발행회사의 신용도 및 여타 발행조건을 감안하여 신축적으로 결정된다. 전환사채는 채권가치에 추가상승시 자본이득을 얻을 수 있는 옵션(전환권)이 부가되기 때문에 액면이자가 일반사채에 비해 낮은 편이며, 일반적으로 신용도가 높은 회사일수록 액면금리가 낮다.

(2) 전환사채 전환관련 제도

상장법인의 전환가격(conversion price)은 전환사채의 발행을 위한 이사회결의일 전일을 기산일로 하여 그 기산일로부터 소급한 1개월의 평균증가, 1주일의 평균증가 및 최근일의 증가를 산술평균한 가액과 최근일의 증가 및 청약일 3거래일의 증가 중 높은 금액(일반공모방식으로 발행하는 경우 낮은 금액)³⁾ 이상이어야 한다.⁴⁾ 전환가격이란 전환사채권자가 전환청구기간 동안 발행회사의 주식으로 전환을 청구할 수 있는 가격으로서 주식 1주와 교환할 수 있는 전환사채 액면금액을 의미하며, 일정 전환사채 액면에 대한 발행주식수인 전환비율(conversion ratio)과는 표리(表裏)의 관계에 있다.⁵⁾ 한편, 상장법인 등이 발행하는 전환사채가 두 곳 이상의 신용평가기관이 평가한 당해 채권의 신용평가등급이 투기등급(BB+이하)인 경우에는 상기에서 산정한 가액의 90% 이상으로 할 수 있다. 한편, 발행회사가 유상증자, 주식배당, 준비금 자본전입 또는 합병 등을 하는 경우에는 발행회사의 주식수 증가로 전환에 의해 발행될 주식의 실질가치가 하락하게 되므로 전환권의 희석화를 방지하기 위해 전환가격을 조정할 수 있다.⁶⁾ 전환사채청구기간은 상장법인의 경우 전환사채 발행 이후 1개월이 경과한 후부터 전환할 수 있는 조건으로 발행해야 하며 실무적으로 전환사채 발행회사의 전환사채 관련 실무처리를 위해 통상 만기일 1개월 전까지를 전환청구기간으로 정한다. 다만, 사모발행의 경우 발행이후 1년이 경과된 후에 전환할 수 있는 조건으로 발행해야 한다.⁷⁾

나. 전환사채 상환할증금의 성격⁸⁾

전환사채 상환할증금은 전환사채 투자자가 만기까지 전환권을 행사하지 않아 만기에 상환하는 경우 전환사채 발행회사가 투자자에게 일정 수준의 수익률(만기보장수익률)을 보장하기 위해 만기 가액(액면금액)에 추가로 지급하기로 약정한 금액이다. 따라서 전환사채 상환할증금은 이자의 후급으로 볼 수 있으며 이를 산식으로 나타내면 다음과 같다.

$$\text{상환할증금} = [\text{전환사채의 액면가액} \times (\text{보장수익률} - \text{액면이자율})] \text{의 미래가치}$$

- 3) Max[① (1개월 평균증가+1주일평균증가+최근일 증가)/3, ② 최근일 증가, ③ 청약일 3거래일전 증가](유가증권의 발행 및 공시 등에 관한 규정 제61조 제1항)
- 4) 비상장법인의 경우 전환가격은 주식공모전의 경우 액면가액, 주식공모후에는 공모가격 이상이어야 한다.
- 5) 전환가격 × 전환비율 = 전환사채 액면금액
- 6) 조정 후 전환가격 = (조정 전 전환가격 × 기발행주식수 + 1주당 발행가격 × 신발행주식수) / (기발행주식수 + 신발행주식수)
- 7) 유가증권의 발행 및 공시 등에 관한 규정 제62조
- 8) “전환사채 상환할증금의 성격”에 대해서는 문성훈(2008, 117-118)의 연구 일부를 요약하여 제시하였음을 밝혀둔다.

한편, 전환사채 발행시 상환할증금은 전환권가치와 별도로 결정되는 것이 아니라 전환권에 포함되거나 연계되어 결정되기 때문에 상환할증금을 전환권의 일부로도 볼 수 있다. 즉, 전환사채에 상환할증금이 부여되는 경우 상환할증금이 없는 경우보다 액면이자를 더욱 낮추어 발행할 수 있기 때문에 상환할증금은 전환권의 기회비용으로도 볼 수 있는 것이다. 또한 전환사채 상환할증금은 주식 전환이라는 조건이 성취되는 경우에는 발생하지 않고 조건이 성취되지 않는 경우에만 발생하는 “조건부 지급채무(Contingent Payment Obligation)”로 볼 수 있다. 따라서 상환할증금은 이자의 후급이라는 성격과 더불어 일정한 조건에 따라 지급여부가 결정되는 유사(quasi) 내재옵션⁹⁾으로도 볼 수 있다. 특정기간의 이자소득은 고정된 미래 현금흐름에 대한 현재가치평가의 기간경과에 따른 차이로 볼 수 있는데 비해 상환할증금의 조건부 이자로써의 성격 때문에 미래 현금흐름도 변동될 수 있다. 왜냐하면 상환할증금은 시간의 경과뿐만 아니라 전환사채의 전환가능성에 따라 가치가 변동되기 때문이다. 또 다른 측면에서 상환할증금은 옵션을 행사하지 않은 것에 대한 대가이므로 옵션의 처분이익의 성격도 내재하고 있어 자본이득적인 성격도 가지고 있다고 볼 수 있다.

다. 전환사채 거래현황

1999년에서 2008년 6월까지 전환사채 발행규모가 일반사채의 약 10%에 불과하지만,¹⁰⁾ 전환사채의 유통은 일반사채(straight bond)에 비해 매우 활발한 편이다. 2001~2007년간 전환사채 거래대금은 7.0조원으로 일반사채(1.3조원)의 5.3배 이상으로 일반사채에 비해 거래가 빈번하게 이루어지고 있다.

〈표 1〉 연도별 상장 전환사채 및 일반사채 거래대금 현황 (단위 : 십억원, 배)

	전환사채	일반사채	배수(=전환사채/일반사채)
2001	1,149	1	1,276.7
2002	736	81	9.1
2003	560	36	15.6
2004	819	36	22.8
2005	1,555	185	8.4
2006	803	393	2.0
2007	1,355	582	2.3
합 계	6,977	1,314	5.3

자료 : 한국증권선물거래소 홈페이지(www.krx.co.kr)

9) 전환사채 발행회사 입장에서는 상환할증금의 현재가치만큼 옵션프리미엄으로 받고, 투자자가 전환사채 만기 이전에 행사(주식전환)하지 않을 경우에만 상환할증금을 지급하는 콜옵션을 투자자에게 발행(매도)한 것으로 볼 수 있다.

10) 한편, 2007년말 전환사채 발행잔액은 일반사채(91.3조원)의 약 2.4%인 2.8조원에 불과

일반사채가 대부분 장외거래로 이루어지고 거래규모도 큰 데 비해, 대부분의 상장 전환사채는 주식과 마찬가지로 증권사를 통해 거래가 가능하고 거래단위도 10만원으로 낮아 기관투자자 뿐만 아니라 개인투자자의 거래가 용이하기 때문에 일반사채에 비해 거래가 활발하게 이루어지고 있다. 또한 2003년 상장된 카드사 전환사채(1.4조원)에 대한 개인투자자의 높은 관심도 전환사채 매매시장 활성화에 기여하였다. 한편, 전환사채 전환규모는 대체적으로 주식시장이 활황을 보이는 경우 확대되고, 주식시장이 침체되면 위축되는 모습을 보였다. 전환사채 신규상장규모도 전환사채 2003~2004년을 제외하고는 주식전환과 유사하게 주식시장 등락에 따라 증감하였다. 1999~2007년까지 신규상장 규모는 13.2조원인데 비해 주식전환 규모는 11.2조원으로 신규상장의 약 85% 수준¹¹⁾으로 상장된 전환사채의 상당부분이 주식으로 전환된다는 것을 알 수 있다.

〈표 2〉 연도별 전환사채 상장 및 전환현황

(단위 : 십억원)

	신규상장	주식전환
1999	3,185	1,786
2000	810	92
2001	3,957	1,304
2002	786	834
2003	2,684	595
2004	59	3,942
2005	444	620
2006	186	209
2007	1,069	1,141
합 계	13,180	11,223

자료 : 한국증권선물거래소 홈페이지(www.krx.co.kr)

2. 전환사채 투자자의 상환할증금 회계처리 및 과세

가. 전환사채 투자자의 상환할증금 회계처리

현행 기업회계기준¹²⁾에 따르면 전환사채 투자자는 전환권가치를 별도로 인식하지 않기 때문에 매 회계연도마다 현금이자(액면이자)만 이자수익으로 인식하고, 상환할증금은 받기로 확정됐을 때인 만기상환일(조기상환일¹³⁾)에 일시에 이자수익으로 인식한다. 따라서 전환사채를 중도에 주식으로 전

11) 다만, 이 비율은 1999년 이전에 신규상장된 전환사채가 1999년 이후 전환된 경우에도 주식전환 규모에 포함하였고 우리나라 전환사채의 2005~2007년 신규상장된 전환사채의 주식전환은 포함하지 않았다는 것을 감안하여 해석해야하지만 큰 차이는 없을 것으로 예상

12) 한국회계기준원, 기업회계기준서 제9호 전환증권 18 및 19(전환증권소유자의 회계처리)

환한 경우에는 이자수익으로 인식할 상환할증금은 존재하지 않는다. 기업회계기준에서 투자자의 상환할증금에 대해 현금주의로 인식하도록 하는 것은 우발이득에 대해서는 조기에 인식하지 않고 받기로 확정됐을 때 인식하는 보수주의 관행에 의한 것으로 볼 수 있다(김영덕 2005, 157). 즉, 상환할증금에 해당하는 이자수익이 상환기간에 걸쳐 발생하는 것이 아니라 만기상환일(조기상환일)에 전환사채를 보유한 자에게 일시에 발생하는 것으로 보는 것이다. 또한 전환사채 투자자는 발행기업과는 달리 전환권의 가치를 별도로 인식하지 않아 일반사채의 발행할인액에 해당되는 순수 이자할인액의 합계에 대해서도 이자수익으로 인식하지 않고 있다.

나. 전환사채 투자자의 상환할증금 과세

우리나라 세법에서는 전환사채 투자 후 만기까지 보유하는 것을 가정할 경우에는 액면이자만 이자소득으로 과세된다. 따라서 만기보유시 회계와 세법 모두 현금주의에 따라 이자수익 및 이자소득을 동일하게 인식하기 때문에 세무조정사항은 발생할 여지가 없다. 한편, 전환사채 투자 후 만기까지 보유하지 않고 중도에 매도하거나 주식으로 전환하는 경우에는 발행할인액과 상환할증금에 대해 보유기간 이자소득으로 과세된다.¹⁴⁾ 즉, 중도매도 및 주식전환시 전체 상환할증금중에서 투자자가 보유한 기간분만큼에 대해 이자소득으로 과세되는 것이다. 매 회계연도마다 세법상 이자수익으로 인식되지 않은 상환할증금이 주식전환과 같은 과세사건(taxable event) 발생시 일시에 과세되는 효과가 발생하는 것이다. 예를 들어 회계연도 기중에 주식전환 등이 발생한 경우에는 액면이자의 경우 직전 이자지급일(통상 회계연도말)에서 중도매도일 등까지 발생한 액면이자와 발행일부터 중도매도일까지 발생한 발행할인액 상각액과 상환할증금 상각액이 안분되어 이자소득으로 과세되는 것이다. 다만, 이 경우 상환할증금에 대한 세법상 이자소득 과세방법은 기업회계기준에서와 같이 유효이자율법에 의하지 않고 상환할증금을 발행일부터 만기까지 일수 중 보유기간 일수에 해당되는 금액만큼 이자수익으로 인식하기 때문에 정액법과 유사하다. 따라서 전환사채의 중도매도 및 주식전환과 같은 과세사건 발생시 이자소득 과세는 발생주의에 따라 정액법에 의하여 안분하여 과세사건일에 일시에 인식하는 것으로 볼 수 있다.

일반사채 할인발행액의 경우 발행회사 파산 등 예외적인 경우를 제외하고는 만기상환일에 지급될 것이 확실하기 때문에 중도매도시 할인발행액을 투자자의 보유기간에 따라 안분하여 과세하는 것은 일견 타당한 측면이 있다. 그러나 전환사채 투자자가 전환사채를 주식으로 전환하는 경우에는 상환할증금은 현실적으로 수령할 수 없기 때문에 상환할증금에 대해 보유기간 이자소득으로 과세하는 것은 투자자입장에서 불합리한 측면이 있다(문성훈 2008, 127). 따라서 전환사채를 주식투자의 일환으로 생각하고 취득한 투자자의 경우 전환사채를 장기 보유할수록 상환할증금에 대해 이자소득으로 과세되는 비중이 높아질 것이기 때문에 주가 등 다른 조건이 일정하다면 가능한 조기에 전환을

13) 전환사채 투자자에게 풋옵션이 부여된 경우(조기상환 전환사채) 발행일부터 조기상환일까지의 기간에 해당되는 상환할증금이 지급

14) 소득세법 제46조 제2항 및 소득세법 시행령 제102조 제5항

많이 하는 것이 유리하게 된다. 특히, 액면이자율이 낮고 만기보장수익률이 높을수록(즉, 만기보장수익률과 액면이자율의 차이가 클수록) 전체 이자수익에서 과세되는 이자수익의 비중이 높아질 것이기 때문에 조기에 전환을 많이 하는 것이 투자자의 세금부담을 낮추게 된다.

또한 전환사채 보유자들이 기관투자자 아니면 대부분 소득수준이 높은 개인투자자라는 것을 감안한다면 액면이자율이 낮은 전환사채 투자시 중도전환 이전에는 이자소득이 낮아 낮은 세율(15.4%)로 분리과세되다가 중도전환으로 일시에 과세되는 결집효과가 발생해 금융소득종합과세 가능성이 높아질 수 있다는 점도 전환사채 조기 및 대규모 전환의 동기로 작용할 것으로 보인다.¹⁵⁾ 또한 전환사채 주식전환 후 투자자의 세금부담은 배당세액공제, 주식매매차익 비과세 등으로 인해 주식전환 전 채권으로 존재할 때보다 세금부담이 더 낮아진다는 점도 전환사채의 주식전환 유인중 하나로 작용하고 있다.

다. 투자자의 전환사채 전환동기

전환사채 발행기업의 전환사채 발행동기에 대한 이론적 연구들은 다수 존재하지만, 투자자의 전환사채 전환동기에 대한 연구는 거의 존재하지 않는 것으로 보인다.¹⁶⁾ 따라서 실무적으로 전환사채 투자자들이 전환사채의 주식전환시 고려하는 요인¹⁷⁾들에 대해서 살펴보고자 한다.

투자자들이 전환사채에 투자하는 목적은 채권으로써 만기까지 보유하면서 이자소득을 수취하려는 목적도 있지만, 전환사채의 주식전환을 통해 주가상승에 따른 자본이득을 실현하려는 목적이 더 크다고 볼 수 있다. 물론 주가하락으로 전환권을 행사하지 못하는 경우 주식전환으로 손실을 볼 경우에는 주식으로 전환하지 않고 만기까지 보유하거나 중도에 매도하지만, 기본적으로 특히 개인투자자들은 기본적으로 전환사채를 주식투자의 일부로 보는 경우가 많다.

전환사채 투자자들이 전환사채 전환을 결정하는데 있어서는 발행기업 주가, 전환사채 가격, 상장잔액, 만기보장수익률, 세금부담 등 다양한 요인이 영향을 미치지만, 그 중에서도 전환가격 대비 주가수준의 비율인 패리티(Parity) 정도가 전환사채의 주식전환 의사결정에 있어 가장 중요한 요소 중 하나로 언급되고 있다. 패리티는 주식의 측면에서 본 전환사채의 이론가치로써 전환사채를 전환할 경우 전환차익이 발생하는 가를 판단하는 지표로서 주가가 전환가격을 몇 %로 상회하고 있는가를 나타낸다.

$$\text{패리티(Parity)} = \text{주가} / \text{전환가격} \times 100\% \quad (1)$$

15) 예를 들어, 액면가액 1억원, 만기 5년, 액면이자율 3%, 만기보장수익률 8%인 전환사채를 발행일에 매입한 후 4년 6개월 경과후 주식전환하는 경우 과세표준이 되는 액면이자에 대한 보유기간 이자는 1,500,000원 (=1억원×3%×6개월/12개월)에 불과한 반면, 상환할증급에 대한 보유기간 이자는 약 26,400,000원(=1억원×29.3%(상환할증률)×54개월/60개월)으로 크게 나타나는 결집효과가 발생한다. (문성훈 2008, 126)

16) 전환사채의 전환에 대한 연구로는 전환사채 발행 후 전환사채 전환시점의 기업의 투자 및 재무활동을 분석한 Mayers(1998) 등의 연구가 있지만, 전환사채 투자자의 전환동기보다는 기업측면에서 전환사채 전환시점의 기업의 자금조달특성을 분석한 연구이다.

17) 증권선물거래소(2008), 모용순(2007) 등과 같은 채권관련 실무서적, 전환사채와 관련된 인터넷 투자카페(<http://cafe.daum.net/cbbond>), 증권사 IB 및 PB담당자와의 FGI 결과 등을 참고하였다.

즉, 전환가격이 일정할 경우 주가가 상승하면 패리티도 오르고 반대로 주가가 하락하면 패리티도 떨어지기 때문에 패리티와 주가는 양(+)의 관계에 있다. 패리티가 100%를 넘는 상태에서는 주식으로 전환하여 보다 많은 이익을 얻을 수 있기 때문에 주식전환이 많이 진행된다.(증권선물거래소 2008, 402-406) 한편, 실무적인 측면에서 전환사채 투자자가 주식전환을 결정하는 경우 패리티 수준 뿐만 아니라 전환사채 전환에 따른 이자소득에 대한 과세도 중요한 역할을 한다. 즉, 패리티가 100%를 넘어 주식전환이 가능한 상황에서 전환사채를 오래 보유하면 할수록 실제 현금을 수취하지는 못하지만 상환할증금으로 인해 이자소득에 대한 과세부담이 증가하기 때문에 가능한 조기에 주식으로 전환한다는 것이다. 대부분의 투자자 및 실무자들은 전환사채가 주식으로 전환되면 상환할증금을 받지 못하지만, 만기에 상환할증금이 발생한다고 가정하여 이자소득이 과세되는 점을 불합리하게 생각하고 있다. 특히, 액면이자가 낮고 상환할증금이 클수록 미실현이익으로 볼 수 있는 상환할증금에 대한 이자소득 과세부담이 크기 때문에 더욱 빨리 전환하려는 유인을 갖게 된다. 한편, 개인 전환사채 투자자인 경우에는 금융소득 등 종합과세되는 소득이 큰 고액자산가임을 감안할 때 전환사채 조기전환을 통해 금융소득종합과세를 회피하거나 과세소득을 줄이려는 유인이 발생한다.

라. 선행연구

투자자단계의 전환사채 전환동기를 조세비용 측면에서 연구한 국내외 실증연구는 찾아볼 수 없었다. 그러나, 본 연구가 채권 투자자단계의 조세비용과 투자자의사결정에 대한 연구이기 때문에 국제 등 수익률을 대상으로 하여 투자자 단계의 내재조세를 검증한 연구를 간략히 살펴봄으로써 본 연구의 선행연구를 대체하고자 한다.

Litzenberg and Rolf(1984)는 수익률곡선 추정모형을 통해 독일, 일본, 영국, 미국의 국채의 상대적 가격에 미치는 세금효과를 조사하였다. 연구결과 세금을 고려하여 기간구조를 추정하면 세금효과를 배제하고 추정한 기간구조에 비해 설명력이 높아진다는 것을 발견하였지만 그 효과는 명확하지 않았다. Lovely and Wasylenko(1992)는 주정부 세율 1% 인하가 주정부 채권 신규발행시 세전수익률은 0.029%(2.9bp) 감소한다는 것을 발견하였다. 한편, Kamara(1994)는 미국 재무부채권을 대상으로 T-note와 T-bill의 수익률 차이를 비교함으로써 유동성효과와 세금효과를 입증했으며, Elton and Green(1998)도 세후 수익수익률 추정 및 차익거래테스트를 통해 세금효과와 유동성효과가 존재한다고 주장하였다. Guenther(1994)는 세율의 변화가 국채의 세전수익률 변화에 미치는 영향을 분석하여 투자자 단계의 내재조세의 존재를 밝히고 있다. 이 연구는 미국 재무부채권을 대상으로 1981년 경제활성화세법(Economic Recovery Tax Act)과 1986년 세제개혁법(Tax Reform Act)에 의해 이루어진 세율인하가 내재조세를 유발하는 중요한 변화로 간주하여 채권수익률을 분석하였다. 연구결과 세율 하락이 발생한 1981~82년, 1986~87년, 1987~88년에 통계적으로 유의한 세전수익률의 하락이 있었지만 세전수익률의 하락이 내재조세 증가분을 설명할 만큼 충분하지는 않았다. Guenther(1994)는 이러한 연구결과를 한계투자자인 고소득투자자가 채무부증권 이외에 명시적 세율이 낮은 다른 투자자산을 선호하기 때문이라고 해석하였다.

정운오(2001)는 우리나라 채권시장에 존재하는 자금출처조사가 면제되어 증여세 또는 상속세를 회피할 수 있는 무기명채권과 관련한 내재조세의 존재와 크기를 실증분석하였다. 연구결과 1988년에 발행한 총 4조원의 무기명채권과 관련하여 채권투자자들은 6,978억원에 달하는 증여세를 합법적으로 회피하였고, 내재조세 형태로 간접적으로 부담한 세금은 1조 2,455억원이라고 추정하였다. 이는 채권매입자들이 실질적으로 약 31%의 증여세율을 부담한 것과 동등한 결과라고 주장하였다. 정운오와 이경애(2002)는 채권의 이자소득 과세제도와 채권의 이자지급방식과 관련된 내재조세를 실증적으로 검증하였다. 연구결과 표시이자율이 낮은 국민주택채권의 세전수익률이 만기 5년 산업금융채권의 세전수익률보다 유의적으로 낮은 것은 우리나라 채권시장에서 내재조세가 존재하는 증거라고 주장하였다. 한편, 산업금융채권의 경우 과세이연효과 등 조세혜택이 있는 복리채가 그렇지 못한 이표채에 비해 세전수익률이 유의적으로 낮아 내재조세를 부담한다는 사실을 발견하였다. 그러나 복리채와 동일한 조세혜택이 있는 할인채의 경우 내재조세를 부담한다는 분명한 증거를 얻지 못하였다. 정운오와 노희천(2004)은 금융소득종합과세가 채권가격에 미친 영향을 분석하였다. 연구결과 금융소득종합과세 최초 시행시점 및 재시행시점을 전후하여 국민주택채권수익률이 유의적으로 하락하였으며, 잔존기간이 길수록 하락폭이 크다는 것을 발견하였다. 다만, 금융소득종합과세가 유예된 시점에선 수익률 상승현상이 일관되게 관찰되지는 않았는데 이를 IMF 경제위기에 따른 채권시장 불안정의 결과로 해석하였다.

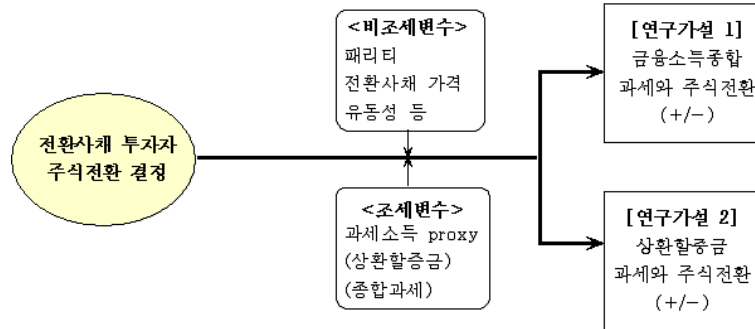
상기와 같이 국채 등 수익률을 대상으로 하여 투자자 단계의 내재조세를 검증한 연구들은 일부 존재하지만, 투자자 단계의 조세비용과 전환사채 투자자의 주식전환 동기에 대한 국내외 연구는 찾아볼 수 없었다. 그러나, 실무적으로는 발행기업 주가 및 전환사채 가격 뿐만 아니라 투자자의 세금 부담도 큰 영향을 미치고 있기 때문에 투자자의 세금유인과 전환사채 전환의사결정과 관계에 대한 검증이 필요한 상황이다. 따라서 본 연구는 조세유인이 투자자의 전환사채 전환의사결정에 영향을 미치는 지에 대한 최초 연구라는 점에서 의의가 있다.

III. 연구방법론

1. 연구의 개념체계

본 연구에서는 투자자 단계의 전환사채 주식전환 의사결정에 영향을 미칠 수 있는 조세유인을 중심으로 연구의 개념적 틀을 구성하였다. 주가 등 다른 조건이 일정할 때 전환사채 투자자의 상환할 증금 등 이자소득 과세문제가 투자자의 전환사채 주식전환 의사결정에 영향을 미칠 수 있다. 이를 위해 본 연구에서는 금융소득종합과세와 전환사채 주식전환 간에 유의적인 관계가 있는지와 더불어 상환할증금 이자소득 과세와 전환사채 조기 전환 간에 유의적인 관계가 있는지를 확인하였다. 전환사채 전환에 미치는 영향요인으로 조세변수와 통제변수인 비조세변수를 포함하여 연구의 개념적 틀을 제시하면 아래 <그림 1>과 같다.

〈그림 1〉 연구의 개념적 틀



2. 연구가설의 설정

전환사채의 주요 투자자인 기관 및 고액자산가인 개인투자자가 전환사채 투자 후 주식전환 의사 결정에 투자자 이자소득에 대한 법인세 및 소득세 과세부담, 즉 조세비용이 영향을 미쳤는 지에 대해 금융소득종합과세와 상환할증금과세의 경우로 각각 나누어서 연구가설을 설정하고자 한다.

가. 금융소득종합과세와 전환사채 주식전환

전환사채 투자자, 특히 고액자산가인 개인투자자의 경우 전환사채 투자동기는 채권으로써 만기까지 보유하여 액면이자 및 상환할증금 등 이자소득을 수취하는 것보다는 발행회사 주가 상승시 주식 전환 및 중도매도를 통한 자본이득 실현의 목적이 더 큰 것으로 알려져 있다. 발행회사 주가상승으로 주식전환이 가능해진 상황에서는 주가의 추가 상승 가능성뿐만 아니라 주식전환시 상환할증금 이자소득 과세부담을 동시에 고려하여 주식전환을 결정한다는 것이다. 주가수준 등 다른 조건이 동일한 상황에서 주식전환을 할 경우 투자자는 상환할증금에 대한 보상을 받지 못하지만, 주식전환시까지 발생한 상환할증금에 대해 이자소득으로 과세되기 때문에 주식전환이 늦어질수록 상환할증금에 대한 과세부담은 늘어나게 된다. 만약, 투자자가 금융소득종합과세에 해당되는 개인투자자인 경우에는 상환할증금으로 인한 이자소득 과세부담은 누진세율 적용으로 인해 더욱 확대되기 때문에 전환사채 주식전환을 늦게 하면 할수록 소득세 부담은 더욱 늘어나는 반면, 전환사채 주식전환을 빨리 하면 할수록 상대적으로 소득세 부담이 줄어들게 되는 것이다.¹⁸⁾ 이러한 점을 감안한다면 금융소득종합과세가 시행된 시기의 전환사채 주식전환이 시행되지 않은 시기보다 많을 것으로 예상된다. 이에 본 연구는 금융소득종합과세가 재시행에 따른 투자자단계의 소득세 증가가 전환사채 투자자의 주식전환이 증가했는지 여부를 실증분석하기 위해 다음과 같은 연구가설을 설정한다.

18) 개인투자자가 금융소득종합과세에 해당되지 않는 일반투자자인 경우에도 전환사채를 주식전환하지 않고 채권으로 보유한 기간에 대해서 상환할증금이 이자소득으로 과세되기 때문에 상환할증금 이자소득 과세를 줄이기 위해 전환사채를 조기에 전환할 유인이 있다.

[연구가설 1] 금융소득종합과세 재시행 이전 시기에 비해 재시행 이후 시기에 전환사채 투자자의 주식전환시 조세비용이 증가하기 때문에 전환사채의 주식전환이 증가할 것이다.

나. 상환할증금과세와 전환사채 주식전환

현재 주가수준 및 향후 주가상승 가능성 등 다른 조건이 일정하다고 가정할 때, 전환사채 투자자의 전환사채 주식전환시 소멸되는 상환할증금에 대한 금전적 보상은 전혀 없지만 전환사채 투자 후 주식전환전까지 보유기간에 대한 상환할증금을 안분하여 이자소득으로 과세된다. 따라서, 전환사채의 주식전환 시기가 지연될 수록 상환할증금으로 인한 이자소득 과세부담은 증가하는 반면, 조기에 전환할 경우 이자소득 과세부담이 감소하는 동시에 전환된 주식의 경우 수입배당금익불산입, 배당세액공제 등으로 인해 전환사채보다 세금부담이 낮기 때문에 가능한 조기에 전환¹⁹⁾하려고 할 것이다. 상기 논의한 내용을 바탕으로 전환사채 투자자의 조기전환에 따른 조세비용 감소액의 크기를 주식으로 나타내면 다음 식 (2)와 같다.

$$\begin{aligned} TCD &= RPTC^M - RPTC^{EC} = RP \times \left(\frac{n}{n}\right) \times t_i^m - RP \times \left(\frac{c}{n}\right) \times t_i^c \\ &= RP \times \left[t_i^m - \left(\frac{c}{n}\right) \times t_i^c\right] \end{aligned} \quad (2)$$

TCD : 조세비용 감소액

$RPTC^M$: 만기상환시 상환할증금 이자소득 과세금액(조세비용)

$RPTC^{EC}$: 조기전환시 상환할증금 이자소득 과세금액(조세비용)

RP : 상환할증금, t_i^m : 만기시점 투자자 한계세율

t_i^c : 전환시점 투자자 한계세율, c : 전환사채 투자일~전환일, n : 만기

상기 식 (2)을 살펴보면, 일반적으로 만기상환시 과세되는 상환할증금(RP)은 전환사채 조기전환시 과세되는 상환할증금 안분계산액($RP \times (\frac{c}{n})$)에 비해 크다. 따라서 조기전환시 조세비용 감소액(TCD)은 양(+)의 값을 가지며 상환할증금(RP)이 클수록, 조기에 전환할수록(즉, c 가 작을수록) 조세비용 감소액은 더욱 커질 것으로 예상된다. 또한 누진세율 구조하에서 식 (2)의 우변항의 $[t_i^m - (\frac{c}{n}) \times t_i^c]$ 는 더 커지기 때문에 조세비용 감소효과는 더욱 확대된다.²⁰⁾ 이에 본 연구에서는 전환사채 투자자는 전환사채 액면대비 상환할증금이 클수록 전환사채를 조기에 주식으로 전환하는지

19) 개인투자자의 경우 주식전환을 통한 상장주식을 양도의 경우 양도소득세 부담이 없기 때문에 법인투자자에 비해 전환사채 주식전환 유인이 확대될 것으로 예상된다.

20) 만기시점 상환할증금이 조기전환시 상환할증금 안분계산액보다 크기 때문에 누진세율 구조하에서 투자자 한계세율(t_i^m)은 조기전환시 한계세율(t_i^c)보다 크게 나타날 것이다. 한편, 법인투자자나 개인투자자가 금융소득종합과세에 해당되지 않는 경우 등 누진세율 구조를 적용받지 않는 경우에도 $[t_i^m - (\frac{c}{n}) \times t_i^c]$ 은 양(+)의 값을 가지기 때문에 조세비용 감소효과가 존재한다.

를 실증분석하기 위해 다음과 같은 연구가설을 설정한다.

[연구가설 2] 전환사채 투자자는 전환사채의 상환할증금이 클수록 투자자의 조세비용을 낮추기 위하여 조기에 전환권을 행사할 것이다.

3. 연구모형 설정 및 변수의 측정

가. 연구모형

[연구모형 1]에서는 2001년 금융소득종합과세 재시행에 따른 개인투자자의 과세부담 증가가 전환사채 투자자의 주식전환 동기로 작용했는지 여부를 검증하기 위해 아래 식 (3)과 은 선형회귀분석모형을 설정하였다.

[연구모형 1]

$$CR_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \cdot PARITY_{i,t} + \beta_2 \cdot GTDUM_{i,t} + \beta_3 \cdot ISSDUM_{i,t} + \Sigma \delta_k \cdot IND_k + \epsilon_{i,t} \quad (3)$$

CR : 개별 전환사채의 상환기간중 해당연도의 전환비중

[=(해당연도 발행잔액 - 직전연도 발행잔액)/최초 발행금액]

$PARITY$: 평균주가/전환가격

$GTDUM$: 해당연도가 금융소득종합과세 재시행 후면 1, 아니면 0인 더미변수

$ISSDUM$: 전환사채 발행연도면 1, 아니면 0인 더미변수

IND : 산업더미

i : 개별발행자료

t : 연도

한편, [연구모형 2]에서는 상환할증금 이자소득 과세가 전환사채 조기상환의 유인으로 작용하였는가에 대해 검증하기 위해 아래 식 (4)와 같은 로짓회귀분석모형을 설정하였다.

[연구모형 2]

$$DCR_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \cdot PROCEED_{i,t} + \beta_2 \cdot PARITYDUM_{i,t} + \beta_3 \cdot TI_{i,t} + \Sigma \delta_k \cdot IND_k + \epsilon_{i,t} \quad (4)$$

DCR : 상환기간 중 발행연도에 가장 많이 전환했으면 1, 아니면 0인 더미변수

$PROCEED$: 발행금액 / 총자산

$PARITYDUM$: 상환기간 중 발행연도의 $PARITY$ 가 다른 회계연도와 비교해 가장 크면 1, 아니면 0인 더미변수

TI : 과세소득 대용치(연평균상환할증률($GRMCR$),액면이자율(CR),만기보장수익률(GR))

IND : 산업더미

i : 개별발행자료

t : 연도

나. 변수의 측정 및 예상부호

(1) 종속변수의 측정

[연구모형 1]의 종속변수는 개별 전환사채의 상환기간 중 각 회계연도의 전환금액을 전체 발행금액으로 나누어서 계산한 값을 사용하였다. 한편, [연구모형 2]의 종속변수는 전환사채 상환기간 중 발행연도에 가장 많이 전환했으면 1, 아니면 0인 2분형 더미변수를 사용하였다.

(2) 조세유인의 측정 및 예상부호

(가) [연구모형 1]

[연구모형 1]의 첫 번째 조세유인변수인 *GTDUM*은 전환사채가 전환된 회계연도가 금융소득종합과세가 재시행된 연도(2000년 이전)에 해당되면 1, 아니면(2001년 이후) 0의 값을 가지는 이분형 더미변수이다. 1996년 시행된 금융소득종합과세는 IMF 금융위기로 1998~2000년까지 시행이 유보되었다가 2001년 이후부터 다시 시행되었다. 기관투자자 뿐만 아니라 고액자산가인 개인투자자도 국내 전환사채의 주요 투자자²¹⁾이기 때문에 개인투자자의 경우 금융소득종합과세에 해당될 가능성이 높을 것으로 예상된다. 한편, 개인투자자인 전환사채 투자자는 금융소득종합과세가 시행된 회계연도에는 시행전 회계연도보다 금융소득에 대한 소득세 과세부담이 증가할 가능성이 높다. 따라서 전환사채 상환할증금에 대한 소득세 부담을 줄이기 위해 금융소득종합과세 시행연도에는 전환사채 주식전환을 많이 할 유인이 발생하므로 [연구모형 1]의 *GTDUM*은 양(+)의 값을 가질 것으로 예상된다. 한편, 두 번째 조세유인변수인 *ISSDUM*은 전환사채가 전환된 회계연도가 전환사채 발행연도에 해당되면 1, 아니면 0의 값을 가지는 이분형 더미변수이다. 금융소득종합과세 여부와는 별도로 전환사채 상환할증금 이자소득 과세부담을 최소화하기 위해서는 가능한 조기에 전환사채의 주식전환을 해야하기 때문에 *ISSDUM*도 양(+)의 값을 가질 것으로 예상된다.

(나) [연구모형 2]

[연구모형 2]의 조세유인변수인 *TI*(Taxable Income)는 전환사채 투자자의 이자소득으로 과세되는 상환할증금의 대용변수이다. *TI*는 전환사채의 ① 연평균상환할증률(*GRMCR*: 만기보장수익률-액면이자율), ② 액면이자율(*CR*), ③ 만기보장수익률(*GR*)을 각각 사용한다. 전환사채 주식전환시 다른 조건이 일정할 경우 전환사채 상환할증금이 클수록, 액면이자율이 낮을수록, 만기보장수익률이 클수록 전환사채 투자자의 조세불이익이 증가하기 때문에 전환사채 투자자는 가능한 조기에 전환하려는 유인이 발생한다. 따라서 [연구모형 2]에서 *GRMCR*과 *GR*은 양(+), *CR*은 음(-)의 값을 가질 것으로 예상된다.

21) 예를 들어, 전환사채 발행규모가 가장 컸던 2003년 카드사 삼성카드 전환사채(8,000억원)의 경우 약 1/3을 개인투자자 물량으로 배정하는 등 전환사채는 개인투자자가 높은 비중을 차지하고 있다. 이는 전환사채는 일반사채와는 달리 최소 거래단위도 10만원으로 낮으며 주식과 마찬가지로 증권사 *HTS*를 통해 거래가 가능하기 때문인 것으로 해석된다.

(3) 비조세유인의 측정 및 예상부호

(가) [연구모형 1]

[연구모형 1]의 첫 번째 비조세유인변수인 *PARITY*는 전환사채가 전환한 회계연도의 평균주가를 전환가격으로 나눈 값이다. *PARITY*가 클 수록 주식전환 가능성이 커지기 때문에 *PARITY*는 양(+)의 값을 가질 것으로 예상된다. 한편, 산업더미는 개별 산업의 특성이 전환사채 전환에 미치는 영향을 통제하기 위해 제조업, 건설업, 유통업, 서비스업과 같이 4개 산업으로 나누어 사용하였다.

(나) [연구모형 2]

[연구모형 2]의 첫 번째 비조세유인변수인 *PROCEED*는 전환사채발행규모로서 전환사채의 유동성을 나타낸다. 유동성이 높을 경우 주식전환이 원활하게 이루어지는 반면 유동성이 낮을 경우 주식전환의 제약이 존재하기 때문에(유동성위험 : Liquidity risk) *PROCEED*는 양(+)의 값을 가질 것으로 예상된다. 두 번째 비조세유인변수인 *PARITYDUM*은 전환사채 상환기간 중 발행연도의 *PARITY*가 다른 회계연도에 비해 가장 높으면 1, 아니면 0의 값을 가지는 2분형 더미변수이다. *PARITYDUM*은 높은 *PARITY*에 의한 주식전환효과를 통제하기 위해 연구모형에 포함되었으며 양(+)의 값을 가질 것으로 예상된다. 산업더미는 [연구모형 1]과 동일하게 사용하였다.²²⁾

4. 표본의 선정

본 연구의 표본은 1999년부터 2006년까지 공모 전환사채를 발행한 유가증권 상장기업들 중에서 본 연구모형에 필요한 회계 및 재무자료를 이용할 수 있는 12월 결산법인의 전환사채 발행자료를 대상으로 하였다. 공모 전환사채만을 대상으로 한 이유는 사모 전환사채의 경우 발행 후 1년간 주식전환을 할 수 없을 뿐만 아니라 거래소에 상장되어 거래되지 않아 전환사채 주식전환이 제한되어 투자자의 주식전환 효과를 측정하기 어렵기 때문이다. 전환가격, 연도별 전환사채 발행잔액 등 해당 연도 전환비율을 측정하기 위한 자료는 상장사협의회 데이터베이스인 TS 2000으로부터 구하였기 때문에 본 연구의 표본은 TS 2000과 Fn Guide 데이터베이스의 전환사채 발행자료 중 두 데이터베이스의 자료가 서로 일치되는 표본으로 한정하였다.

한편, 본 연구는 발행기업이 아닌 전환사채 투자자 입장에서 주식전환동기를 분석하는 것이 목적이기 때문에 기업-연자료를 사용하지 않고 동일기업이 동일연도에 여러차례 발행하는 경우에도 각각의 발행자료를 독립된 표본으로 사용하였다. [연구모형 1]에서는 전환사채 발행연도 뿐만 아니라 상환기간 중 각 회계연도의 자료를 독립된 표본으로 사용²³⁾하였다. 한편, [연구모형 2]는 개별 전환

22) 비조세유인에는 전환사채 투자자의 조기전환유구 등 심리적인 특성요인, 주식전환하지 않았을 경우 전환사채 이자와 주식전환시 기대 배당수익과의 차이 등이 포함될 수 있으나 변수측정 및 자료수집의 어려움 등 현실적인 제약으로 인해 반영되지 못하였다.

23) 따라서 1999~2006년까지 발행된 전환사채의 1999~2007년까지의 발행연도와 발행이후연도가 [연구모형 1]의 표본기간이 된다.

사채 발행자료를 대상으로 상환기간 중 가장 많이 전환한 경우를 종속변수로 사용하기 때문에 상환기간 중 전환사채 발행자료 전체를 하나의 표본으로 사용하였다. 상기의 표본선정조건을 만족하는 표본은 [연구모형 1] 322개, [연구모형 2] 132개²⁴⁾였으며, 이 중 각각 18개, 5개의 이례치를 제거한 결과 [연구모형 1] 304개, [연구모형 2] 127개의 최종표본이 선정되었다. 한편, 본 연구표본의 산업별 분포는 <표 3>에서 제시하였고 연도별 발행표본수는 각각 <표 4>에 제시하였다.

<표 3> 연구표본의 산업별 분포

(단위 : 개수, %)

	[연구모형 1]		[연구모형 2]	
	표본수	비중(%)	표본수	비중(%)
건설업	21	6.9	6	4.7
광업	9	3.0	4	3.1
교육서비스업	1	0.3	1	0.8
기타 개인서비스업	1	0.3	1	0.8
도매 및 소매업	33	10.9	20	15.7
사업서비스업	23	7.6	11	8.7
오락, 문화관련 서비스업	7	2.3	6	4.7
운수업	11	3.6	3	2.4
제조업	196	64.5	74	58.3
통신업	2	0.7	1	0.8
계	304	100.0	127	100.0

<표 4> 연구표본의 연도별 분포

(단위 : 개수, %)

	[연구모형 1]		[연구모형 2]	
	표본수	비중(%)	표본수	비중(%)
1999	47	15.5	41	32.3
2000	51	16.8	7	5.5
2001	57	18.8	12	9.4
2002	30	9.9	9	7.1
2003	26	8.6	7	5.5
2004	13	4.3	2	1.6
2005	19	6.3	10	7.9
2006	45	14.8	39	30.7
2007	16	5.3	0	0.0
계	304	100.0	127	100.0

24) [연구모형 1]에서 발행표본은 156개였으나, 각 발행표본의 상환기간중 전환비율이 두 개 이상 회계연도가 동일한 경우는 제외하여 표본수가 132개로 감소하였다.

IV. 실증분석 결과

1. 금융소득종합과세와 전환사채 주식전환

가. 기술통계와 상관분석

본 연구(연구모형 1)에서 사용된 주요변수에 대한 기술통계와 상관계수는 다음의 <표 5>과 <표 6>에 제시되어 있다.

<표 5> 주요변수의 기술통계(연구모형 1)

N=304	평균	중위수	표준편차	최소값	최대값	1분위수	3분위수
PARITY	1.382	0.762	2.832	0.003	23.386	0.403	1.193
GTDUM	0.678	1.000	0.468	0.000	1.000	0.000	1.000
ISSDUM	0.464	0.000	0.500	0.000	1.000	0.000	1.000

PARITY : 평균주가/전환가격

GTDUM : 해당연도가 금융소득종합과세 재시행 후면 1, 아니면 0

ISSDUM : 전환사채 발행연도면 1, 아니면 0인 더미변수

상기 <표 5>를 보면 주요변수인 평균주가/전환가격(PARITY)의 평균(1.382)과 중위수(0.762)는 크게 차이가 나지 않아 표본선정과정에 심각한 편이는 없는 것으로 보인다. 금융소득종합과세 해당 여부를 나타내는 더미변수인 GTDUM의 평균은 0.678, 중위수는 1.0000로 전체 표본에서 금융소득 종합과세 해당연도의 비중이 높은 것을 알 수 있다.

아래 <표 6>에서 모든 설명변수들의 상관계수의 절대값은 0.3을 초과하지 않아 변수들간의 다중 공선성이 존재할 가능성은 낮은 것으로 판단된다. PARITY와 ISSDUM간 상관계수는 1% 수준에서 유의적인 음(-)의 값이 나타났으며, PARITY와 GTDUM간, GTDUM과 ISSDUM은 10% 수준에서 유의적인 양(+)의 값을 보였다.

<표 6> 주요변수간 상관관계(연구모형 1)

N=304	PARITY	GTDUM	ISSDUM
PARITY	1	0.067 ⁺	-0.217 ^{**}
GTDUM		1	0.113 ⁺
ISSDUM			1

1) PARITY : 평균주가/전환가격

GTDUM : 해당연도가 금융소득종합과세 재시행 후면 1, 아니면 0

ISSDUM : 전환사채 발행연도면 1, 아니면 0인 더미변수

2) **: 유의수준 1% 미만, * : 유의수준 5% 미만, + : 유의수준 10% 미만(Pearson상관계수).

나. 선형회귀분석

주가수준 등 다른 조건이 동일한 상황에서 개인투자자가 금융소득종합과세 대상자에 해당될 경우 금융소득종합과세가 시행된 시기에는 주식전환시 전환사채 상환할증금으로 인한 이자소득 과세 부담이 금융소득종합과세 시행전보다 높아질 것으로 예상된다. 따라서 [연구가설 1]에서는 금융소득종합과세 재시행 이후 전환사채 투자자의 주식전환이 증가할 것이라는 가설을 설정하였다. 이에 따라 2001년 금융소득종합과세 재시행에 따른 개인투자자의 과세부담 증가가 전환사채 투자자의 주식전환 동기에 영향을 미쳤는 지를 검증하기 위하여 [연구모형 1]을 사용하여 선형회귀분석을 실시하였고, 그 결과를 아래 <표 7>에서 제시하였다. 먼저 분석에 사용된 추정모형에 대해서 살펴보면 F-value는 1% 수준에서 통계적으로 유의한 것으로 나타나고 있어 모형설정은 적합한 것으로 판단된다. 또한 수정결정계수($Adj R^2$)는 0.246로 모형의 설명력은 양호한 것으로 보이고, 추정계수의 분산확대인자(VIF)도 1.03~1.05로 나타나 다중공선성의 문제는 없는 것으로 판단된다.²⁵⁾

<표 7> 선형회귀분석 결과(연구모형 1)

$$CR_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \cdot PARITY_{i,t} + \beta_2 \cdot GTDUM_{i,t} + \beta_3 \cdot ISSDUM_{i,t} + \sum \delta_k \cdot IND_k + \epsilon_{i,t}$$

N=304	예상부호	추정계수(t값)	VIF
PARITY	(+)	0.03** (5.48)	1.03
GTDUM	(+)	0.11** (2.96)	1.05
ISSDUM	(+)	0.27** (7.87)	1.05
F-value	17.455**		
Adj R ²	0.246		

1) CR : 개별 전환사채의 상환기간중 해당연도의 전환비중

PARITY : 평균주가/전환가격

GTDUM : 해당연도가 금융소득종합과세 재시행 후면 1, 아니면 0

ISSDUM : 전환사채 발행연도면 1, 아니면 0

2) 상수항과 산업더미변수의 추정계수 및 t값은 표시 생략

3) ** : 유의수준 1% 미만, * : 유의수준 5% 미만, + : 유의수준 10% 미만

금융소득종합과세 해당되면 1, 아니면 0의 값을 가지는 더미변수인 GTDUM의 추정계수가 1% 수준에서 유의적인 양(+)의 값으로 나타나 금융소득종합과세 재시행 이후 전환사채 투자자의 주식전환이 증가할 것이라는 [연구가설 1]을 지지하고 있다.²⁶⁾ 또한 전환사채 발행연도에 해당되면 1, 아니

25) 일반적으로 분산확대인자의 값이 10 이상일 경우 다중공선성의 문제가 심각한 것으로 판정한다.

면 0의 값을 가지는 더미변수인 *ISSUM*도 1% 수준에서 유의적인 양(+)의 값으로 나타나 금융소득 종합과세 여부와는 별도로 전환사채 상환할증금에 대한 이자소득 과세부담을 줄이기 위해 가능한 조기에, 즉, 발행연도에 주식전환이 많이 이루어진다는 것을 알 수 있다. 전환사채 주식전환 동기의 비조세유인인 발행기업 주식가격을 통제하기 위해 도입된 평균주가/전환가격(*PARITY*)의 추정계수도 1% 수준에서 유의적인 양(+)의 값을 가지어 *PARITY*가 클수록 주식전환이 증가할 것이라는 예상과 일치하고 있어 전환사채 주식전환의 비조세유인의 통제는 적절한 것으로 판단된다.

2. 상환할증금과세와 전환사채 주식전환

가. 기술통계와 상관분석

본 연구(연구모형 2)에서 사용된 주요변수에 대한 기술통계와 상관계수는 다음의 <표 8>과 <표 9>에 제시되어 있다. 아래 <표 8>을 보면 액면이자율(*CR*)을 제외한 대부분의 변수들의 평균과 중위수가 크게 차이가 나지 않기 때문에 표본추출과정에서 심각한 편의는 없는 것으로 보인다.

<표 8> 주요변수의 기술통계(연구모형 2)

<i>N</i> =127	평균	중위수	표준편차	최소값	최대값	1분위수	3분위수
<i>PROCEED</i>	13.602	10.774	11.312	0.084	54.411	4.788	18.529
<i>PARITYDUM</i>	0.874	1.000	0.333	0.000	1.000	1.000	1.000
<i>GRMCR</i>	4.808	5.000	2.797	0.000	12.500	3.000	6.000
<i>CR</i>	2.020	1.000	2.133	0.000	9.000	0.000	3.000
<i>GR</i>	6.749	6.750	3.073	0.000	15.000	5.000	8.500

PROCEED : 발행금액 / 총자산

PARITYDUM : 상환기간중 발행연도의 *PARITY*가 다른 회계연도와 비교해 가장 크면 1, 아니면 0

GRMCR : 연평균상환할증률, *CR* : 액면이자율, *GR* : 만기보장수익률

아래 <표 9>에서 모든 설명변수들의 상관계수의 절대값은 과세소득 대용치인 연평균상환할증률(*GRMCR*), 만기보장수익률(*GR*), 액면이자율(*CR*)을 제외²⁷⁾하고는 0.3을 초과하지 않아 변수들간의

26) 전환사채 투자기간이 금융소득종합과세 전후에 걸친 경우(예를 들어 99년초에 만기 3년인 전환사채 투자 시) 금융소득종합과세에 따른 누진세부담을 피하기 위해 금융소득종합과세 이전에 주식전환할 가능성을 배제할 수 없다. 그러나 대부분의 표본이 금융소득종합과세 이전에 만기가 도래하거나 금융소득종합과세 이후에 발행되어 만기가 도래한 전환사채이기 때문에 연구가설을 지지하는 결과가 나타난 것으로 보인다.

27) [연구모형 2] 추정시 각 과세소득의 대용치가 동시에 포함되는 것이 아니고 각각의 변수가 추정모형에 포함되기 때문에 과세소득 대용치간의 상관관계는 다중공선성과는 관련이 없다. 한편, 과세소득 대용치 간에는 *GR*과 *GRMCR*의 상관계수가 0.753으로 가장 유의적으로 높게 나타났으며, *CR*과 *GRMCR*은 유의적인 음(-)의 상관계수를 보였다.

다중공선성이 존재할 가능성은 낮은 것으로 판단된다.

〈표 9〉 주요변수간 상관관계(연구모형 2)

<i>N</i> =127	<i>PROCEED</i>	<i>PARITYDUM</i>	<i>GRMCR</i>	<i>CR</i>	<i>GR</i>
<i>PROCEED</i>	1	-0.107	0.121	-0.233**	-0.037
<i>PARITYDUM</i>		1	-0.060	-0.097	-0.132
<i>GRMCR</i>			1	-0.290**	0.753**
<i>CR</i>				1	0.372**
<i>GR</i>					1

1) *PROCEED* : 발행금액 / 총자산

PARITYDUM : 상환기간중 발행연도의 *PARITY*가 다른 회계연도와 비교해 가장 크면 1, 아니면 0

GRMCR : 연평균상환할증률, *CR* : 액면이자율, *GR* : 만기보장수익률

2) ** : 유의수준 1% 미만, * : 유의수준 5% 미만, + : 유의수준 10% 미만(Pearson상관계수).

나. 단일변량분석

아래 <표 10>에서는 [연구모형 2]의 주요변수에 대해 발행연도중에 가장 많이 전환한 전환사채와 그렇지 않은 전환사채간의 통계량을 비교하고 평균에 대한 차이를 검증한 단일변량분석을 실시하고 검정통계량으로 *t*값을 제시하였다.

〈표 10〉 조기전환 및 비조기전환 전환사채간 주요변수 비교(연구모형 2)

<i>N</i> =127	발행연도중 가장 많이 전환(<i>N</i> =97)		발행연도 이외 연도중 가장 많이 전환(<i>N</i> =30)		평균차이
	평균	표준편차	평균	표준편차	<i>t</i> 값
<i>PROCEED</i>	12.605	10.652	16.825	12.896	-4.220
<i>PARITYDUM</i>	0.928	0.260	0.700	0.466	0.228*
<i>GRMCR</i>	5.172	2.811	3.632	2.441	1.540**
<i>CR</i>	2.015	2.082	2.033	2.327	-0.018
<i>GR</i>	7.084	2.948	5.665	3.265	1.419*

1) *PROCEED* : 발행금액 / 총자산

PARITYDUM : 상환기간중 발행연도의 *PARITY*가 다른 회계연도와 비교해 가장 크면 1, 아니면 0

GRMCR : 연평균상환할증률, *CR* : 액면이자율, *GR* : 만기보장수익률

2) ** : 유의수준 1% 미만, * : 유의수준 5% 미만, + : 유의수준 10% 미만

투자자의 과세소득을 나타내는 조세유인변수에 대하여 살펴보면 다음과 같다. 발행연도 중 가장 많이 전환한 전환사채의 연평균상환할증률(*GRMCR* : 만기보장수익률 - 액면이자율)과 만기보장수익

률(*GR*)이 그렇지 않은 전환사채보다 유의적으로 높게 나타나 투자자의 상환할증금이 높을수록 조기에 전환할 것이라는 [연구가설 2]의 예측과 일치하는 결과가 나타났다. 한편, 발행연도 중 가장 많이 전환한 전환사채의 액면이자율이 낮게 나타나 연구가설의 예측과 일치했지만 통계적으로 유의하지 않았다. 한편, 유동성을 나타내는 증권발행금액(*PROCEED*)과 상환기간 중 발행연도의 *PARITY*가 가장 높은 경우에는 1, 아니면 0의 값을 가지는 더미변수인 *PARITYDUM*의 경우 발행연도 중 가장 많이 전환한 전환사채가 그렇지 않은 경우보다 유의적으로 높게 나타났다. 이는 *PROCEED*가 높을수록 주식전환이 빨리 이루어지고, 발행연도의 *PARITY*가 높을수록 발행연도에 주식전환을 많이 할 것이라는 예측과 일치하였다.

다. 로짓회귀분석

[연구가설 2]에서는 전환사채 투자자는 주가수준 등 다른 조건이 동일한 상황에서 투자자에게 이자소득으로 과세되는 상환할증금이 클수록 조기에 주식으로 전환할 것이라고 설정하였다. 이에 따라 전환사채 상환할증금이 전환사채 투자자의 주식전환 의사결정에 영향을 미치는 지를 확인하기 위해 [연구모형 2]를 사용하여 로짓회귀분석을 실시하였고, 그 결과를 다음 <표 11>에 제시하였다. 먼저 분석에 사용된 추정모형에 대해서 살펴보면 LR static(우도비값)은 모든 추정모형에서 1% 수준에서 통계적으로 유의한 것으로 나타나고 있어 모형설정은 적합한 것으로 판단된다.

<표 11> 로짓회귀분석 결과(연구모형 2)

$$DCR_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \cdot PROCEED_{i,t} + \beta_2 \cdot PARITYDUM_{i,t} + \beta_3 \cdot TI_{i,t} + \sum \delta_k \cdot IND_k + \epsilon_{i,t}$$

변수		예상부호	추정모형 1	추정모형 2	추정모형 3
			추정계수(z값)	추정계수(z값)	추정계수(z값)
<i>TI</i>	<i>GRMCR</i>	(+)	0.309** (8.03)		
	<i>CR</i>	(-)		0.003 (0.00)	
	<i>GR</i>	(+)			0.218* (5.97)
<i>PROCEED</i>		(+)	-0.029 (1.59)	-0.023 (1.23)	-0.016 (0.51)
<i>PARITYDUM</i>		(+)	2.081** (10.52)	1.708** (8.16)	2.117** (11.10)
N(표본수)			127	127	127
LR static			29.856**	20.236**	27.029**
Pseudo R ²			0.210	0.147	0.192
Concordant response			81.1%	79.5%	81.1%

- 1) *DCR*: 상환기간 중 발행연도에 가장 많이 전환했으면 1, 아니면 0
PROCEED: 발행금액 / 총자산
PARITYDUM: 상환기간중 발행연도의 *PARITY*가 다른 회계연도와 비교해 가장 크면 1, 아니면 0
TI: 과세소득 대용치(*GRMCR*: 연평균상환할증률, *CR*: 액면이자율, *GR*: 만기보장수익률)
- 2) *Pseudo R*²는 *Cox*와 *Snell R*²
- 3) 상수항과 산업더미변수의 추정계수 및 z 값은 표시 생략
- 4) **: 유의수준 1% 미만, *: 유의수준 5% 미만, + : 유의수준 10% 미만

또한 로짓회귀모형에서 설명력을 나타내는 *Pseudo R*²는 0.147~0.210로 나타나 로짓회귀모형의 설명력이 양호한 것으로 나타났으며, Concordant response(분류정확도)도 79.5%~81.1%로 모형의 종속 변수에 대한 설명변수의 예측능력도 높게 나타났다. 본 연구의 주요 관심사항인 과세소득의 대용치인 연평균상환할증률과 만기보장수익률의 추정계수는 각각 1%와 5% 수준에서 유의적인 양(+)의 값을 나타내고 있어 전환사채 투자자는 상환할증금이 클수록 전환사채를 조기에 주식 전환할 것이라는 [연구가설 2]를 지지하고 있다. 한편, 액면이자율의 추정계수는 양(+)의 값을 보이고 있지만 통계적으로 유의하지 않았다. 상환기간 중 발행연도의 *PARITY*가 가장 높은 경우에는 1, 아니면 0의 값을 가지는 더미변수인 *PARITYDUM*의 추정계수는 유의적인 양(+)의 값을 보이고 있어 발행연도의 *PARITY*가 높을수록 다른 회계연도보다 발행연도에 주식전환을 많이 할 것이라는 예측과 일치하였다. 한편, 유동성을 나타내는 증권발행금액(*PROCEED*)의 추정계수는 예상과는 달리 음(-)의 값을 보이고 있지만 통계적으로 유의하지 않았다.

V. 결 론

본 연구는 전환사채 투자자의 주식전환 의사결정에 대한 조세의 영향을 연구하는데 목적을 두었다. 이를 위해 1999년부터 2006년까지 공모 전환사채를 발행한 기업의 재무자료 및 개별 발행자료를 이용하여 전환사채 투자자의 주식전환에 영향을 미치는 조세유인에 대하여 살펴보았다. 즉, 전환사채 발행기업의 주가수준이 일정한 경우에 상환할증금에 대한 이자소득 과세 등 투자자단계의 세금비용이 주식 전환비용 및 전환시기 결정 등 전환사채 투자자의 주식전환 의사결정과 밀접한 관계가 있는지를 검증한 것이다.

본 연구에서는 전환사채 투자자의 주식전환 동기와 관련한 가설 설정 후 로짓회귀분석 및 선형회귀분석을 실시하였으며 그 결과를 요약하면 다음과 같다.

첫째, 2001년 금융소득종합과세 재시행 이전에 비해 금융소득종합과세 재시행 이후에 전환사채 투자자의 주식전환이 증가하는 것으로 나타났다. 이러한 연구결과는 주가수준 등 다른 조건이 동일한 상황에서 개인투자자가 금융소득종합과세 대상자에 해당될 경우 금융소득종합과세가 시행된 시기에는 주식전환시 전환사채 상환할증금으로 인한 이자소득 과세부담이 금융소득종합과세 시행전

보다 높아져 주식전환이 증가한 것으로 해석될 수 있다.

둘째, 전환사채 투자자는 전환사채 발행금액 대비 상환할증금 비중이 높은 경우 그렇지 않은 경우보다 전환사채를 조기에 전환한 것으로 나타났다. 이러한 연구결과는 주가수준 등 다른 조건이 동일한 상황에서 전환사채 투자자가 주식전환할 경우 소멸되는 상환할증금에 대한 추가적 보상은 없는 반면, 상환할증금이 클수록 투자자의 이자소득으로 과세되는 금액만 증가해 투자자의 조세비용이 증가하기 때문인 것으로 해석된다.

이상의 연구결과는 주식전환시 전환사채 상환할증금 등 이자소득과세 불이익 등이 전환사채 투자자의 주식전환금액 및 시기에 영향을 미치고 있어 투자자단계의 세금비용이 전환사채 주식전환 의사결정에 있어서 중요하다는 것을 시사하고 있다. 즉, 본 연구결과는 투자자가 전환사채를 주식으로 전환하거나 만기까지 전환하지 않고 전환사채를 보유하는 대안중에서 선택을 하는 경우 세전수익률이 아닌 세금비용을 감안한 세후수익률 측면에서 비교분석하여 의사결정을 한다는 것을 의미한다. 따라서 본 연구는 향후 연구자가 전환사채 투자자의 주식전환모형을 설정하여 연구를 수행함에 있어, 전환사채 상환할증금 및 투자자의 조세상황 등 세금비용을 반영한 보다 현실적인 모형을 구축하는 데 공헌할 것으로 예상된다. 또한 본 연구결과는 전환사채 상환할증금에 대한 법적 실질뿐만 아니라 경제적 실질을 반영하여 전환사채 상환할증금 이자소득 과세제도를 재정립하는 데 도움이 될 것으로 예상된다. 한편, 일반적인 회계 및 재무자료에 비해 전환사채 발행 및 주식전환 관련자료가 부족해 주식전환에 영향을 미치는 요인을 모두 고려할 수 없었다는 것은 본 연구의 한계점으로 지적될 수 있을 것이다. 따라서 향후 조세요인 뿐만 아니라 조세요인 이외에 전환사채 전환에 미치는 유인을 추가적으로 검토하고 연구모형의 종속변수 및 독립변수의 정교화 및 측정방법 개발, 추가적인 분석모형 모색 등을 통한 본 연구를 개선하는 것은 향후 연구과제로 남겨두고자 한다.

참고문헌

- 문성훈. 2008. “전환사채에 대한 조건부 이자율 적용시 과세문제 -상장조건부 상환할증금 과세를 중심으로-”. 세무학연구 제25권 제1호 : 113-137.
- _____. 2009. “조세와 전환사채 -발행 및 전환을 중심으로-”. 박사학위논문. 서울시립대학교.
- 박주철. 1995. “전환사채의 회계처리와 세무조정 방안에 관한 연구”. 울산과학대학 연구논문집 Vol.20 : 143-159.
- 정운오. 2001. “무기명채권의 암묵적 조세와 조세정책적 시사점”. 경영학연구 제30권 제1호 : 1-25.
- 정운오 · 이경애. 2002. “국공채시장에서의 조세혜택으로 인한 암묵적 조세”. 회계학연구 제27권 제4호 : 57-83.
- 정운오 · 노희천. 2004. “금융소득종합과세제도가 채권수익률에 미친 영향”. 회계학연구 제29권 제3호 : 91-113.
- 정운오. 2006. “우리나라 채권을 활용한 세무전략”, 회계저널 제15권 제2호 : 73-91.
- Elton, E. J., and T. C. Green. 1998. Tax and Liquidity Effects in Pricing Government Bonds. *Journal of Finance* 52(5) : 1533-1562.
- Guenther, D. A. 1994. The Relationship between Tax Rates and Pre-Tax Returns : Direct Evidence from the 1981 and 1986 Tax Rate Reductions. *Journal of Accounting and Economics* 18 : 379-393.
- Litzenberg, R. H., and J. Rolfo. 1984. An International Study of Tax Effects on Government Bonds. *Journal of Finance* 39(1) : 1-22.
- Lovely, M. E., and M. J. Wasylenko. 1992. State Taxation of Interest Income and Municipal Borrowing Costs. *National Tax Journal* 45(1) : 37-52.
- Mayers, D. 1998. Why Firms Issue Convertible Bonds : the Matching of Financial and Real Investment Options. *Journal of Financial Economics* 47(1) : 83-102.
- Sholes, M. S., M. A. Wolfson, Erickson, M., Maydew, E. L., and Shelvin, T. 2002. *Taxes and Business Strategy - A Planning Approach*(2nd ed.). Prentice Hall. Englewood, NJ.
- http : //www.krx.co.kr(증권선물거래소)
- http : //cafe.daum.net/cbbond(전환사채투자자카페)
- http : // financial - dictionary.thefreedictionary.com/

The Impact of Investor's Income Taxes on Convertible Bond's Conversion

Moon, Seong Hoon*

— <Abstract> —

The purpose of this study is to analyze that convertible bond investor's stock conversion amount and timing is related with tax expense such as income tax on redemption premium. For this study, we investigate the tax incentives which affect stock conversion of investor who have the convertible bond using financial and issuance data of the firms that issue public offering convertible bonds from 1999 year to 2006 year. In this study, We form the hypotheses reagrding investor's conversion incentive and coduct logit regression and linear regression. The summary of results of our study are as below. after global taxation on financing income was reenforced on 2001 year, stock conversion of investors who have the convertible bond was increased and the convertible bond was converted early in case of the redemption premium ratio was high in comparison with the issuing amount of convertible bond rather than the redemption premium ratio was low. This result imply that disadvantage of tax system like taxation of the income from interest about redemption premium have an effect to the stock conversion amount and timing of investors who have the convertible bond. This study is expected to make contribution to set up more the realistic stock – conversion model that is reflecting convertible bond's redemption premium and investor's tax status. In addition, this study is useful for establishing convertible bond's interest income taxation system with economic substance.

<Key words> Convertible bond, redemption premium, Global taxation on financing income, Stock conversion, Tax status

* Researcher, PB Research Institute, Samsung Securities.