

SK에코플랜트의 신사업 전환과 자본조달: 하이브리드 증권의 활용*

최 종 학**
안 혜 진***

본 사례는 SK에코플랜트가 종합건설기업에서 친환경에너지기업으로 전환되는 과정에서 이루어진 M&A와 이를 위한 자금조달 과정을 살펴본다. SK에코플랜트는 최근 3년간 다수의 환경기업 및 에너지 기업들의 인수자금을 마련하기 위해 수차례 사채를 발행하고 금융기관으로부터 신규 차입을 하여 대규모 자금을 조달하였다. 그 결과 차입부채가 급격히 증가하여 재무구조가 악화되고 금융원가 부담이 증가하였다. 이 상황에서 SK에코플랜트는 재무구조를 개선하기 위해 상환전환우선주 4,000억 원과 전환우선주 6,000억 원을 발행하여 자본을 1조 원 확충하게 된다. 그런데 SK에코플랜트가 발행한 상환전환우선주와 전환우선주의 발행 계약 조항을 자세히 살펴보면, 이는 국제회계기준상으로는 자본으로 분류될 수 있지만 그 경제적 실질이 부채에 가깝다는 것을 파악할 수 있다. 상환전환우선주와 전환우선주에 조건부 배당률 step-up 조항이나 대주주의 매도청구권 옵션 등이 추가되면서 상황에 따라 해당 금융상품의 성격이 바뀔 수 있기 때문이다. 자본과 부채의 성격을 모두 가지고 있는 하이브리드 증권이 자본시장에서 널리 활용되고 있는 현 시점에서, 본 사례는 투자자 및 채무 담당 실무자, 재무분석가 등 외부정보이용자가 하이브리드 증권의 발행구조와 경제적 실질을 파악하여 기업의 재무건전성을 제대로 판단하는 데 도움을 줄 것으로 기대한다.

주제어: 경제적 실질, 상환전환우선주, 전환우선주, 재무건전성, 하이브리드 증권

1. 서론

SK에코플랜트는 SK 기업집단 계열사 중 하나로 플랜트 사업 등 종합건설업을 주업종으로 하는 회사였으나, 건설업계가 불황 국면에 접어들자 건설업에서 벗어나 새로운 활로를 모색하기 시작한다. SK그룹이 추구하는 ESG(환경·사회·지배구조) 경영 강화 기조에 발맞추어, 회사는 미래성장동력으로 친환경 사업에 주목하고 친환경 에너지 기업으로의 전환을 시도하였다. 특히 2020년부터 사업 포트폴리오를 개편하여 산업폐기물이 많이 발생하는 종합건설사업 및

화공 플랜트 사업의 비중을 축소하고, 환경·에너지 사업 부문의 외형을 확장해나가고 있다. 이러한 과정의 일환으로 SK에코플랜트(주)는 2020년부터 2022년까지 다수의 폐기물 처리기업, 전자폐기물 및 배터리 재활용 기업, 수소/풍력/태양열 에너지 기업들을 인수하였다. 이를 위해 총 4조 원이 넘는 대규모 자금의 조달이 필요했다.

SK에코플랜트(주)는 인수자금을 마련하기 위해 3년간 대규모 차입을 실시하고 동시에 사채를 발행하였다. 이러한 자금조달의 결과 부채가 급격히 증가하여 회사의 재무구조가 크게 악화되었다. 회사의 연결 재무제표 기준 총부채는 2019년말 3조 8,079억 원

논문접수일: 2024. 01. 22. 1차 수정본 접수일: 2024. 02. 21. 게재확정일: 2024. 03. 05.

* 두 번째 저자(안혜진)는 이 논문이 2024학년도 홍익대학교 학술연구진흥비에 의하여 지원되었음을 밝힙니다.

** 서울대학교 경영대학 교수(acchoi@snu.ac.kr), 제1저자

*** 홍익대학교 경영대학 조교수(hjinahn@hongik.ac.kr), 교신저자

에서 2022년말 9조 5,791억 원으로 증가하였으며, 총부채 가운데 차입부채(사채 및 차입금)가 차지하는 비중도 2019년 말 28%에서 2022년 말 50%로 증가하였다. 이에 따라 회사의 부채비율은 2019년말 278%에서 2021년말 575%로 2배 이상 증가하였다. 그러나 2022년말에는 총부채가 전년 대비 증가하였음에도 불구하고 부채비율은 오히려 256%로 감소하는데, 이는 회사가 2022년 중 1조 원 규모의 유상증자를 진행하여 자본이 증가했기 때문이다.

SK에코플랜트(주)가 실시한 유상증자는 보통주가 아니라 하이브리드 증권을 발행하는 것이었다. SK에코플랜트는 제3자 배정 Pre-Initial Public Offering (Pre-IPO; 상장전 투자유치)를 통해 2022년 6월 상환전환우선주를 4,000억 원, 2022년 7월에 전환우선주를 6,000억 원 발행함으로써 자기자본이 1조 원 확충되었다.¹⁾ 이러한 유상증자 결과 부채비율이 2022년말 256% 수준으로 낮아져 재무건전성 지표가 개선된 것이다. 그러나 상환전환우선주 및 전환우선주를 통한 이 유상증자에는 그 이면에 숨겨진 리스크가 존재한다.

회사가 발행한 상환전환우선주는 하이브리드 증권으로 자본과 부채의 성격을 동시에 가지고 있다. 국제회계기준상 상환전환우선주는 상환청구권이 발행회사에게 있고 전환비율이 고정되어 있으면 자본, 상환청구권이 투자자에게 있거나 전환비율이 고정되어 있지 않으면 부채로 분류한다. SK에코플랜트가 발행한 상환전환우선주의 경우 전환비율이 고정되어 있고, 상환청구권이 발행회사에게 있어 우선주 발행가액을 자본으로 분류할 수 있었다. 다만 구체적인 발행계약 조항을 살펴보면, 우선주 기본배당률(최소 5.5%) 조항과 상환가산배당률(step-up)이라는 특별한 조항이 있다. 배당률이 5.5%에서 시작하며, 상환전환우

선주 발행가액 납입기일로부터 5년째 되는 날 또는 그로부터 매 1년 단위로 도래하는 날까지 상환전환우선주가 투자자에게 상환되지 않는 경우 각 사업연도마다 2%씩 배당률이 올라간다는 조항이다. 즉 2022년 6월에 발행된 위 상환전환우선주가 2027년 6월까지 상환되지 않는 경우 매년 2%씩 배당률이 가산되어 고율의 배당률을 부담해야 할 위험이 존재한다. 따라서 이 경우 투자자에게 상환청구권이 없어 SK에코플랜트에게 표면적인 상환의무가 존재하는 것은 아니지만, 사실상 SK에코플랜트는 상환전환우선주 발행일로부터 향후 5년까지 해당 금액을 상환하지 않을 수 없는 배당률 조항이 존재하는 것이다. 따라서 해당 상환전환우선주 발행가액 4,000억 원의 경제적 실질은 부채에 가깝다.

또한 회사가 전환우선주로 발행한 6,000억 원의 경제적 실질도 자세히 살펴봐야 한다. 해당 전환우선주는 반드시 상환해야 하는 계약상 의무가 없고 전환비율이 우선주 1주당 보통주 5주로 고정되어 있으므로 발행시점에 자본으로 기록되었다. 단 이 전환우선주는 기본적으로 우선배당률은 없으나, 예정 기간(전환우선주 발행가액 납입일로부터 5년) 안에 기업공개(IPO)에 성공하지 못하는 경우 배당률 스텝업(step-up)조항이 존재한다. 구체적으로 SK에코플랜트의 최대주주인 SK(주)의 우선주 주주에 대한 매도청구권 행사 사유가 발생하였음에도 불구하고 해당 매도청구권이 행사되지 않는 경우 첫해에는 5%, 그 다음 해부터 여기에 매년 3%씩 가산되는 고율의 배당률을 부담해야 한다. SK에코플랜트가 5년 안에 IPO에 성공하지 못하는 경우 우선주 주주에게 투자원금을 돌려주지 않을 수 없는 이자율 조항이 적용되어 있는 것이다. 따라서 해당 전환우선주 발행가액 6,000억 원 또한 조건부 부채의 성격을 가지고 있다.

1) Pre-IPO란 기업이 앞으로 몇 년 이내에 상장될 것을 약속하고 일정 지분을 투자자에게 매각하여 자금을 유치하는 방법이다. 즉 상장을 조건으로 투자를 미리 받는 것이다. 이 때 참여하는 투자자들은 보통 기관투자자로서, 사전에 투자조건에 대한 합의를 양자가 마친 후 지분을 투자한다.

만약 SK에코플랜트가 발행한 상환전환우선주 및 전환우선주를 부채로 간주한다면 2022년말 부채비율은 386%까지 증가한다. 결과적으로 상환전환우선주와 전환우선주 모두 결국 SK에코플랜트의 IPO 성사 여부에 따라 보통주 전환이 결정될 가능성이 높기 때문에, 만약 IPO에 성공하지 못하는 경우 이자비용 성격의 배당금 지급과 부채 성격의 우선주 발행가액 상환으로 인한 현금유출 부담이 가중되어 유동성 위기가 초래될 가능성이 있다. 만약 IPO에 성공하는 경우라면 투자자들은 상환전환우선주와 전환우선주를 보통주로 전환한 후 주식시장에서 이 주식을 매각하여 투자금과 이익을 회수할 것이다. 따라서 회사 입장에서는 현금흐름 유출이 발생하지 않는다.

국제회계기준에서는 전환비율이 고정되어 있는 한 상환전환우선주의 상환청구권이 발행자 또는 투자자 중 누구에게 있느냐에 따라 해당 금융상품을 각각 자본 또는 부채로 분류하도록 하고, 전환우선주는 전환비율이 고정되어 있다면 자본으로 분류하도록 규정되어 있다. 그러나 하이브리드 증권 발행시 이면의 계약조항이 다양하고 복잡해짐에 따라 해당 증권의 경제적 실질을 판단하는 데는 본 사례와 같이 좀 더 여러 가지 측면을 고려할 필요가 있다. 본 사례는 자본시장에서 자금조달수단으로 하이브리드 증권이 널리 사용되고 있는 현 시점에서, 투자자 및 채무 담당 실무자, 재무분석가 등 외부정보이용자가 하이브리드 증권의 발행구조와 경제적 실질을 제대로 파악하여 기업의 재무건전성을 종합적으로 판단하는 데 도움을 줄 것으로 기대한다.

본 연구는 다음과 같이 구성되어 있다. 제 II장에서는 SK에코플랜트의 설립과 성장, 발전과정을 소개하며, 제 III장에서는 회사가 종합건축기업에서 친환경 에너지 기업으로 전환하는 과정에서 수행한 M&A와 이에 필요한 자금 조달을 설명한다. 제 IV장에서는 최근 기업들의 자금조달수단으로 많이 사용되는 하이브리드 증권들에 대해 소개하고, SK에코플랜트

가 발행한 상환전환우선주 및 전환우선주와 그 이면에 숨겨진 리스크에 대해 살펴본다. 제 V장 결론에서는 위 내용들에 대해 정리해본다.

II. SK에코플랜트의 설립과 발전, 그리고 친환경 에너지 기업으로의 전환

2.1 SK에코플랜트의 설립과 발전

SK에코플랜트의 전신은 1962년에 건설업을 목적으로 설립된 협우산업(주)이다. 선경그룹은 1970년대 중동 건설사업 수주를 목표로 당시 해외건설 면허를 가지고 있던 협우산업(주)을 인수하여 선경종합건설(주)로 사명을 변경하였다. 선경종합건설(주)은 1979년 사우디아라비아 주택단지 공사 수주를 시작으로 본격적으로 중동시장에 진출하여 차근차근 실적을 쌓아나갔다. 1984년 사명을 선경건설(주)로 변경한 회사는 플랜트 설계부문의 전문성을 확충하기 위해 엔지니어링 부서를 신설한다. 회사는 1979년 선경합섬(현 SK케미칼)의 PET 플랜트 착공을 시작으로, 선경화학(현 SKC), 유공(현 SK이노베이션) 등 그룹 계열사의 정유 및 석유화학 플랜트 설비 공사를 수주하여 안정적인 대규모 실적을 확보하게 되었다. 그리고 이러한 실적을 바탕으로 1997년 멕시코 국영석유회사 페멕스(PEMEX)가 발주한 25억 달러 규모의 카테레이타 정유공장과, 1998년에 12억달러 규모의 마테로 정유공장 공사를 수주하면서 석유화학 및 정유정제플랜트 건설 분야에서 세계적인 전문성을 인정받게 되었다. 선경그룹의 명칭이 1998년 SK그룹으로 변경됨에 따라, 선경건설(주)도 사명을 SK건설(주)로 변경하였다.

2000년대 들어 고유가가 지속되면서 중동 국가들이 큰 돈을 벌게됨에 따라 한국에는 제2의 중동 붐이 일

기 시작하였다. 이 때 SK건설(주)은 그동안의 국내외 플랜트 수주 실적과 중동네트워크를 바탕으로 중동에서 잇달아 대형 플랜트 공사를 수주하였다. 특히 SK건설(주)은 쿠웨이트에서 강세를 보였는데, 2001년 KNPC(Kuwait National Petrochemical Co.) 아흐마디 정유공장 복구공사(3억 900만달러), 2002년 KOC(Kuwait Oil Company) 원유집하시설 화재복구공사(2억 3700만달러), 2005년 KOC 원유집하시설 및 가압장 시설 개선 공사(12억 2,100만달러)를 잇달아 수주하였다. KOC로부터 수주한 2005년 시설 개선 공사는 설계(Engineering)와 구매

(Procurement), 시공(Construction)을 모두 포함하는 일괄도급공사로써 당시 국내 기업이 단독으로 해외에서 수주한 공사 금액으로는 최대 규모였다. 그 이후에도 2006년 국영석유회사 PIC(Petrochemical Industry Company)의 방향족 제품 생산 플랜트 공사(12억 2,000만달러), 2007년 KOC 원유집하시설 건설 공사(6억 2,400만달러)와 KNPC 가스 분류 설비 공사(7억달러), 2008년 KNPC 발주 정유공장 프로세스 시설 건설공사(20억 6000만달러)를 성공적으로 수행함으로써 세계적인 수준의 시공 능력을 증명하게 되었다. 이러한 수주실적에 힘입어

〈표 1〉 SK건설(주)의 부문별 매출 추이 (2000~2020, 별도재무제표 기준)

(단위: 백만원, %)

연도 /사업부문	인프라	건축	플랜트	기타	매출총액	플랜트 매출비중
2000	300,700	685,000	1,067,100	12,400	2,065,200	52%
2001	298,300	599,400	1,029,300	23,700	1,950,700	53%
2002	340,200	424,800	627,300	16,000	1,408,300	45%
2003	634,200	348,600	532,100	136,300	1,651,200	32%
2004	372,976	984,849	814,651	8,643	2,181,119	37%
2005	426,937	1,209,113	929,875	4,790	2,570,715	36%
2006	533,400	1,281,700	1,226,400	31,300	3,073,000	40%
2007	612,200	1,189,700	1,864,500	469,500	4,135,900	45%
2008	870,300	979,600	2,144,900	82,500	4,077,300	53%
2009	948,571	1,144,838	1,809,792	37,511	3,940,712	46%
2010	1,136,844	1,102,533	2,380,975	32,267	4,652,619	51%
2011	1,050,520	1,110,608	4,210,420	22,919	6,394,467	66%
2012	1,045,666	1,037,635	5,417,698	35,758	7,536,757	72%
2013	1,047,401	1,149,799	5,251,883	56,169	7,505,252	70%
2014	1,309,933	1,376,164	5,767,257	23,980	8,477,334	68%
2015	1,568,543	1,174,318	5,910,817	68,904	8,722,582	68%
2016	1,398,428	967,935	4,717,165	98,593	7,182,121	66%
2017	1,129,482	1,579,321	3,687,996	43,016	6,439,815	57%
2018	959,499	1,832,287	3,603,835	40,140	6,435,761	56%
2019	1,117,130	1,876,403	4,795,592	54,844	7,843,969	61%
2020	861,314	1,922,117	4,685,789	59,681	7,528,901	62%

(출처: SK에코플랜트 사업보고서)

SK건설(주)의 플랜트부문 매출은 2000년 1조 671억 원에서 2015년 5조 9,108억 원으로 5배 이상 증가하였다. 이러한 플랜트매출 증가는 총매출의 성장을 견인하여 SK건설(주)의 별도재무제표 기준 총매출은 2000년 2조 652억 원에서 2015년 8조 7,226억 원으로 성장하였다.

SK건설(주)은 2000년부터 2020년까지 인프라, 건축, 플랜트, 그리고 기타부문의 사업을 영위해왔다. SK건설(주)의 성장을 견인한 플랜트 사업부문은 Oil & Gas Upstream, Refinery, Petrochemical, Oil Sands, 석탄/가스 복합화력 발전소, 원자력 발전소, 신재생에너지 발전소 및 반도체공장의 건설을 아우르고 있다. 화공플랜트 사업은 산유국 국영석유회사(NOC) 및 국제석유회사(IOC)가 발주하는 정유, 석유화학 및 가스 플랜트 등을 건설하며, 발전플랜트 사업은 정부, 공기업 및 민간 발전사업자가 발주하는 석탄·가스복합화력 및 원자력 발전소 등을 건설한다. 인프라 사업부분은 정부, 지방자치단체 등 공공부문이 발주하는 도로, 교량, 철도, 지하철, 지하공간, 터널, 항만, 환경/상하수도/댐 등 사회간접자본시설을 주로 건설하며, 건축주택 사업부문은 아파트와 오피스텔, 업무/상업시설, 관공서 등의 건축을 담당한다.

2000년부터 2020년까지 플랜트 부문 매출이 전체 매출에서 차지하는 평균 비중이 59%나 되는 것에 비해, 건축사업의 비중은 23%, 인프라의 비중은 16%에 불과하다. SK건설(주)은 1993년 건설 업계 최초로 선경 호멕스(HOMEX)라는 아파트 브랜드를 도입하였고, 2000년 아파트 브랜드 'SK뷰'를 도입하여 현재까지 사용하는 등 국내 주택건설시장에서도 대규모 주택건설업체 중 하나로 자리잡았다. 그러나 현대건설이나 GS건설, 대우건설과 같은 메이저 건

설사에 비해 건축부문 매출 비율은 상대적으로 낮은 편이다.²⁾

2.2 친환경 에너지 기업으로의 전환

경기침체 및 원자재 가격 급등으로 인한 수익성 악화 등으로 2010년대 후반 건설업계가 불황 국면에 접어들자 SK건설(주)은 새로운 활로를 모색하기 시작한다. 특히 2020년부터 SK그룹의 최대원 회장은 ESG 경영을 전면적으로 내세우기 시작하면서, 그룹 계열사들이 사회적 가치를 창출할 것을 강조하기 시작했다.³⁾ 이런 ESG 경영 강화 기조에 맞추어 SK건설(주)은 미래성장동력으로 친환경 사업에 주목하였고, 이에 따라 2020년부터 친환경 에너지 기업으로의 전환을 시도하고 있다. 사업 포트폴리오를 대대적으로 개편하여, 산업폐기물이 많이 발생하는 종합건설사업 및 화공플랜트사업의 비중을 축소하고 환경 분야의 비중을 높여서 에너지와 환경사업의 전반적인 밸류 체인을 구축하고자 하였다. 이를 위해 SK건설(주)은 최근 3년간 환경, 에너지 분야에 대한 투자를 적극적으로 확대해왔으며, 2021년 5월 사명도 SK에코플랜트(주)로 변경하였다.

SK에코플랜트(주)는 사업 포트폴리오를 친환경 및 신에너지 중심으로 전환하는 과정에서 2022년 2월 반도체와 연료전지 일부를 제외한 플랜트 사업 부문을 물적분할하여 자회사(지분 100%)로 신설된 SK에코엔지니어링에 흡수합병시켰다. 이러한 변신의 결과, 2022년말 현재 SK에코플랜트(주)는 <표 2>와 같이 환경사업, 에너지사업, 솔루션사업부문 3개로 사업부문을 재구성한 상태이다. 이 가운데 솔루션사업 부문이 기존의 플랜트산업, 주택건설 및 인프라 산업

2) 2022년 기준 주택건축부문 매출비중은 현대건설이 58.9%, 대우건설 61%, GS건설 75.9%이다.

3) “[주요그룹 ESG 행보] 최대원, ‘ESG 전도사’ 자임 새바람 주도” (2021.03.15., 한국금융), “디지털 시대, ESG는 생존위한 필수...” 최대원의 새 경영문법” (2021.01.09., 동아일보), “딥 체인지로 SK 미래 견어올린 최대원의 25년” (2023.09.11., 환경비즈니스) 등을 참조하기 바란다.

〈표 2〉 SK에코플랜트의 부문별 매출 (2021~2022, 연결재무제표 기준)

(단위: 백만 원, %)

부문	품목	2021년		2022년	
		금액	비중	금액	비중
환경사업	- 전자폐기물(E-waste), 폐배터리, 플라스틱의 Recycling - 수처리시설, 폐기물 매립장 및 소각장 운영	440,756	7%	782,291	10%
에너지 사업	- 연료전지, 수소사업, 재생에너지(태양광/풍력) 발전, 산단 자급형 에너지 구축사업 등	424,145	7%	1,264,524	17%
솔루션 사업	- 에코엔지니어링(산업, 화공, 발전, 환경 플랜트) - 에코스페이스(주택/건설), - 에코인프라(도로, 철도, 항만, 환경) 사업	5,355,542	86%	5,504,048	73%
합계		6,220,443		7,550,863	

(출처: SK에코플랜트 사업보고서)

을 포함하고 있으며, 환경과 에너지 사업부문이 신생 사업부문이라 할 수 있다. SK에코플랜트(주)는 환경과 에너지 사업부문 신설을 위해 다수의 환경 및 에너지 사업 영위 기업들을 bolt-on 방식으로 과감하게 인수하였다.⁴⁾

구체적으로 **환경사업부문**은 전자폐기물(E-waste), 폐배터리, 플라스틱 등의 재활용과 소각, 버려지는 폐기물을 매립, 수처리를 통해 저감 및 재활용하고, 폐열을 에너지로 전환하는 비즈니스모델을 가지고 있다. 이를 위해 SK에코플랜트(주)는 우선 2020년 폐기물 처리업체 EMC홀딩스(환경시설관리(주) 지분을 100% 보유한 모회사)를 취득하였으며, 2021년 6월 폐기물 소각업체 클렌코, 2021년 6월에서 10월 까지 사모펀드들로부터 폐기물 소각 관련 6개 기업(그린환경기술, 이메디원, 도시환경, 대원그린에너지, 새한환경, 디디에스)을 일괄 인수, 2022년 5월에 제이에이그린을 인수하였다.⁵⁾⁶⁾ 또한 2022년 11월 말레이시아 시장 진출을 위해 Ecoplant Holding

Malaysia라는 자회사를 만들고 이 자회사를 통해 말레이시아 최대 국영 종합환경기업 센바이로(Cenviro)의 지분 30%를 인수하였다. 2022년에는 싱가포르 E-waste(전기·전자 폐기물) 및 폐배터리 재활용 기업 테스(SES-Envirocorp Pte. Ltd)를 인수했다. 11건이 넘는 M&A를 통한 사업 확장의 결과, SK에코플랜트(주) 환경사업부문 매출액은 2021년 4,408억 원에서 2022년 7,823억 원으로 증가하였다. 그러나 2022년 환경사업부문의 매출이 전체 매출에서 차지하는 비중은 10%에 불과하여 여전히 낮은 수준이다.

에너지사업부문은 고효율 고체산화물연료전지(solid oxide fuel cell; SOFC), 고체산화물수전해기(solid oxide electrolysis cell; SOEC)를 활용한 연료전지, 수소 사업과 태양광, 해상풍력을 중심으로 하는 재생에너지 사업을 수행한다. 2020년 연료전지 분야에서는 최고 효율의 기술을 보유한 미국 블룸에너지(Bloom Energy)와 연료전지 합작법인 '블룸SK퓨

4) 당시 SK에코플랜트의 M&A 방식을 bolt-on acquisition이라고 볼 수 있다. 이는 대형 기업이 동종 업종의 소규모 기업을 인수하여 빠르게 시장지배력을 확대하거나, 전후방 산업에 속한 기업을 인수하여 기업가치를 끌어올리려는 인수방식이다.
5) 과거 폐기물 처리산업은 지역 독과점적 산업으로 영세기업 위주로 경영되어왔으나, 환경규제가 강화되고 중국이 2017년부터 폐기물 반입을 금지하면서 해당 산업의 성장성이 높아졌다. 이에 따라 사모펀드들이 폐기물 처리기업들을 집중 매입, 대형화시킨 뒤 대기업에 매각하는 방식으로 M&A가 이루어지고 있다.
6) 그린환경기술과 이메디원, 디디에스, 새한환경, 도시환경, 제이에이그린 6곳은 대원그린에너지에 2023년 9월 1일자로 흡수합병된다.

얼셀'을 설립하고 SOFC 국산화를 추진 중이다. 이를 위해 SK에코플랜트(주)는 2021년 10월에 블룸에너지의 지분(상환전환우선주) 5.4%를 취득하였으며, 2022년 8월 지분 6.19%를 추가 확보하였다. 블룸 SK퓨얼셀은 2022년 전기로 물을 분해해 산소와 수소를 생산하는 고체산화물수전해기(SOEC)설비를 구축하여 친환경 수소의 시험 생산을 시작했다.

SK에코플랜트(주)는 2021년 8월 베트남 태양광 전문 기업 나미솔라와 합작하여 새턴솔라에너지(Saturn Solar Energy)를 설립, 250MW 규모의 지붕태양광 사업을 본격적으로 시작하였다. 새턴솔라에너지 지분에 49%를 투자한 SK에코플랜트는 탄소배출권 등록·발급·전환·판매 등을, 51%를 투자한 나미솔라라는 사업개발, 인허가, 직접전력구매계약(DPPA), EPC(설계·조달·시공), 운영 등을 담당한다. 또한 2021년 11월에는 해상풍력 발전 사업 및 조선업을 주로 하는 삼강엠앤티의 지분 31.83%를 취득해 자회사로 편입하고 해상풍력 사업에 진출하였다. 삼강엠앤티는 2023년 2월 SK오션플랜트로 상호를 변경했다.

이와 같은 공격적인 M&A를 통해 SK에코플랜트(주)의 에너지사업부문은 그린수소, 연료전지, 태양광, 해상풍력의 포트폴리오를 보유하게 되었다. 에너지사업부문의 매출은 2021년 4,241억 원에서 2022년 1조 2,645억 원으로 크게 증가하였으며 전체매출에서 차지하는 비중은 17%이다. 사업 포트폴리오의 개편으로 신사업인 환경, 에너지 사업의 비중이 증가하는 추세이기는 하나, 아직 진입 초반이기 때문에 2022년 신사업 매출비중은 총 27%에 불과하며, 기존의 솔루션 사업부문(플랜트, 건설, 인프라)의 매출 비중이 73%로 여전히 큰 상황이다.

III. SK에코플랜트의 자금조달

3.1 사업포트폴리오 전환을 위한 M&A

앞에서 설명한 것처럼 SK에코플랜트(주)는 종합건설회사에서 친환경 에너지 기업으로의 전환을 위해 2020년부터 다수의 환경 및 에너지 기업을 인수하였다. <표 3>은 2020년부터 2022년까지 회사가 인수 또는 지분을 일부 취득한 환경 및 에너지기업을 보여주고 있다. 이 기간동안 SK에코플랜트(주)는 14개 이상의 회사를 인수하거나 지분을 취득하였으며, 그 과정에서 SK에코플랜트(주)가 직접 부담한 인수대가는 약 3조 2,619억 원에 달한다.⁷⁾ 자회사를 통해 간접적으로 부담한 인수 대가까지 추정하기 위해서는 EMC 홀딩스(폐기물 처리업체)와 싱가포르 테스(TES, 전기·전자 폐기물 및 폐배터리 재활용 업체) 두 기업의 M&A 과정을 살펴보아야 한다. 두 업체의 인수대가는 각각 1조 500억 원과 1조 2,429억 원에 달했는데, 이러한 대규모 자금을 투입하기 위해 회사는 복잡한 M&A 과정을 거치게 된다.

우선 SK에코플랜트(주)는 폐기물업체인 환경시설관리(주) 지분을 100% 보유한 모회사 EMC홀딩스를 인수하기 위해 2020년 9월 100% 지분투자자 3,731억 원을 출자하여 디에코플랫폼이라는 특수목적회사(special purpose entity⁸⁾)를 자회사로 신규설립하였다. 디에코플랫폼은 SK에코플랜트의 지분투자자 조달한 자금 3,731억 원과 산업은행 등으로부터 빌린 인수금융자금 6,769억 원으로 EMC홀딩스의 지분 100%를 1조 500억 원에 인수하였다. 이후 환경시설관리(주)는 2021년 12월 1일을 합병기일로 하여 지배기업의 종속기업인 디에코플랫폼(주)과 환경

7) 해당 인수대상 내역에는 SK에코플랜트(주)가 직접 인수한 회사만 포함된 것이며, 자회사가 인수한 회사는 포함되어 있지 않다.

8) 특수목적법인은 법적으로만 존재하고 실질은 없는 회사로서, 페이퍼 컴퍼니라고도 부른다.

시설관리(주)의 종속기업인 환경에너지 주식회사 및 매립지관리 주식회사를 흡수합병하였다. 인수회사(디에코플랫폼)가 피인수회사(환경시설관리)를 합병하는데 피인수회사가 존속기업이 되는 역합병에 해당한다.⁹⁾ 결국 SK에코플랜트(주)가 환경시설관리(주)를 인수하는 과정에서 SK에코플랜트(주)는 총인수대금의 35.53%만 투자하고, 나머지 인수대금을 자회사 디에코플랫폼(현 환경시설관리(주))의 부채로 조달한 셈이다. 물론 이 경우에는 SK에코플랜트(주)가 자회사의 지분 100%를 보유하고 있어 연결대상이 되기 때문에 자회사가 부채로 조달한 자금 또한 SK에코플랜트(주)의 연결재무제표상 부채로 계상된다.

SK에코플랜트는 싱가포르의 전자폐기물 및 배터리 재활용 기업인 테스도 EMC 홀딩스와 유사한 방법으로 인수한다. SK에코플랜트는 2022년 2월 싱가포르 테스를 1조 2,429억 원(10억 3,800만달러)에 인수하기로 계약했다. SK에코플랜트는 테스 인수를 위해 '에코프론티어(Eco Frontier Singapore Pte. Ltd)'라는 싱가포르 현지 투자법인을 자회사로 신설하고, 이 회사에 4,207억 원(3억 4,500만달러)을 출자하였다. 인수자금 가운데 나머지 약 8,231억 원(6억 7,500만달러)은 하나은행으로부터 브리지론(bridge loan)을 빌려 충당하였다.¹⁰⁾¹¹⁾ 하나은행 브리지론은 2022년 10월에 만기가 도래하는 단기 대출금이었기 때문에 해당 금액은 몇 개월 안에 상환해야 했다. SK에코플랜트는 하나은행 브리지론 가운데 5,121억 원(4억 2,000만달러)은 산업은행, 수출입은행, BNP파리바은행으로부터 인수금융 방식

으로(만기 2025년 5월) 대출받아 상환하였다. 사모펀드 IMM이 나머지 금액을 출자하여 재무적 투자자로 참여하기로 하고 협상이 진행되었으나, 나중에 IMM이 투자회사를 철회함에 따라 브릿지론의 상환이 어려워졌다. 다행히 2022년 10월 메리츠증권이 약 4,000억 원(2억 8,000만달러)를 투자해 테스 인수주체인 에코프론티어의 지분 44.8%를 인수함에 따라 나머지 브리지론도 상환할 수 있게 되었으나, SK에코플랜트는 이로 인해 기존 계획대로 테스의 지분 100%는 확보할 수 없었다.¹²⁾ 결과적으로 테스 인수건에서도 SK에코플랜트는 총 인수대금(1조 2,429억 원)의 33.85%만 투자하였고, 나머지 인수대금은 자회사 에코프론티어가 부채로 조달한 자금과 메리츠증권의 에코프론티어 지분 투자액으로 확보되었다.

위와 같은 M&A방식으로 자회사가 부채를 조달하여 부담한 인수대가(디에코플랫폼: 6,769억 원, 에코프론티어: 5,121억 원)까지 고려하면, SK에코플랜트가 2022년까지 신사업 전환에 투자한 금액은 <표 3>에 제시된 총금액 3조 2,619억 원을 상회하여 4조 4,500억 원에 달한다.

3.2 M&A 및 대규모 자금조달로 인한 재무구조 악화

회사는 인수자금을 확보하기 위해 보유하고 있던 타회사 지분 및 환경 및 에너지사업과 무관한 종속회사 지분을 일부 매각하였다. 환경사업 관련 지분 정리를 위해 폐기물처리회사(주)TSK코퍼레이션의 지분

9) 이 합병의 경우 인수회사인 디에코플랫폼(주)가 특수목적법인이다. 따라서 법적으로 보면 인수회사가 피인수회사를 흡수하는 것이지만, 실질적으로 보면 두 회사의 합병 후 피인수회사만 남게된다. 이런 경우를 역합병(reverse merger)라고 부른다. 역합병의 경우 합병 후 회사의 이름도 피인수회사의 이름을 따르는 경우가 대부분이다.

10) "SK에코플랜트, 1.2조원대 테스 인수대금 마련 착착" (2022.04.01., 더벨).

11) 자금이 급히 필요할 때 단기차입으로 자금을 조달하는 것을 브리징(bridging)이라 하며, 이때 도입되는 자금을 브리지론(bridge loan)이라고 한다. 단기차입으로 우선 필요한 자금을 확보한 다음, 이후 중·장기 차입을 하여 단기부채를 상환하는 방식이다. 보통 갑작스럽게 기업을 인수하는 경우 인수자금의 투입시점까지 자금이 완전히 마련되지 않았을 때, 우선 은행이 자금을 단기적으로 빌려주어 자금의 필요시점과 조달시점의 시차를 맞추어 주는 다리(bridge) 역할을 한다.

12) "SK에코플랜트, 테스 인수 위한 FI 모집 완료" (2022.10.21., 더벨).

〈표 3〉 SK에코플랜트의 인수 및 투자대상 및 투자금액

(단위: 억 원, %)

구분	연월	인수 및 투자대상	투자금액(억 원)
환경	2020.09.	디에코플랫폼(현 환경시설관리)*	지분 100%
	2021.01.	디에코플랫폼(현 환경시설관리)*	추가출자
	2021.06.	클렌코	지분 100%
	2021.06.	새한환경	지분 100%
	2021.06.	디디에스	지분 100%
	2021.08.	대원그린에너지	지분 100%
	2021.10.	그린환경기술	지분 100%
	2021.10.	이메디원	지분 100%
	2021.10.	도시환경	지분 100%
	2022.05.	제이에이그린	지분 70%
	2022.03.	Eco Frontier (Singapore) Pte. Ltd.**	지분 100%
2022.11	Ecoplant Holding Malaysia Sdn. Bhd.***	지분 100%	
에너지	2021.08	새턴솔라에너지(Saturn Solar Energy)	4년간 2억달러 합작투자
	2021.10.	미국 블룸에너지(Bloom Energy)	지분 5.4% (RCPS)
	2021.11.	삼강엔앤티	지분 31.83% 및 전환사채
	2022.08.	미국 블룸에너지(Bloom Energy)	지분 6.19%
합계			32,619

*SK에코플랜트는 100% 지분출자로 자회사 디에코플랫폼을 만들어 이를 통해 EMC홀딩스(환경시설관리 지분을 100% 보유한 모회사)를 인수하였다.

**SK에코플랜트는 '에코프론티어(Eco Frontier Singapore Pte. Ltd.)'라는 싱가포르 현지 투자법인을 신설하고, 이 회사를 통해 싱가포르 테스(TES)를 인수하였다.

***SK에코플랜트는 'Ecoplant Holding Malaysia'라는 자회사를 만들고 100% 지분투자하여, 해당 회사를 통해 말레이시아 중합환경기업 센바이로(Cenviro)의 지분 30%를 인수하였다.

(출처: SK에코플랜트 사업보고서, 타법인 주식 및 출자증권 취득결정 보고서)

16.7%를 미국 국적의 사모펀드 콜버그크래비스로버츠(KKR)에 1,969억 원에 매각하였으며, 종속회사로 보유하고 있던 통신망 공사기업 SK티엔에스(주) 지분 전량을 사모펀드(주)알케미스트캐피탈파트너스코리아에 2,900억 원에 매각하였다.¹³⁾ 또한 일부 플랜트 사업부문(K-솔루션스사업그룹, P-솔루션스사업그룹, Gas&Power 사업그룹, 배터리사업그룹

및 Industrial 사업그룹)을 물적분할하여 분할승계회사인 SK에코엔지니어링(주)에 흡수합병시키는 방식의 분할합병 이후, 분할승계회사의 지분 50.01%를 상환전환우선주 형태로 발행하여 에코에너지홀딩스(미래에셋증권·이음프라이빗에쿼티 컨소시엄이 설립한 투자목적회사)에게 4,500억 원에 매각하였다.¹⁴⁾ 매각 후 SK에코엔지니어링(주)에 대한 SK에코플랜

13) TSK코퍼레이션은 폐기물 매립 업체인데, SK에코플랜트가 2020년 9월 100% 지분을 인수한 EMC홀딩스의 손자회사인 매립지관리주식회사 또한 폐기물 매립 업체로서 사업 영역이 중복된다. 이에 따라 SK에코플랜트가 일부 지분(16.7%)만 보유하고 있던 TSK코퍼레이션 주식을 매각한 것으로 보인다.

14) 자세한 투자조건은 공시되지 않았지만, 여러 재무적 투자자들이 이 거래에 참여한 것으로 미루어 보아 이들에게 투자금 회수를 할 수 있도록 하기 위해서 수년 이내에 SK에코엔지니어링(주)를 상장시킨다는 약속이 있었을 것으로 추론된다.

〈표 4〉 SK에코플랜트의 매각대상회사 및 매각대가

(단위: 억 원, %)

연월	매각대상		매각대가(억 원)
2020.12.	(주)TSK코퍼레이션	지분 16.7%	1,969
2021.04.	SK티엔에스	지분 100%	2,900
2022.02.	SK에코엔지니어링 상환전환우선주	지분 50.01%	4,500
합계			9,369

트의 지분은 100%에서 49.99%로 낮아졌고, 이에 따라 SK에코엔지니어링(주)은 SK에코플랜트의 연결대상에서 제외되었다.¹⁵⁾ 결과적으로 〈표 4〉와 같이 TSK코퍼레이션, SK티엔에스, SK에코엔지니어링의 지분 매각으로 SK에코플랜트(주)는 9,369억 원의 자금을 마련하게 된다.

그러나 이러한 지분매각으로 조달한 자금은 인수에 필요한 투자자금의 1/5 수준이었기 때문에, SK에코플랜트(주)는 나머지 필요자금을 부채를 통해 조달할 수밖에 없었다.¹⁶⁾ 〈표 5〉와 〈그림 1〉을 보면, SK에코플랜트(주)의 연결채무제표 기준 총부채는 2019년말 3조 8,079억 원 수준에서 2020년말 5조 7,550억 원, 2021년 6조 9,082억 원, 2022년말 9조 5,791억 원으로 매년 1조 원 이상 크게 증가함을 확인할 수 있다. 총부채 가운데 차입부채(사채 및 장기차입금, 유동성장기차입금, 단기차입금)만 보면, 2019년말 1조 639억 원에서 2022년말 4조 7,521억 원으로 3년간 3조 6,882억 원이나 증가하였다. 차입부채 가운데 1년 안에 상환해야 하는 유동성차입금 또한 2020년말 7,534억 원, 2021년말 1조 491억 원, 2022년말 1조 8,616억 원으로 매년 크게 증가하고 있어, SK에코플랜트(주) 입장에서 차입금 및 사채 상환 부담이 점점 커지고 있음

을 알 수 있다.

연결채무제표 기준 총부채 금액이 급격히 증가한 것은 차입금 및 사채가 증가한 것이 주요 원인이기는 하지만, 종속회사의 부채가 더해지며 총부채 규모가 더 커진 측면도 있다. 2020년~2022년 사이에 인수된 기업들이 SK에코플랜트(주)의 종속회사가 되어 연결대상에 새로 포함되면서, 해당 회사들의 자산과 부채가 연결채무제표에 포함되게 되었다. 〈표 6〉에서 회사의 종속기업 개수는 2019년말 11개에서 2022년말 104개로 증가하였다. 이 과정에서 SK에코플랜트(주)의 연결채무제표 기준 총자산은 2019년말 5조 1,798억 원에서 2022년말 13조 3,216억 원으로, 총부채는 2019년말 3조 8,079억 원에서 2022년말 9조 5,791억 원으로 모두 2.5배 이상 증가하였다. 〈표 6〉에서 연결채무제표상 자산, 부채와 별도 채무제표상 자산, 부채의 차이가 점점 커지는 것은 연결대상 종속기업이 증가했기 때문이다.

위와 같은 부채의 급격한 증가는 SK에코플랜트(주)의 재무구조를 크게 악화시켰다. 〈표 6〉에 제시된 바와 같이 2019년말 회사의 연결 채무제표 기준 부채비율은 278%였으나, 이는 2021년말 573%로 2배 이상 증가한다. 그러나 2022년말에는 부채가 2조 6,709억 원 증가하였음에도 불구하고 부채비율이 오히려

15) 그러나 에코에너지홀딩스가 보유한 SK에코엔지니어링(주) 상환전환우선주의 10%인 76만주는 2023년 4월 상환권이 행사되어 약 450억 원에 상환 후 소각되었다. 이에 따라 에코에너지홀딩스 지분율은 기존 50.01%에서 47.53%로 낮아진 반면, SK에코플랜트(주) 지분율은 49.99%에서 52.65%로 확대되어 결과적으로 SK에코플랜트(주)가 다시 최대주주가 되었다.

16) 2000년에서 2022년까지 볼트는 인수에 필요한 자금이 약 4조 4,500억 원으로 추산되고, 보유 지분 매각을 통해 9,369억 원을 조달했으므로 추가로 조달해야 하는 자금은 약 3조 5,140억 원이었을 것이다. 이 금액은 2019년말에서 2022년말까지 3년간 증가한 차입부채 금액 3조 6,882억 원과 유사하다.

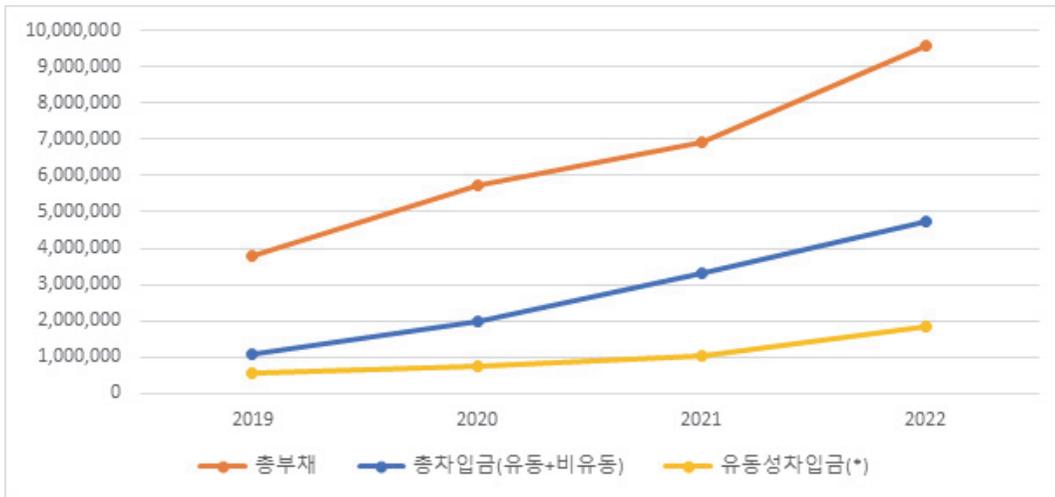
〈표 5〉 SK에코플랜트의 부채추이 (2019~2022, 연결재무제표 기준)

(단위: 백만원)

과 목	2019	2020	2021	2022
총부채	3,807,896	5,755,021	6,908,198	9,579,116
차입부채*	1,063,867	1,999,928	3,324,272	4,752,110
유동성차입금**	540,835	753,390	1,049,104	1,861,590
〈증가율〉				
총부채 증가율	7%	51%	20%	39%
차입부채 증가율	0%	88%	66%	43%
유동성차입금 증가율	73%	39%	39%	77%

*단기차입금, 유동성장기차입금, 장기차입금과 사채의 합계
 **단기차입금 및 만기가 1년안에 도래하는 장기차입금 및 사채
 (출처: SK에코플랜트 사업보고서)

(단위: 백만원)



〈그림 1〉 SK에코플랜트의 부채 추이

256%로 감소하는데, 이는 회사가 2022년 중 상환 전환우선주 및 전환우선주 발행을 통해 1조 원 규모의 유상증자를 실시하여 자본이 증가했기 때문이다. 〈표 6〉에서 SK에코플랜트(주)의 별도재무제표 기준 총자본을 보면 2021년말 1조 71억 원에서 2022년 말 2조 3,668억 원으로 약 1조 3,596억 원 증가하

였다.¹⁷⁾ 상환전환우선주 및 전환우선주 발행에 대한 자세한 설명은 다음 장에서 후술한다.

부채의 급격한 증가로 인한 재무구조 악화의 영향을 손익 지표 측면에서 살펴보도록 하자. 부채 증가는 금융원가(이자비용)의 상승으로 이어지는데, 〈표 7〉을 보면 SK에코플랜트(주)의 연결재무제표 기준 금융

17) 여기서 당기 이익잉여금 증가분(2022년 별도재무제표 기준 당기순이익) 3,389억 원을 제외하면 유상증자액 1조원에 근접해진다.

〈표 6〉 SK에코플랜트의 재무구조 (2019~2022)

(단위: 개, 백만원)

1) 연결재무제표 기준

과목	2019	2020	2021	2022	3년간 증가액
연결종속기업수	11개	27개	37개	104개	93개
자산총계	5,179,847	6,624,411	8,113,970	13,321,563	8,141,716
- 유동자산	3,526,947	3,802,791	4,062,198	5,767,404	2,240,457
- 비유동자산	1,652,900	2,821,620	4,051,772	7,554,159	5,901,259
부채총계	3,807,896	5,755,021	6,908,198	9,579,116	5,771,220
- 유동부채	3,248,812	4,061,416	4,153,077	6,113,329	2,864,517
- 비유동부채	559,084	1,693,604	2,755,121	3,465,788	2,906,704
자본총계	1,371,951	869,390	1,205,771	3,742,447	2,370,496
부채비율	278%	662%	573%	256%	

2) 별도재무제표 기준

과목	2019	2020	2021	2022	3년간 증가액
자산총계	4,516,714	5,314,086	6,793,132	9,362,346	4,845,632
- 유동자산	2,896,989	3,177,252	3,551,192	4,268,746	1,371,757
- 비유동자산	1,619,725	2,136,835	3,241,940	5,093,601	3,473,876
부채총계	3,283,536	4,551,960	5,786,007	6,995,591	3,712,055
- 유동부채	2,725,504	3,453,557	3,951,052	5,019,989	2,294,485
- 비유동부채	558,033	1,098,403	1,834,954	1,975,602	1,417,569
자본총계	1,233,178	762,126	1,007,125	2,366,755	1,133,577
부채비율	266%	597%	575%	296%	

(출처: SK에코플랜트 사업보고서)

〈표 7〉 SK에코플랜트의 손익 지표 (2019~2022, 연결재무제표 기준)

(단위: 백만원)

과목	2019	2020	2021*	2022**
매출액	9,092,187	7,123,817	6,220,443	7,550,863
매출총이익	771,435	610,569	553,243	678,426
영업이익(A)	433,801	261,890	147,430	156,951
금융원가(B)	53,507	244,784	178,796	431,110
계속영업연결당기순이익		-5,683	6,735	35,972
중단영업손익		84,285	204,342	601,990
연결당기순이익	242,319	78,602	211,077	637,962
- 이자보상배율(=A/B)	811%	107%	82%	36%

*SK에코플랜트(지배기업)는 종속기업인 SK티엔에스(주) 지분 전량을 (주)알케미스트캐피탈파트너스코리아에 2021년 4월 30일자로 매각함에 따라 SK티엔에스(주) 관련 손익이 중단영업손익으로 잡혔다.

**SK에코플랜트는 일부 플랜트 사업부문을 물적분할하여 분할승계회사인 SK에코엔지니어링(주)에 흡수합병시키는 방식의 분할합병한 이후, 분할승계회사의 지분 50.01%를 2022년 2월 매각함에 따라, 해당 부문 실적이 연결범위에서 제외되었다.

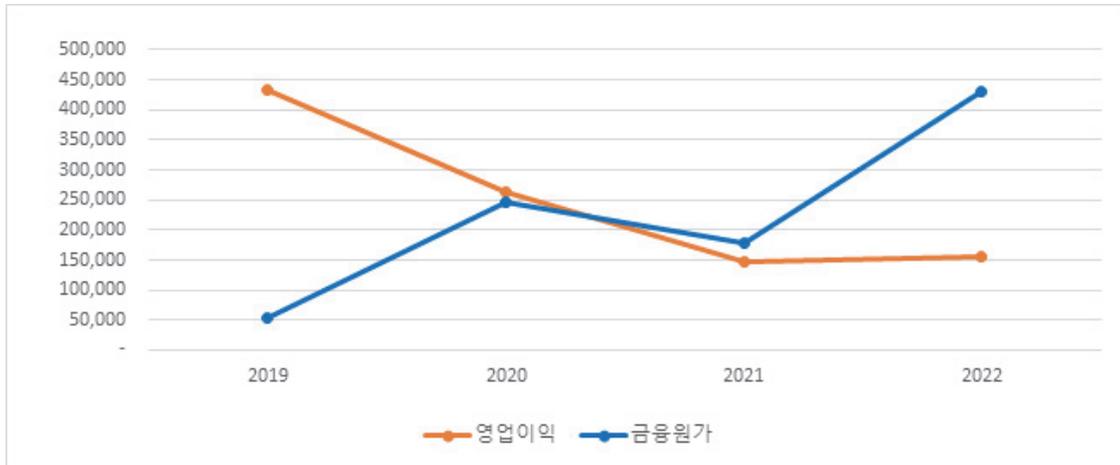
(출처: SK에코플랜트 사업보고서)

원가는 2019년 535억 원에서 2022년 4,311억 원으로 크게 증가하였다. 2019년 회사의 이자보상배율은 811%나 되었으나, 이는 2020년에 107%, 2021년 82%, 그리고 2022년 36%로 급격히 감소한다. 이자보상배율이란 영업이익을 금융원가로 나눈 비율로 영업이익으로 금융원가를 감당할 수 있는 정도를 나타낸다. 즉 SK에코플랜트(주)가 2019년까지는 영업이익으로 충분히 금융원가를 지급할 여유가 있었으나, 2020년부터는 영업이익으로 금융원가를 겨우 부담할 수 있는 정도가 되었고 2021년부터는 영업이익으로 금융원가를 지급할 수 없는 상황이 된 것이다.¹⁸⁾ <그림 2>를 보면 2019년~2022년까지 회사의 영업이익은 하락하지만 금융원가는 상승하여, 2021년부터 금융원가가 영업이익보다 커졌음을 확인할 수 있다. 또한 SK에코플랜트(주)는 사업 포트폴리오를 친환경 에너지 사업으로 전환하는 과정에서, 인수자금 확보를 위해 매년 2,000억 원 이상의 영업

이익을 창출해왔던 알짜기업인 SK티엔에스의 지분 전량을 2021년에 매각함에 따라 수익성도 악화되었다.

SK에코플랜트(주)의 영업활동현금흐름 또한 악화되고 있다. <표 8>에 제시된 바와 같이 회사의 영업 현금흐름은 2019년에는 1,999억 원 흑자였으나 2020년에는 622억 원 적자, 2021년 434억 원 적자, 2022년에는 756억 원 적자를 기록하였다. 대규모 신규 차입 및 사채의 발행, 유상증자로 2022년의 재무활동 현금흐름은 2조 4,095억 원 흑자로 나타났는데, 이는 결국 회사가 현재 빚으로 영업활동 적자와 투자활동에 사용되는 현금흐름을 감당하고 있음을 보여준다. 특히 회사는 2021년부터 2022년까지 만기 2~3년짜리 사채를 열두 차례 발행하여 총 1조 2,500억 원을 조달하였는데, 해당 사채의 만기가 돌아오는 2024년~2025년에 신규사채 발행이 원활하게 이루어지지 않는 경우 기존 사채의 상황이 어려워질 수 있다. 위와 같은 재무구조와 현금흐름은 SK에코플랜트(주)

(단위: 백만원)



<그림 2> SK에코플랜트의 영업이익 및 금융원가 추이

18) 2021년과 2022년의 연결당기순이익은 각각 2,111억과 6,380억 원으로 영업이익보다 크게 나타나고 있는데, 이는 회사가 지분을 매각하여 종속기업에서 제외된 SK티엔에스와 SK에코엔지니어링의 중단영업손익이 포함되었기 때문이다. 해당 연결손익계산서에서 회사에 존속하는 사업에서 발생하는 손익은 계속영업연결당기순이익으로 표시된다.

〈표 8〉 SK에코플랜트의 현금흐름표 (2019~2022, 연결재무제표 기준)

(단위: 백만원)

과목	2019	2020	2021	2022
영업활동현금흐름	199,999	-62,221	-43,386	-75,584
투자활동현금흐름	-197,843	-597,917	-827,527	-1,790,238
채무활동현금흐름	-6,423	701,397	1,154,264	2,409,517

(출처: SK에코플랜트 사업보고서)

가 신사업인 환경 및 에너지 분야에서 몇 년 안에 가시적인 현금흐름을 창출하지 못한다면 회사가 유동성 위기에 빠질 가능성이 있음을 시사한다.

낮은 금융비용으로 수월하게 자금을 조달할 수 있다 (김범준 등 2018). 각 하이브리드 증권의 특성과 회계처리 방법에 대해 자세히 알아보자.

4.1.1 상환전환우선주, 상환우선주, 전환우선주

IV. 하이브리드 증권의 활용

본 장에서는 최근 기업들의 자금조달수단으로 많이 활용되는 하이브리드 증권에 대해 알아보고, SK에코플랜트가 자금을 조달하는 과정에서 하이브리드 증권 가운데 하나인 상환전환우선주와 상환우선주를 어떻게 활용하였는지 살펴본다.

상환전환우선주와 전환우선주는 최근 기업들이 사모펀드나 벤처캐피탈 등으로부터 자금을 조달할 때 많이 사용되고 있다. 이러한 금융상품은 기본적으로 지분증권인 우선주이며, 여기에 전환권과 상환청구권 등이 추가로 부여된 것이다.

4.1 하이브리드 증권

하이브리드 증권이란 자본과 부채의 성격이 혼합된 복합금융상품을 말한다. 형식적으로 주식으로 발행되는 금융상품 가운데 상환전환우선주와 상환우선주가 이에 해당하며, 채권 형식으로 발행되는 금융상품 중에는 전환사채와 신주인수권부사채 등이 있다. 이러한 하이브리드증권은 투자매력도를 높이기 위해 부채와 자본의 장점을 혼합하여 개발된 금융상품으로, 기업은 보통 하이브리드 증권을 통해 일반적인 부채나 자본을 통해 자금을 조달하는 것보다 좀 더

우선주(Preferred Stock; PS)는 이익배당이나 청산분배 등에서 보통주보다 우선적인 권리를 갖지만 일반적으로 의결권이 없다. 기업은 보통 주식을 발행할 때 보통주와 우선주를 나누어 발행하는데, 보통주는 의결권이 있고 배당에 있어 후순위 권리를 가지지만 우선주는 의결권 없이 배당에 우선적 권리를 갖는 주식이다.¹⁹⁾ 마치 사채에 대해 정해진 이자율을 지급하는 것과 유사하게, 일부 우선주의 경우는 배당률이 사전에 결정되어 있기도 한다.²⁰⁾ 즉 자본으로 분류가 되지만 부채와 유사한 성격도 일부 가지고 있는 것이다. 이에 따라 기업 상황에 따라 의결권의 가치가 높은 경우나 성장 잠재력이 큰 기업이라면 주식시장에서 보통주가 우선주보다 더 비싼 가격

19) 우선주에 대해 정해진 배당률만큼 배당이 지급되지 않은 경우, 보통 해당 우선주도 의결권을 갖는다.

20) 이 경우 우선주의 가격은 사채의 발행가격이 결정되는 방법과 유사한 방식으로 결정된다. 따라서 이런 기업은 경영성과가 변해도 배당이 이에 따라 비례적으로 변하지 않으므로, 우선주의 가격은 크게 변하지 않는다.

에 거래되고, 반대로 우선주에 대한 배당을 많이 지급하는 기업이라면 우선주가 보통주보다 가격이 더 높을 수도 있다. 기업들은 투자매력도를 높이기 위해 우선주에 전환권이나 상환청구권 등 여러 가지 권리를 부여하기도 한다.²¹⁾

상환우선주(Redeemable Preferred Stock: RPS)는 상환을 전제로 발행된 우선주로 특정 기간 동안 우선주의 성격을 가지고 있다가 기간이 만료되면 발행회사에서 이를 되사 소각하도록 한 주식이다. 상환우선주는 보통주의 25% 이내에서 발행할 수 있으며, 보통주보다 배당률이 높은 대신 일반적으로 의결권이 없다. 투자자 입장에서는 보통주보다 일정 기간동안 높은 배당을 받을 수 있고, 일정 기간이 경과하면 투자원금을 돌려받을 수 있다는 점에서 자금을 보통주 배당률보다 높은 이자율에 기업에 빌려준 것과 실질이 유사하다. 기업 입장에서도 상환우선주는 형식은 주식으로 발행되지만, 그 발행가액이 앞으로 상환해야 할(미래에 현금에 유출될) 의무가 있는 자금으로 경제적 실질이 부채에 가깝다. 이에 따라 국제회계기준에서는 상환우선주를 부채로 분류한다. 단 K-GAAP에서는 자본으로 분류한다.

전환우선주(Convertible Preferred Stock: CPS)는 형식은 우선주이지만 전환권이 추가된 지분증권으로, 일정 기간이 지나면 사전에 약정된 비율로

보통주로 전환할 수 있다. 전환우선주는 일반적으로 경영권 보호 장치의 하나로 우호 지분을 확보하기 위해 발행된다. 전체 우선주의 25% 범위 내에서 발행할 수 있으며, 정관에 규정될 경우 이사회 결의로 발행해 우호적인 제3자에게 배정이 가능하다. 또한 정관 규정에 그 전환조건과 전환청구기간, 전환시 발행될 보통주식의 수(전환비율) 등이 정해져 있다. 전환우선주 주주는 전환권 행사 전까지는 이익배당에 있어 보통주보다 유리하며, 보통주 주가가 상승할 것으로 예상되는 경우 우선주를 보통주로 전환하여 시세차익을 얻을 수 있다는 장점이 있다.

일반적으로 반드시 상환해야 하는 계약상 의무가 없고 전환비율이 고정되어 있는 전환우선주는 발행시점에 자본으로 기록되며, 전환권의 가치를 별도로 인식하지 않는다(정운오 등 2023). 즉 전환우선주는 상환 의무가 없기에 보통 부채의 성격은 가지고 있지 않다.²²⁾ 이에 따라 전환우선주는 전환하지 않으면 우선주 상태로 남아있지만 전환하면 보통주로 전환된다. 그 결과 전환여부에 상관없이 모두 자본으로 분류된다.

상환전환우선주(Redeemable Convertible Preferred Stock: RCPS)는 우선주이지만 특정 기간동안 발행가액(투자금)의 상환을 요청할 수 있는 권리인 상환청구권과 우선주를 보통주로 전환할 수 있는 전환권이 모두 부여되어 있는 주식이다. 즉 상환전환우선주라는 용어는 상환할 수도 있고(redeemable),

21) 우선주에는 누적적/비누적적, 참가적/비참가적 우선주가 있다. 누적적 우선주란 우선배당률에 따른 소정의 배당을 하지 못한 경우에는 누적된 미배당분에 해당하는 금액은 다음 사업연도의 배당시에 우선하여 배당하는 우선주이며, 비누적적 우선주는 당해 미배당분이 다음 사업연도에 이월되지 않고 소멸되는 우선주이다. 참가적 우선주란 우선주에 지급되어야 할 배당금이 전액 지급된 후에도 주주들에게 배당할 수 있는 이익잉여금이 존재하는 경우, 그 이익잉여금을 재원으로 하는 보통주식에 대한 배당률이 우선주식에 대한 배당률을 초과할 때에는 그 초과분을 우선주식과 보통주식에 그 지분 비율에 따라 배당한다. 즉 이러한 경우 우선주식이 보통주식과 동일한 비율로 배당에 참가할 수 있도록 한 것이다. 반면 비참가적 우선주란 정해진 배당률만큼만 배당받을 수 있고, 보통주가 우선주 배당률을 초과하여 배당을 받더라도 추가로 배당에 참가할 수 없다.

22) 이 경우는 전환비율이 확정되어있는 경우다. 전환비율이 확정되지 않은 경우라면 상환전환우선주와 전환우선주 모두 국제회계기준에서는 부채로 분류한다. K-GAAP은 전환비율의 확정여부와 관계없이 자본으로 분류한다. 전환비율이 확정되지 않은 경우를 예로 들면, 보통주의 주가에 따라 전환비율이 달라져서, 우선주를 보통주로 전환할 때 항상 일정한 가치에 해당하는 보통주를 받게 되는 경우다. 전환비율 확정과 관련된 회계처리는 매우 복잡하므로, 본 사례에서는 전환비율이 확정되지 않은 경우에 대해서는 다루지 않는다. 회계처리와 관련된 보다 자세한 내용은 김범준 등(2018)과 최종학(2023)을 참조하기 바란다.

보통주로 전환도 가능한(convertible) 우선주를 의미한다.

이러한 상환전환우선주는 전환우선주와 상환우선주의 장점을 모두 보유하고 있는 금융상품으로 투자 매력도가 높다. 우선주이기 때문에 보통주보다 배당에 있어 우선적인 권리를 가지며 배당률도 더 높은 경우가 많다. 일반적으로 상환전환우선주의 배당률은 해당 회사가 발행하는 일반사채 이자율보다 높게 설정된다.²³⁾ 또한 회사의 가치가 상승하여 의결권이 있는 보통주 가격이 상승하면 우선주를 보통주로 전환하여 시가 상승 이익을 얻을 수 있고, 투자자의 예상보다 회사 가치가 올라가지 않거나 회사가 위기에 처한다면 채권처럼 발행가액(투자금)에 대해 상환을 청구하여 원금을 돌려받을 수 있다. 즉 투자자 입장에서 상환전환우선주는 보통주 배당이나 회사채 이자보다 높은 배당수익률을 보장하는 데다가, 앞으로 기업 가치 상승 여부가 불확실할 때 미래에 어떠한 상황이 펼쳐지더라도 손해를 보지 않도록 리스크를 헷질 수 있는 옵션이 있는 금융상품인 것이다. 이러한 투자자 입장에서의 유리한 장점 때문에 투자자들이 대규모 자금투자 결정을 좀 더 쉽게 할 수 있는 측면이 있고, 회사 입장에서도 대규모 자금조달을 용이하게 진행하기 위해 상환전환우선주를 발행할 유인이 있다. 이런 장점들 때문에 최근 자본시장에서 상환전환우선주는 자주 활용되고 있다.²⁴⁾

국제회계기준에서 상환전환우선주의 회계처리는 전환비용이 고정되어 있는 한 상환청구권이 누구에게 있는지에 따라 달라진다. 상환전환우선주의 상환청구

권이 투자자에게 있다면, 발행회사 입장에서 상환전환우선주 발행가액은 앞으로 상환해야 할(미래에 현금 유출될) 의무가 있는 자금으로 경제적 실질이 부채에 가깝기 때문에 상환전환우선주를 부채로 분류한다. 그러나 만약 상환전환우선주의 상환청구권이 발행회사에게 있다면, 발행회사 입장에서 상환여부를 선택할 수 있으므로 상환전환우선주 발행가액을 앞으로 상환해야 할(미래에 현금 유출될) 의무가 있는 자금으로 볼 수 없기 때문에 이를 자본으로 분류할 수 있다. 즉 투자자와 발행자 중 상환에 대한 의사결정을 누가 할 수 있는지에 따라 해당 가액이 발행자 입장에서 미래에 현금 유출될 의무(부채)인지 여부를 판단한다는 것이다.²⁵⁾

4.1.2 전환사채, 신주인수권부 사채, 영구채권

형식적으로 채권으로 발행되는 금융상품 가운데 부채와 자본의 성격을 모두 가질 수 있는 회사채로 전환사채, 신주인수권부사채, 영구채권 등이 있다.

전환사채(Convertible Bond: CB)는 기본적으로 회사가 발행하는 회사채이나 채권을 주식으로 전환할 수 있는 옵션이 부여된 금융상품이다. 투자자는 일정 기간(전환 가능 기간)동안 사전에 정해진 전환가격(주식으로서의 전환비율)대로 사채를 주식으로 전환할 수 있는 선택권이 있어 주가가 상승하는 경우 채권을 주식으로 전환하여 시가 상승에 따른 이익을 얻을 수 있다. 반대로 회사의 주가가 전환가격

23) 회사에 부도가 발생할 경우 채권자가 우선적인 청구권을 가진다. 그 후 잔여 재산이 남아있는 경우 우선주 주주들이 청구권을 먼저 행사한 후 보통주 주주들이 청구권을 행사하게 된다. 즉 채권자가 우선주 주주보다 우선권이 있으므로 채권 투자의 위험이 우선주 투자보다 더 낮다. 따라서 전환우선주 주주에게 지불해야 하는 배당률이 일반 채권의 이자율보다 높은 것이다.

24) 특히 벤처캐피탈이 상대적으로 투자위험이 높은 벤처 스타트업 기업들에 투자할 때 상환전환우선주가 널리 사용된다. 투자 후 회사의 사정이 크게 개선되지 않으면 상환권을 행사해 투자금을 회수하고, 회사가 발전하여 상장을 앞두고 있다면 국제회계기준을 적용할 때 보통주로 전환하는 방식이다. 이의 구체적인 사용예시와 왜 벤처캐피탈이 이를 주로 사용하는지에 대한 좀 더 자세한 설명은 최종학(2020)에 포함되어 있는 "경영권 분쟁 과정에서 상환전환우선주의 역할"이라는 글을 참조하기 바란다.

25) 전환비용이 고정되어 있지 않은 경우라면, 국제회계기준에서는 상환청구권이 누구에게 있는지의 여부와 관계 없이 부채로 분류한다. 그러나 K-GAAP에서는 상환청구권이나 전환비율의 고정 여부와 관계없이 자본으로 분류한다.

보다 낮아 사채를 주식으로 전환할 유인이 생기지 않는 경우, 투자자는 사채의 만기까지 사채 발행 당시 정해진 이자율만큼 이자를 지급받다가 만기 시점에 액면금액을 돌려받을 수 있다. 이러한 투자 측면의 유리함 때문에 전환사채는 동일 조건의 일반사채보다 이자율이 낮은 편이다. 발행회사 입장에서는 일반사채보다 낮은 이자율로 자금을 조달할 수 있어 회사의 성장가능성이 높게 평가되는 주가 상승기에 자금 조달수단으로 많이 활용한다. 또한 투자자 입장에서도 안정적인 채권투자의 성격과 동시에 발행기업의 잠재적인 지분을 가질 수 있다는 측면 때문에 투자 매력도가 높다.²⁶⁾

전환사채는 전환 전에는 사채로서 정해진 이자율에 따라 이자를 받을 수 있고, 전환 후에는 주식으로서 시세차익과 배당의 이익을 얻을 수 있어 사채(부채)와 주식(자본)의 중간적 성격을 띄고 있다. 전환사채 발행자 입장에서의 회계처리를 살펴보면, 전환사채는 사채와 전환권의 가치를 분리하여 회계처리한다. 사채는 이자지급 및 액면금액의 상환의무가 있으므로 이는 금융부채로 분류한다. 그리고 사채를 주식으로 전환할 수 있는 권리인 전환권대가는 채권의 장부금액에 해당하는 확정대가와외의 교환으로 확정수량의 자기지분상품(주식)으로 결제되는 파생상품으로서 자본(기타자본항목)으로 분류한다.²⁷⁾

신주인수권부 사채(Bond with Warrants; BW)

회사가 발행하는 회사채이나, 발행 후 일정기간이 지나면 특정한 가격(신주인수가격)으로 회사가 신규로 발행하는 주식을 살 수 있는 권리가 부여되어 있는 금융상품이다. 주식과 채권의 성격을 어느 정도

동시가 가진다는 면에서 전환사채와 유사하나, 전환사채는 전환권이 행사되면 채권은 사라지고 주식만 남는 반면, 신주인수권부사채는 신주인수권이 행사되더라도 채권은 만기까지 존속한다. 다만 투자자 입장에서 신주인수권을 행사할 때 신주인수가격만큼 자금을 회사에 지불해야 한다. 신주인수권부사채 또한 사채와 신주인수권의 가치를 분리하여 회계처리한다. 사채는 이자지급 및 액면금액의 상환의무가 있으므로 이는 금융부채로 분류한다. 그리고 새로 발행되는 주식을 인수할 수 있는 권리인 신주인수권대가의 공정가치는 자본(기타자본항목)으로 분류한다.

영구채권(Perpetual Bond; PB)는 회사가 발행하는 회사채이나, 만기가 없이 이자만 지급하는 채권이다. 즉 채권의 매수자(투자자)는 원금을 회수할 수 없다. 따라서 일반적인 영구채권은 원금을 상환해야 하는 명시적인 의무가 없는 경우이므로 국제회계기준에 따르면 자본으로 분류한다. 그러나 만약 투자자가 상환청구권(put option)을 보유하고 있다면, 투자자가 청구권을 행사할 때 회사는 부채를 상환해야 하는 의무가 발생하므로 부채로 분류한다. 실무적으로는 회사가 콜옵션(call option)을 가지고 있는 경우가 많으며, 회사가 특정 시점이 오면 콜옵션을 행사해서 채권을 상환한다. K-GAAP에서는 법적 분류기준을 따라 부채로 분류한다.²⁸⁾

4.2 SK에코플랜트의 전환우선주 및 상환전환우선주의 발행과 이면의 리스크

SK에코플랜트(주)는 2020년부터 2022년까지 많

26) 전환사채는 일반사채와 유사하게 이사회 결의로 발행된다. 그러나 사채가 주식으로 전환되면 기존 주주들의 주가가 낮아지는 효과가 있어 불리한 측면이 있기 때문에, 기존 주주들을 보호하는 차원에서 전환사채를 기존 주주들이 먼저 인수할 수 있는 권리를 준다. 기존 주주들에게 전환사채 선인수권을 주지 않으려면 정관에 이를 명문화하거나 주주총회 특별결의가 필요하다.
 27) 전환권의 가치는 기초자산인 주식의 가치에 의해 결정되므로 전환권은 파생상품이라 할 수 있으며, 주계약인 사채에 첨가되어 있는 파생상품이므로 내재파생상품이다(정운오 등 2023).
 28) 영구채권의 사용에는 최중학(2014)에 포함된 "영구채권은 부채인가, 자본인가?"이라는 글을 참조하기 바란다.

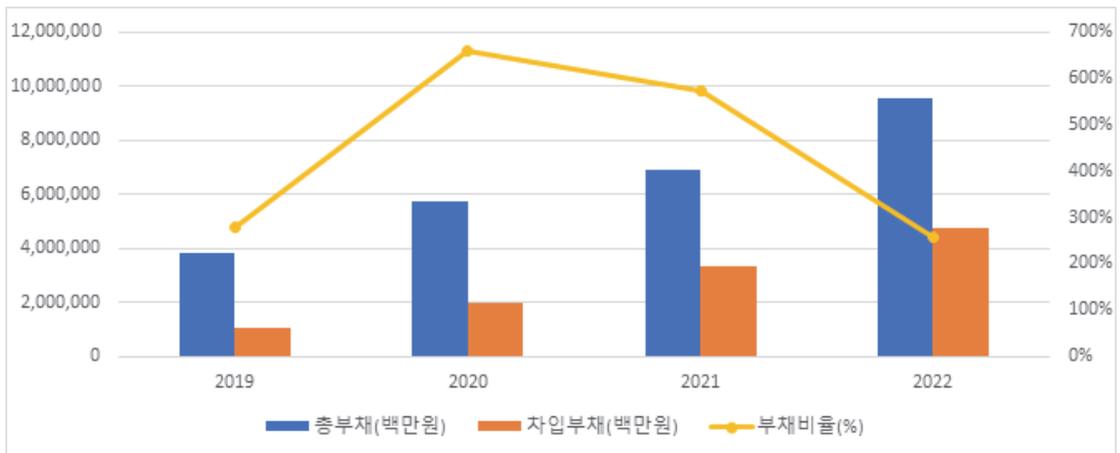
은 M&A를 진행하며 부채가 급격히 증가하였고, 이는 SK에코플랜트(주)의 재무구조를 크게 악화시켰다. <그림 3>을 보면 알 수 있듯이, SK에코플랜트(주)의 연결재무제표 기준 총부채는 2019년말 3조 8,079억 원 수준에서 2020년말 5조 7,550억 원, 2021년 6조 9,082억 원, 2022년말 9조 5,791억 원으로 매년 1조 원 이상 크게 증가하였다. 동 기간 동안 총 부채 가운데 차입부채(사채 및 차입금)가 차지하는 비중도 2019년말 28%에서 2022년말 50%로 증가하였다. 이에 따라 회사의 부채비율은 2019년말 278%에서 2020년말 662%, 2021년말 575%로 2배 이상 증가하였다. 그러나 2022년말에는 총 부채가 2조 6,709억 원이나 증가하였음에도 불구하고 부채비율은 오히려 256%로 감소하였는데, 이는 회사가 2022년 중 상환전환우선주 및 전환우선주 발행을 통해 1조 원 규모의 유상증자를 진행하여 자본이 증가했기 때문이다.

SK에코플랜트의 유상증자는 제3자 배정 Pre-IPO 형태로 진행되었다. 그 결과 다수의 사모투자회사 또는 사모투자신탁에 2022년 6월 상환전환우선주(RCPS)를 4,000억 원, 2022년 7월에 전환우선주(CPS)를 6,000억 원 발행함으로써 자기자본이 확충

되었다. 이에 따라 부채비율이 2022년말 256% 수준으로 낮아져 재무건전성 지표가 개선되었다. 그러나 상환전환우선주 및 전환우선주를 통한 위 유상증자의 계약조건을 살펴보면, 이면에 재무제표에는 나타나지 않는 숨겨진 리스크가 존재한다.

우선 회사가 발행한 상환전환우선주의 조건에 대해 먼저 살펴보자. 상환전환우선주는 상환청구권이 투자자에게 있다면, 발행회사 입장에서 상환전환우선주 발행가액은 앞으로 상환해야 할 의무가 있는 금액으로 경제적 실질이 부채에 가까워 부채로 분류한다. 그러나 만약 상환전환우선주의 상환청구권이 발행회사에게 있다면, 발행회사 입장에서 상환여부를 선택할 수 있으므로 상환의무가 없는 것으로 보아 부채가 아닌 자본으로 분류한다. <표 9>를 보면, SK에코플랜트가 발행한 상환전환우선주 또한 상환권이 발행회사(SK에코플랜트)에게 있었기 때문에 국제회계기준상 발행가액을 자본으로 분류할 수 있었다.

다만 구체적으로 살펴보면 이 주식은 일반적인 상환전환우선주와는 다른 독특한 조항들이 발행계약에 포함되어 있다. 해당 상환전환우선주의 기본 우선배당률은 발행가액기준 5.5% 또는 발행회사 5년 만기 회사채 개별민평수익률(민간채권평가사가 평가한 금



<그림 3> SK에코플랜트의 부채 및 부채비율 변화

〈표 9〉 SK에코플랜트의 전환우선주 및 상환전환우선주 발행내역

(단위: 원, 주)

발행주식의 내용		
주식발행일자	2022.06.30	2022.07.22
발행형태	유상증자(제3자배정)	유상증자(제3자배정)
종류	상환전환우선주	전환우선주*
우선주 종류	누적적, 참가적	누적적, 참가적
상환권	발행자에게 있음	없음
수량	940,000	1,333,334
주당액면가액(원)	5,000	5,000
주당발행가액(원)	425,535	450,000
발행총액(원)	400,002,900,000	600,000,300,000
우선배당률	5.5%	없음. 단 5년뒤 매도청구권이 행사되지 않는 경우 첫째 5%
배당률 Step-up 조항	있음** 1) 미배당가산배당률: 매년 2.5% 증가 2) 상환가산배당률: 매년 2% 증가	있음(매도청구권이 행사되지 않는 경우, 첫째 이후 매년 3% 증가)***
전환비율	우선주 1주당 보통주 5주	우선주 1주당 보통주 5주
전환가능주식수(주)	4,700,000	6,666,670
전환주식의결권	없음	있음

*전환청구기간 : 우선주의 30%에 해당하는 주식은 보호예수기간 만료부터 가능하며, 70%는 1) 기업공개 완료날 혹은 2) 최대주주 매도청구권행사기간 만료일 중 먼저 도래하는 날 이후 가능

** 1) 미배당가산배당률: 기본 우선배당률에 따른 배당이 이루어지지 않은 경우, 각 사업연도마다 2.5%씩 step-up

2) 상환가산배당률: 납입일(2022.06.29)로부터 5년째 되는날 또는 그로부터 매 1년 단위로 도래하는 응당일까지 상환되지 않은 본진 주식이 존재하는 경우, 각 사업연도마다 2%씩 step-up

***매도청구권 행사 사유 발생 후, 행사 기간 내 매도청구권이 행사되지 않는 경우, 우선배당율은 첫째 5% 및 매년 3% step-up (출처: SK에코플랜트 유상증자주요사항보고)

리의 평균)+1.45% 중 높은 배당률로 정해져 있다. 2022년에 회사가 발행한 일반 사채 이자율이 3.6%~7.23%임을 고려해볼 때, 상환전환우선주에 대해 이자율의 중간 범위에 해당하는 최소 5.5%의 배당률을 보장한 것은 합리적인 결정이라고 볼 수 있다.²⁹⁾ 그런데 이 계약에는 추가로 미배당가산배당률과 상환가산배당률이라는 두 가지 스텝업(step-up) 조항이 존재한다. 미배당가산배당률이란 회사에 배당이 가능 이익잉여금이 없어 기본 우선배당률에 따른 배당이

이루어지지 않은 경우, 각 사업연도마다 2.5%씩 배당률이 올라간다는 의미다. 기본적으로 누적적 우선주인 동시에, 당해에 정해진 우선배당(5.5%)을 받지 못할 경우 차기에 더 많은 배당(전기분 5.5%+ 당기분 8%)을 지급하도록 설계한 것이다. 이러한 배당을 설계는 회사로 하여금 최대한 당기에 정해진 배당을 투자자에게 지급하여 미래에 배당금 지급 부담이 급증하지 않도록 유도하는 효과가 있다. 이자지급 의무가 있는 부채와 달리, 주식은 잔여배당이익이 존재

29) SK에코플랜트가 2022년 9월과 11월에 발행한 사채의 이자율은 각각 6.4%와 7.23%이다. 이러한 높은 이자율은 2022년 9월 발생한 레코랜드의 지급불능 선언으로 인한 자금경색으로 사채이자율이 급등했기 때문으로, 이 두건을 제외한 2022년 사채발행건(2022.03 ~ 2022.05)의 이자율은 3.6%~4.63% 수준이다. 즉 상환전환우선주 배당률 5.5%는 기존 일반사채이자율보다 높은 수준이었다.

하는 경우에만 투자자에게 배당지급을 해도 된다는 것이 자금조달자 입장에서의 큰 장점이다. 그러나 위와 같이 미배당가산배당을 조항이 있는 경우, 배당금 지급에 어느 정도 강제성이 부여될 수 있다는 점에서 배당 지급이 이자비용과 일부 유사한 성격을 가진다.

뿐만 아니라 두 번째 스텝업(step-up) 조항인 상환가산배당을 관련 규정에 따르면 상환전환우선주 발행가액 납입기일로부터 5년째 되는 날 또는 그로부터 매 1년 단위로 도래하는 날까지, 상환전환우선주가 상환되지 않는 경우 각 사업연도마다 2%씩 배당률이 올라간다. 즉 2022년 6월에 발행된 위 상환전환우선주가 2027년 6월까지 상환되지 않는 경우 매년 2%씩 배당률이 가산되어 2027년 6월 이후에는 7.5%, 2028년 6월 이후는 9.5%, 2029년 6월 이후는 11.5%로 계속 배당률이 상승하는 것이다. 이렇듯 투자금을 되돌려주지 않으면 고율의 배당금을 지급해야 하므로, 투자자에게 상환청구권이 없어 SK에코플랜트에게 표면적인 상환의무가 존재하는 것은 아니지만 사실상 SK에코플랜트는 상환전환우선주 발행일로부터 향후 5년까지 해당 금액을 상환할 것으로 예상된다. 따라서 해당 상환전환우선주 발행가액 4,000억 원의 경제적 실질은 부채에 가깝다.

이 상환전환우선주를 부채로 회계처리한다면 2022년말 부채비율은 256%가 아니라 299%(=총부채 9조 9,791억 원/총자본 3조 3,424억 원)로 증가한다. 또한 상환전환우선주에 약속된 배당을 이자로 간주할 경우 2022년의 금융원가는 4,311억 원에서 4,531억 원으로 증가한다. 만약 이런 이자를 지급하기 싫고 상환하기도 싫다면 5년 이내에 회사를 상장시키면 된다. 그 경우 상환전환우선주를 인수한 재무적 투자자는, 만약 보통주로 전환하여 연 5.5% 이상의 수익을 올릴 수 있다면 이 주식을 보통주로 전환

하여 주식시장에서 매각할 것이다. 그러나 만약 상장을 했는데도 불구하고 주가가 높지 않아 연수익률이 5.5%가 안된다면, 보통주로 전환하여 주식시장에서 매각하는 것보다 우선주를 계속 보유하면서 회사에 상환을 요구할 것이다.

한편 회사가 유상증자로 조달한 1조원의 자금 중 6천억 원은 전환우선주로 발행되었다. 해당 전환우선주는 반드시 상환해야 하는 계약상 의무가 없고 전환비용이 우선주 1주당 보통주 5주로 고정되어 있으므로 발행 시점에 자본으로 기록된다. 발행 계약상 우선주의 30%에 해당하는 주식은 보호예수기간 만료부터 보통주 전환이 가능하며, 70%는 1) 기업공개 완료일 혹은 2) 최대주주 매도청구권 행사기간 만료일 중 먼저 도래하는 날 이후 가능한 조건이다. 단 이 전환우선주에도 배당률 스텝업(step-up) 조항이 존재한다. 해당 전환우선주에는 우선배당률은 없다. 그러나 발행회사인 SK에코플랜트, SK에코플랜트의 최대주주인 SK(주), 그리고 우선주 주주 사이에 체결된 계약에 따른 매도청구권 행사 사유가 발생하였음에도 불구하고 주주간 계약에 따른 매도청구권 행사기한까지 매도청구권이 행사되지 않은 경우, (i) 매도청구권 행사기한 만료일의 다음날부터 매도청구권 행사기한 만료일이 속한 해당 사업연도의 말일까지 우선주 주당 발행가격의 연 5.0%를 배당으로 지급해야 하며, (ii) 이후 매 사업연도에 대한 우선배당률은 직전 사업연도의 우선배당률에 연 3.0%씩 인상된다.³⁰⁾

앞선 상환전환우선주의 경우와 유사하게, 이 전환우선주 또한 표면적으로 상환의무가 없어 국제회계기준상 자본으로 분류 가능하다. 그러나 자세한 계약사항을 살펴보면, 전환우선주 주주에게 정해진 기간까지 매도청구권이 행사되지 않는 경우(즉 우선주 주주가 해당 전환우선주를 매각하여 발행가액을 회수하

30) 여기서 SK에코플랜트, SK에코플랜트의 최대주주인 SK(주), 그리고 우선주 주주 사이에 체결된 계약에 따른 구체적인 매도청구권 행사사유는 유상증자주요사항보고서에 공개되지 않았다.

지 않는 경우) 첫해에는 5%, 다음 해 8%, 그 다음 해는 11%로 매년 3%씩 증가하는 고율의 배당금을 부담해야 한다. 만약 SK에코플랜트가 예정 기간(전환우선주 발행가액 납입일로부터 5년, 우선주 주주 전원 동의로 1회에 한하여 2년까지 연장 가능) 안에 IPO에 성공하지 못한다면, SK에코플랜트의 최대주주(SK(주)) 또는 최대주주가 지정한 제3자가 전환우선주를 인수하여 우선주 주주에게 투자원금을 돌려주지 않을 수 없는 조항인 것이다. 따라서 해당 전환우선주 발행가액 6,000억 원 또한 조건부 부채의 성격을 가지고 있고, 만약 이를 추가 부채로 간주한다면 2022년말 부채비율은 386%(=총부채 10조 5,791억 원/총자본 2조 7,424억)까지 증가할 수 있다. 원금을 돌려주기 싫다면 5년 이내에 주식을 상장시키면 된다. 그 경우 재무적 투자자들은 이 주식을 보통주로 전환하여 주식시장에서 매각할 때 5% 이상의 수익을 올릴 수 있다면 보통주로 전환할 것이다.

이런 내용을 종합해 보면, 상환전환우선주와 전환우선주 모두 SK에코플랜트의 IPO 성사 여부에 따라 보통주 전환이 결정될 가능성이 높다. 그렇기 때문에 만약 SK에코플랜트가 IPO에 성공하지 못하는 경우 매해 배당률이 단계적으로 증가하는 고율의 배당금 지급과 우선주 발행가액 상환으로 인한 현금유출 부담이 가중되어 유동성 위기가 초래될 수 있다.³¹⁾ 국제회계기준에서는 전환비율이 고정되어 있는 한 상환전환우선주의 상환청구권이 발행자 또는 투자자 중 누구에게 있느냐만 고려하여 해당 금융상품을 각각 자본 또는 부채로 분류할 수 있도록 하고, 전환우선주는 전환비율이 고정되어 있다면 자본으로 분류하도록 규정되어 있다. 하지만 이 사례를 보면 이면의 계약조항이 다양하고 복잡해짐에 따라 좀 더 여러 가지

측면을 고려하여 그 경제적 실질을 판단할 필요가 있다는 것을 이해할 수 있다.

V. 결론

하이브리드증권은 자본과 부채의 성격을 동시에 가지고 있는 복합금융상품이다. 최근 자본시장에서 하이브리드 증권은 여러 가지 장점 덕분에 자금조달수단으로서 널리 사용되고 있다. 그러나 최근 하이브리드 증권 발행시 계약조항이 다양하고 복잡해짐에 따라, 해당 증권의 경제적 실질을 파악하기 위해서는 이면의 계약조항을 제대로 살펴보아야 한다.

본 사례는 SK에코플랜트가 종합건설기업에서 친환경 에너지기업으로 전환하는 과정에서 이루어진 M&A와 이를 위한 자금조달 과정을 자세히 살펴봄에, 대규모 자금조달 후 회사의 재무구조가 어떻게 악화되고 있는지 살펴보았다. 또한 SK에코플랜트가 재무구조를 개선하기 위해 자금조달수단을 다각화하는 과정에서 활용된 상환전환우선주와 전환우선주의 발행구조와 그 계약조항을 자세히 살펴봄으로써 그 이면에 숨겨진 리스크를 파악해보았다.

국제회계기준에서는 전환비율이 고정되어 있는 한 상환전환우선주의 상환청구권이 발행자 또는 투자자 중 누구에게 있느냐만 고려하여 해당 금융상품을 각각 자본 또는 부채로 분류할 수 있도록 하고, 전환우선주는 전환비율이 고정되어 있다면 자본으로 분류하도록 규정되어 있다. 그러나 SK에코플랜트 사례와 같이 발행계약에 조건부 배당률 step-up 조항, 대주주의 매도청구권 옵션 등이 추가되면 상황에 따라

31) IPO가 성사되지 못했다는 것은 기본적으로 주식시장을 통해 일반 투자자들로부터의 자금조달이 실패하였음을 의미한다. IPO가 성공했다면 재무적 투자자들은 이 주식을 보통주로 전환한 후 주식시장에서 매각하여 투자원금을 회수하고 이익을 실현할 것이다. 다만 IPO에 성공했다고 하더라도 주가가 높지 않아 재무적 투자자 입장에서는 우선주에 정해진 배당률 만큼의 수익을 올릴 수 없다고 판단된다면, 보통주로 전환하는 것보다 회사가 우선주를 상환하는 것을 요구할 것이다.

해당 금융상품의 성격이 바뀔 수 있다. 본 사례에서는 상환전환우선주와 전환우선주 모두 결국 SK에코플랜트의 IPO 성사 여부에 따라 보통주 전환이 결정될 가능성이 높기 때문에, 만약 회사가 IPO에 성공하지 못하는 경우 이자비용 성격의 배당금 지급과 차입부채 성격의 우선주 발행가액 상환으로 인한 현금 유출 부담이 가중되어 유동성 위기가 초래될 수 있다. 자본시장에서 하이브리드 증권이 널리 활용되고 있는 현 시점에서, 본 사례는 투자자 및 재무 담당 실무자, 재무분석가 등 외부정보이용자가 하이브리드 증권의 발행구조와 경제적 실질을 파악하여 기업의 재무건전성을 제대로 판단하는 데 도움을 줄 것으로 기대한다.

국내참고문헌

- 김범준, 안혜진, 최종학, 곽수근(2018), “STX에너지의 경영권 분쟁과 상환전환우선주의 역할,” **회계저널**, 27(1), 191-222.
- 정운오, 나인철, 이명곤, 조성표, 한승엽(2023), **IFRS 중급회계**, 제11판, 경문사.
- 최종학(2014), **숫자로 경영하라 3**, 원앤원북스.
- 최종학(2020), **숫자로 경영하라 4**, 원앤원북스.
- 최종학(2023), “부채인가, 자본인가? 전환우선주 논란,” **동아비즈니스리뷰**, 23(2), 86-96.

〈참고자료1〉 SK에코플랜트 유상증지주요사항보고 (2022.6.15.) - 상환전환우선주 발행

상환에 관한 사항	상환조건	- 발행회사는 발행회사의 선택으로 본건 주식을 상환할 수 있는 상환권을 가짐 - 상환한도: 납입기일로부터 1년째 되는 날 30%, 2년째 되는 날까지 60% 한도로 상환 가능, 2년째 되는 날 이후 한도없이 상환가능.
	상환방법	- 발행회사는 발행회사의 배당가능이익 한도 내에서 상환일로부터 30영업일 전부터 10영업일 전까지 사이에 사전 서면 통지로 상환 가능.
전환에 관한 사항	전환조건 (전환비율변동여부 포함)	- 전환청구방법 : 본건 주식의 주주는 본건 주식의 전부 또는 일부를 발행회사의 기명식 보통주식으로 전환을 청구할수 있음 - 전환가격: 1주당 발행가액의 5분의 1에 해당하는 금액 - 최초전환비율: 1대 5
	전환가격 조정사유	본건 주식의 지분율이 희석될 수 있는 요인이 발생한 경우, 발행회사의 분할, 합병, 분할합병, 포괄적 주식이전 또는 자본의 감소가 이루어지는 경우, 본건 주식이 분할 또는 병합되는 경우
	전환으로 발행할 주식 종류	보통주
	전환으로 발행할 주식수	4,700,000
의결권에 관한 사항		의결권 없음. 단, Step-up 우선배당률에 따른 배당을 하지 아니한다는 결의가 있는 경우에는 그 다음 주주총회부터 우선적 배당을 한다는 결의가 있는 주주총회의 종료시까지 의결권 있음.
이익배당에 관한 사항		- 본건 우선주는 누적적, 참가적 우선주임 - 우선배당률: (1) 기본우선배당률: <u>발행가액기준 5.5% 또는 발행회사 5년만기 회사채 개별민평수익률+1.45%p 중 높은배당률</u> (2) 미배당가산배당률: 기본 우선배당률에 따른 배당이 이루어지지 않은 경우, 각 사업연도마다 2.5%p씩 step-up (3) 미상환가산배당률: <u>납입기일로부터 5년째 되는 날 또는 그로부터 매 1년 단위로 도래하는 응당일까지 상환되지 않은 본건 주식이 존재하는 경우, 각사업연도마다 2%p씩 step-up</u>
기타 약정사항 (주주간약정및제무약정사항등)		- 발행회사는 상장을 위한 상장예비심사 신청서 제출 전까지 (1) 부채비율을 60% 미만으로 유지 (2) EBITDA를 2,000억 이상의 수준으로 유지 (3) 회사채 국내 유효신용등급 또는 기업신용평가 등급을 BBB0 이상으로 유지하여야 함

〈참고자료2〉 SK에코플랜트 유상증자주요사항보고 (2022.7.1.) - 전환우선주 발행

전환에 관한 사항	전환조건 (전환비율변동여부포함)	<ul style="list-style-type: none"> - 전환권자 및 전환으로 발행할 주식의 종류 : 본건우선주주들은 전환청구에 의하여 본건 우선주 전부 또는 일부를 발행회사의 보통주식으로 전환할 수 있음 - 전환청구기간: 본건 우선주의 30%에 해당하는 주식은 보호 예수기간 만료부터 가능하며, 70%는 1) 기업공개완료날 혹은 2) 최대주주 매도청구권 행사기간 만료일 중 먼저 도래하는 날 이후 가능 - 전환가격: 본건 우선주 1주당 보통주식 5주 - 전환가액조정: 발행회사가 무상증자, 주식배당을 하거나, 본건 우선주 전환가격 미만의 발행가격으로 주식을 발행하거나, 본건 우선주 전환가격 미만의 가격으로 주식으로 전환되거나, 회사의 주식을 인수할 수 있는 전환사채, 신주인수권부사채, 교환사채 등 주식관련 증권 또는 증서를 발행하는 경우
	전환으로 발행할 주식의 종류	보통주
	전환으로 발행할 주식수	6,666,670
의결권에 관한 사항	의결권 있음	
이익배당에 관한 사항	<ul style="list-style-type: none"> - 본건 우선주는 누적적, 참가적 우선주임 - 우선배당률: 없음, 단 매도청구권 행사사유 발생후, 행사기간 내 매도청구권이 행사되지 않는 경우, 우선배당율은 첫째 5% 및 매년 3%p Step-up 	
기타 약정사항 (주주간약정및제무약정사항등)	<ul style="list-style-type: none"> - 발행회사는 납입일로부터 1년이 되는 날의 다음 날부터 4년이 되는 날까지 (단, 본건 우선주 주주 전원 동의로 1회에 한하여 2년까지 연장 가능) 기업공개(IPO)의무 - 본건 우선주주들의 기업공개완료 전까지 처분제한의무 - 최대주주(SK㈜)의 매도청구권: 발행회사가 기업공개기한까지 적격기업공개를 완료하지 못한 경우, 최대주주는 직접 또는 최대주주가 지정한 제3자를 통하여, 본건 우선주 전부를 매도할 것을 투자자에게 요청할 수 있는 권리를 가짐. - 본건 우선주주들의 동반매도청구권: 최대주주가 발행회사 주식의 전부 또는 일부를 제3자에게 매각하고자 하는 경우, 본건 우선주 주주는 소유하는 발행회사 주식의 전부 또는 일부를 동일한 조건으로 지분에 비례하여 함께 매각할 수 있는 권리를 가짐 - 본건 우선주주들의 이사 1인 지명권 - 본건 우선주주들의 정관개정, 신주발행 등 주요경영사항에 대한 사전동의권 	

SK Ecoplant's Transition to New Business and Capital Funding: Issuance of Hybrid Securities

Jong-Hag Choi* · Hyejin Ahn**

Abstract

This case examines the M&A and financing process of SK Ecoplant's transformation from a general construction company into an eco-friendly energy company. Over the past three years, SK Ecoplant has raised large amount of funding by issuing bonds and borrowing from financial institutions to finance the acquisition of a number of environmental and energy companies. In this M&A process, SK Ecoplant's borrowings have rapidly increased, resulting in a deteriorating financial structure and the increased burden of financial cost. In this situation, SK Ecoplant issued two types of hybrid securities, KRW 400 billion of redeemable convertible preferred stocks (RCPS) and KRW 600 billion of convertible preferred stocks (CPS), to improve its financial structure, increasing its capital by KRW 1 trillion. According to international financial reporting standards (IFRS), the RCPS can be classified as capital since the right to claim reimbursement is with the issuer in this case. The CPS is also classified as capital because the conversion rate to common stock is fixed. However, a closer examination of its issuance contract reveals that the economic substance of the RCPS and CPS is more close to liability. Recently, hybrid securities that have both equity and debt characteristics are widely used in the capital market. It is expected that this case is helpful for external information users such as investors to thoroughly understand the issuance structure and economic substance of hybrid securities, and further properly judge the financial soundness of the company.

Key Words: Convertible Preferred Stock(CPS), Economic substance, Financial soundness, Hybrid securities, Redeemable Convertible Preferred Stock(RCPS)

* Professor, College of Business Administration, Seoul National University, First author

** Assistant Professor, College of Business Administration, Hongik University, Corresponding author

〈Teaching Note〉

SK에코플랜트의 신사업 전환과 자본조달: 하이브리드 증권의 활용

Synopsis

본 사례연구는 SK에코플랜트가 종합건설기업에서 친환경에너지기업으로 전환되는 과정에서 이루어진 M&A와 이를 위한 자금조달 과정을 살펴본다. 그리고 자금조달 다각화 과정에서 발행된 상환전환우선주와 전환우선주의 이면에 숨겨진 리스크를 파악하고 이에 따른 올바른 회계처리 방법을 고민해본다.

SK에코플랜트는 최근 3년간 다수의 환경기업 및 에너지 기업들의 인수자금을 마련하기 위해 차입부채가 급격히 증가한 결과 재무구조가 악화되고 금융원가 부담이 증가하였다. 이 상황에서 SK에코플랜트는 재무구조를 개선하기 위해 상환전환우선주 4,000억원과 전환우선주 6,000억원을 발행하여 자본을 1조 원 확충하게 된다. 그런데 상환전환우선주와 전환우선주의 발행 계약을 자세히 살펴보면, 이는 국제회계기준상으로는 자본으로 분류될 수 있지만 그 경제적 실질이 부채에 가깝다는 것을 파악할 수 있다.

국제회계기준에서는 전환비율이 고정되어 있는 상환전환우선주의 상환청구권이 발행자 또는 투자자 중 누구에게 있느냐만 고려하여 해당 금융상품을 각각 자본 또는 부채로 분류할 수 있도록 하고, 전환우선주는 전환비율이 고정되어 있다면 자본으로 분류하도록 규정되어 있다. 그러나 SK에코플랜트 사례와 같이 발행계약에 조건부 배당률 step-up 조항, 대주주의 매도청구권 옵션 등이 추가되면 상황에 따라 해당

금융상품의 성격이 바뀔 수 있다. 본 사례에서는 상환전환우선주와 전환우선주 모두 결국 SK에코플랜트의 IPO 성사 여부에 따라 보통주 전환이 결정될 가능성이 높기 때문에, 만약 회사가 IPO에 성공하지 못하는 경우 이자비용 성격의 배당금 지급과 차입부채 성격의 우선주 발행가액 상환으로 인한 현금유출 부담이 가중되어 유동성 위기가 초래될 수 있다.

상환전환우선주와 전환우선주와 같은 금융상품은 자본과 부채의 성격을 모두 가지고 있는 하이브리드 증권이다. 이러한 하이브리드 증권이 자본시장에서 널리 활용되고 있는 현 시점에서, 본 사례는 외부정보이용자가 하이브리드 증권의 발행구조와 경제적 실질을 파악하여 기업의 재무건전성을 제대로 판단하는 데 도움을 줄 수 있을 것이다.

Teaching Point

구체적으로 본 사례의 교육 목표는 다음과 같다.

- 1) 상장회사의 다양한 자금조달 방법을 사례를 통해 파악해본다.
- 2) 전환우선주 및 상환전환우선주의 기본 성격을 이해한다.
- 3) 복합금융상품 발행조건에 어떤 것들이 있는지 파악하고, 이러한 발행조건에 따라 해당 금융

상품의 경제적 실질이 달라지는지 판단해본다.
 4) 부채비율, 이자보상배율 등 주요 재무비율의 의미를 이해한다.

상환전환우선주의 경우 상환권, 조기상환권, 전환권 등 다양한 권리가 포함되어 있고 그 권리의 조건이 다양하다. 해당 조건 및 권리 보유자(발행자 또는 투자자)가 누구인지에 따라 다양한 조합이 가능하며 이에 따라 회계처리가 달라질 수 있다. 이러한 다양한 권리·의무의 속성에 따라 전환상환우선주 전체 또는 일부 요소가 K-IFRS 1032에 따라 부채인지 자본인지 결정되고, K-IFRS 1109에 따라 내재파생상품을 분리해야 하는지가 달라지기 때문이다.

다만 본 사례에서는 전환비율이 확정되어 있는 경우만을 다루어, 자본의 fixed-to-fix 요건을 충족하는 상황을 전제한다. 발행계약에 리픽싱(Refixing) 조항이 존재하여 전환비율이 확정되어 있지 않은 경우 자본의 fixed-to-fix 요건이 충족되지 않아 변동가능수량의 보통주를 발행할 의무를 부채로 분류해야 한다. 이러한 점까지 고려한 자세한 회계처리는 중급 회계 교과서 및 김범준 등(2018)과 최종학(2023)을 참조하기 바란다. 본 사례에서 SK에코플랜트가 발행한 상환전환우선주는 전환비율이 고정되어 있으므로, 학생들이 상환권 및 그 외의 발행조건(배당률 step-up 조항, 대주주의 매도청구권 옵션 등)에 주목하여 해당 금융상품의 경제적 실질을 파악해볼 수 있도록 한다.

Assignment Question

1. 2022년 회사는 양(+)의 영업이익을 기록하였으나 영업현금흐름은 적자다. 양자 사이에 왜 이런 차이가 발생했는지 주요 원인을 찾아라.

연결현금흐름표를 분석해 보면 원인을 찾을 수 있다. 단지 연결현금흐름표에 등장하는 조정항목의 명칭과 크기만을 제시하는 것이 아니라, 왜 그런 항목이 발생했는지를 논리적으로 추론하여 설명해야 한다.

2. 회사가 지불한 보통주, 전환우선주, 전환상환우선주에 대한 배당이 2022년 동안 주당 각각 얼마인지 찾아라. 전환우선주는 왜 보통주와 동일한 배당을 줬는지, 그리고 전환상환우선주는 왜 더 많은 배당을 줬는지 이유를 추론하라.
3. 회사가 발행한 전환우선주나 전환상환우선주의 배당률이 일반적인 채권의 이자율보다 높게 책정된 이유를 설명하라.
4. 회사는 2022년 발행한 상환전환우선주와 전환우선주의 발행시점부터 5년이 되는 2027년 까지 상환권을 행사하거나(상환전환우선주의 경우) 매도청구권을 행사(전환우선주의 경우)하지 않는다면 배당률이 상승하게 된다. 만약 2027년과 2028년 모두 상환권과 매도청구권을 행사하지 못한다고 가정해 보자. 이 경우 2027년과 2028년의 연간 배당금이 얼마가 되는지 계산하라. (단 상환전환우선주의 배당률은 매년 5.5%라고 가정하자.)
5. SK에코플랜트는 하이브리드 증권을 성공적으로 발행하여 재무구조를 안정화 시켰다. 그러나 2027년 까지 성공적으로 회사가 상장을 할 수 있어야만 하이브리드 증권의 발행이 성공적으로 목표를 달성했다고 볼 수 있을 것이다. SK에코플랜트가 계획대로 상장을 하고, 2027년 시점에서 이 하이브리드 증권의 투자자들이 상환을 받는 대신 우선주를 보통주로 전환하기 위해서

는 회사의 보통주 한 주당 가치가 대략 얼마 이상으로 상승해야 하는지를 계산하라. (주: 발행 시점 보통주 한 주의 가치는 우선주의 발행가액을 기준으로 추론할 수 있다. 또한 하이브리드 증권의 배당률은 5.5%로 매년 일정하다고 가정하라.)

6. 국제회계기준에 따르면 SK에코플랜트가 발행한 하이브리드 증권은 자본으로 분류된다. 그러나 이 하이브리드 증권의 본질을 봤을 때 당신은 어떻게 분류해야 한다고 생각하는가? 그렇게 생각한 판단근거를 설명하라.
7. 국제회계기준에서는 보통주로의 전환조건이 확정(fixed)되어 있지 않은 우선주는 부채로 분류하도록 규정되어 있다. 왜 이런 규정이 생겼는지 이유를 추론해 보라.
8. 아래에는 상환전환우선주가 발행되지 않은 경우의 재무제표가 제시되어 있다(즉 아래 재무제표 수치에는 상환전환우선주 발행가액, 이자비용 또는 배당액이 반영되어 있지 않음). 만약 회사가 20X1.1.1에 상환전환우선주를 ₩20,000,000에 발행하였다면(배당률: 발행가액의 5%), 회사의 부채비율, 이자보상비율, 당좌비율이 어떻게

바뀌겠는가? 아래에 제시된 각각의 경우에 대하여 비율을 계산하여 비교해 보라.

- 1) 전환상환우선주의 상환권이 발행자(회사)에게 있는 경우
 - 2) 전환상환우선주의 상환권이 투자자에게 있는 경우
 - 3) 전환상환우선주의 상환권이 발행자에게 있으나 우선주 배당률이 매해 2%씩 상승하는 step-up 조항이 있는 경우
9. SK에코플랜트의 현재 재무건전성 상황을 요약하고 이 상황을 극복하기 위해 어떤 방식으로 회사를 경영해야 할지 제안하라.

국내참고문헌

김범준, 안혜진, 최종학,곽수근(2018), "STX에너지의 경영권 분쟁과 상환전환우선주의 역할," **회계저널**, 27(1), 191-222.
 최종학(2023), "부채인가, 자본인가? 전환우선주 논란," **동아비즈니스리뷰**, 23(2), 86-96.

재무상태표 (20X1.12.31)

계정과목	금액	계정과목	금액
현금	₩20,000,000	차입금(유동부채)	₩60,000,000
재고자산	15,000,000	자본금	10,000,000
건물	40,000,000	자본잉여금	20,000,000
기계장치	25,000,000	이익잉여금	10,000,000

- 포괄손익계산서(20X1) 주요 항목 : 영업이익 ₩8,000,000/ 이자비용 ₩5,000,000/ 당기순이익 ₩2,000,000(이익잉여금에 반영됨)
- 배당은 12/31일에 지급된다고 가정하라.
- 법인세비용은 없다고 가정하라.