

## 메자닌채권 현황과 개선방안\*

선임연구위원 김필규

메자닌채권은 자본요소와 부채요소를 결합한 증권으로 유연한 자금조달이 가능하기 때문에 성장성이 높은 혁신기업에 적합한 조달수단이다. 최근 국내 메자닌채권의 발행은 크게 확대되고 있다. 다양한 상품의 도입이 가능하도록 제도가 개선되었고 투자자 저변이 확대되었기 때문이다.

그러나 국내 메자닌채권의 세부 구조를 살펴보면 시장의 쏠림현상이 발생하고 있고, 사모발행이 주류를 이루고 있어 시장투명성도 낮은 상황이다. 또한 제도적인 측면에서 다양한 구조의 증권 도입에 일부 제약이 존재하기도 한다.

메자닌채권시장의 활성화를 위해서는 혁신기업들이 당면한 재무적인 상황에 적합한 자금조달 수단을 선택할 수 있도록 다양한 유형의 메자닌채권시장이 활성화되어야 한다. 또한 투자자 저변을 더욱 확대하고 투자자의 전문성을 제고해야 한다. 이와 더불어 메자닌채권의 QIB시장 활용도를 제고하고 공시제도도 개선할 필요가 있다.

메자닌채권은 자본요소와 부채요소를 결합한 증권으로 성장성이 높은 혁신기업에 적합한 조달수단이다. 최근 국내 메자닌채권시장은 다양한 구조의 채권발행이 가능한 제도개선과 메자닌펀드와 같은 새로운 투자수단의 도입에 힘입어 발행규모가 크게 증가하고 있다. 그러나 국내 메자닌채권의 세부 구조를 살펴보면 전환사채 위주로 시장의 쏠림현상이 발생하고 있고, 사모발행이 주류를 이루고 있어 시장투명성도 낮은 상황이다.

이에 본고에서는 메자닌채권의 특성과 국내 메자닌채권시장의 현황을 살펴보고 활성화를 위한 개선방안을 살펴본다.

### 메자닌채권의 특징

메자닌채권은 채권과 주식의 중간 단계의 특성을 지닌 투자상품이다. 메자닌이라는 용어는 층과 층 사이의 라운지 공간을 나타내는 건축용어인데 이를 금융투자상품에 적용하여 자본요소와 부채요소를 결합하여 발행하는 유연한 구조화상품으로 정의하고 있다.

\* 본고의 견해와 주장은 필자 개인의 것이며, 자본시장연구원의 공식적인 견해가 아님을 밝힙니다.

메자닌채권은 복합적인 구조를 도입하여 유연한 자금조달이 가능하다는 특성을 지니고 있다. 특히 신용도가 낮지만 성장성이 높은 기업들이 향후 성장 가능성에 기반하여 자금을 조달함으로써 비교적 낮은 비용의 자금조달이 가능하다는 장점을 지니고 있다. 또한 메자닌채권은 재무적 곤경에 처한 기업의 구조조정 수단으로도 활용되고 있다. 적시에 상황이 어려운 기업이 구조조정을 통해 재무적 상황을 개선하는 것을 전제로 메자닌채권 구조를 활용<sup>1)</sup>하기도 하였다. 이와 더불어 최근에는 조건부자본(contingent convertible capital)과 같은 상품이 도입되어 자기자본을 확충하는 수단으로 메자닌채권이 활용되기도 한다. 한편 투자자의 입장에서 메자닌채권은 채권의 특성을 지니고 있기 때문에 안정적인 수익을 거둘 수 있고, 대상기업의 가치 상승에 따른 추가 이익을 공유할 수 있다는 장점을 지니고 있다.

메자닌채권은 자본적 요소를 어떤 방식으로 결합하는가에 따라 다양한 구조의 증권을 발행할 수 있다. 가장 대표적인 메자닌채권으로는 전환사채(convertible bond)와 교환사채(exchangeable bond) 및 신주인수권부사채(bond with warrant) 등이 있다. 전환사채는 투자자의 의사에 따라 전환기간 내 일정 조건을 만족할 경우 발행회사의 주식으로 전환할 수 있는 권리가 부여된 채권이다. 교환사채는 정해진 기간 내에 사전에 합의된 조건으로 해당 기업의 주식을 청구할 수 있는 권리를 부여한 채권이다. 교환사채는 발행자의 입장에서는 보유하고 있는 주식을 이용하여 자금을 조달할 수 있다는 장점이 있고, 투자자의 입장에서는 주가 상승시 교환권을 행사하여 주식매매차익을 거둘 수 있다는 장점이 있다. 신주인수권부사채는 정해진 조건에 따라 발행사의 주식을 매수할 수 있는 권리가 부여된 채권이다. 신주인수권부사채의 발행자는 신주를 발행하여 신주인수권 행사에 응해야 한다. 신주인수권부사채는 신주인수권이 분리되어 발행하는 분리형과 사채와 신주인수권이 결합된 비분리형이 있다.

이외에도 전환조건 및 지불순위 등에 따른 다양한 구조의 메자닌채권이 발행되기도 한다. 조건부자본증권은 예정된 사유가 발생할 경우 상각 또는 주식으로 전환되는 증권을 의미한다. 이러한 조건부자본증권은 금융기관이나 기업의 자기자본 확충의 수단으로 주로 활용되고 있다. 지불방식에 따라 현금 대신 채권으로 이자를 지급하는 현물지급채권(payment-in-kind)과 같은 상품이나 투자자에게 확정된 현금이자 이외에 향후 투자기업의 성과를 추가로 지급하는 이익참가부채권(participating bond)도 광의의 의미에서 메자닌채권에 포함된다.

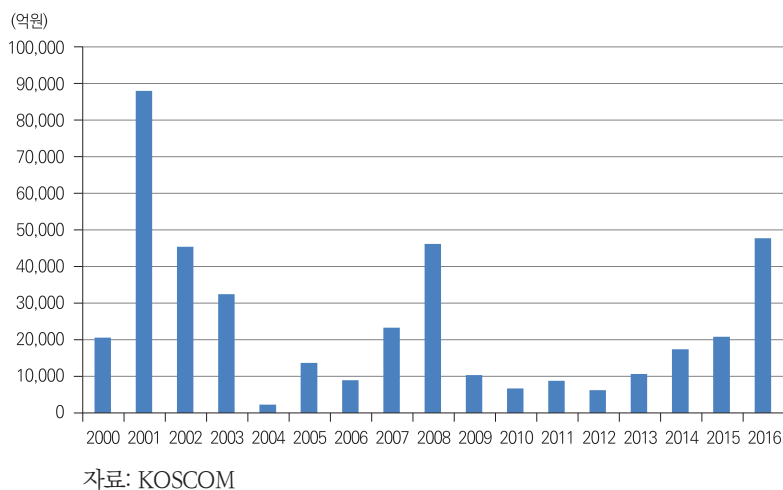
이와 같이 메자닌채권은 전환구조나 이익공유구조의 옵션을 제공함으로써 신용도의 제약을 완화하는 효과를 제공한다. 따라서 상대적으로 신용도가 낮거나 재무적 곤경에 처한 기업들이 신용도 제약을 완화하는 주요한 자금조달 수단으로 활용하고 있다. 이와 더불어 최근에는 강제전환 방식의 구조를 도입함으로써 메자닌채권이 기업 및 금융기관의 자본확충 수단으로 활용되기도 한다.

1) 외환위기 이후 재무적인 곤경에 처한 기업들이 기존 채권을 전환사채로 차환하고 재무개선을 통해 투자자의 손실을 최소화하는 구조의 메자닌파이낸싱이 도입된 사례가 있음

**국내 메자닌채권시장 추이**

최근 국내 메자닌채권은 제도개선과 투자자저변 확대에 힘입어 발행규모가 크게 증가하고 있다. 메자닌채권의 발행<sup>2)</sup> 추이를 살펴보면 2001년 8.8조원에 달하였던 메자닌채권 발행은 이후 크게 감소하는 추세를 보였다. 2008년 일시적으로 메자닌채권의 발행규모가 4.6조원을 기록하였으나 이후 2012년까지 발행규모가 크게 감소하였다. 그러나 2013년에 이후부터 발행이 점진적으로 증가하는 추세를 보여 2016년 메자닌채권 발행은 전년 대비 129.4% 증가한 4.8조원을 기록하였다.

**〈그림 1〉 메자닌채권 발행 추이**



이와 같이 최근 메자닌채권 발행이 크게 증가한 것은 상법과 자본시장법 개정으로 다양한 증권의 발행이 가능하게 되었고, 메자닌펀드와 같은 새로운 투자수단 등장으로 투자자 저변이 확대되었기 때문이다.

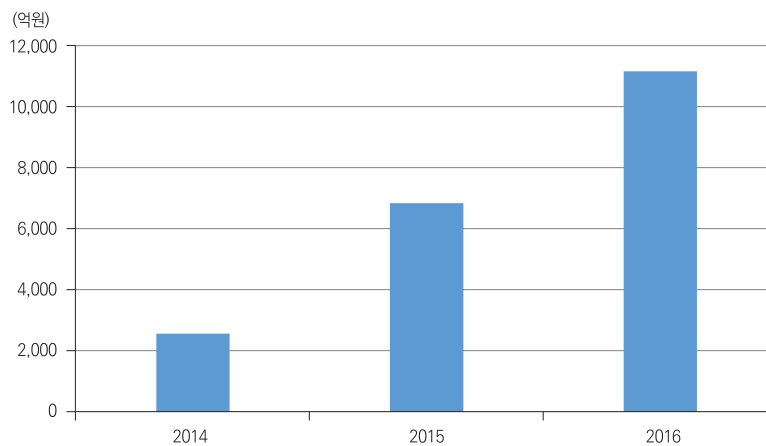
제도개선 측면을 살펴보면 2011년 상법 개정을 통해 다양한 종류의 사채 발행이 허용되었다. 기존 상법에서는 통상의 사채 외에 전환사채와 신주인수권부사채에 대해서만 규정하고 있어 다른 종류의 사채 발행가능 여부에 대하여 논란이 있었다. 그러나 개정 상법에서는 다양한 종류의 사채발행 근거규정을 마련하고 이러한 규정이 예시 규정이라는 점을 명시하여 다양한 사채 발행이 가능한 제도를 허용하였다. 이에 따라 이익참가부사채, 교환사채, 상환사채, 파생결합사채 등 다양한 사채의 발행이 가능한 제도적 근거가 마련되었다. 또한 자본시장법 개정을 통해 조건부자본증권, 분리형 워런트의 발행이 허용되었다.

이와 더불어 PEF제도 개선을 통해 투자자 저변이 확대된 것도 메자닌채권 발행 증가에 한 요인으로 작용하였다. 그동안 메자닌채권은 주로 투자자문사, 증권회사, 캐피탈회사 등의 금융기관이나 Primary

2) 전환사채, 교환사채, 신주인수권부사채 및 이익참가부사채를 합한 발행규모임

CDO의 기초자산으로 소화되었다. 일부 자산운용사들이 메자닌펀드를 도입하였으나 운용 규모는 크지 않았다. 그러나 최근 PEF 제도개선 및 고수익을 추구하는 사모펀드시장이 활성화됨에 따라 메자닌채권을 전문적으로 운용하는 자산운용사가 등장하고, 기존 자산운용사들도 메자닌채권 투자를 확대하고 있다. 이에 따라 2016년말 현재 메자닌펀드의 수탁고는 전년에 비해 63.2% 증가한 1조 1,167억 원을 기록하고 있다. 메자닌펀드로 분류된 펀드의 수도 2014년 42개에서 2015년 149개, 2016년에는 238개로 증가하였다.

〈그림 2〉 메자닌펀드 수탁고 추이



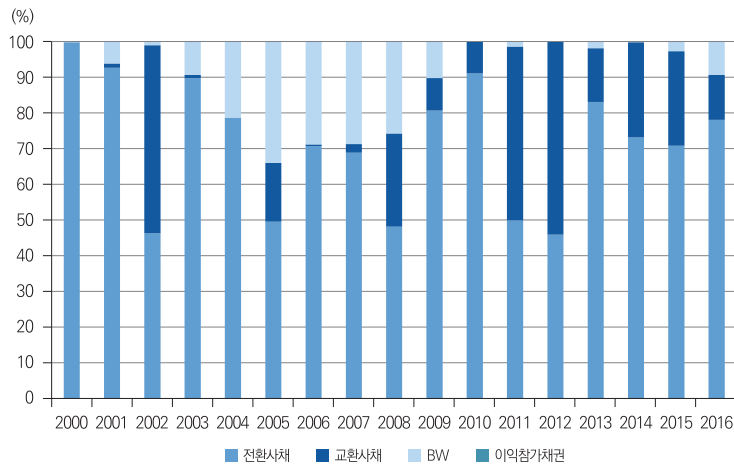
자료: 펀드닥터프로

### 국내 메자닌채권의 특성

메자닌채권의 세부 구조를 살펴보면, 메자닌채권 유형별로는 전환사채의 비중이 가장 높게 나타나고 있다. 2000년부터 2016년까지 발행된 메자닌채권중 전환사채의 비중은 73.4%를 차지하고 있다. 교환사채의 경우 2002년, 2011년, 2012년 일시적으로 높은 비중을 나타냈으나 동 기간을 제외하고는 10~20% 정도의 비중을 차지하고 있다. 신주인수권부사채의 경우 2004~2009년 비교적 높은 비중을 나타냈으나 이후 신주인수권부사채에 대한 규제가 강화됨에 따라 발행이 크게 감소하였다. 그러나 2015년에 공모방식 분리형 신주인수권부사채에 대한 규제가 완화됨에 따라 발행이 다시 증가하는 모습을 보이고 있다.

한편 상법개정으로 인하여 다양한 종류의 채권 발행이 가능해지고, 크라우드펀딩 제도가 도입됨에 따라 2016년부터 이익참가부사채가 발행되기 시작하였다. 그러나 이익참가부사채의 경우 대부분 소액으로 발행되고 있기 때문에 전체 메자닌채권에서 차지하는 비중은 0.1%에 불과한 것으로 나타났다.

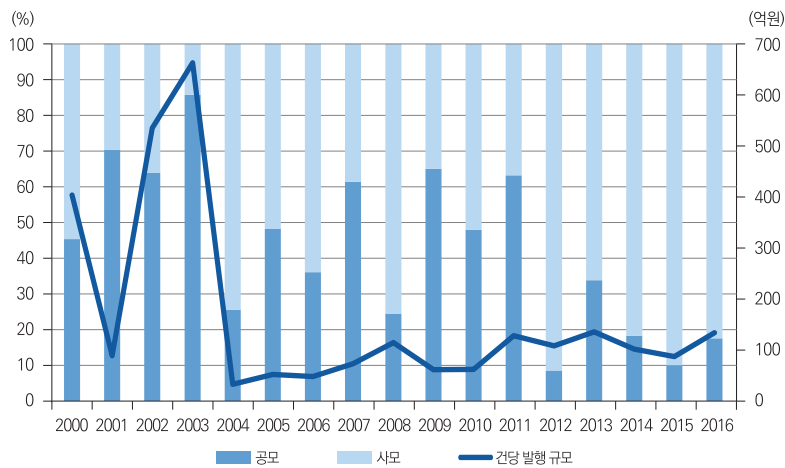
〈그림 3〉 메자닌채권의 구성 비중 추이



자료: KOSCOM

메자닌채권의 발행방식을 보면 사모의 비중이 공모에 비해 높은 것으로 나타났다. 공모와 사모의 비중 추이를 보면 2011년까지는 공모의 비중이 비교적 높았다. 특히 2003년의 경우 공모의 비중이 85.7%를 차지하였다. 그러나 2012년 이후에는 사모의 비중이 압도적으로 높게 나타나고 있다. 이와 같이 사모의 비중이 높게 나타나는 것은 메자닌채권의 건당 발행규모가 크지 않아 공모발행의 이득이 적기 때문으로 보인다.

〈그림 4〉 메자닌채권의 투자자 대상범위에 따른 발행방식 추이

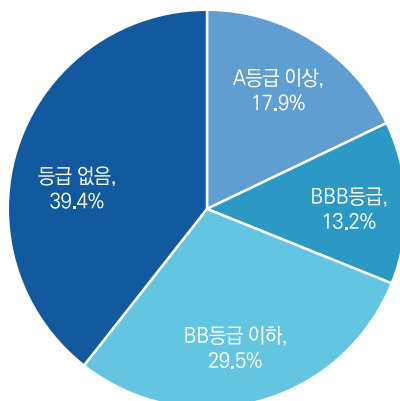


자료: KOSCOM

전체 메자닌채권의 신용등급 분포를 보면 신용등급이 없는 메자닌채권의 비중이 39.4%로 가장 높게 나타났다. 이는 사모 발행의 비중이 높고, 발행규모도 비교적 적기 때문에 신용등급을 받을 유인이

낮기 때문이다. 한편 신용등급을 받은 메자닌채권의 등급별 비중을 보면 BB등급 이하의 비중이 가장 높게 나타나고 있다. 이와 같은 결과는 신용도가 낮은 기업들이 향후 성장성을 기반으로 하여 자금을 조달하는 수단으로 메자닌채권을 활용하고 있다는 것을 보여주는 것이다.

〈그림 5〉 메자닌채권의 신용등급



자료: KOSCOM

**메자닌채권시장 활성화를 위해 개선방안**

향후 메자닌채권시장이 더욱 성장하기 위해서는 다음과 같은 개선이 필요하다.

첫째, 메자닌채권시장의 다양성이 제고될 필요가 있다. 국내 메자닌채권시장은 전환사채의 위주의 시장이 형성되어 기업들의 다양한 재무적인 상황에 적합한 조달수단을 선택할 수 있는 여지가 적다. 따라서 혁신기업들이 당면한 재무적인 상황에 적합한 자금조달 수단을 선택할 수 있도록 이익참가부사채나 신주인수권부사채의 활성화를 도모해야 한다. 또한 기업의 이자지불 부담을 줄이고 유동성을 유지하는데 유용한 수단이 되고 있는 현물지급채권을 도입할 필요도 있다. 이와 더불어 성장성이 높은 기업들의 이익을 공유할 수 있는 이익참가부사채도 활성화되어야 한다.

둘째, 메자닌채권 투자자 저변이 확대되고, 투자자의 전문성이 제고되어야 한다. 과거 일부 메자닌펀드에 편입된 채권의 부도가 발생하여 수익률이 크게 하락하고 전체 메자닌펀드에 대한 신뢰가 하락한 사건이 발생한 경우가 있다. 메자닌채권은 신용도가 낮은 기업들이 주로 발행하기 때문에 부도사건에서 자유로울 수는 없지만 다양한 포트폴리오 투자와 위험관리를 통해 일정한 수익률을 유지할 수 있는 투자전략이 수립되어야 한다. 이를 위해서는 메자닌펀드 운용사의 신용위험 관리능력이 제고되어서 신뢰를 기반으로 한 투자자 저변이 확대되어야 한다.

셋째, 준공모 방식의 메자닌채권시장이 활성화되어야 한다. 메자닌채권은 일반 회사채에 비해 발행 규모가 작기 때문에 사모의 형태로 주로 발행되었고 이로 인하여 메자닌채권시장의 투명성은 낮은 상

황이다. 향후 투자자 저변의 확대를 통한 메자닌채권의 활성화를 위해서는 메자닌채권의 투명성이 제고될 필요가 있다. 이를 위해 메자닌채권의 QIB를 통한 발행이 확대되어야 한다.

이와 더불어 메자닌채권의 공시체계도 개선할 필요가 있다. 개별 공시요건에서 주식관련사채를 일일이 나열하는 방식을 도입함에 따라 상법상 종류증권이나 교환사채, 신종자본증권 등이 누락되는 경우가 있다. 대규모 내부거래 공시의 경우 특수관계인과의 신주인수권부사채, 전환사채, 교환사채 등 발생 의결을 모두 공시하도록 하고 있으나, 비상장회사 중요사항 공시의 경우 전환사채 및 신주인수권부사채 발생 결정만을 공시하고 있다. 따라서 공시항목에 주식관련사채나 특수사채로 포괄하여 그 대상을 넓히거나 모든 공시항목을 검토하여 주식관련사채를 열거함으로써 통일성을 기할 필요가 있다.