

사모펀드 환매중단 사태에 따른 메자닌채권시장의 영향*

선임연구위원 김필규

국내 메자닌채권시장은 헤지펀드 도입 및 사모펀드 규제완화에 힘입어 수요가 증가하였고, 신용도가 낮아 회사채 발행이 어려운 기업들이 메자닌채권 발행을 적극 추진함에 따라 시장규모가 크게 성장하였다.

국내 메자닌채권시장의 주요 특징을 살펴보면 코스닥시장 소속기업의 비중이 높게 나타나고 있는 가운데 최근 비상장기업의 비중도 증가하고 있다. 메자닌채권의 공모발행 비중이 대폭 줄어들고 있고, 만기는 장기화되는 추세를 보이고 있다. 한편 메자닌채권 투자자의 경우 헤지펀드 등 사모펀드시장 도입이 메자닌채권의 수요구조를 크게 변화시켜, 전체 메자닌채권에서 펀드가 최대 투자자로 등장했다.

이러한 상황에서 최근 라임자산운용이 설정한 사모펀드의 환매중단 사태가 발생하였다. 이번 환매중단 사태는 기초자산의 신용도에서 발생한 문제라기보다는 유동성이 낮은 자산을 기초로 만기가 짧은 개방형펀드를 설정한 것이 주요한 요인이 되었다.

이번 사태로 인하여 향후 메자닌채권시장도 커다란 영향을 받을 가능성이 있다. 메자닌채권 투자 수요가 위축되고, 메자닌채권 상품구조도 일부 변화할 가능성이 있다. 또한 메자닌채권 투자자의 투자 행태도 변화할 것으로 예상된다.

메자닌채권시장은 성장성이 높은 혁신기업이 주요 자금조달 수단이기 때문에 중장기적으로 시장의 효율성을 제고하고 성장과정에서 발생한 문제를 해결하기 위한 노력이 필요하다. 이를 위해 전문투자자 위주의 메자닌채권시장의 재구조를 추진하는 한편 투자자의 메자닌채권 신용도 분석을 강화하고, 메자닌채권의 정보 효율성을 제고할 필요가 있다.

최근 라임자산운용이 설정한 사모펀드의 환매중단 사태가 발생하였다. 라임자산운용의 사모채권, 메자닌채권 및 무역금융에 투자한 개방형펀드의 환매 요구가 발생하였으나, 즉시 현금화가 어려운 자산 구성으로 인하여 환매에 응하지 못함에 따라 환매중단 사태가 발생한 것이다. 메자닌채권에 전문적으로 투자하는 사모펀드의 등장으로 2019년 상반기까지 국내 메자닌채권시장은 높은 성장을 하였다. 그러나 이번 사모메자닌펀드 환매중단 사태로 인하여 향후 메자닌채권시장이 적지 않은 영향을 받을 가능성이 있다.

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

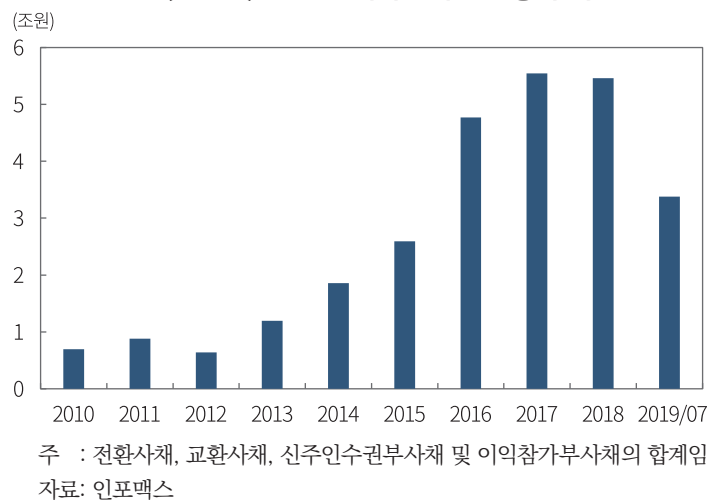
이에 본고에서는 국내 메자닌채권시장의 특성¹⁾을 살피고, 최근 발생한 사모펀드 환매중단 사태의 주요 원인과 메자닌채권시장에 미칠 영향을 검토한다.

메자닌채권시장 현황 및 특성

메자닌채권²⁾은 특정 조건에 따라 채권이 주식으로 전환되거나 주식을 매입할 수 있는 권리를 부여하는 구조를 도입한 혼성(hybrid)증권이다. 국내 메자닌채권시장은 2019년 상반기까지 높은 성장을 기록하였다. 메자닌채권 발행 규모는 2013년까지 1조원 내외에 머물렀으나 이후 시장규모가 크게 증가하여 2016년 이후 5조원 내외의 규모로 성장하였다. 2019년 상반기에도 메자닌채권에 대한 수요가 이어지면서 시장규모가 크게 성장하였다. 2019년 7월까지 발행된 메자닌채권은 전년동기대비 14.0% 증가한 3조 3,784억원을 기록하였다.

이와 같이 메자닌채권시장이 높은 성장을 기록한 것은 투자자층이 확대되었기 때문이다. 과거 메자닌채권의 주요 투자자들은 중소형 금융회사와 투자조합 등이었다. 그러나 2012년 이후 헤지펀드제도가 도입되고 사모펀드 규제가 완화됨에 따라 메자닌채권에 전문적으로 투자하는 사모펀드가 등장하였다. 특히 2018년에는 코스닥벤처펀드가 도입되어 메자닌채권에 대한 투자자의 관심이 더욱 높아졌다. 이러한 메자닌채권의 수요 증가에 따라 신용도가 낮아 회사채 발행이 어려운 기업들이 메자닌채권 발행을 적극 추진하였다.

〈그림 1〉 연도별 메자닌채권 발행 추이



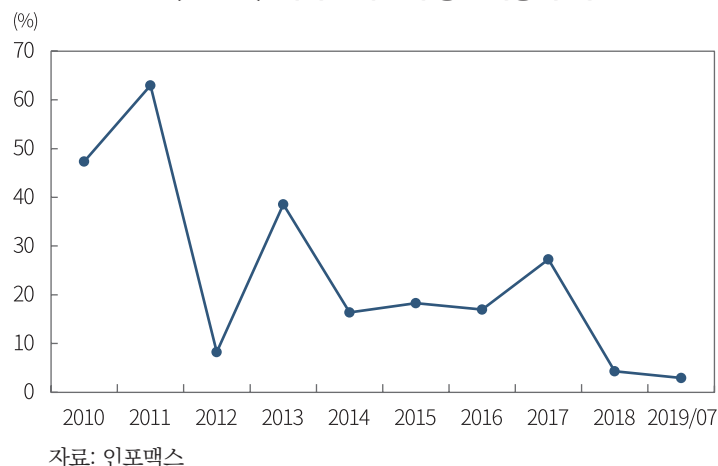
1) 보다 자세한 특성 분석 내용은 '김필규, 2019, 메자닌채권시장의 특성분석 및 시사점, 자본시장연구원 이슈보고서'를 참조
2) 메자닌이라는 용어는 층과 층 사이의 라운지 공간을 나타내는 건축용어인데 이를 금융투자상품에 적용하여 자본요소와 부채요소를 결합한 중간적인 특성을 지닌 채권이라는 의미에서 메자닌채권이라는 용어를 사용하고 있다.

최근 들어 국내 메자닌채권시장의 구조와 특성이 변화하고 있다. 특히 발행자 특성, 만기구조, 모집 방식, 상환구조 및 주요 투자자 구성에 있어 과거와는 다른 모습을 보이고 있다.

메자닌채권 발행자의 소속시장별 비중을 보면 코스닥시장 소속기업의 비중이 높게 나타나고 있다. 코스닥시장 소속기업들은 공모 회사채 발행을 통한 자금조달이 어렵기 때문에 메자닌채권 발행을 통해 자금을 조달하고 있다. 한편 2013년부터 비상장기업의 메자닌채권 발행도 활발히 이루어지고 있다. 메자닌채권시장에서 비상장기업이 차지하는 비중은 2010년에는 2.0%에 불과하였으나 2014년에는 19.1%로 늘어났고, 최근에도 10% 내외를 유지하고 있다.

메자닌채권의 모집방식을 보면 공모발행 비중이 지속적으로 줄어들고 있다. 메자닌채권의 공모발행 비중은 2011년 63.0%에서 2018년에는 4.3%, 2019년 7월말에는 2.9%로 낮아졌다. 이와 같이 메자닌채권의 공모발행 비중이 낮은 것은 다양한 요인에 기인한다. 우선 메자닌채권을 발행하는 기업들의 규모가 작고, 정보비대칭이 높기 때문에 공모시장 접근에 제약이 존재한다. 사모발행의 편의성도 한 요인으로 작용하였다. 사모발행의 경우 증권신고서를 제출하지 않아도 되고, 공시 부담이 적으며, 신용평가를 받지 않아도 되고, 발행 소요시간도 짧다. 메자닌 투자전략을 사용하는 사모펀드의 경우 사모채권 투자에 제약을 받지 않으며, 신속한 투자와 다양한 투자전략 수행을 위해 사모메자닌채권을 선호한다.

〈그림 2〉 메자닌채권의 공모비중 추이



한편 메자닌채권의 평균 만기는 장기화되는 추세를 보이고 있다. 특히 2017년 이후 발행되는 상당수 메자닌채권의 만기는 7년 이상의 장기로 발행되고 있다. 이와 같이 메자닌채권의 만기가 일반 회사채에 비해 긴 것은 메자닌채권이 주식으로 전환되는 기간을 반영하였기 때문이다. 한편 메자닌채권의 만기가 장기화됨에 따라 발행 이후 일정기간이 지나면 조기상환의 청구가 가능한 구조(put option)를 도입하거나 조기상환 옵션(call option)을 두는 경우도 다수 존재한다.

국내 메자닌채권은 해당 기업의 주가가 하락하는 경우 전환(행사)가격을 조정하는 리픽싱 조항³⁾을 도입하여 발행하는 경우가 대부분이다. 국내에서 발행된 메자닌채권은 몇건을 제외하고 대부분 리픽싱 조항을 도입하고 있다. 최근 10년간 발행된 메자닌채권중 발행 이후 리픽싱을 실시한 비율은 64.8%를 기록하고 있다. 또한 리픽싱이 이루어진 이후 주가가 계속 하락할 경우 추가로 리픽싱을 하는 경우도 다수 존재한다.

이러한 리픽싱은 국내 메자닌채권에만 존재하는 독특한 제도이다. 외국의 경우, 일본을 제외하고는 전환가격을 재산정하는 사례를 거의 찾아볼 수 없다. 리픽싱은 주가가 하락하는 경우 전환가격을 재산정하여 전환주식수를 늘려주기 때문에 투자자 입장에서 매우 유리한 옵션이다. 이러한 리픽싱의 효익으로 인하여 투자자들은 낮은 이자율에도 불구하고 메자닌채권에 투자하는 유인이 존재한다. 또한 리픽싱 제도가 존재하지 않으면 메자닌채권의 전환이 원활하게 이루어지지 않아 만기 시점에 발행자가 사채를 전액 상환해야 하며, 이로 인하여 신용도가 낮은 전환사채 발행기업의 부실화 문제가 발생할 가능성이 있다는 주장도 있다. 반면 국내 리픽싱제도는 투자자에게 지나치게 유리하게 설정되어 있고, 기존 주주의 부에 부정적인 영향을 미칠 가능성도 있다.

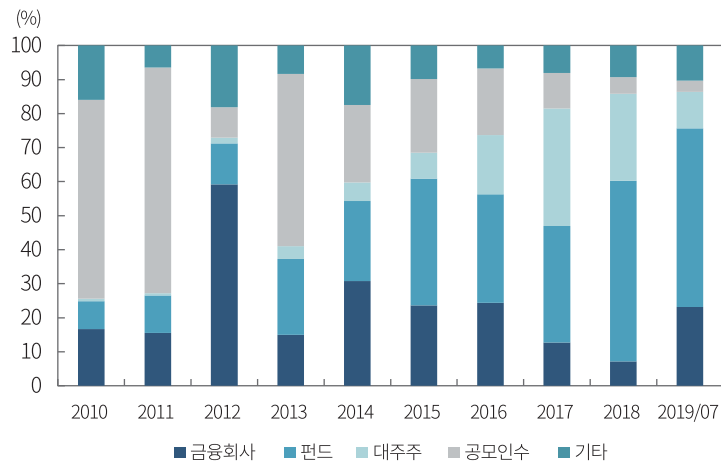
국내 메자닌채권의 투자자 구성은 헤지펀드 제도 도입 이후 크게 변화하였다. 메자닌채권은 세부 투자자 관련 정보가 공표되지 않기 때문에 투자자 구성을 정확하게 파악하는 데에 제약이 있다. 다만 상장회사의 최초 인수자는 발행관련 공시 자료를 통해 개략적으로 파악할 수 있다. 메자닌채권 발행정보와 발행정보 공시⁴⁾자료를 기초로 발행시 주요 인수인⁵⁾의 구성 추이를 살펴보면 공모인수의 비중은 감소하는 반면 펀드의 비중은 지속적으로 증가하고 있다.

투자자 구성 비중을 세부적으로 살펴보면, 펀드의 비중은 2010년 9.7%에서 매년 지속적으로 증가하여 2018년에는 64.7%를 기록하였다. 2012년 헤지펀드가 도입되기 이전에는 주로 투자조합 형태의 펀드가 메자닌채권을 인수하였고, 헤지펀드 제도가 도입된 이후에는 사모펀드의 비중이 지속적으로 증가하였다. 금융회사의 비중은 2014년에는 높은 비중을 차지하였으나 이후에는 감소하고 있다. 금융회사의 세부 유형을 보면 증권회사의 비중이 가장 높게 나타나고 있고, 여신전문금융기관, 저축은행 및 은행 등이 메자닌채권에 투자하고 있는 것으로 나타났다. 대주주의 메자닌채권 인수 건수의 비중은 2014년부터 2016년까지 비중이 증가하다가 이후에는 감소하였다.

이상의 투자자 구조 변화를 종합해보면 헤지펀드 등 사모펀드시장의 활성화가 메자닌채권 수요구조를 크게 변화시켰으며, 특히 2015년부터 펀드가 메자닌채권시장의 최대 투자자로 자리잡고 있다.

- 3) 증권의 발행 및 공시에 관한 규정에 따르면 시가가 하락하는 경우 발행 당시의 전환가액의 70% 한도에서 전환가격을 조정할 수 있으며, 주가가 상승하는 경우에는 전환가격 조정이 이루어지지 않는다.
- 4) 특정인에 대한 사채발행내역 공시자료에서 메자닌채권 투자자의 이름, 최대주주와의 관계 및 투자금액에 대한 정보를 제공하고 있다.
- 5) 메자닌채권 인수인 유형을 금융회사, 펀드, 대주주, 공모인수 및 기타로 구분하고, 가장 투자를 많이 한 기관을 기준으로 투자자 구성의 변화 추이를 분석하였다. 단 대주주와 이해관계자가 일부 투자를 하는 경우에도 대주주로 구분하였다.

〈그림 3〉 메자닌채권의 주요 인수자 구성 추이 (건수기준)



자료: 인포맥스 채권발행자료를 기초로 KRX 공시자료와 결합하여 저자가 계산

메자닌펀드 환매중단 사태의 주요 원인

2019년 10월 2일부터 라임자산운용이 설정한 ‘라임 Top2밸런스 6M 전문투자형 사모투자신탁’ 3개 펀드의 상황이 연기되었고, 이어서 10월 10일에는 ‘플루토 FI D-1호’와 ‘테티스 2호’에 투자된 재간접펀드의 환매가 중단되었다. 라임자산운용은 10월 14일 기자간담회를 열어 환매가 연기된 사유와 향후의 상환계획을 발표하였다.

이번 환매중단 사태는 기초자산의 신용도에서 발생한 문제라기보다는 유동성이 낮은 자산을 개방형펀드 형태로 설정한 상황에서 자산 현금화가 적시에 이루어지지 않아 발생한 것이라고 볼 수 있다. 가장 먼저 환매가 연기된 라임자산운용의 사모펀드는 사모채권, 메자닌채권 및 무역금융에 투자하는 상품이며, 유동성을 보완하기 위해 일부 자산을 레포(Repo)펀드에 투자하는 전문투자형 사모 재간접펀드이다. 기초자산 일부가 즉시 현금화하기 어려운 자산으로 구성되어 있음에도 불구하고 6개월 만기의 개방형펀드로 설정됨에 따라 발행 펀드의 만기와 기초자산 간의 기간 미스매치가 발생하였고, 주식시장의 침체로 원활한 전환이 이루어지지 못하여 환매가 어려운 상황이 발생한 것이다. 일반적으로 메자닌채권이나 사모사채는 유통시장이 형성되어 있지 않아 만기 이전에 현금화가 어렵다. 메자닌채권은 만기까지 보유하여 상환을 받거나 주식으로 전환하여 주식 매각 등을 통해 현금화할 수 있으나 주식시장의 상황 변화에 따라 전환 및 현금화의 불확실성이 높은 자산이다. 결국 유동성이 낮은 자산을 기초로 만기가 짧은 개방형펀드를 설정한 것이 펀드 환매중단의 주요한 요인이 되었다고 볼 수 있다.

라임자산운용은 기자간담회를 통해 자산의 현금화를 신속하게 추진하여 일부 펀드의 부분 상환을 추진하겠다고 밝히고 있다. 기초자산의 부도 등이 발생하지 않았기 때문에 순차적인 현금화를 통해 일부 펀드를 상환하겠다는 것이다. 그러나 주식시장 상황에 따른 전환시기의 불확실성, 메자닌채권의 부

실화 가능성 등 다양한 불확실성이 존재하여 원활한 펀드 상환에 제약이 존재할 가능성이 높을 것으로 보인다.

메자닌펀드 환매중단 사태가 메자닌채권시장에 미치는 영향 및 시사점

이번 사태는 향후 메자닌채권시장에 커다란 영향을 미칠 것으로 예상된다. 우선 메자닌채권 투자 수요가 크게 위축될 가능성이 있다. 앞에서 살펴본 바와 같이 헤지펀드제도가 도입된 이후 국내 메자닌채권의 투자자 구성이 크게 변화하였다. 주요 투자자가 중소형금융회사와 투자조합에서 사모펀드와 증권회사로 옮겨갔다. 그러나 이번 메자닌펀드 환매중단 사태로 인하여 메자닌전략을 도입한 펀드 수탁고가 크게 줄어들 것으로 보인다. 이에 따라 향후 메자닌채권 발행시장도 위축될 것으로 예상된다.

또한 메자닌채권 상품구조도 일부 변화할 가능성이 있다. 최근 발행된 메자닌채권은 이전에 발행된 증권과 비교하여 만기구조, 이자율, 상환구조 등이 변화하고 있다. 특히 최근 발행된 메자닌채권은 전환기간 등을 고려하여 만기가 장기화되었다. 그러나 이번 사태로 인하여 장기의 메자닌채권이 위축되는 대신 현금화에 무게를 둔 시장 수요로 인하여 만기가 짧아질 가능성이 있다. 메자닌펀드의 상품성 유지를 위해 리픽싱을 계속 유지해야 한다는 주장도 힘을 받을 것으로 보여진다. 한편 발행기업 특성에 따라 다양한 상환옵션을 도입한 메자닌채권의 발행은 지속될 것이다.

투자자의 메자닌채권 투자 행태의 변화도 예상된다. 우선 투자자의 메자닌채권에 대한 위험관리가 강화될 것으로 보인다. 재무곤경 기업이 발행하는 메자닌채권에 대한 투자는 크게 위축될 가능성이 있다. 향후 성장성에 무게를 둔 투자자의 신중한 투자가 이루어질 경우 성장성이 낮은 기업의 메자닌채권 발행은 크게 위축될 것이다.

메자닌채권시장은 성장성이 높은 기업이 주가상승에 따른 전환옵션을 제공하는 대신 낮은 조달비용으로 자금을 조달할 수 있는 시장이다. 따라서 혁신기업들의 안정적인 자금조달 창구로의 메자닌채권시장의 역할을 수행하기 위한 노력이 필요하다. 그러나 이번 메자닌펀드 환매중단 사태로 인하여 단기적으로 시장이 위축될 가능성이 있다. 이에 따라 중장기적으로 시장의 효율성을 제고하고 성장과정에서 발생한 문제를 해결하기 위한 노력이 필요하다.

이를 위해 전문투자자 위주의 발행 및 유통시장을 구축해야 한다. 미국의 메자닌채권은 대부분 전문가 위주의 시장인 Rule144a시장에서 발행되고 유통이 되고 있다. 국내 메자닌채권도 전문가 위주의 발행시장을 구축하고 준공모 방식으로 발행이 될 수 있는 시장을 마련할 필요가 있다. 또한 투자자들의 메자닌채권 투자능력과 리스크관리능력을 제고해야 한다. 이번 사태에서 보는 바와 같이 메자닌채권은 신용위험 이외에도 다양한 위험이 존재하며 이러한 위험을 적절하게 통제하는 수단이 매우 중요하다. 따라서 메자닌채권에 투자하는 사모펀드의 경우에도 다양한 위험요소를 정확히 파악하고 이

를 통제하는 구조를 도입해야 한다. 이와 더불어 투자자들의 합리적인 투자가 이루어질 수 있도록 조달기업에 대한 공시를 강화하여야 한다. 특히 메자닌채권 발행 조건, 투자자유형 및 발행 이후에 대한 공시기준을 보다 명확히 할 필요가 있다.