

메자닌증권에 대한 최근의 규제와 시장 동향

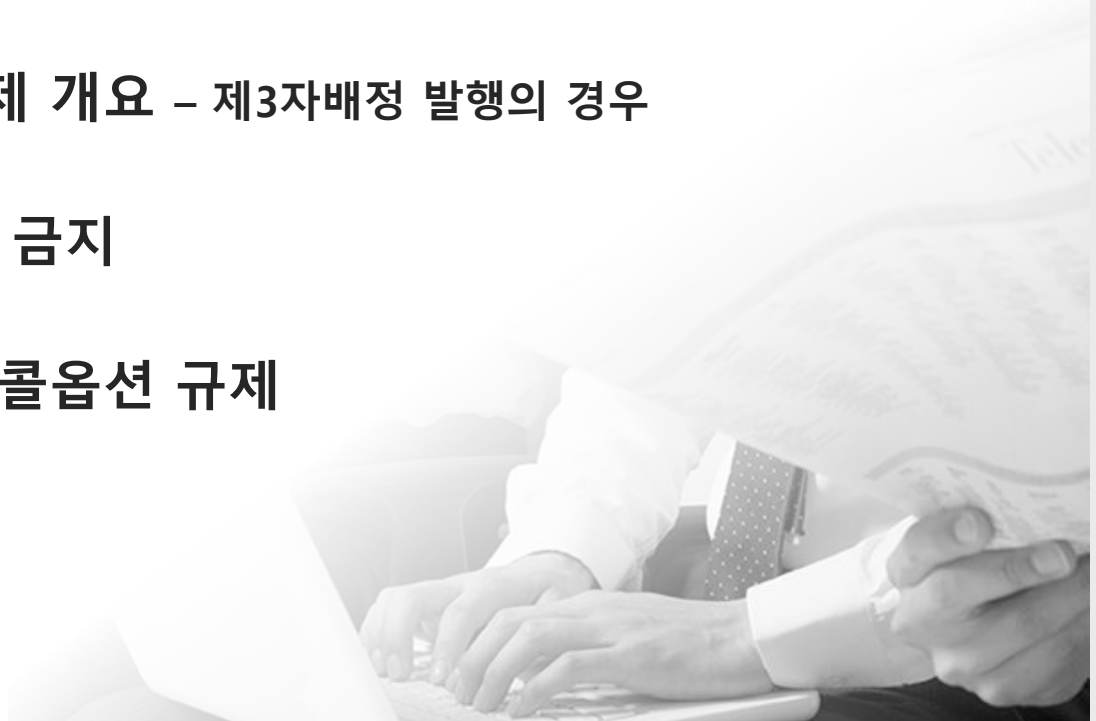
2023. 5. 11.

변호사 현 승 아 (법무법인(유) 광장)

* 본 자료의 내용은 발표자 개인 의견으로, 소속 법무법인의 공식 견해와 무관합니다.

CONTENTS

1. 메자닌(Mezannine) 증권의 개념
2. CB/BW가 자금조달 수단으로서 갖는 중요성
3. CB/BW에 대한 규제 개요 - 제3자배정 발행의 경우
4. 분리형 BW의 발행 금지
5. CB/BW 리픽싱 및 콜옵션 규제



1. Mezannine 증권의 개념

- ❑ Mezannine : 건물 1층과 2층 사이에 있는 라운지 공간을 의미하는 이탈리아어
- ❑ 법률상 정립된 용어는 아님.
- ❑ 시장에서도 정확한 용례가 있는 것은 아니나, 통상 후순위부채, 전환가능 부채(CB, BW, EB 등), 우선주 등을 통칭하는 용어로 사용
 - 투자자 입장에서, CB/BW처럼 주식으로의 전환권이 부여되어 있는 채권
 - 발행기업(채무자)의 입장에서, 상환하지 않을 권리가 부여된 부채(영구채, 조건부자본증권)
 - 채무이기에 보통주보다는 선순위이나, 다른 채권자들에 비해서는 후순위인 채무
 - Risk가 중간 정도인 파생금융상품
- ❑ 본 발제에서는 CB/BW를 위주로 살펴보고자 함
 - 우리나라에서 발행된 주식연계사채 중 후순위 조건이 부가되는 사례는 극히 드뭄
 - 최근 3년간, 유가증권시장에서는 CJ CGV의 후순위 영구전환사채 1건, 코스닥시장에서는 메지온, 엠케이전자의 후순위 영구 전환사채 2건이 유일한 사례
 - 이하에서 언급하는 CB/BW는 전환권/신주인수권을 행사하기 전에는 어디까지나 타 금융채권과 동일한 순위(선순위)로 이해

2. CB/BW가 자금조달 수단으로서 갖는 중요성

□ 최근 3년간 자본시장 통계*

- 회사채 발행 총액(건수) : 577.4조원 (10,421건)
- 위 총액(건수) 중 코스닥상장법인 발행 – 대기업 4.9조원(160건), 중소기업 0.5조원(11건)
- 위 총액 중 전환사채 등 – **1.8조원(23건)**

* 출처 : 금융정보통계시스템(<https://fisis.fss.or.kr/>) – 사모 CB/BW 미집계로 보임

□ 최근 3년간 공·사모 CB/BW 통계*

- 코스피 : CB 7.7조원(286건) (공모 7건, 1.3조원), BW 0.5조원(14건) (공모 3건, 0.07조원)
- 코스닥 : CB 16.2조원(1134건) (공모 4건, 0.1조원), BW 2.0조원(95건) (공모 6건, 0.2조원)

*출처 : DART (공시정보활용마당 – 주요사항보고서 주요정보조회)

2. CB/BW가 자금조달 수단으로서 갖는 중요성

- 코스닥상장법인의 일반회사채 발행규모가 미미하다는 점은 일반회사채 발행에 상당한 제약이 따른다는 반증 → 대주주 지분희석을 감수하더라도 조달방법으로 CB/BW를 고려할 수밖에 없는 것으로 보임
 - 분리형 BW의 신주인수권 분리매각 및 CB 콜옵션 부여 문제는 대주주 지분희석을 방지하기 위한 수단으로 이해할 수도 있음

 - 한편 기존 연구들에 따르면, CB/BW 시장은 2015년부터 급격한 성장세를 보여 왔음
 - 2013년 자본시장법 개정에 따라 헷지펀드(현행법상 일반사모펀드)의 운용규제 해제 및 투자자요건 완화
 - 2018년 코스닥벤처펀드 도입 – 조세특례제한법상 요건(벤처기업 신주를 15% 이상 편입 시, 벤처기업 또는 벤처기업 해제 후 7년 이내 코스닥 상장기업 신주/구주를 35% 이상으로 운용 가능)을 갖추는 경우 개인투자자에 대한 소득공제
- 2020년 이후에는 성장세는 완화되었지만 시장 규모는 유지되고 있는 것으로 보임

3. 메자닌증권에 대한 규제 개요 - 제3자배정 발행의 경우

□ 제3자배정 발행 시, 기존주주의 지분율/지분가치 희석 가능성

□ 상법

- 정관상 근거 필요 : 발행한도 및 전환권의 내용에 정관에 규정이 없으면 주주총회 특별결의로 정하여야 함

[정관 예시]

- ① 이 회사는 다음 각호의 어느 하나에 해당하는 경우 이사회 결의로 주주 외의 자에게 전환사채를 발행할 수 있다.
1. 사채의 액면총액이 ○○원을 초과하지 않는 범위내에서 긴급한 자금조달을 위하여 국내외 금융기관 또는 기관투자자에게 전환사채를 발행하는 경우
 2. 사채의 액면총액이 ○○원을 초과하지 않는 범위내에서 사업상 중요한 기술도입, 연구개발, 생산. 판매. 자본제휴를 위하여 그 상대방에게 전환사채를 발행하는 경우
- ② 전환가액은 주식의 액면금액 또는 그 이상의 가액으로 사채발행시 이사회가 정한다
- ③ 전환을 청구할 수 있는 기간은 당해 사채의 발행일후 ○○월(또는 ○○일)이 경과하는 날로부터 그 상환기일의 직전일까지로 한다. 그러나 위 기간내에서 이사회의 결의로써 전환청구기간을 조정할 수 있다.

- 발행한도 외의 사항은 사실상 모든 권한을 이사회에 위임하는 것이 통상적이므로, 정관에 따른 통제가 이루어지기 어려움.
- 발행한도의 경우, 회사의 규모와 무관하게 큰 금액을 설정하는 경우도 있으며, 그 경우에도 정관에 대해 무효 선언된 사례는 없음

3. 메자닌증권에 대한 규제 개요 – 제3자배정 발행의 경우

□ 상법 (계속)

- 발행목적 제한 : 신기술의 도입, 재무구조의 개선 등 회사의 경영상 목적을 달성에 필요한 경우 (상§418②)
 - 판례상 (기존주주의 보호를 위하여) 엄격히 해석해야 하는 것이 원칙임. 그러나 현실적으로는, 경영권 분쟁상황에서 경영권 공방수단으로의 남용을 통제하는 정도의 의미(e.g. SM-카카오 사건).
- 신주발행과 달리, 납입일 2주 전까지 기존 주주에 대한 통지의무 없음
 - 실무상 이사회 결의일 당일 계약체결 및 납입하는 경우도 다수

3. 메자닌증권에 대한 규제 개요 – 제3자배정 발행의 경우

□ 자본시장법 (증권의 발행 및 공시 등에 관한 규정)

- 상법의 특별법으로서, 주권상장법인에 적용
- 개요는 아래와 같음

규제	사모	공모
BW의 경우 분리형 발행	금지	가능
발행금지기간 (일정 경영권분쟁 사건 발생시)	적용	미적용
전환(행사)기간	발행 후 1년 경과시	발행 후 1월 경과시
전환가액 결정	Max [A, B, C]*	일반공모시 Min [A, B, C]
할인발행	원칙 불가	
전환(행사)가액 시가 refixing	최초 전환(행사)가액의 70% 원칙	

* A = 1개월 가중산술평균주가, 1주일 가중산술평균주가 및 최근일 가중산술평균주가를 산술평균한 가액

B = 최근일 가중산술평균주가

C = 청약일전(청약일이 없는 경우에는 납입일) 제3거래일 가중산술평균주가

(전환사채발행을 위한 이사회결의일 전일을 기산일로 하여, 그 기산일부터 소급하여 산정)

3. 분리형BW 발행금지

□ 분리형BW의 발행 허용 : 1999년부터 2013년까지

- 자금시장의 경색시에도 사채발행을 용이하게 할 수 있고 투자자들은 회사의 이익을 공유할 수 있다는 장점으로 인하여 활성화
- 2013년 전면 폐지 – 최대주주 등이 신주인수권만을 재매입하는 사례 잇따름에 따라, 금융시장의 건전성을 해친다는 판단 下
- 워런트의 악용을 최소화하는 제도적 보완을 전제로 도입 재검토 필요하다는 주장. **2015년부터 공모발행 시에는 허용** (←대주주에 의한 편법적 활용가능성 희박)

※ 참고: 기존 발행사례 분석한 연구결과*: ① 신주인수권의 이론가격을 잘못 산정하였으며(주가 변동성을 과소 평가하여 최대주주가 헐값 매수), ② 그로 인하여 최대주주의 평균 수익률은 약 460%이고, ③ 신주인수권 행사가 격의 refixing은 (전환사채의 경우와 달리) 불합리함, ④ 회사와 최대주주 간 구조적 이해상충 존재

- 그럼에도, 최근 3년간 공모(분리형)발행 건수는 9건에 불과(코스닥 6, 코스피 3) → 기업 입장에서 발행유인 상실한 것으로 보임 (반면 투자자의 경우, 높은 청약율 보이고 있음)
- 한편, 사모(비분리형)의 경우 대용납입을 전제할 경우 전환사채와 전혀 다르지 않게 됨. 정관상 전환사채의 발행가액 한도가 남아 있지 않을 때 활용할 수 있는 수단 정도

→ 결국, 기존의 사모 비분리형 BW의 발행 수요가 모두 CB로 옮겨갔다는 추정 가능

4. CB/BW 리픽싱 및 콜옵션 규제

□ 규제 경과

- 2020. 10. 금융위 계획 발표
- 2021. 10. 28. '증권의 발행 및 공시 등에 관한 규정' 개정
- 2021. 12. 1. 시행 - 시행일 이후 최초로 발행하는 이사회의 의결부터 적용
→ 약 1개월 유예기간 부여

□ 규제목적 및 주요 내용

- CB콜옵션의 경우, 최대주주 지분확대 또는 불공정거래 수단으로 활용(기존 분리형 BW의 신주 인수권 분리매각과 같은 맥락) → **콜옵션 한도 설정(CB발행 당시 지분율 유지할 수 있는 한도로만 부여 가능)**
- 상향 refixing 도입 - 시가하락에 따라 전환가액 하향조정 시, 그 후 주가가 재상승하더라도 전환가액은 하락한 주가 기준으로 유지. 기존 지분가치가 과도하게 희석된다는 지적
→ **하향 refixing 규정 시 상향 refixing 의무화**(단, 상향 refixing의 한도는 최초 전환가액까지).
사모에 한하여 적용

***하향조정 및 상향조정 모두, 주기 및 범위 등 구체적 내용은 자율에 맡겨져 있으나, 제도 운영경과를 보아가며 보완방안을 검토할 예정이라고 밝힘**

4. CB/BW 리픽싱 및 콜옵션 규제

□ 규제 전후 발행금액 변화 (코스닥시장 CB 기준. 이사회 결의일 기준)

➤ 2020년 3월~12월 3.7조원 (326건)

➤ 2021년 1월~12월 8.1조원 (478건)

* 규정 개정 발표 후 시행일(21. 10. 27. ~ 11. 30.) 기간 동안에만 1.3조원 (94건)

➤ 2022년 1월~12월 3.7조원 (239건)

□ 기대효과, 비판 및 평가

➤ 메자닌시장 과도하게 위축되고 기업들의 자금조달 통로가 크게 제한될 것이라는 예상

→ 규제시행 직후 1달여간은 전년도 대비 60% 가까이 줄었던 것으로 보임. 그러나 규제시행 직전에 발행물량 몰렸던 점 감안 필요. 또한 2021년의 경우 주식시장 호황, 2022년 하반기부터 금리인상으로 인한 경기침체, 투자감소 등 거시경제 요인까지 고려한다면 동 규제로 인해 시장이 위축되었다는 지적은 다소 과도하였던 것으로 보임.

→ 상향Refixing 의무화는 투자수단으로서의 매력 감소는 확실하나, 그럼에도 불구하고 대안은 없어 보임

4. CB/BW 리픽싱 및 콜옵션 규제

□ 기대효과, 비판 및 평가 (계속)

- 쿠폰금리&만기이자율 상승 예상(상향리픽싱으로 주식전환 가능성 하락에 대한 반대급부)
 - 실제로 이와 같이 변화되었다는 언급들도 있음. 그러나, 표면금리 및 만기수익율 모두 zero 인 것 2020년 62건(전체 20%), **21년 183건(전체 38%), 22년 70건(전체 30%)**으로, '21년과 '22년의 발행 총액 및 건수 감안 시 통계상으로는 명확한 상관관계가 드러나지 않아 보임.
- 리픽싱 주기 변화 (기존 관행은 3개월이었으나 6개월인 사례 등장. 이미 하향조정된 전환가액 수준에서 주가가 재상승 시작할 경우 상향조정일 도래 직전에 전환하여 exit하려는 전략)
 - 리픽싱 주기 및 계산법이 하향 및 상향에 동일하게 적용될 필요 있을 것. 악용하는 사례 등장 시 감독당국의 조치(가이드라인 발표, 규정개정 등)
- 공매도 감소 예상 (델타헤지 전략 실행 시, 전환가 상승하면 공매도 상환해야 하므로)
 - 현재 증시에서 코스피200·코스닥150 구성종목에 한해 공매도 허용되고 있어, 완전 재개 후에 평가 가능할 것

4. CB/BW 리픽싱 및 콜옵션 규제

□ 기대효과, 비판 및 평가 (계속)

➤ 공모발행 증가 예상 - 공모발행의 경우 상향리픽싱 의무화 대상 아니기 때문

→ 코스닥의 경우 CB 0건, BW 3건, 유가증권시장의 경우 CB 3건, BW 3건에 불과. 활성화되었다고 보기는 어려운 수치

→ 개정 전/후로 상장사 공모CB/BW가 투자자들로부터 외면받는 것도 아님

EDGC (2020. 10.) **31:1** / 대유에이피 (2020. 11.) **115:1** / 자연과환경 (2020. 12.) **63:1**

시스웍 (2021. 11.) **15:1** / 아스트 (2021. 1.) **111:1** / 형지I&C (2021. 6.) **124:1**

HLB생명과학 (2022. 6.) **100:1** / 한국유니온제약 (2023. 3.) - **42:1**

→ 공모발행이 거의 없었던 이유를 발행회사 입장에서의 편의성에서 찾는다면, 상향refixing 예외라는 투자자측 merit에도 불구하고 개선되기 어려울 것으로 예상. 보다 다른 차원의 인센티브 필요

➤ 운용사들의 전략 조정 - 발행기업의 본질가치 주목 & 한계기업 발행 CB투자 감소

→ 긍정적 측면. 다만 규제 변화로 인하여 CB를 발행 가능한 발행자의 재무·신용 허들이 더 높아지게 된다면, 그 아래에 있는 한계기업에 대한 자금조달 방안도 모색되어야 할 것임

4. CB/BW 리픽싱 및 콜옵션 규제

□ 향후 과제

- 메자닌시장의 기존 특성에 미친 변화를 추적 연구 – 시장발전 및 규제개선 방향 설정에 도움 될 것으로 생각됨. 예컨대, 메자닌채권의 발행자 특성(시장평균보다 규모 작고 재무상황 열악), 조달비용 절감 효과(BBB등급 회사채 대비) 등을 통계자료로 입증한 기존 연구가 있는바, 같은 방법론으로 규정개정 후의 추이를 살펴볼 수 있을 것
- 불공정거래 악용 방지효과 여부 – 감독당국이 밝힌 주요 규제목적인 '콜옵션과 리픽싱을 연계한 불공정거래행위 사례'들과 관련하여, 규제 시행 후 어느 정도의 개선 효과가 있었는지 연구 필요.
 - 감독당국이 예시한 무자본 M&A, 상장사 자금의 유용 및 시세차익 실현의 경우, 콜옵션과 리픽싱 자체의 문제라기보다 이를 둘러싼 다른 위법행위들의 문제라고 볼 수도 있기 때문

□ 전환우선주에도 규제 준용 ('23. 5.부터)

- 규제 사각지대 해소
- 애초에 (R)CPS는 발행량이 많지 않아, 시장에 미치는 영향은 크지 않을 것으로 예상하는 견해
- EB에는 여전히 규제 미적용 → 신주발행 아닌 구주 교부라는 특성 때문일 것

감사합니다
