

스팩시장 선진화를 위한 선결과제*

세종대 교수 김갑래

지난 3월 16일 D증권사 스팩(SPAC: 기업인수 목적회사)이 합병결정을 공시함에 따라 스팩에 대한 시장의 관심이 다시 높아지고 있다. 국내 최초 스팩 “합병성공”이라는 일부 보도내용과는 달리 D증권사 스팩은 합병절차를 완결하기 위해서 합병상장 예비심사, 합병승인 주주총회 등의 중요한 절차를 통과하여야 한다. 그럼에도 불구하고, D증권사 스팩의 합병계약 체결은 열악한 스팩 기업인수 상황에서 국내 스팩의 M&A 가능성을 가시화시켰다는 점에서 큰 의의를 갖는다. 다만 합병결정이 공시되기 전에 이미 스팩 주가가 급등하였다는 점에서 감독당국은 해당 스팩의 합병결정에 관한 미공개정보 이용행위가 있었는지를 철저히 조사하여 위반자가 있을 경우 엄중하게 처벌하여야 할 것이다.

본고는 아시아 최초 스팩 M&A계약 성사라는 최근의 호재를 기점으로 국내 스팩 투자를 선진화시키기 위한 몇 가지 제안을 하고자 한다. 이를 위해, 먼저 국내 스팩 투자 선진화를 위한 선결과제를 살피고, 스팩 투자에 관한 시장의 오해를 분석하고, 마지막으로 스팩 투자에 있어 투기적 수요억제와 투자자 역량강화를 위한 몇 가지 제안을 하도록 한다.

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

국내 스팩 투자 선진화를 위한 선결과제: 기관 투자자 기반확충과 투기적 수요억제

국내 스팩 투자를 선진화시키기 위해서는 고질적인 문제인 국내 스팩 시장의 가격 불안정성을 해결하여야 할 것이다. 국내 스팩 시장은 기업인수에 관한 공시가 있기 전에 스팩 주가가 급등락하는 전 세계적으로 유례를 찾기 힘든 기현상을 보이고 있다. 스팩은 기업인수 발표가 있기 전까지는 3년 만기 후 공모가 수준의 공모예치금을 환급 받는 채권적 성격을 가지고 있기 때문에 주가가 급등할 이유가 없다. 설령 합병에 대한 막연한 기대감이 작용하여 주가가 일시적으로 상승하더라도, 스팩 주가 급등이 결국 해당 스팩의 효율적 M&A 가능성을 저하시키기 때문에¹⁾ 주가가 다시 공모가 수준으로 회귀하는 경향을 보이는 것이 외국 스팩의 일반적인 주가 패턴이다. 국내 스팩 주가의 급등락은 단기적 수익을 쫓는 투기적 수요에 의한 것으로 봐야 한다. 따라서 중장기 투자대상인 스팩의 기관투자자 기반확충과 투

1) 스팩 주가가 급등하면 스팩의 실질적 기업가치인 순자산가치 및 상장프리미엄은 변동이 없이 형식적 기업가치인 시가총액만이 증가한다. 스팩의 인수대상인 비상장기업 주주의 입장에서 볼 때 시장에서 고평가된(가격 버블이 있는) 스팩과 합병하게 되면 합병비율산정에 있어 손해를 보게 되어 결국 합병기업에 대한 지분율이 줄어들게 되기 때문에 해당 스팩과의 합병을 꺼리게 될 것이다. 이러한 이유로 인해 스팩 주가가 공모가를 상회할 수록 해당 스팩의 합병 경쟁력 및 협상력은 떨어지게 된다.



기적 수요억제가 스팩 투자 선진화의 선결과제라 할 수 있다.

투기적 수요억제와 스팩 투자자의 역량 강화는 스팩 시장의 주가안정성을 담보함과 동시에 최근에 이슈가 되는 스팩 인수대상기업에 대한 “자본환원을 상향에 관한 논란”을 근본적으로 해결하는 방안이 될 수 있다. 스팩 업계에서는 스팩 스폰서 및 경영진이 비상장기업 평가에 대한 전문성이 있으며, 주주총회 결의를 통해 합병비용의 적정성이 평가받기 때문에 일반 우회상장과는 차별을 두고 자본환원을 규제를 완화해야 한다고 주장한다. 이러한 주장은 효율적 스팩 시장을 가정하였을 때 타당하며, 이에 대해 향후 스팩 업계, 감독당국, 거래소가 지속적으로 논의해야 할 것으로 보인다. 다만 주가가 급등락을 거듭하고 투기적 투자자가 스팩 주식거래를 주도하는 현재의 스팩 시장상황에서 스팩 합병대상 비상장법인 평가의 적정성이 시장원리에 의해서만 보장될 수 있을지는 의문이다. 스팩에 관한 학술 논문들이 여러번 지적하듯이, 인수시한이 다가올수록 스팩 경영진(스폰서 포함)은 합병조건(합병비용 등)이 불리하더라도 합병을 성사시키려는 인센티브가 커진다. 그 이유는 합병에 실패하는 경우 스팩 스폰서는 초기 투자금을 모두 잃음과 동시에 업계에서의 명성 및 신뢰를 상실하기 때문이다. 이에 더하여 스팩 주가 급등시 공모가를 크게 상회하는 가격에 스팩 주식을 매입한 투자자도 스팩 합병이 결렬되어 스팩이 청산되면 투자원금을 상당부분 돌려받지 못하기 때문에 합병대상기업이 고평가 된 경우에도 주주총회에서 합병에 찬

성할 유인이 커진다. 합병비용에 대한 규제가 없는 미국 등 선진 금융시장에서 합병의 공정성은 주주총회에서 전문적이고 냉철한 평가를 받는다. 스팩 일반투자자의 대다수가 사모펀드 등 전문성 있는 기관투자자로 구성된 미국 또는 유럽의 스팩에 대해 자본환원을 등을 통한 합병비용 규제는 불필요한 것으로 보인다. 그러나 합병대상이 정해지기도 전에 백지수표회사(blank-check company)인 스팩 주식에 묻지마 투자를 하는 국내 주식시장의 투기적 투자자들이 과연 합병비용의 적정성에 대해 주주총회에서 합리적으로 의결권을 행사할 수 있을지에 대해서는 회의적이다. 스팩 합병에 관한 자본환원을 규제 완화는 스팩 투자자의 역량강화 및 투기적 수요억제를 전제로 논의되어야 할 것으로 보인다.

스팩 투자에 관한 Myths(잘못된 통념)

국내 시장참가자들은 아직까지 스팩 투자에 대해 몇 가지 오해가 있는 듯하다. 이러한 스팩 투자에 관한 오해(myth)는 스팩 투자의 기본적 특성인 i) 중장기 투자성, ii) 대안투자성 및 혁신성, iii) 가격안정성(기업인수 발표전)을 우리 주식시장이 제대로 파악하지 못한 결과로 보인다.

국내 스팩 투자에 관한 오해를 논함에 있어, 기업인수 발표도 안 된 스팩의 단기적 주가 상황을 보고 스팩 투자의 성과를 평가하려는 경향을 지적하지 않을 수 없다. 스팩 M&A 투자는 통상 2-3년 정도가 소요되는 중장기 투자이며, 스팩 이사의 합병결정이 공시되기 전까지 스팩의 펀더멘털은 변하지 않고 이에 주가가 크게 움직일 유

인이 전혀 없다. 평가할 합병대상이 없는 상태에서 합병에 대한 기대감만으로 급등락 하는 스펙의 주가움직임을 가지고 스펙 투자의 성패를 논하는 것은 지나친 속단이다. 공모가에 비해 스펙 주가가 저평가되었기 때문에 스펙이 투자자에게 외면 받았다는 논리는 기업인수 발표 전에 주가가 고평가된 스펙이 오히려 투자 매력도가 높은 것이라는 위험한 반대 해석을 낳을 수도 있다. 합병대상이 없는 스펙이 공모가를 밑도는 경우는 오히려 투자자들이 무위험 차익거래(arbitrage)의 기회로 활용해야 하는 것이 스펙 투자의 기본적인 전략이다. 이제 국내 1호 스펙이 상장된 지 갓 1년이 지난 현 상황에서 3년의 인수시한을 가지고 있는 국내 스펙들이 대부분 합병 계약을 체결하지 못한 현실은 결코 우려할 만한 것이 아니다. 오히려 기업인수의 재료 없이 조기 합병에 대한 기대감만으로 급등락을 거듭하는 스펙 시장 주가의 불안정성이 우려될 뿐이다.

스펙은 기본적으로 공모주 시장(IPO 시장)이 좋지 않을 때 블루오션을 공략하는 대안투자이어야 함에도 불구하고, 국내 스펙은 현재 과도하게 주식시장에 공급되어 M&A 시장에서 치열한 레드오션 경쟁을 벌여야 하는 상황에 이르게 되었다. 국내 스펙이 차별성 없이 비슷한 공모규모, 투자대상, 투자전략을 가지고 개인투자자들의 투심을 자극하여 공모자금을 조달하는 데에만 관심을 기울이는 행태는 국내 자본시장의 금융혁신 촉진이라는 스펙 제도의 도입취지에 크게 어긋나는 것이다. 현재 스펙 IPO 시장 여건이 좋지 않은 미국에서도 새롭게 만들어지는 스펙들이 기존의

스펙과 다른 투자구조를 가지고 진화를 거듭하면서 금융시장의 블루오션을 공략하고 있다. 새로운 아이디어를 가지고 블루오션을 공략하려는 금융혁신적인 자세의 부재가 국내 금융투자업자들에게 아쉬운 부분이다.

마지막으로 스펙 주가가 기업인수 발표 전에는 거래량 없이 횡보하는 주가 패턴을 가진다는 점에서 스펙 주가가 비정상적으로 급등하는 경우 기관투자자들이 이익을 실현하는 투자 행태를 금기(taboo)시 할 필요는 없다고 본다. 최근 스펙 공모에 참여한 일부 기관투자자가 상장 직후 비정상적으로 주가가 급등한 스펙 주식을 매각하여 이익을 실현한 것에 대해 비난의 목소리가 있었다. 해당 기관투자자가 보호예수 약정을 깬 것이 아니라면 주가 버블 상태에 있는 스펙 주식을 매각하여 이익을 실현하는 행위를 도의적으로 비난할 이유는 크지 않다고 본다. 스펙 투자펀드(집합투자기구)에서 투자결정을 내리는 집합투자업자는 펀드투자자에 대하여 선관의무 및 충실의무를 부담하며 펀드투자자의 이익을 극대화할 책임을 진다.(자본시장법 제79조) 따라서 집합투자업자의 입장에서는 중장기 투자를 하더라도 시장상황이 과열되어 단기에 초과 수익이 발생하면 투자자를 위해 이익을 실현하는 것이 바람직하다. 또한 이유 없이 급등한 고평가된 주식을 계속 보유하면서 비정상적 주가를 용인하기 보다는 이를 매각하여 스펙 주가가 본질적 가치인 공모가 수준으로 회귀하게 하는 것이 시장원리에 부합한다고 사료된다. 문제는 이상 급등한 스펙을 추격 매수한 개인투자자들이 최종적으로 피해를 본다는



사실에 있다. 이에 스펙의 투기적 수요를 줄이기 위한 제도적 개선이 논의되어야 할 것이다.

결어: 스펙의 투기적 수요억제 방안

스펙의 투기적 수요억제를 위한 한시적 단기 처방으로서 스펙의 최저공모가 제도도입 및 스펙 주식 호가시 공모가 의무공시 등을 제안할 수 있다. 먼저 스펙 IPO에 있어 최저공모가격을 설정(예를 들어 1만원 이상)하면 개인투자자의 투기적 거래 수요가 줄 것으로 보인다. 미국의 경우 IPO 시 공모가격이 일정 수준 미만인 주식을 투기성 저가주(penny stock)로서 강하게 규제하여 오고 있다. 이는 공모가격이 낮아 유통 거래단위가 작은 주식은 주가조작에 취약하다는 주식시장의 경험을 바탕으로 한 규제이다. 장외 시장이 아닌 정규 거래소 시장에서 투기성저가주 규제를 하는 것에 대한 반론이 있을 수는 있으나, 현재 국내 스펙 시장의 주가 불안정성과 투기성이 심각하다는 측면에서 스펙 최저공모가 제도를 한시적으로 도입하는 방안을 고려해 볼 만하다. 현재 기관투자자 위주의 미국 스펙은 유닛(보통주+워런트) 발행가가 대부분 10달러로 책정되고 있다. 또한 스펙 장내 거래시 회원사가 호가를 표시함에 있어 공모가를 공시하도록 의무화하는 것도 스펙의 투기적 수요를 억제할 수 있다고 본다. 이는 스펙 일반투자자가 사업설명서 등의 공시서류를 보는 불편함이 없이 기업인수 발표 전의 스펙 주가가 고평가되었는지 저평가되었는지를 호가와 함께 표시된 공모가를 기준으로 쉽게 판단할 수 있기 때문이다.

근본적으로 스펙의 투기적 수요를 억제하고

스펙 투자자의 역량을 강화하기 위해서는 무엇보다 스펙 기관투자자의 기반 확충이 절실하다. 국내 스펙 투자에 있어 기관투자자 기반이 취약한 이유는 연금·보험부문의 주식시장 참여가 저조하고, 헤지펀드 등의 사모펀드가 활성화되어 있지 못하였기 때문이다. 따라서 연금·보험부문의 주식시장 참여확대 및 헤지펀드 등 사모펀드 활성화를 위한 중장기 육성정책이 필요하다.