



SPAC 주가 급등의 패러독스*

연구위원 김갑래

서언

최근 기업공개(IPO)시장에서 기업인수목적회사(SPAC)에 대한 개인투자자들의 청약열기가 대단하다. 이러한 개인투자자들의 SPAC 투자 붐(boom)은 해당 SPAC의 상장 후에도 계속 이어져서, 현재 어느 정도 진정세를 보이기는 했지만 많은 SPAC 주가가 급등하여 고평가된 상태에 있다. 지금까지 북미나 유럽에 상장된 SPAC은 기업인수에 관한 호재 없이 주가가 급등하는 경우는 거의 없었으며 기업공개 후 거래량 없이 횡보하는 경우가 일반적이다. 현재 국내에 상장된 SPAC은 기업인수를 위한 대상기업 발굴작업을 이제 막 시작한 상태이기 때문에 주가상승을 견인할 기업인수 뉴스를 갖고 있지 않다. 따라서 최근의 SPAC 주가 급등은 SPAC 투자에 대한 이해가 부족한 투자자들과 자기보다 어리숙한 투자자에게 주가버블을 전가하려는 투기적 투자자들이 만들어낸 “비이성적 과열”(irrational exuberance)로 보인다.

SPAC 투자가 국내에 제도적으로 도입된 지가 얼마 되지 않았기 때문에 개인투자자들은 SPAC 투자에 대해 오해와 환상을 가지고 있는 듯하다. SPAC 공모시 주당장부가격 희석(dilution) 보다는 단순히 공모가격에만 관심을 가진다거나, SPAC의 기업인수 실패시의 투자금 반환을 공모가 수준이 아니라 매입가 수준으로 오인하는 것 등이 그 대표적인 예이다. 이에 대해 SPAC이라는 금융투자상품을 만들고 판매하는 금융투자업자들은 SPAC을 투자권유하거나 광고하는데 있어 SPAC 투자의 본질과 위험을 개인투자자들의 눈높이에 맞추어 알리는 노력이 필요하다. 또한 SPAC 투자가 3년 이내에 우량기업의 인수를 통해 이익을 얻는 중장기 투자라는 측면에서, 중장기 투자의 자금 여력이 없는 단기투자성향의 개인들에게 SPAC 투자를 권유하는 행위는 투자권유원칙상 적합성의 원칙에 비추어 바람직하지 않다. 개인투자자 입장에서도 SPAC이 자신의 재무상황·투자성향에 맞는 금융투자상품인지를 판단하고 SPAC 투자 전에 증권신고서를 면밀히 살펴봐야 할 것이다. 특히 SPAC 투자가 투자원금보장추구형(공모가 수준) 중장기 금융투자상품으로서 안정적 수익을 보장한다는 측면에서 단기투자를 하는 개인투자자들에게 적합한 상품이 아니라는 점을 인식해야 한다. 기업인수에 관한 호재가 없이 SPAC 주가가 급등하는 상황은 SPAC 스폰서 및 경영진 그리고 추격매수하는 투자자 모두에게 큰 투자위험을 안긴다.

본고의 나머지 부분에서는 SPAC 투자의 특징 및 주가흐름을 살펴보고, SPAC 주가 이상 급등의 위험성 및 투기성을 SPAC 주가 급등의 패러독스(역설, paradox)의 관점에서 살펴본 후, 최근의 SPAC 주가 이상 급등현상이 우리 주식시장에 주는 시사점이 무엇인가에 관해 논해보고자 한다.

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

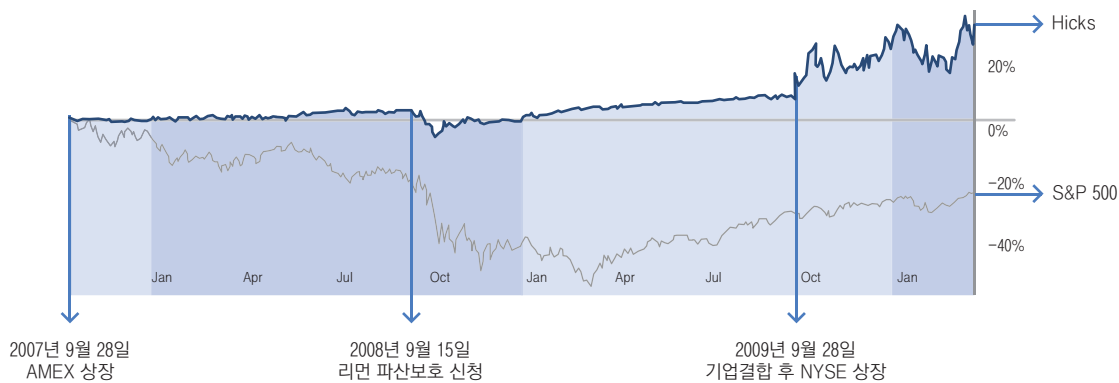


SPAC 투자의 특성 및 주가흐름

SPAC 투자는 일반 사업회사에 대한 투자와는 달리 2단계 투자결정 구조의 특성을 갖는다. 일반 사업회사에 대한 투자에 있어, 투자자는 해당 기업에 대한 공시정보를 살피고, 수익성·성장성 및 상대가치를 평가한 후 해당 회사의 지분을 매입한다. 그러나 SPAC 투자에 있어, 투자자는 SPAC 기업공개 단계에서 대상기업에 대한 구체적 정보 없이 SPAC 스폰서 및 경영진의 기업인수 경험 및 역량 등을 보고 SPAC 주식매입에 관한 투자결정을 한다. 이후 SPAC 기업결합단계에서 합병대상기업에 관해 공시된 정보를 바탕으로 일반투자자(주주)는 주주총회의 특별결의를 통해 합병여부를(다시 말하면, 합병대상기업에 대한 투자여부) 결정한다.¹⁾

SPAC이 상장된 후 기업인수에 관한 공시가 있기 전까지 SPAC 주가는 횡보하는 것이 일반적인 주가 패턴이다. 예를 들어, 미국에서 SPAC 투자가 가장 활황을 이룬 2007년에 금융계의 거물이자 당시 텍사스 레인저스의 구단주였던 Thomas O. Hicks가 설립한 SPAC인 Hicks Acquisition Corp.의 주가 흐름을 S&P 500 지수와 비교하면 아래와 같다.

Hicks Acquisition Corp.와 S&P 500의 주가 추이 비교(합병후 Resolute Energy Corp.)



주 : 2009년 8월 3일 Resolute와의 기업결합에 관한 계약체결 발표 후 거래량 증가, 동년 9월 25일 인수결의
 자료: Reuters

Hicks Acquisition Corp.의 주식 가격은 IPO 직후 유닛(unit)가격에서 워런트 가치를 뺀 가격으로 거래되다가 기업인수시한이 다가올수록 유닛가격 수준으로 점차적으로 소폭 상승하는 횡보형 패턴을 보였다. Hicks SPAC의 주가는 종합지수인 S&P 500에 비교하여 변동성과 거래량이 매우 적었다. 이후 대상기업과의 기업결합에 관한 정보가 공시되자 거래량이 증가하고 주가가 소폭 오른 후, 본격적인 주가상승은 SPAC의 기업결합 후 시작되었다.

SPAC 주가는 기업인수 발표 전에 수급의 불균형에 의해 주가가 급등하거나 급락하는 경우 공모가 수준으로 회귀하는 경향을 갖는다. 상기 도표에서 보는 바와 같이, 2008년 9월 15일 리먼 브라더

1) 합병대상기업과의 기업결합에 관한 최종적인 투자결정을 경영진이 아닌 일반투자자가 직접 한다는 측면에서 SPAC은 사모펀드인 Blind Fund와 구별된다.



스의 파산보호 신청 이후 금융위기의 여파로 미국 주식시장의 종합주가지수는 하락세를 면치 못했지만 SPAC 주가는 일시 급락하였다가 이후 공모가 수준으로 회복되었다. SPAC 주가가 급락하더라도 이내 공모가 수준으로 회귀하는 이유는 청산가치차익거래(liquidation arbitrage) 때문이다. 외부 악재, SPAC에 투자한 펀드의 환매 등으로 SPAC 주식의 수급이 깨져서 SPAC이 청산가치에 비해 저평가되어 거래되는 경우, 저평가된 SPAC 주식을 매수하면 해당 SPAC의 예치자금 계정에서 발생하는 이자율 이상의 초과 수익률을 기대할 수 있기 때문에 청산가치차익거래가 발생하게 된다.

SPAC 주가 이상 급등의 위험성 및 불건전성: SPAC 주가 급등의 패러독스

SPAC의 기업인수 발표가 있기 전, 주가급락에 대해 SPAC 주가의 안정성을 유지시키는 원동력이 청산가치차익거래라고 한다면 주가급등에 대해 SPAC 주가의 안정성을 유지시키는 원동력은 무엇일까? 그 해답은 SPAC 주가가 급등하면 해당 SPAC의 기업인수가 어려워진다는 스펙 주가의 패러독스에서 찾아야 할 것이다. SPAC은 일반 사업회사의 주가가 급등한 경우와는 달리 주가가 급등할수록 해당 SPAC의 사업목적달성 즉 효율적 기업인수의 가능성이 떨어지게 된다. SPAC은 주가가 오르면 SPAC의 실질적 기업가치인 순자산가치 및 상장프리미엄에는 변동이 없이 형식적 기업가치인 시가총액만이 증가하게 된다. SPAC의 인수대상기업의 입장에서 볼 때 주가 버블이 있는 SPAC과 합병하는 경우 합병비율산정²⁾에 있어 손해를 보게 되고 합병기업에 대한 지분율이 줄어들게 되기 때문에 합병을 꺼리게 될 것이다. 결과적으로 고평가된 SPAC은 합병매력도가 떨어지게 되고, 해당 SPAC의 경영진은 합병의 경쟁력 및 협상력을 잃게 된다.

보호예수 의무가 없는 기관투자자나 큰손들은 SPAC 주가의 급등을 틈타서 보유주식을 처분하고,³⁾ 이러한 매도 물량을 개인투자자들이 받아줌으로써 SPAC의 개인투자자 비중은 증가한다. 기업인수에 관한 경제적 분석 능력이 없는 개인투자자들은 SPAC 합병에 관한 주주총회 특별결의時 전문적·합리적인 투자결정에 바탕을 둔 투표를 하기 어렵다는 점도 SPAC의 효율적 기업인수 가능성을 저해한다. 또한 주가급등으로 인해 SPAC이 주당 청산가치에 비해 시가가 높아지기 때문에 합병단계에서 주식매수청구권을 행사할 주주들이 증가할 수 있다. 이러한 점도 SPAC의 효율적 기업인수 가능성을 낮추는 요인으로 작용한다.

SPAC 주가가 급등하면 효율적 기업인수 가능성이 낮아지는 대신 SPAC 투자가 투기화될 가능성은 커진다. SPAC 주식을 추격매수한 투자자들은 기업인수 실패시 반환이 보장되는 공모가 수준 이상의 금액을 투자하였기 때문에 기업인수실패 위험부담율이 주식 매입가격에 비례하여 증대된다. 따라서 고평가된 SPAC을 매수한 투자자들의 입장에서 보면 SPAC 합병기업의 펀더멘털이나 시너지 효

2) 현행 자본시장법시행령상 합병시 주권상장법인인 SPAC의 합병가액산정은 시가를 기준으로 결정한다. 자본시장법시행령 제176조의 5 참조.

3) 투자원금보장(개별 매입가가 아닌 공모가 수준) 추구형 금융투자상품의 연간 수익률이 10%이상만 되어도 믿을 수 없이 좋은(too good to be true) 수익률이라고 할 수 있는데 SPAC 주가가 상한가 행진을 한다면 기관투자자나 큰손들의 입장에서 해당 주식을 매도하지 않을 이유가 없다.



과에 대한 관심보다는 무조건 합병을 성사시켜 이를 호재로 주가가 상승하면 보유 주식을 자기보다 어리숙한 투자자에게 넘길 유인이 커지게 된다. SPAC의 입장에서도 주가급등으로 인해 기업인수 가능성이 낮아지면, 합병과정에서 본질가치에 비해 고평가된 자사의 합병가액을 대상기업이 인정해 주는 대가로 대상기업의 성장가치 등을 고평가해 줄 유인이 커지게 된다. 결국 합병단계에서의 기업가치 고평가에 따르는 합병기업 부실의 위험성은 머니게임을 통해 합병기업의 주식을 매입하는 다른 투자자에게 전가될 수 있다. 특히 SPAC이 이미 상장된 부실회사와 합병하는 경우 우회상장 규제(합병대상이 비상장기업인 경우에만 적용)가 적용되지 않기 때문에 머니게임의 위험성은 더욱 커진다.

최근 급등한 국내 SPAC은 투기적 수요에 의해 주가가 올라 효율적 기업인수 가능성이 낮아진 상태에 있다. 이러한 SPAC 주가의 가격 거품은 투기적 수요가 사라지면 꺼지게 되고 주가는 공모가 수준으로 회귀하려 할 것이다. 이 경우 고가에 SPAC 주식을 추격매수한 개인투자자들의 피해가 예상된다.

결어: 최근 SPAC 주가 이상 급등현상이 우리 주식시장에 주는 시사점

최근 SPAC 주가 이상 급등현상은 새로 도입된 SPAC 투자제도가 우리 주식시장에 정착하는 과정에서의 시행착오로 보아야 할 것이다. 이러한 시행착오 비용을 최소화하기 위해서는 금융감독당국과 자율규제기구의 불공정거래에 대한 시장감시체제를 강화해 나갈 필요가 있다. 최근 금융정책당국은 SPAC의 이상 급등 현상이 지속되면 위탁증거금률을 상향 조정하고 신용용자를 제한하겠다고 밝혔는데 매우 적절한 조치로 사료된다. 투기적 수요에 의해 단기자금을 끌어다가 SPAC이라는 중장기 투자처에 투자하는 것은 SPAC 투자의 본질에 반하고 불건전한 투자문화를 조장하기 때문이다.

최근 SPAC 주가 이상 급등현상이 우리 주식시장에 주는 가장 큰 시사점은 SPAC 주가 과열이 SPAC 투자의 제도적 문제점이 원인이 되었다기보다는 기관투자자 기반이 취약한 우리 주식시장이 가지는 구조적 문제점이 증상(symptom)으로서 나타난 것이라는 점이다. 현재의 개인투자자 위주의 주식시장에서는 SPAC이 아닌 다른 新금융상품이 출시되었을 때에도 개인투자자들의 투기적 거래가 발생할 가능성이 크다고 사료된다. 따라서 장기적으로 국내 주식시장의 투자자 기반을 기관투자자 중심으로 체질 개선할 필요가 있다고 생각한다. 기관투자자 육성을 위해서는 연금 및 보험부문의 주식시장 참여확대, 헤지펀드 등의 사모펀드(PEF) 활성화를 위한 정책이 필요하다. SPAC 투자의 성공 사례로 꼽히는 미국 SPAC의 경우 투자자의 80% 이상이 사모펀드라는 사실은 한국형 SPAC이 대형화·전문화를 이루고 효율적 기업인수를 하기 위한 필요조건이 기관투자자 중심의 투자자 기반 확충이라는 점을 나타낸다. 우리 금융투자업자들도 단지 자금조달이 용이하다는 점에서 개인투자자들의 입맛에 맞는 소규모 SPAC만을 양산하여 SPAC의 기업인수 경쟁을 격화시키기 보다는 기관투자자들에게 어필할 수 있는 새로운 사업모델을 가진 대형화·전문화된 SPAC을 만들어 IPO 및 M&A 시장의 블루오션을 개척하려는 노력이 필요하다.