

기업인수목적회사(SPAC) 제도 도입의 효과[†]

이호선*

〈요 약〉

기업인수목적회사(SPAC)는 기업합병만을 목적으로 하는 페이퍼 컴퍼니로 우회상장을 대신하여 투자자를 보호하려는 목적으로 2009년 우리 증시에 처음 도입되었다. 이후 2013년까지 국내 증시에 상장된 1기 SPAC은 총 22개로 이중 10개가 합병에 성공하였고, 나머지 12개는 기업합병을 하지 못하고 상장폐지되었다. SPAC의 상장에 앞서 공모규모는 약 200~300억원 정도였으며, 상장 초기 일부 SPAC은 주가 급등락을 겪기도 하였으나, 평균적으로 상장 이후 1년 시점에는 주가가 모집가격을 하회하다가 2년 시점에서는 모집가격 근처로 회복되는 패턴을 보였다. 기업합병에 성공한 SPAC의 경우 합병공시 이전 25일간의 공시효과를 살펴보면 누적평균초과수익률(CAAR)이 2.94%로 유의하게 나타났으며, 주주총회 전 25일부터 이후 20일까지의 CAAR도 10.60%로 유의한 주주 부의 증가를 나타냈다. 1기 SPAC을 통해 볼 때 SPAC에 대한 과도한 규제나 SPAC시장의 활성화를 저해한 측면이 있으며, 향후 SPAC의 활성화를 위해서는 이러한 규제들을 완화할 필요성이 있다.

핵심주제어: 기업인수목적회사, 합병, 상장, 상장폐지

논문접수일: 2014년 05월 29일 수정일: 2014년 06월 23일 게재확정일: 2014년 06월 26일

[†] 본 연구는 2012년도 부산가톨릭대학교 교내학술연구비 지원에 의하여 수행된 것임

* 부산가톨릭대학교 경영학과 조교수, ahmlhs@hanmail.net

I. 서 론

2009년 우리 증시에는 기업인수목적회사(Special Purpose Acquisition Company, 이하 SPAC)라는 새로운 형태의 기업이 상장되었다. SPAC은 기업합병만을 목적으로 설립, 공모·상장되는 페이퍼 컴퍼니로 이들 SPAC과 상장을 원하는 성장잠재력이 높은 우량 중소기업 간의 합병을 통해 기존의 IPO를 통한 상장, 우회상장 외에 또 다른 상장방법을 제공하고자 하는 목적으로 도입되었다. SPAC은 상장 후 장외기업과의 합병만을 목적으로 하므로 설립 후 공모를 통해 상장되고 SPAC 경영진이 합병대상을 물색하여 합병을 진행하며, 주주총회에서 주주가 합병여부를 결정하여 합병이 성공할 경우에는 합병 후 매각 또는 장기보유를 통해 이익을 창출하거나 주식매수청구권을 행사하여 투자금을 회수하게 된다. 또한 여러 이유로 합병을 하지 못하고 상장 이후 30개월이 경과하게 되면 청산 후 예치금을 반환하는 구조를 가진다.

SPAC을 가장 극적으로 활용한 사례는 지난 2013년 하나그린SPAC과의 합병을 통해 상장에 성공한 선데이토즈이다. 선데이토즈는 2012년 선풍적인 인기를 끈 스마트폰 게임인 ‘애니팡’으로 유명한 게임제작사이다. 선데이토즈는 2014년 1월 ‘애니팡2’ 출시와 관련하여 급등세를 보였으며, 3월 24일 ‘크로스파이어’로 유명한 스마일게이트에 최대주주 지분 20.7%를 약 1200억원에 매각하여 새로운 벤처신화를 쓰게 되었다. 또한 이러한 성공사례들에 힘입어 2기 SPAC들이 신규로 시장에 진입하기 시작하고 있다.

SPAC은 1990년대 미국에서 유행한 백지수표회사(Blank Check Companies, BCC)의 문제점을 해소하기 위해 BCC에 대한 SEC의 규제를 자발적으로 받아들여 만들어졌으며 2003년 이후 시

장에서 각광을 받게 되었다. 우리나라에서는 2009년부터 정부주도로 도입되어 새로운 투자상품으로 관심을 받기 시작하였다. 이러한 도입배경의 차이와 시장 환경 및 법제의 차이로 인해 한국형 SPAC은 도입초기에는 이유없는 가격급등을 경험하는가 하면, 성공적으로 기업합병을 마무리하여 SPAC 소기의 목적을 달성하는 사례와 더불어 기업합병을 결의하고도 주주총회에서 부결되는 사례가 나타나는 등 제도 운영에 있어 따른 다양한 형태의 결과들이 발생하였다.

본 연구는 SPAC이 우리나라에 도입된 2009년 이후 처음 상장되었던 1기 SPAC들을 중심으로 하여 SPAC이라는 새로운 제도의 도입효과에 대해 알아보는데 목적이 있다. 먼저 SPAC이라는 제도의 도입은 그 이전 과열되었던 우회상장에 대한 정부차원의 대응으로 투자자보호라는 측면을 강화하기 위해 도입된 것으로 볼 수 있다. 또한 SPAC은 투자자에게는 새로운 투자대안으로 예치금 보호를 통한 안정성과 기업합병을 통한 고수익을 추구할 수 있도록 도와주는 한편 우회상장이나 IPO를 고민하는 경영자들에게도 상장을 위한 또 다른 창구역할을 하는 다양한 기회를 제공할 수 있다는 장점을 가지고 있다. 따라서 SPAC의 도입이 이러한 효과들을 실제 가져왔는지 살펴볼 필요성이 있다.

이러한 목적 하에 본 연구에서는 먼저 II장에서 SPAC에 대한 기존의 문헌들을 살펴본다. 그런 다음 SPAC의 생애주기를 구분하여 먼저 상장과정에서의 국내 SPAC의 특징들을 III장에서 살펴보고, IV장에서는 상장된 SPAC들이 시장에서 거래되는 과정에서의 특징들을 살펴본다. V장에서는 SPAC의 목적인 합병 사건의 결과들을 살펴보고, 마지막 VI장에서는 연구의 결과를 정리한다.

II. 문헌연구

SPAC에 대한 연구들은 크게 법률적 접근과 경제적 접근을 하는 연구들로 구분해 볼 수 있다. 국내에서 SPAC이 가진 제도적 특징 및 법률적 고려사항들에 대하여는 법적, 제도적 관점에서 다양한 연구들(김애경, 2008; 김한준, 2010; 오영표, 2010; 김범준, 2010)이 이루어졌으며 경제적 접근을 수행한 연구로 국내에서는 장민오(2010)가 있다. 장민오(2010)는 그 연구시기가 SPAC 도입초기인 관계로 4개의 SPAC을 대상으로 지분회석률과 저평가현상에 대해 살펴보았다. 그 결과 지분회석률은 미국에 비해 낮게 평가되었으며 저평가현상이 나타났으나 그 연구자료가 4개에 불과해 통계적 의미를 찾는 것은 어렵다. 한편 박성준(2011)은 국민연금기금이 SPAC을 어떻게 활용할 것이며 어떠한 점을 고려해야 할 것인지에 대해 논하고 있다. 또한 김지영, 이상규(2012)는 SPAC을 지방중소기업의 상장을 돕는 창구로 활용하기 위한 제도 발전방안을 논하기도 하였다.

해외의 SPAC에 관한 경제적 접근을 수행한 연구들은 다양하게 존재한다. Lewellen(2009)은 SPAC 포트폴리오가 "공개 LBO"와 유사하며 예측가능한 수익률은 예측가능한 생애주기에서 만들어진다는 점과 4요인 포트폴리오 월간 알파가 합병공시후 2%이며 합병완료후 -2%임을 확인하였다. 한편 Jenkinson, Sousa(2009)는 SPAC이 가진 장점에도 불구하고 합병거래 승인의 절반 정도가 그 즉시 가치를 파괴시키는 것을 확인하여 투자자들의 주의를 환기시킬 필요가 있다고 주장하였다. 또한 Floros, Sapp(2011)은 SPAC과 RM(Reverse Merger)과의 비교연구에서 SPAC 투자자의 경우 그 투자유인이 RM 투자자와 달

라 SPAC RM의 합병후 초과수익률이 음으로 나타나게 된다고 지적하고 있다.

Lakicevic, Vulcanovic(2011)는 2003년부터 2009년까지의 미국시장에 상장된 SPAC들의 IPO와 합병에 대하여 연구하였으며 SPAC 증권의 종류에 따라 보유자에게 있어 합병 공시의 효과가 서로 다르게 나타남을 확인하였다. Ignatyeva, Rauch, Wahrenburg(2013)는 2005년 이후 유럽 증시에 상장된 SPAC의 특징을 살펴보았으며 SPAC의 합병목표기업 선정에 있어 큰 이질성이 존재함을 살펴보았다. 한편 Lakicevic, Shachmurove, Vulcanovic(2013)은 SPAC의 합병 성공과 청산에 대한 결정요인을 살펴보았으며 그 결과 운영팀원의 수가 많을수록, 중국에 포커스를 두거나, 덜 알려진 인수자(underwriter) 그룹이 합병성공에 더 큰 영향을 미쳤음을 확인하였다.

III. SPAC 시장 개관 및 상장과정

<표 1>은 2009년 SPAC이 국내에 도입된 이후 2013년 초까지 결성되었던 1기 SPAC들의 목록이다. 총 29개의 SPAC이 설립되었으며 이중 22개가 증시에 상장되었다. 7개의 SPAC은 상장을 위한 상장예비심사를 통과하였지만 시장상황의 악화로 공모를 포기하거나 미리 자진청산되었다. 또한 관주도로 SPAC이 도입되어 각 증권사별로 1개씩만 상장하도록 한 것으로 알려져 있다.¹⁾ 그러나 이후 시장침체와 겹쳐 2011년 1월 5일 KB글로벌스타게임앤앰스가 마지막으로 상장된 이후 새로운 SPAC이 시장에 공급되지 못하였으며, 1기 SPAC들의 존립기한이 만료되어 상장폐지가 이루어진 이후인 2013년 하반기

1) 이재영, 이트레이드 2호 SPAC '어쩌나', 미니투데이, 2010년 8월 30일

<표 1> 1기 SPAC 목록 (가나다순)

이름	대표주관사	시장구분 (상장일자)	합병시도 (결정일자)	합병성공 (주주총회일자)	상장폐지 일자
골든브릿지제1호	골든브릿지증권	상장예비심사통과 후 미상장			
교보KTB	교보증권 KTB투자증권	코스닥 (10.08.27)	제닉 (11.03.30) 코리아에프티 (11.09.29)	코리아에프티 (12.1.10)	-
대신증권 그로쓰알파	대신증권	코스닥 (10.08.24)	썬텔 (11.03.16)	X	13.03.29
대우증권 그린코리아	대우증권 한화증권	유가증권 (10.03.03)	X	X	12.10.15
동부티에스 블랙펠	동부증권	코스닥 (10.12.08)	X	X	13.07.15
동양벨류오션	동양증권	유가증권 (10.03.25)	X	X	12.11.07
리딩벨류제1호	리딩투자증권	상장예비심사통과 후 미상장			
미래에셋제1호	미래에셋증권	코스닥 (10.03.12)	X	X	12.10.23
부국 퓨처스타즈	부국증권	코스닥 (10.10.29)	프롬투정보통신 (11.05.26)	X	13.06.03
신영해피 투모로우제1호	신영증권	코스닥 (10.07.02)	알톤스포츠 (11.04.13)	알톤스포츠 (11.07.08)	-
신한제1호	신한금융투자	코스닥 (10.05.25)	서진오토 모티브 (11.09.29)	서진오토모티브 (12.02.29)	-
IBKS스마트 SME	IBK투자증권	코스닥 (10.12.22)	마이크로프랜드 (11.09.29)	X	13.07.29
SBI앤솔로몬 드립	솔로몬투자증권	코스닥 (10.08.24)	한국웨일즈제약 (11.11.02)	X	13.03.29
HMCIB제1호	HMC투자증권	코스닥 (10.08.31)	화신정공 (11.04.11)	화신정공 (11.07.06)	-
HMCIB제2호	HMC투자증권	상장예비심사통과 후 미상장			
NH제1호	NH투자증권	상장예비심사통과 후 미상장			
LIG마스터	LIG투자증권	상장예비심사통과 후 미상장			
우리기업인수 목적1호	우리투자증권	유가증권 (10.05.11)	X	X	12.12.21
이트레이드1호	이트레이드증권	코스닥 (10.09.10)	하이비전시스템 (11.09.15)	하이비전시스템 (11.12.21)	-
이트레이드 SBI	이트레이드증권	자진청산			
KB글로벌 스타게임엔웹스	KB투자증권	코스닥 (11.01.05)	알서포트 (13.07.25)	알서포트 (13.11.13)	-

			선데이토즈 (13.05.30)		
하이제1호	하이투자증권	코스닥 (10.12.03)	엠에너지 (11.06.30) 디에이치피코리아 (13.06.25)	디에이치피코리아 (13.10.10)	-
한국투자 신성장1호	한국투자증권	코스닥 (10.08.24)	X	X	13.03.29
한양BHE	한양증권	상장예비심사통과 후 미상장			
한화SV 명장제1호	한화증권	코스닥 (10.07.09)	X	X	13.02.15
현대드림 투게더	현대증권	코스닥 (10.03.19)	삼기오토모티브 (11.10.24)	삼기오토모티브 (12.02.24)	-
히든챔피언 제1호	삼성증권	유가증권 (10.06.11)	엔바이오컨스 (12.07.05)	X	13.01.18

가 지나서야 2기 SPAC으로 볼 수 있는 우리기업인수목적2호, 키움제2호인수목적주식회사, KB제2호기업인수목적회사, 유진스팩1호 등이 다시 상장하거나 상장을 준비하고 있는 상황이다.

이들 1기 SPAC들에 대해 살펴보면 대부분의 SPAC이 코스닥시장에 상장되었음을 볼 수 있다. 유가증권시장(이하 코스피)에 상장된 SPAC은 대우증권그린코리아, 동양밸류오션, 우리기업인수목적1호, 히든챔피언제1호의 4종류에 불과하다.

다음으로 SPAC의 기본 목적인 기업합병에 성공한 경우는 교보KTB(코리아에프티와 합병), 신영해피투모로우제1호(알톤스포츠와 합병), 신한제1호(서진오토모티브와 합병), HMCIB제1호(화신정공과 합병), 이트레이드1호(하이비전시스템과 합병), 현대드림투게더(삼기오토모티브와 합병), 키움제1호(한일진공기계와 합병), KB글로벌스타게임앳스(알서포트와 합병), 하나그린(선데이토즈), 하이제1호(디에이치피코리아)의 10개가 합병에 성공하여 상장된 전체 22개 중 45.5%가 본연의 목적을 달성하였다.

한편 합병을 시도하였으나 성공에 이르지 못한 경우도 있었다. 교보KTB는 제닉과, 대신증권그로쓰알파는 썬텔과, 부국퓨처스타즈는 프롬투정보통신과, IBKS스마트SME는 마이크로프랜드

와, SBI엔솔로몬드림은 한국웨일즈제약과, 키움제1호는 영풍제약과, 하나그린은 피엔티와, 하이제1호는 엠에너지와, 히든챔피언제1호는 엔바이오컨스와 각각 합병을 시도하였으나 실패하였다. 이 중 교보KTB는 코리아에프티와, 키움제1호는 한일진공기계와, 하나그린은 선데이토즈와, 하이제1호는 디에이치피코리아와 다시 합병을 시도하여 최종적으로 합병에 성공하였다.

SPAC은 설립 후 존속기간을 3년 정도로 정하고 있는 바 대우증권그린코리아가 2010년 3월 3일 상장된 후 3년 동안 합병을 성공하지 못하여 지난 2012년 10월 15일 상장폐지된 이후 대신증권그로쓰알파, 동부티에스블랙펠, 동양밸류오션, 미래에셋제1호, 부국퓨처스타즈, IBKS스마트SME, SBI엔솔로몬드림, 우리기업인수목적1호, 한국투자신성장1호, 한화SV명장제1호, 히든챔피언제1호의 총 12개 SPAC이 상장폐지되었다.

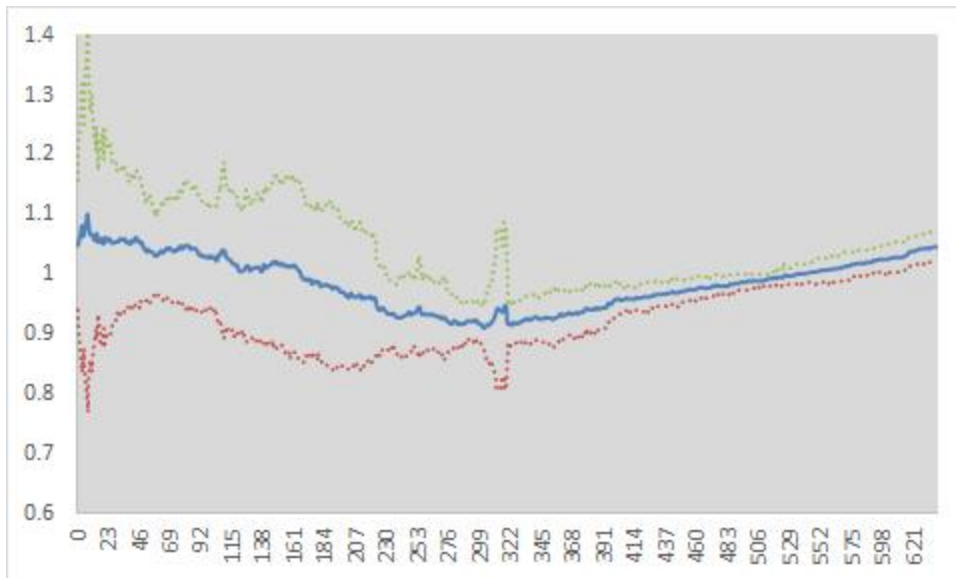
<표 2> SPAC 공모의 특징 (상장일순)

이름 (합병후 이름)	시장구분 (상장일자)	액면가액 (원)	모집가격 (원)	공모규모 (억원)	경쟁률	발행채비용비율 (%)	운용비용비율 (%)	예치비율 (%)
대우증권 그린코리아	유가증권 (10.03.03)	1,000	3,500	875	28.12	1.84	2.16	96
미래에셋 제1호	코스닥 (10.03.12)	500	1,500	200	82.34	1.94	3.06	95
현대드림투게더 (삼기오토모티브)	코스닥 (10.03.19)	100	6,000	200.04	1.50	2.26	1.74	96
동양밸류 오션	유가증권 (10.03.25)	500	10,000	450	41.38	1.66	3.34	95
우리기업 인수목적1호	유가증권 (10.05.11)	5,000	10,000	350	58.72	2.40	1.60	96
신한제1호 (서진오토모티브)	코스닥 (10.05.25)	100	5,000	375	3.25	3.29	0.71	96
허든캡피언제1호	유가증권 (10.06.11)	1,000	2,000	300	0.86	2.67	2.33	95
신영해피 투모로우제1호 (알톤스포츠)	코스닥 (10.07.02)	500	1,000	197	4.61	2.17	2.90	100
한화SV 명장제1호	코스닥 (10.07.09)	100	5,000	200	16.02	1.86	5.31	100
대신증권 그로쓰알파	코스닥 (20.08.24)	1,000	2,000	200	0.65	2.56	3.87	100
SBI엔 솔로몬드립	코스닥 (10.08.24)	500	1,250	200	0.74	3.32	9.09	100
한국투자 신성장1호	코스닥 (10.08.24)	200	2,200	231	3.65	2.37	12.87	100
교보KTB (코리아에프티)	코스닥 (10.08.27)	100	4,000	250	0.93	2.30	2.59	100
HMCIB 제1호 (화신정공)	코스닥 (10.08.31)	100	2,000	235.6	72.96	1.99	5.62	100
이트레이드1호 (하이비전 시스템)	코스닥 (10.09.10)	100	2,000	190	0.84	2.63	5.26	100
키움제1호 (한일진공기계)	코스닥 (10.10.05)	100	2,000	200	0.53	2.15	4.64	100
부국퓨처 스타즈	코스닥 (10.10.29)	500	2,000	118	98.65	2.37	11.15	100
하나그린 (선데이토즈)	코스닥 (10.11.10)	100	4,000	200	110.75	2.51	5.78	100
하이제1호 ¹⁾ (디에이치피코리아)	코스닥 (10.12.03)	500	4,000	270	50.31	2.05	-	100
동부티에스블랙펠	코스닥 (10.12.08)	100	2,000	225	40.84	1.27	4.49	100

<표 2>는 상장을 위한 공모과정에서의 주요 특징을 정리한 것이다. 대부분의 SPAC이 주식의 액면가는 100원에서 5,000원, 모집가격은 1,000원에서 10,000원 사이에서 결정하였으며, 공모규모는 대우증권그린코리아가 875억원을 가장 많았고 대략 200억원~300억원 사이에서 공모가 이루어졌다. 청약경쟁률은 비슷한 시기에 이루어진 경우에도 차이가 많이 나타남을 볼 수 있다. 2010년 11월 10일 상장된 하나그린SPAC의 경우 110.75의 청약경쟁률을 보인 반면 그 한 달 전에 상장된 키움제1호SPAC은 0.53:1로 미달하는 등 그 편차가 크게 나타났다. 발행제비용률은 공모규모대비 평균 2.29%로 나타났으며 투자설명서상의 운용자금 예측치는 SPAC별로 편차가 크게 나타났으나 평균 4.88%정도로 예상하였다. 여기에서 특기할 사항은 모든 SPAC에서 발행제비용의 상당부분을 차지하는 인수수수료에 대해 일부는 상장시점에 선취하고 일부는 향후 합병이

성공할 경우에 추가로 지급받기로 하여 발행제비용을 낮췄음을 볼 수 있다. 예를 들어 대우증권그린코리아SPAC은 총 공모금액의 3%에 대하여 인수수수료를 책정하였으나 이중 50%는 상장시점에 선취하고 나머지 50%는 합병등기가 완료되는 경우에 선취하기로 하였으며 미래에셋제1호SPAC은 총 인수수수료 10억원 중 3억원만 선취하고 합병성공시 7억원을 추가로 지급받기로 하였다.

또한 SPAC은 투자자보호를 위해 공모자금의 일정 부분을 금융기관에 예치하도록 되어 있는데 초기 상장된 SPAC들은 이 비율을 95%, 또는 96%로 하다가 2010년 7월 이후 상장된 SPAC들은 전부 이 비율을 100%로 고정한 것이 특징적이다. 이는 발행제비용과 운용비용을 공모자금에서 사용하지 않고 SPAC 설립 시점의 납입자본금과 공모 이전에 발행한 전환사채와 같은 자금에서 사용하기로 결정한 것을 의미한다.



IV. SPAC 주식의 거래

앞 장에서는 SPAC의 공모과정까지 살펴보았으며 본 장에서는 상장이 이루어진 이후의 주가 흐름에 대해서 살펴보고자 한다. SPAC 도입 초기 일부 SPAC의 주가가 급등하는 현상을 보이기도 하였는데 이러한 점은 <표 3>에서도 살펴볼 수 있다. 특히 미래에셋제1호SPAC과 현대드림투게더SPAC은 모집가격대비 상장일증가 수익률이 각각 18%, 30.33%에 이르렀으며, 모집가격 대비 상장후 5 영업일 증가로도 67.33%, 57.5%

의 수익률을 기록하였다. 그러나 다른 SPAC들의 경우 모집가격대비 상장일증가 수익률이 음의 값을 가지는 경우도 상당수 나타났다. 특히 상장후 5일이 지난 시점에서의 수익률이 전체 표본에서는 모집가격대비 6.32%, 상장일시초가 대비 2.03%로 나타났으나 미래에셋제1호SPAC과 현대드림투게더SPAC을 제외한 경우에는 모집가격대비로는 0.97%, 상장일시초가 대비로는 -2.53%로 나타났다. 이는 SPAC의 모집가격에 대해 일부 SPAC을 제외하고는 고평가되었다고 시장에서 판단한 것으로 이해할 수 있다.

<표 3> 상장직후 SPAC 주가수익률 (상장일순)

이름 (합병후 이름)	모집가격 (원)	상장일시초가 (수익률)	상장일변동폭 (%) ¹⁾	상장일증가 (수익률) ²⁾	상장후 5일수익률 (%) ³⁾	상장후 5일수익률 (%) ⁴⁾
대우증권그린코리아	3,500	3,570원 (2%)	8.35	3,550원 (1.43%)	1.29	-4.32
미래에셋제1호	1,500	1,540원 (2.67%)	15.31	1,770원 (18%)	67.33	62.99
현대드림투게더 (삼기오토모티브)	6,000	6,800원 (13.33%)	19.76	7,820원 (30.33%)	57.5	38.97
동양밸류오션	10,000	15,000원 (50%)	30.59	12,750원 (27.50%)	5.00	-30.00
우리기업인수목적 1호	10,000	10,500원 (5%)	6.00	10,050원 (5%)	-2.00	-6.67
신한제1호 (서진오토모티브)	5,000	4,500원 (-10%)	14.06	4,450원 (-11%)	-8.70	1.44
허든챔피언제1호	2,000	1,940원 (-3%)	5.91	1,900원 (-5%)	-3.25	-0.26
신영해피투모로우 제1호 (알톤스포츠)	1,000	1,065원 (6.5%)	8.46	1,005원 (5%)	0.50	-5.63
한화SV명장제1호	5,000	4,960원 (-0.8%)	1.62	4,985원 (-0.3%)	-0.20	0.60
대신증권그로쓰알파	2,000	1,990원 (-0.5%)	2.58	1,975원 (-1.25%)	-2.00	-1.51
SBI엔솔로몬드림	1,250	1,235원 (-0.012%)	3.33	1,220원 (-2.4%)	-3.20	-2.02

(화신정공)		(6%)		(7.25%)		
이트레이드1호 (하이비전시스템)	2,000	2,005원 (0.25%)	0.75	1,995원 (-0.25%)	-2.50	-2.74
키움제1호 (한일진공기계)	2,000	2,100원 (5%)	6.06	1,985원 (-0.75%)	3.00	-1.90
부국퓨처스타즈	2,000	2,300원 (15%)	4.46	2,305원 (15.25%)	14.25	0.65
하나그린 (선데이토즈)	4,000	4,210원 (5.25%)	1.55	4,220원 (5.50%)	4.63	-0.59
하이제1호 (디에이치피코리아)	4,000	4,060원 (1.5%)	1.87	4,010원 (0.25%)	1.00	-0.49
동부티에스블랙펠	2,000	1,970원 (-1.5%)	1.79	1,970원 (-1.5%)	-0.50	1.02
IBKS스마트SME	1,000	990원 (-1%)	1.63	998원 (-0.2%)	-1.10	-0.10
KB글로벌스타게임엔업 스 (알서포트)	2,500	2,700원 (8%)	15	3,105원 (24.20%)	1.80	-5.74
평균	3,407	3,653원 (4.86%)	7.08	3,714원 (4.62%)	6.32	2.03
중앙값	2,100	2,253원 (0.12%)	4.16	2,255원 (1.75%)	0.75	-0.38

- 1) 상장일 고가와 저가의 차이를 상장일 저가로 나누어 계산함
- 2) 모집가격과 상장일 종가의 차이를 모집가격으로 나누어 계산함
- 3) 모집가격과 5 영업일 후 종가의 차이를 모집가격으로 나누어 계산함
- 4) 상장일시초가와 5 영업일 후 종가의 차이를 상장일시초가로 나누어 계산함

<표 4> SPAC 장기 주가수익률 (상장일순)

이름 (합병후 이름)	1년후수익률 (%) ¹⁾	2년후수익률 (%)	반환예정금액 (원) ²⁾	상장후최저가 (원) ³⁾	반환예정수익률 (%) ⁴⁾
대우증권그린코리아	0.29	-3.29	3,652	2,980	22.55
미래에셋제1호	6.33	-1.67	1,566	1,250	25.28
현대드림투게더 (삼기오토모티브)	1.00	X	6,272	5,000	25.44
동양밸류오션	-2.70	-3.70	10,502	8,500	23.55
우리기업인수목적1호	-7.20	-2.00	10,551	8,510	23.98
신한제1호 (서진오토모티브)	-7.30	X	(5,243)	4,255	23.22
히든챔피언제1호	-12.50	-3.00	2,106	1,710	23.16
신영해피투모로우제1호 (알톤스포츠)	6.00	X	1,102	958	15.03
한화SV명장제1호	-10.20	0.00	(5,486)	4,255	28.93
대신증권그로스알파	-11.75	0.00	(2,194)	1,705	28.68
SBI엔솔로본드립	-13.20	-0.80	(1,371)	1,020	34.41

키움제1호 (한일진공기계)	-14.75	0.00	2,217	1,705	30.03
부국퓨처스타즈	-10.00	-0.25	2,185	1,690	29.29
하나그린 (선데이토즈)	-8.25	-0.62	4,327	3,355	28.97
하이제1호 (디에이치피코리아)	-6.88	-0.50	4,371	3,330	31.26
동부티에스블랙필	-6.00	0.00	2,217	1,720	28.90
IBKS스마트SME	-6.10	-1.00	1,108	837	32.38
KB글로벌스타게임 앤앰스 (알서포트)	-6.80	-0.40	2,732	2,080	31.35
평균	-6.55	-1.13	3,566	2,897	26.83
중앙값	-7.30	-0.71	2,272	1,913	28.91

- 1) 모집가격과 상장 1년 후 종가의 차이를 모집가격으로 나누어 계산하였으며, 합병이 이루어진 SPAC의 경우 합병종료전까지의 기간만을 대상으로 계산함
- 2) 반환예정금액은 투자설명서에 명기된 금액이며, 괄호안에는 투자설명서에 반환예정금액이 명기되지 않은 경우 예치비율이 비슷한 타 SPAC의 예상이자율의 평균을 사용하여 저자가 계산한 값을 기록함
- 3) 합병이 이루어진 SPAC의 경우 합병종료전까지 기간을 대상으로 함
- 4) 상장 후 최저가와 반환예정금액의 차이를 상장 후 최저가로 나누어 단순 계산한 것으로 동일 기간을 가정하지 않음

<표 5> 합병공시의 효과

일자	평균초과수익률 (AAR)	누적평균 초과수익률 (CAAR)	일자	평균초과수익률 (AAR)	누적평균 초과수익률 (CAAR)
D-25	-0.62%	-0.62%	D-12	-0.03%	0.31%
D-24	0.69%	0.07%	D-11	1.09%	1.40%
D-23	-0.88%	-0.81%	D-10	-0.18%	1.23%
D-22	0.54%	-0.27%	D-9	-0.34%	0.89%
D-21	-0.34%	-0.61%	D-8	0.16%	1.04%
D-20	-0.13%	-0.74%	D-7	-1.02%	0.02%
D-19	1.13%	0.39%	D-6	-0.52%	-0.50%
D-18	-0.49%	-0.11%	D-5	0.07%	-0.43%
D-17	-0.26%	-0.37%	D-4	0.75%	0.32%
D-16	0.52%	0.15%	D-3	1.42%	1.75%
D-15	-0.22%	-0.07%	D-2	-0.52%	1.22%
D-14	-0.01%	-0.08%	D-1	0.44%	1.67%

한편 <표 4>는 상장 이후 1년, 2년차의 보유 수익률 및 반환예정금액과의 관계를 살펴본 것이다. 공모시점의 모집가격으로 주식을 매입한 후 1년 뒤 보유수익률은 평균 -6.55%를 기록하였으며, 2년 후에는 -1.13%였다. 즉 상장 후 1년 시점의 가격은 모집가격보다 낮게 형성되었다가 2년 시점에는 모집가격 근처로 회복된 것을 볼 수 있다. 이러한 사실은 <그림 1>에서도 잘 나타난다. 이는 합병되지 않은 SPAC의 발행가 대비 주가를 평균하여 살펴본 것으로 상장후 일정 시점이 지나면서 주가가 모집가격을 하회하

는 경우, 즉 발행가 대비 주가가 1보다 작은 값을 보이다가 이후 SPAC의 상장폐지가 다가올수록 모집가격을 회복하는 패턴을 보이는 것과 같은 결과이다. 참고로 300일 근처에서는 하이비전 시스템이 합병을 완료하여 자료에서 빠지면서 그래프의 특이점을 나타내게 되었다.

또한 상장후 최저가로 매입하여 상장폐지 이후 반환예정금액을 수취할 것으로 가정할 경우 그 수익률이 약 26.83%에 이르는 것으로 나타나고 있다. 이는 최대 투자기간을 3년으로 볼 때 연수익률이 약 8.25%에 이르는 것이다. 연수익률

<표 6> 주주총회 개최일 전후의 효과

일자	평균초과수익률 (AAR)	누적평균초과수익률 (CAAR)	일자	평균초과수익률 (AAR)	누적평균초과수익률 (CAAR)
D-25	0.48%	0.48%	D-2	1.13%	6.00%
D-24	0.07%	0.55%	D-1	1.69%	7.69%
D-23	-0.51%	0.04%	D-0	-0.20%	7.49%
D-22	-0.41%	-0.37%	D+1	-0.69%	6.80%
D-21	0.62%	0.25%	D+2	-0.08%	6.72%
D-20	0.06%	0.31%	D+3	-0.10%	6.61%
D-19	0.00%	0.31%	D+4	1.13%	7.74%
D-18	0.45%	0.76%	D+5	0.27%	8.01%
D-17	0.88%	1.65%	D+6	-0.92%	7.10%
D-16	-0.04%	1.61%	D+7	0.12%	7.21%
D-15	1.62%	3.23%	D+8	-0.01%	7.20%
D-14	0.64%	3.87%	D+9	-0.10%	7.10%
D-13	0.34%	4.21%	D+10	-0.63%	6.47%
D-12	0.25%	4.46%	D+11	0.46%	6.93%
D-11	-0.81%	3.65%	D+12	-0.63%	6.30%
D-10	0.08%	3.74%	D+13	0.43%	6.73%
D-9	0.33%	4.07%	D+14	-0.05%	6.68%
D-8	1.40%	5.47%	D+15	0.38%	7.05%
D-7	-0.20%	5.27%	D+16	1.38%	8.43%
D-6	-0.08%	5.19%	D+17	1.75%	10.17%
D-5	-0.16%	5.02%	D+18	-0.39%	9.78%
D-4	0.27%	5.30%	D+19	-0.02%	9.76%

2) 합병되기 전 SPAC의 발행가 대비 주가를 평균한 것으로 합병이 완료된 시점이후는 반영하지 않았으며, 일부 700 거래일 이상 상장된 SPAC의 자료는 그림에 포함하지 않았다.

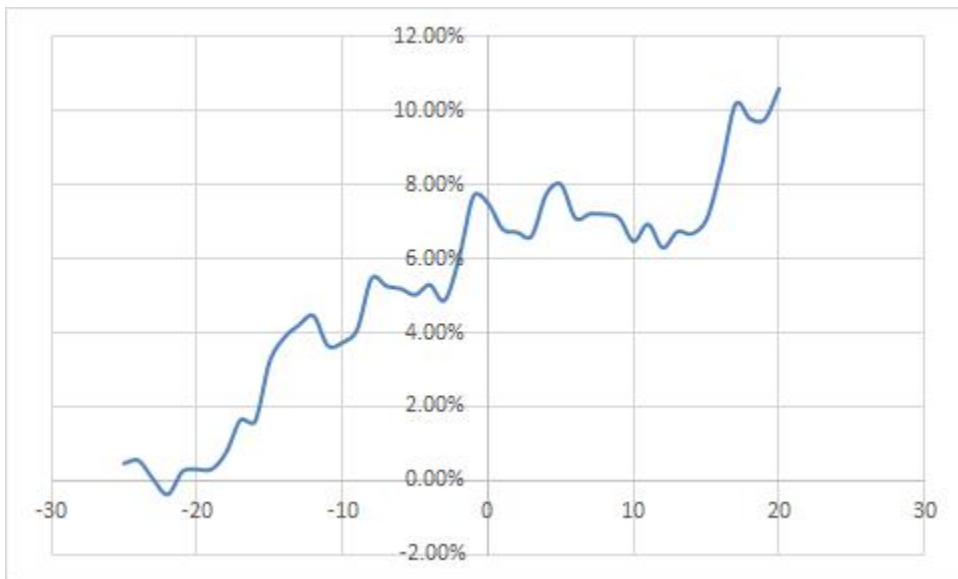
이 이렇게 높게 예상됨에 따라 언론에서는 SPAC이 기업합병에 실패할 경우 투자자가 더 높은 수익률을 얻을 수도 있다라는 취지의 기사³⁾가 실리기도 하였다.

V. SPAC의 종료: 합병 또는 상장폐지

SPAC은 그 설립목적이 장외기업과의 합병이므로 합병에 성공하지 못하게 되면 일정 기간이 흐른 후에 상장폐지되고 예치해둔 투자금을 투자자들에게 돌려주게 된다. <표 1>에서 보듯 합병에 성공한 SPAC은 교보KTB, 신영해피투모로우제1호, 신한제1호, HMCIB제1호, 이트레이드1

호, 현대드림투게더, 키움제1호, 하나그린, 하이제1호의 10개이다. 한편 이중 교보KTB, 키움제1호, 하나그린, 하이제1호는 합병실패를 한번 경험한 후 다시 합병을 시도하여 성공한 사례이며, 대신 증권그로스알파, 부국퓨처스타즈, IBKS스마트SME, SBI앤솔로몬드림, 히든챔피언제1호는 합병에 실패하고 결국 상장폐지에 이르게 되었다⁴⁾.

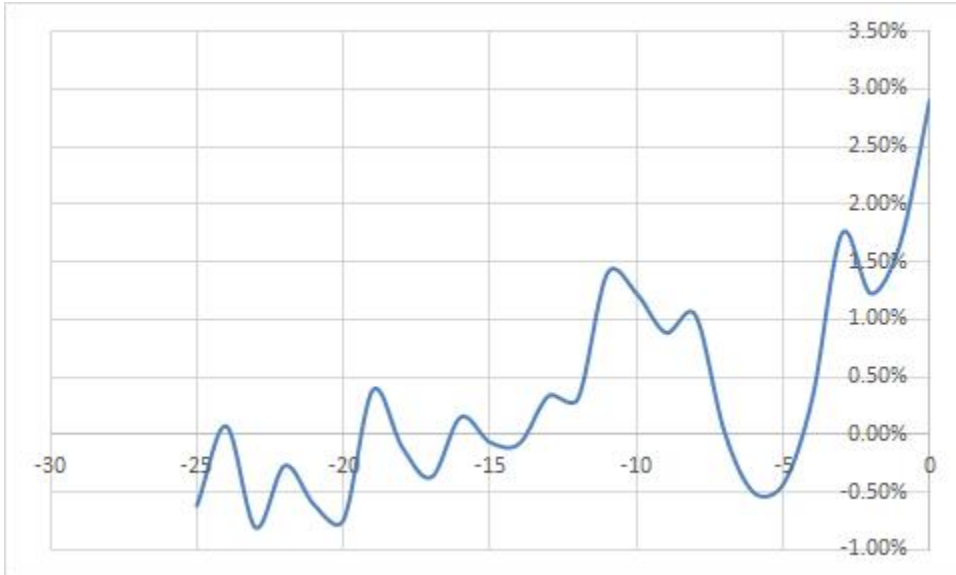
한편 SPAC에 대한 시장규정에 따르면 합병의 대상이 되는 비상장법인에 대한 상장적격성 심사기간에 대해 SPAC의 매매거래가 정지되도록 되어있다(한국거래소, 2009). 이는 합병공시이후 상장적격성심사로 인해 합병의 공시효과를 확인하는데 어려움이 있음을 뜻한다. <표 5>는 합병공시에 따른 효과를 합병공시 이전 25일부터의



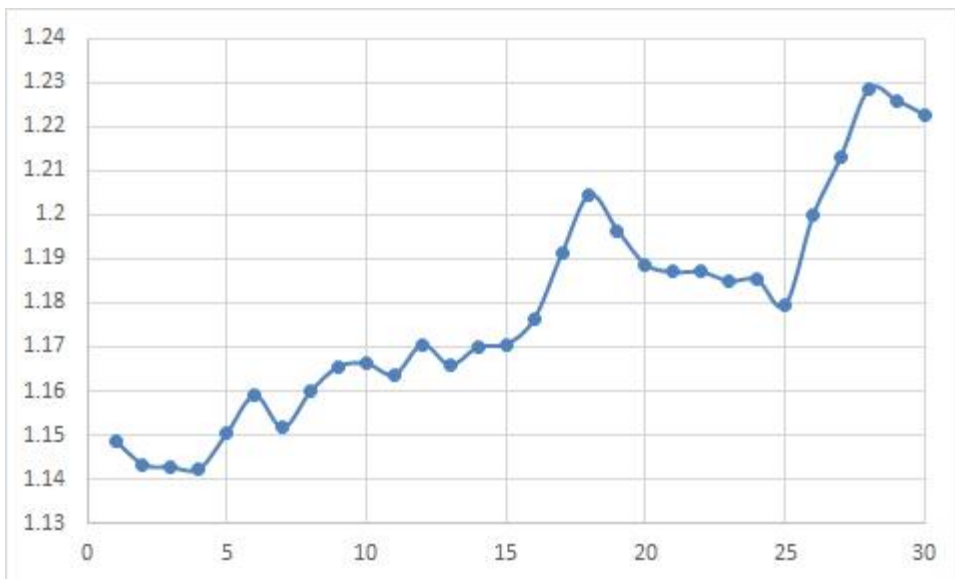
<그림 2> 주주총회 개최일 전후의 누적초과수익률 추이

3) 조동진, 투자시장의 미운 오리 스팩SPAC 다시 보니 알짜!, 주간조선, 2012년 4월 30일.

4) 합병에 성공한 SPAC과 그렇지 않은 SPAC의 차이를 알아보기 위해 SPAC의 특성들을 나타내는 변수들을 설정하여 Logit 분석을 수행하였으나 분석결과 유의한 설명을 할 수 있는 변수들이 나오지 않아 본문에 보고하지 않았다. 이에 관하여는 결론의 연구의 한계 부분에서 다시 짚고 넘어가고자 한다.



<그림 3> 주주총회 개최일 전후의 누적초과수익률 추이



주가수익률에서 시장수익률을 차감한 시장조정 수익률을 사용하여 평균초과수익률(AAR)과 누적평균초과수익률(CAAR)을 계산한 것이다. 공시일 이전 25일부터 공시일까지의 누적평균초과수익률은 2.94%, t값은 1.66으로 10%수준에서 유의한 것으로 나타났다. <그림 2>는 누적평균초과수익률의 그래프이다. 특히 합병공시 4일전부터 누적초과수익률이 나타나고 있음을 볼 수 있다.

한편 <표 6>과 <그림 3>은 주주총회 개최를 통해 합병이 완료되는 시점 전후의 시장조정수익률에 대한 것으로 합병종료 이전 25일부터의 누적시장조정수익률이 지속적으로 상승함을 볼 수 있다. 이는 SPAC의 합병에 대해 시장에서 긍정적으로 평가하고 있음을 의미한다. 그에 따라 주주총회 개최일 이전 25일부터 개최이후 20일까지의 누적평균초과수익률은 10.60%, t값은 2.26으로 5%수준에서 유의한 것으로 나타났다.

<그림 4>는 합병일로부터 30거래일 동안의 SPAC 초기 발행가 대비 합병SPAC의 일별주가의 추이를 보인 것이다. 앞서의 시장조정수익률 추이 및 일별주가 추이를 합하여 볼 때 합병을 통해 시장에 성공적으로 진입한 기업에 대하여 SPAC이 아닌 개별 기업에 대한 평가가 이루어지면서 <그림 1>과는 다른 형태의 주가흐름이 나타나기 시작하는 것으로 판단할 수 있다.

VI. 결 론

본 연구는 2009년 도입된 1기 SPAC의 도입과 운영에 관하여 살펴본 연구이다. SPAC 도입 이후 2013년까지 22개의 SPAC이 상장되었으며, 이중 10개의 SPAC은 합병에 성공하였으나 나머지 12개 SPAC들은 상장폐지가 되었다. 전체적인 합병성공률을 보면 장외기업의 상장기회 제

공이라는 SPAC제도 도입의 본래 취지를 달성하는데 어느 정도 성공적이었다고 볼 수도 있으나, 이중 4개의 SPAC이 SPAC의 상장폐지를 목전에 둔 2013년 중반에야 겨우 합병에 성공했다는 점을 감안하면 아쉬운 점도 분명히 존재한다.

특히 3년여의 1기 SPAC 운영기간동안에 있어 가장 아쉬웠던 점으로 꼽을 수 있는 것은 SPAC의 신규 상장을 제한하여 자본시장에서 지속적인 관심을 받지 못한 것이다. 거래소가 SPAC의 공급 과잉과 SPAC공모시장의 미성숙을 우려하여 1개 증권사 당 1개의 SPAC만을 상장하도록 하는 방침을 통해 공급조절을 시행한 것이 지속적인 시장의 관심을 끄는 데 실패하였고, 또한 2009년 이후 자본시장이 계속 침체되었으며, 합병대상이 되어 상장적격성 심사를 통과할만한 비상장기업이 그렇게 충분하지 못하였다는 점도 SPAC이라는 수단 자체가 한동안 시장의 관심밖 에 있었던 이유가 될 것이다. 그리고 제도 도입 초기에 지나치게 많은 규제들로 인해 여러 시장 참여자들, 특히 비상장기업 경영자들의 눈길을 끄는데 실패하였던 것도 여러 번 지적되기도 하였다.

다만 '선데이토즈'로 대표되는 SPAC의 성공사례로 인해 2기 SPAC이 성공적으로 시장에 진입하고 있음은 향후 SPAC이 자본시장에서 나름의 역할을 수행하는데 있어 상당히 고무적인 현상이라 할 수 있다. 또한 정부와 거래소가 SPAC이 가지는 여러 장점들을 살리기 위한 다양한 규제 완화 방침을 내놓고 있는 것도 희소식이라 하겠다. 특히 1기 SPAC의 침체기에 시행된 비상장기업 가치평가 자율성 확대 및 투자자 보호 조치 강화에 이어 2기 SPAC의 등장과 함께 상장요건 완화와 같은 조치들이 이루어져 앞으로의 SPAC시장에 대한 전망을 밝게 하고 있다. 그리고 2기 SPAC에서는 SPAC의 규모를 줄여 합병기업의 탐색에 도움이 되도록 하는 한편 합

병대상의 물색과정도 빠르게 진행하고 있는 것으로 나타나고 있다. 이러한 2기 SPAC의 변화에는 1기 SPAC의 경험과 노하우가 바탕이 되었음은 당연하다.

SPAC이 가지는 여러 목적 중 하나는 비상장 기업이 상장할 수 있는 또 다른 기회를 제공한다는 데에 있다. 이러한 기회를 가장 필요로 하는 쪽은 소규모 벤처기업들이다. 이들 벤처기업들이 경제의 성장동력이 되고, 고용창출에 큰 도움이 되는 것은 주지의 사실이나(최승욱, 김희규, 2000; 최상렬, 노현섭, 2001; 전양진, 2013), 벤처기업이 필요한 자금조달의 방법은 그다지 많지 않은 것이 현실이다. 특히 소규모 벤처기업이 자본시장에서 자금을 조달하는 것은 현실적으로 어려움이 많다. 이러한 상황에 SPAC은 소규모 벤처기업의 자본시장 접근성을 높이는데 큰 도움이 될 수 있을 것이며, 현 정부의 창조경제 활성화에도 일조할 것이다. 또한 SPAC의 활성화는 침체되어 있는 우리나라 M&A 시장에 중소규모 M&A 기회 확대라는 측면에서도 크게 기여할 수 있을 것이다.

본 연구를 수행하는데 있어 연구의 대상이 된 1기 SPAC의 수가 22개에 불과하여 다양한 통계 분석을 사용하는데 심한 제약이 따랐다. 앞으로 많은 수의 SPAC들이 시장에 진입하고 운영된다면 SPAC 운영자의 명성이나 기술과 같이 SPAC의 성공에 영향을 미칠 것으로 생각되는 요인들이 실제 SPAC의 성공에 영향을 미치는가와 같은 다양한 주제의 후속연구들이 가능할 것으로 기대한다.

참고문헌

1. 김범준(2010), 자본시장법상 기업인수목적회사(SPAC)제도의 도입과 법적 과제, 기업법연구 제24권 제2호, pp.119-148.
2. 김애경(2008), Special Purpose Acquisition Companies(SPAC)의 도입 및 제도화를 위한 법적 고찰, 증권법연구 제9권 제2호, pp.271-314.
3. 김지영·이상규(2012), 지방중소기업 상장 창구로서의 기업인수목적회사제도(SPAC) 개선 방향, 한국지역경제연구 제22집, pp.141-154.
4. 김한준(2010), 국내 기업인수목적회사(Special Purpose Acquisition Company, SPAC)의 재무적 특성과 제도적 고찰, 기업법연구 제24권 제3호, pp.329-352.
5. 박성준(2011), 기업인수목적회사(SPAC)와 국민연금기금의 운용방안, 국민연금연구원.
6. 오영표(2010), 기업인수목적회사(SPAC)에 대한 법적 고찰, 은행법연구 제3권 제1호, pp.127-164.
7. 장민오(2010), 자본시장통합법 이후 시행되어진 기업인수목적회사의 성과 비교 분석, 고려대학교 석사학위논문.
8. 전양진(2013), 상장 이전의 재무활동이 벤처기업의 상장유지(폐지)에 미치는 영향 분석, 경영과 정보연구 제32권 제2호, pp.21-46.
9. 최상렬, 노현섭(2001), 우량·비우량 벤처비즈니스의 기업특성, 경영정보연구 제6호, pp.163-186.
10. 최승욱·김희규(2000), 벤처기업의 문제와 활성화방안 연구, 경영정보연구 제4호, pp. 161-200.
11. 한국거래소(2009), 기업인수목적회사(SPAC)의 이해.

12. Floros, Ioannis V., and Sapp, Travis R.A.(2011), Shell games: On the value of shell companies, *Journal of Corporate Finance* 17, pp.850-867.
13. Ignatyeva, E., Rauch, C. and Wahrenburg, M.(2013), Analyzing European SPACs, Working paper.
14. Jenkinson, Tim and Sousa, Miguel(2009), Why SPAC investors should listen to the market, Working paper.
15. Lakicevic, M., Shachmurove, Y. and Vulcanovic, M.(2013), On Mergers, Acquisitions and Liquidation Using Specified Purpose Acquisition Companies (SPACs), Working paper.
16. Lakicevic, M. and Vulcanovic, M.(2011), A Story on SPACs, Working paper.
17. Lewellen, S.M.(2009), SPACs as an Asset Class, Working paper.

Abstract

Introduction of SPAC and It's Effects

Lee, Ho-Sun*

SPAC(Special Purpose Acquisition Company) is the paper company that aims the merger of private company only, and introduced in Korea at 2009. Until 2013, 22 SPACs were listed, and 10 of them made successful mergers but rest were delisted. When IPO, range of the volume of public offerings were 20~30 billion won. After IPO, some SPACs showed extreme price movements, but on average their prices were below IPO prices 1 year later and near IPO prices 2 years later. Successful SPACs showed positive and significant 2.94% 25 days Cumulative Average Abnormal Return(CAAR) before the public announcements of merger and also showed positive and significant 10.60% 45 days CAAR around the general meetings of shareholders. I concluded that SPAC market were constrained by several regulations, so deregulation is needed for SPAC market activation.

Key Words: Special Purpose Acquisition Company, Merger, Listing, Delisting

* Assistant Professor, Dept. of Business Administration, Catholic University of Pusan, ahmlhs@hanmail.net