

KCMI

# SPAC 제도도입의 기대효과 및 기업금융 활성화

2009. 05. 07

자본시장연구원

연구위원

김갑래

c0mrade@kcmi.re.kr



자본시장연구원  
Korea Capital Market Institute

- 1 SPAC의 개념
- 2 SPAC 투자의 구조
- 3 미국 SPAC의 발전 및 성공요인
- 4 SPAC 제도도입의 기대효과
- 5 SPAC 을 통한 기업금융  
활성화와 자본의 선순환 촉진
- 6 한국형 SPAC 제도도입시 고려사항

- ❖ **기업인수목적회사(Special Purpose Acquisition Company: SPAC)**란 기업인수를 유일한 목적으로 하여 투자자로부터 공모방식으로 일정규모 이상의 자금을 모집하여 설립한 일종의 명목회사(paper company)
  - 경영진이 대상기업을 발굴하고 주주가 기업인수 여부를 결정하는 투자결정구조
  - SPAC 설립 후 일정기간 내에 대상회사를 인수하고 기업공개를 통해 가치가 상승한 합병기업의 주식을 투자자들이 주식시장에서 매각하여 투자이익을 회수할 수 있게 하는 수익구조

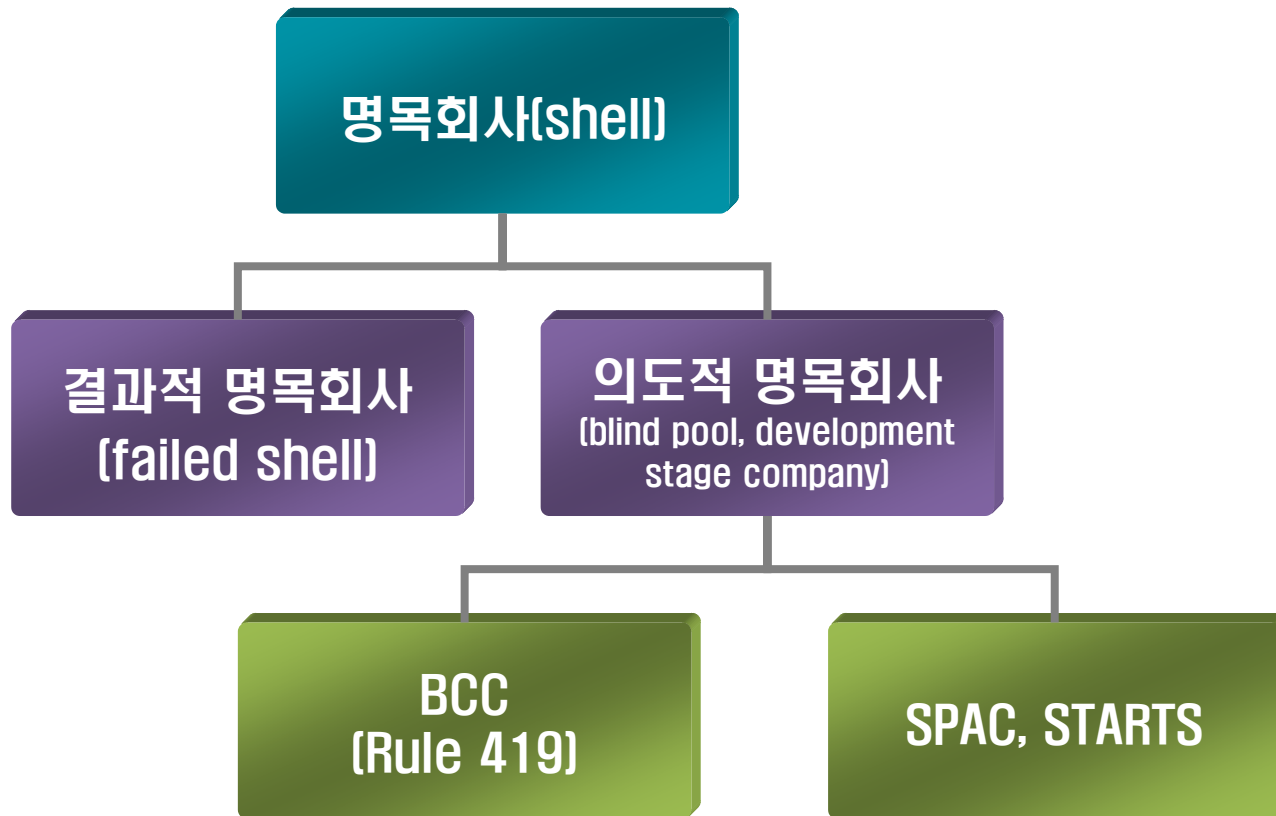
# 대형화된 의도적 명목회사 (Shell Company)로서의 SPAC



## SPAC의 개념

- ❖ 역인수합병(reverse merger)에 있어 명목회사(shell company)는 결과적 명목회사와 의도적 명목회사로 나눌 수 있음
  - 결과적 명목회사는 전통적 우회상장 등에 사용되며 잠재부실의 문제가 큼
  - 의도적 명목회사는 신종 대체인수수단(alternative acquisition vehicle)으로 쓰이며 재무적 투명성이 높고 잠재부실의 우려가 적음
- ❖ 의도적 명목회사는 투자대상이 불특정된(blind pooled) 발전단계회사(development stage company)
  - 미국의 경우 의도적 명목회사는 Rule 419 저가 투기주(penny stock) 규제를 받는 BCC(Blank Check Company)와 대형화된 의도적 명목회사인 SPAC 등으로 분류됨
    - BCC와 SPAC의 실질적 구별기준은 회사자본(Stockholders' Equity)이 500만불 이상인지 여부
- ❖ 한국형 SPAC도 그 속성상 대형화(일정규모의 이상의 자본) 및 사전대 상기업특정(pre-identification)금지 요건 필요

# 미국 법제하에서 명목회사(Shell Company) 분류



# SPAC과 Buyout Fund의 비교



## SPAC의 개념

	SPAC	Buyout Fund
법적 형태	주식회사	조합(LP, LLP 등)/ 합자회사(우리나라)
자금모집	공모	사모
자금운용	경영진 대상기업 발굴/ 주주 인수결정(투자결정)	GP가 독점적 운영
성과배분	인수 성공시 배분 절차 없음/ 인수실패시 투자자에게 원금배분	펀드 존속기간 경과 후 투자결과 배분
투자대상	주로 우량 비상장기업	주로 저평가, 경영비효율성 누적기업
투자목적	기업인수 후 지분 장내매각 (listing arbitrage)	기업가치 상승 후 재매각
인수금융	주로 공모자금 사용	주로 차입(leverage) 사용
인수 후 행태	비상장기업 오너의 경영권을 보장하는 것이 일반적	경영권 장악 후 구조조정 (going private이 빈번)

# SPAC의 주요 투자흐름

Ch.2

## SPAC 투자의 구조



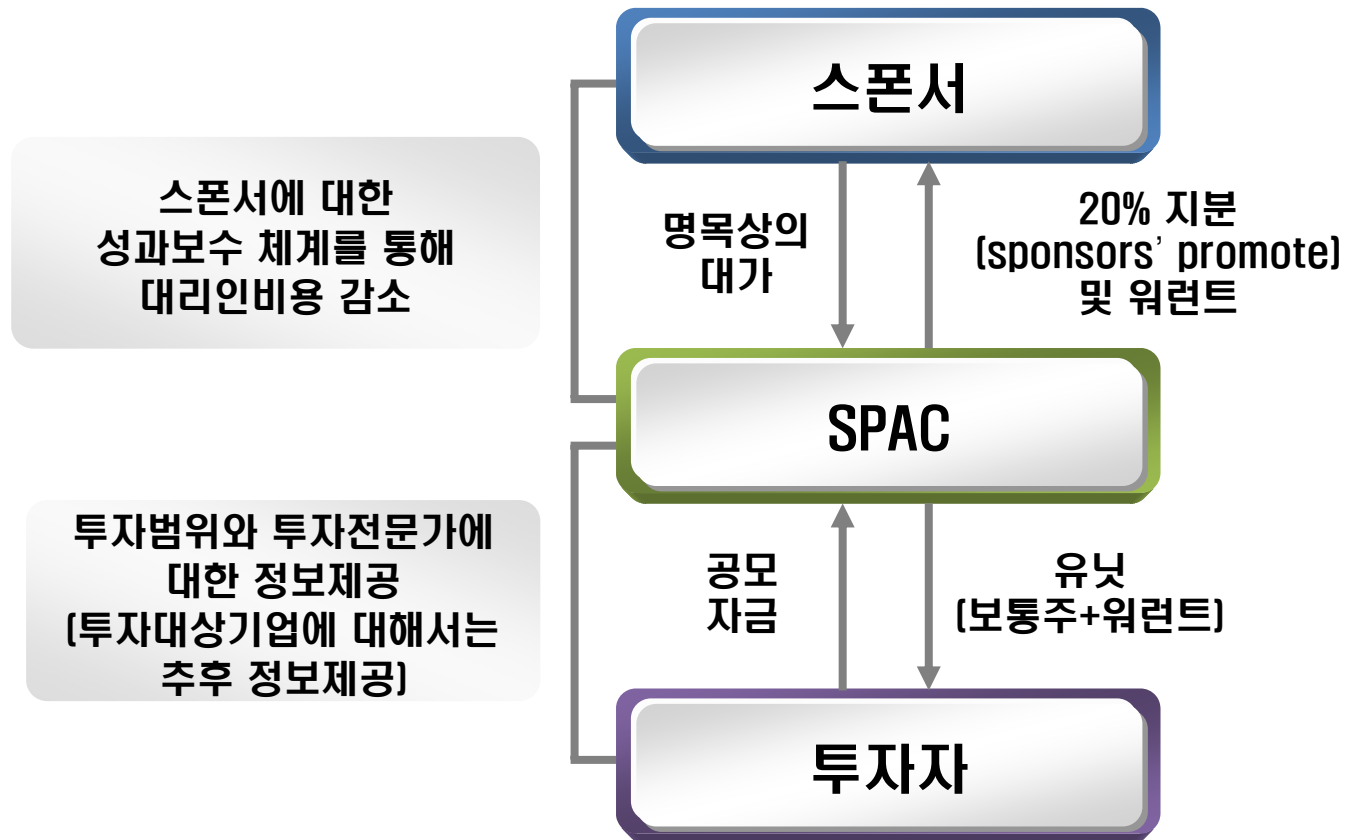
- ❖ SPAC 투자의 주체인 스폰서(sponsor)는 발기인으로서 비상장회사를 미리 설립 (IPO를 통한 공모자금조달의 준비단계)
  - 미국에 상장된 SPAC은 주로 미국 델라웨어주에서 설립되나 조세피난처로서 규제가 적은 케이만 제도(Cayman Islands)나 버뮤다(Bermuda) 등 외국에 설립되는 경우도 빈번
- ❖ SPAC의 스폰서(sponsor)는 자금모집 및 M&A를 담당하는 금융전문가와 투자대상 산업분야의 전문 경영인으로 구성됨
  - 금융전문가 참여의 예: Hicks Acquisition Co.의 CEO인 Thomas O. Hicks (LBO 전문가), Marathon Acquisition Corp.의 CEO인 Michael S. Gross (PEF 전문가)

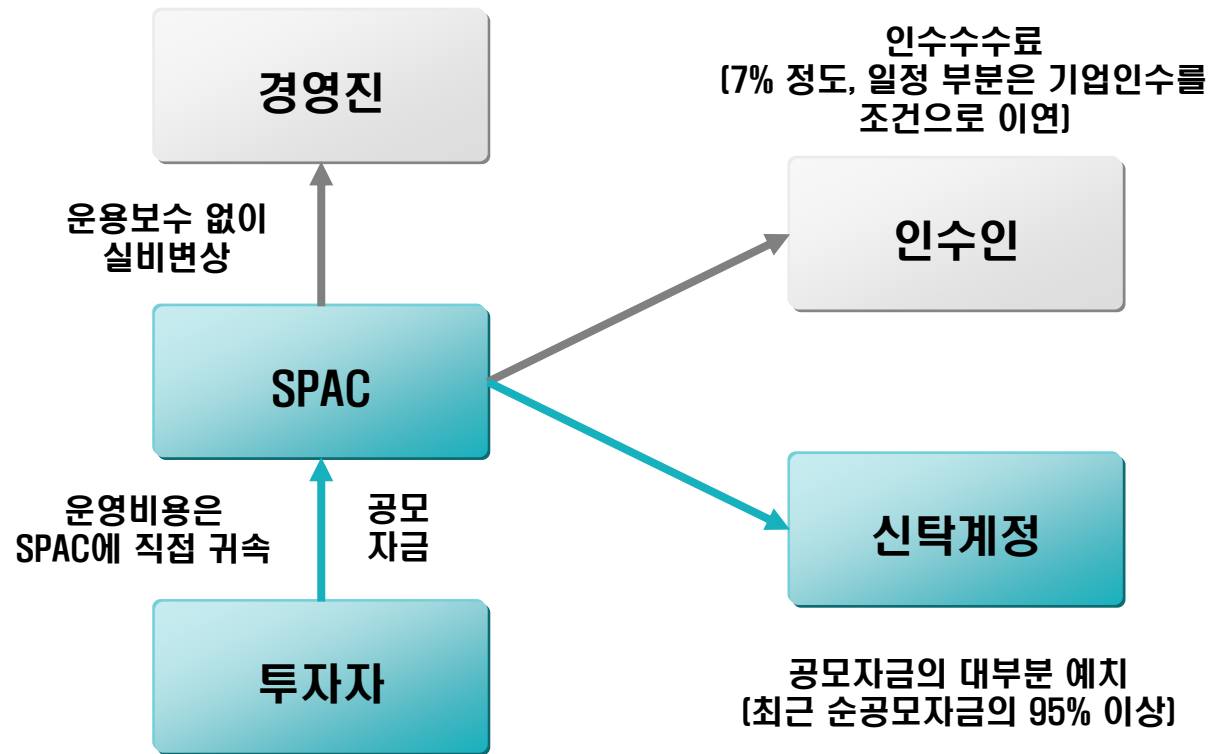


- 전문경영인 참여의 예: Acquiror Technology Inc.의 CTO(Chief Technology Officer)인 Steve Wozniak (Apple Inc.의 공동 창업자), Heckmann Corp.의 CEO인 Richard J. Heckmann (前 K2 Inc.의 CEO)
- ※ 유명인 임원진 참여의 예: Heckmann Corp.의 이사인 Dan Quayle (前 미국 부통령), Sports Properties Acquisition Corp.의 이사인 Hank Aaron (前 야구 선수)
- ❖ 미국에서 SPAC 스폰서는 SPAC IPO 전에 명목상의 대가(nominal consideration)인 25,000달러 정도만을 총 지불하고 사모(private placement)를 통해 "스폰서 지분 (sponsors' promote)"을 취득

- ❖ SPAC은 금융규제당국에 증권신고서를 제출하고, 사업설명서를 통하여 투자대상 범위(투자분야 및 지역), 경영진, 투자위험, 투자자 보호에 대한 정보를 공시하여 투자자 모집
  - SPAC 스폰서가 증권신고서에서 투자자에게 약정한 내용에 대한 위반은 단순한 채무불이행이 아닌 증권신고서 허위기재에 관한 자본시장법 위반
  - SPAC 주식의 주관회사는 자본시장통합법 제125조제1항제5호에 의해 SPAC 증권신고서의 부실기재에 대한 손해배상 책임을 짐
- ❖ SPAC 투자는 일반공모주 투자와는 달리, 투자자가 SPAC의 IPO 시점에 투자분야 및 지역 등 투자대상 및 범위와 경영진에 대한 정보만을 바탕으로 투자 여부를 결정한 후, SPAC의 대상기업에 대한 M&A 시점에 대상기업에 대한 정보를 바탕으로 기업인수·합병 여부를 결정하는 2단계 투자결정 구조
  - SPAC IPO 당시의 기업공시 원칙의 완화를 보완하기 위해, SPAC의 기업인수·합병 여부에 대한 주주총회의 의결시 SPAC 주주들이 합리적 투자 결정을 할 수 있도록 합병신고서 또는 위임장권유신고서(미국의 경우 Form S-4/F-4) 등을 통하여 투자 대상기업에 대한 충분한 정보 제공

- ❖ 미국 SPAC은 IPO시 보통주 1주와 워런트(warrant) 1-2매로 구성된 유닛(unit)을 발행
  - SPAC의 유닛당 가격은 6-8달러에서 최근 10달러로 상향
  - 워런트는 발행 후 일정기간 내에(SPAC의 경우 기업인수 후 3-5년) 미리 정해진 행사가격으로(통상 공모가격보다 25-35% 할인된 가격) 합병된 회사의 신주를 인수할 수 있는 신주인수권
  - ※ 우리 상법상 워런트만의 발행·유통이 제한되기 때문에 한국형 SPAC은 주식 단위로 발행하여야 함
- ❖ SPAC의 스폰서는 SPAC IPO의 결과 일정(미국 20% 정도) 지분(sponsors' promote)을 보유
  - 스폰서는 IPO 이전에 공모투자자보다 매우 낮은 가격으로 SPAC 보통주를 취득하였기 때문에 IPO의 결과 엄청난 시세차익을 보지만, 스폰서 지분은 기업인수 성공 후 일정기간까지 보호예수(lock-up)됨
  - 스폰서의 보통주는 M&A時 의결권, 주식처분권, 전환권(주식매수청구권), 잔여재산분배청구권의 행사에 있어 제약을 받음

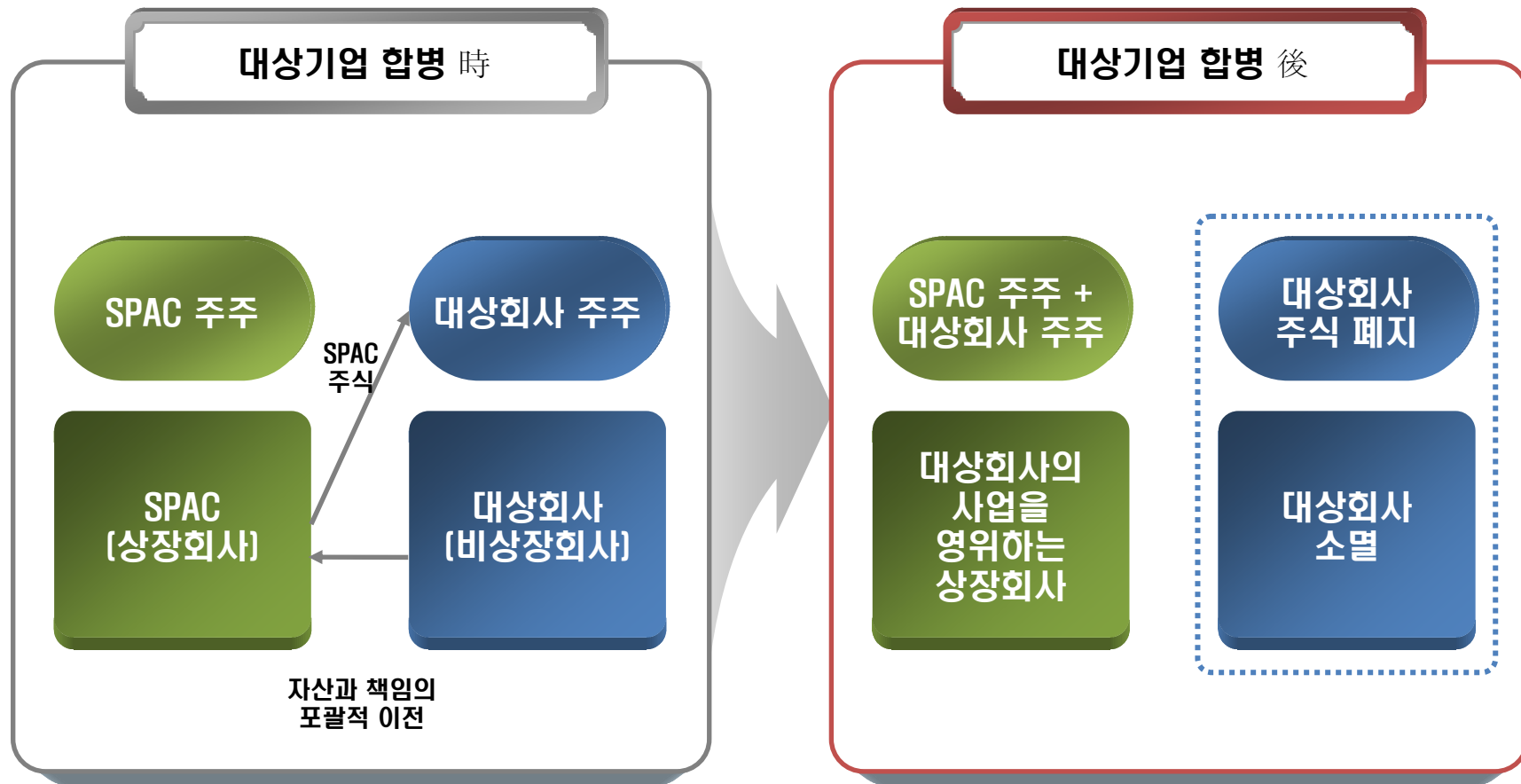




- ❖ SPAC은 모집한 공모총액을 신탁계정이나 에스크로계정에 예치하고, 예치자금을 국채나 MMF 같은 안전자산에 투자
- ❖ SPAC이 기업인수에 실패하면 예치된 공모자금 및 원금으로부터 발생한 이자소득은 청산절차에 따라 공모주주가 보유하는 주식수에 비례하여 공정하게 배분

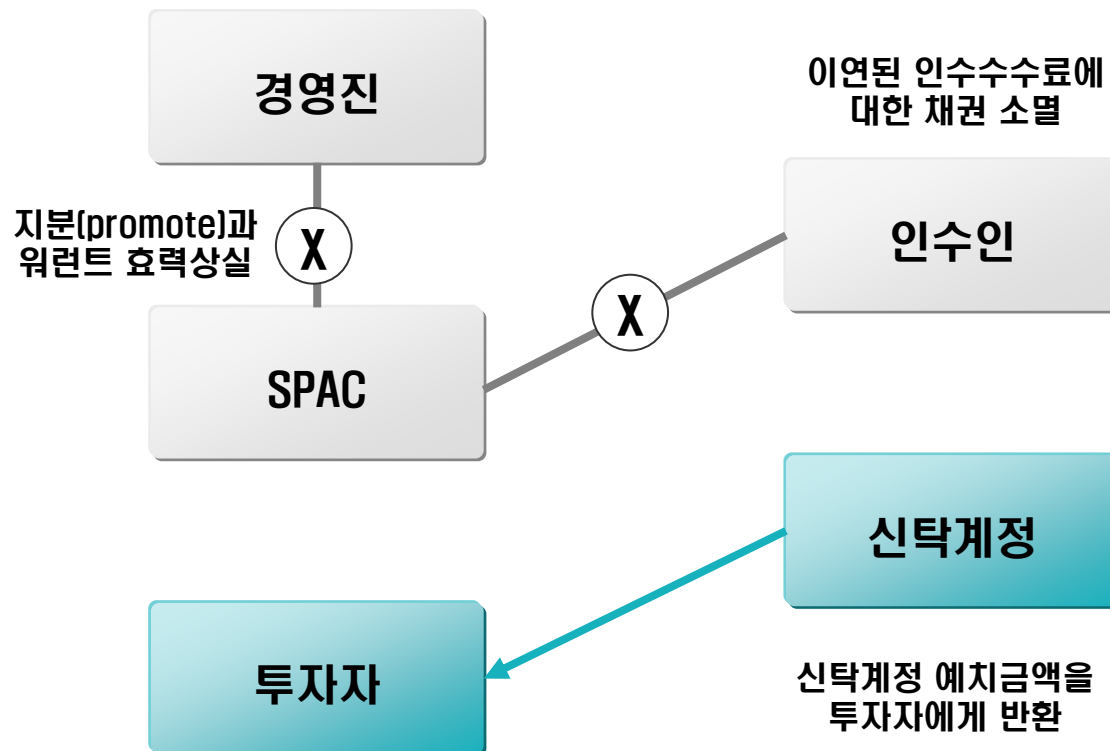
- ❖ SPAC 경영진은 통상 따로 보수를 받지 않으며, 기업인수 성공을 조건으로 자신의 보유지분 및 워런트의 이익을 향유하게 되는 일종의 성과보수(carried interest)를 받음
  - 스폰서 지분의 가치상승을 이용한 SPAC 스폰서와 경영진에 대한 보수체계는 SPAC 스폰서(경영진 포함)와 투자자(SPAC 주주)의 이해관계를 일치(interest alignment) 시켜 대리인 문제를 완화함으로써 투자자 보호 장치의 역할을 함
- ❖ SPAC 인수인은 기업인수성공을 조건으로 이연인수수료(deferred underwriting fee)를 취득할 수 있는 보상체계로 인해 SPAC 투자자와 인수인의 이해관계가 일치

- ❖ SPAC 스폰서의 지분(sponsors' promote)은 기업인수여부에 관한 의결권이 없기 때문에, 경영진은 기업 탐색·발굴에만 매진하게 됨
  - 스폰서 지분은 기업인수 외의 주총결의사항에 대한 의결권 있음
- ❖ SPAC의 M&A는 SPAC 상장 후 18-36개월 사이에 이루어져야 함
- ❖ SPAC의 M&A에 반대하는 주주는 주식매수청구권에 해당하는 전환권(conversion right)의 행사가 가능
- ❖ SPAC 스폰서는 보상체계상 대상기업의 가치에 관계없이 기업인수만을 이끌어내려는 경제적 유인이 있으나, SPAC 주주가 기업인수에 관한 의결권 행사를 통하여 이러한 스폰서 및 경영진의 도덕적 해이(moral hazard)를 견제할 수 있음



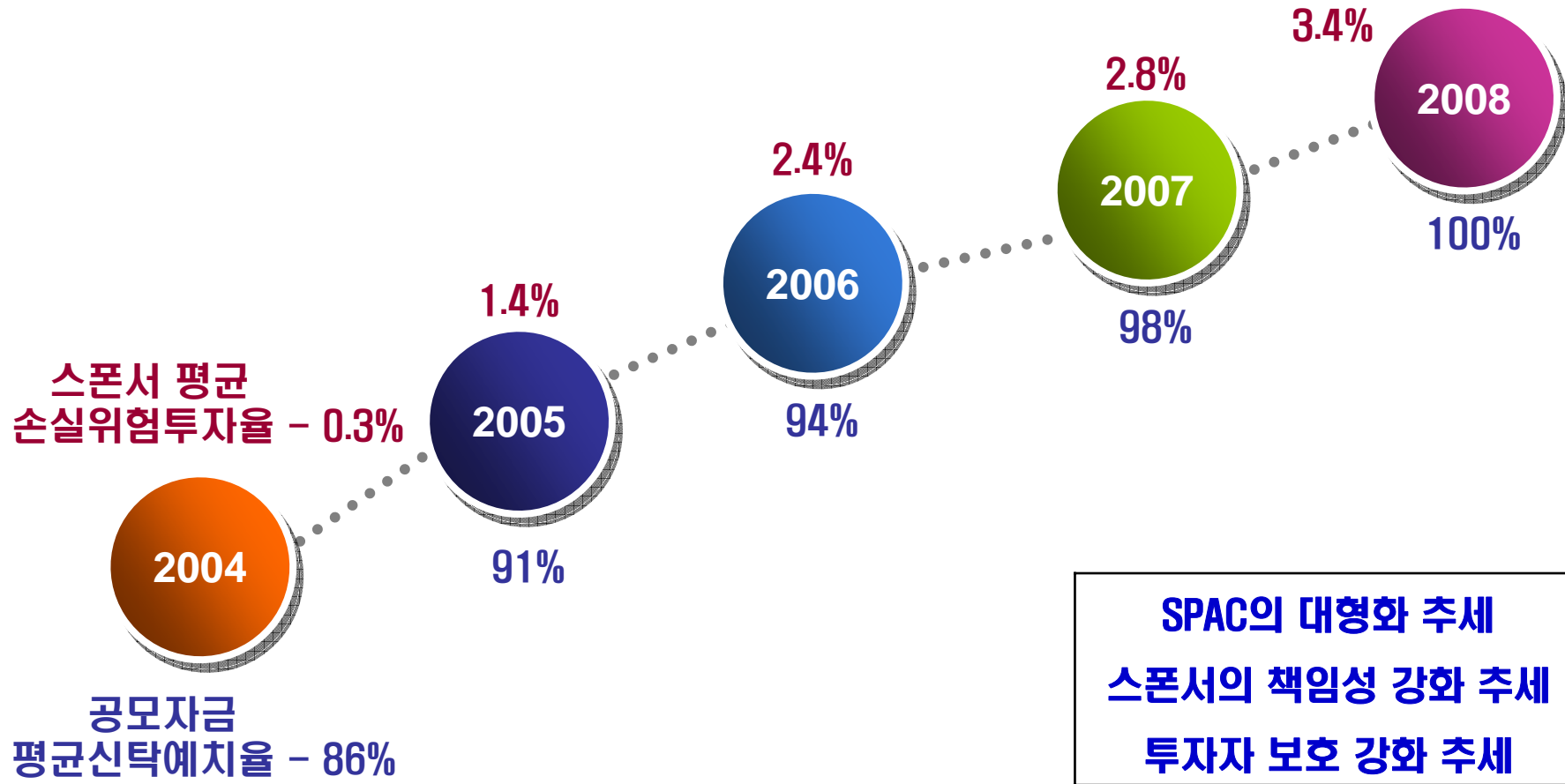


- ❖ SPAC은 일정기간 내에 기업인수를 하지 못하면 청산
- ❖ SPAC 경영진 및 스폰서가 가지고 있는 스폰서 지분과 워런트상의 권리는 소멸
- ❖ 인수인은 이연인수수료에 관한 청구권 상실



# 미국 SPAC의 발전추이

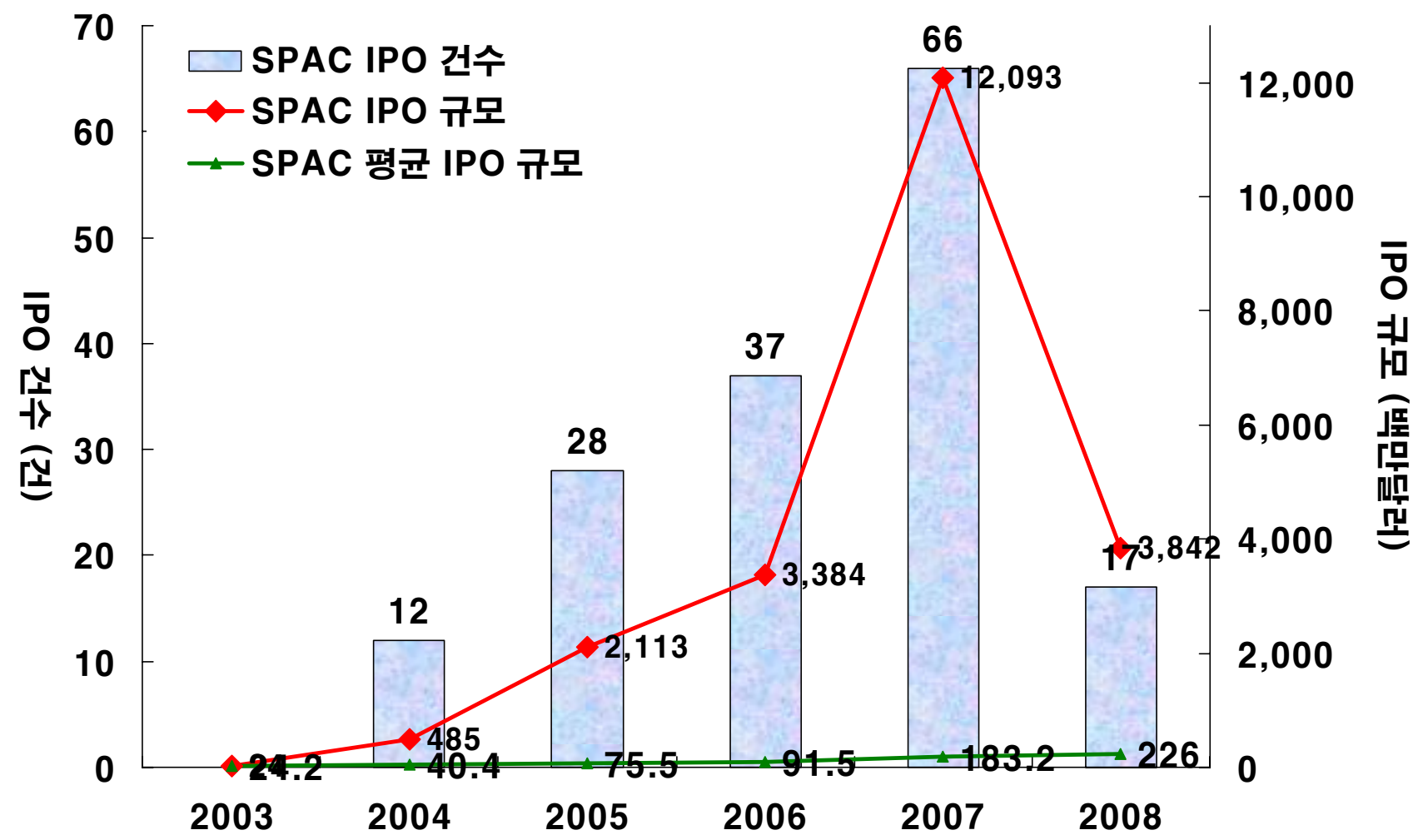
## 미국 SPAC의 발전 및 성공요인



Data Source: Company Filings/ SPAC Data/ Citi (2008년 10월 현재)

# 미국 SPAC IPO 통계 I

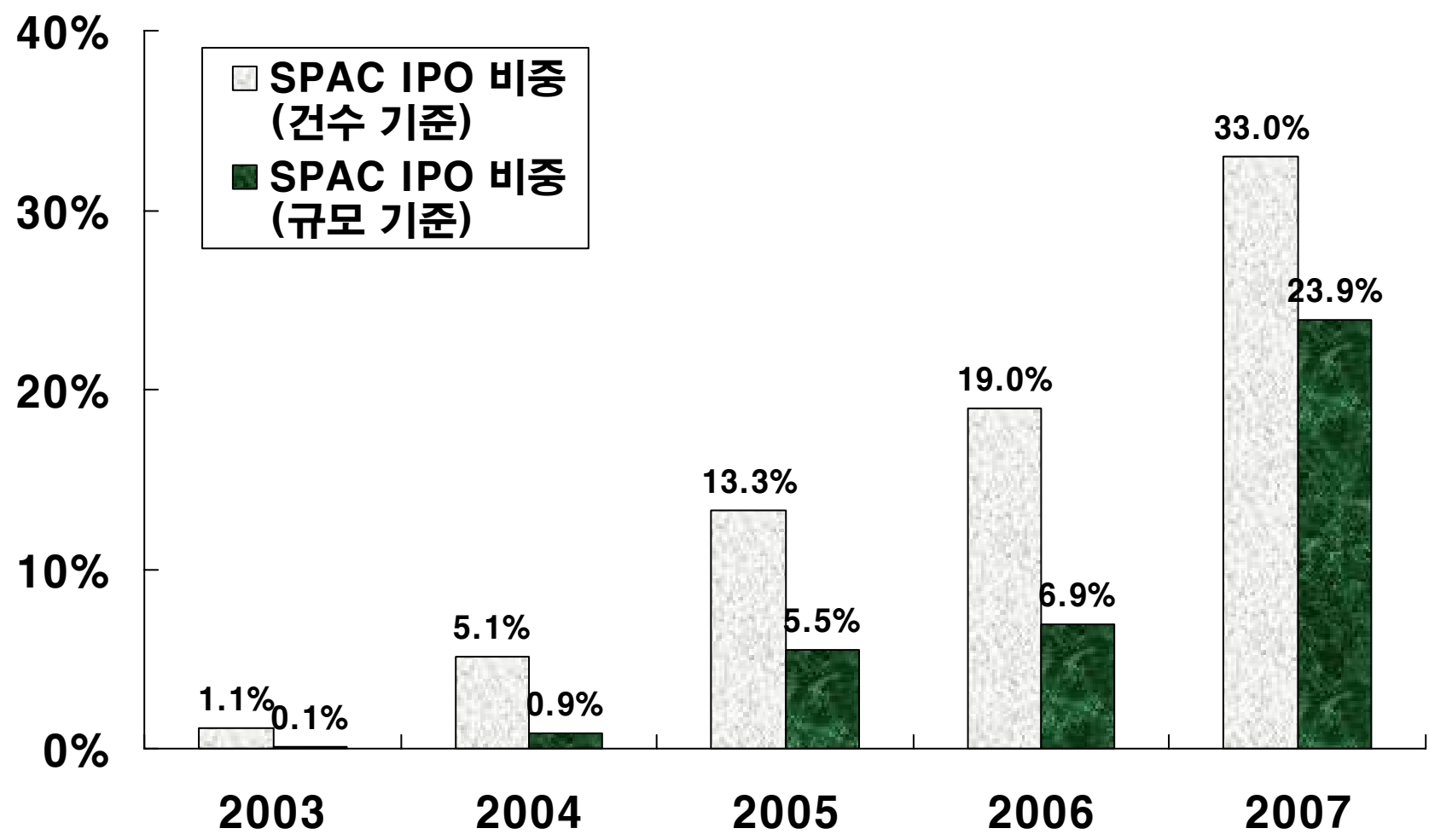
## 미국 SPAC의 발전 및 성공요인



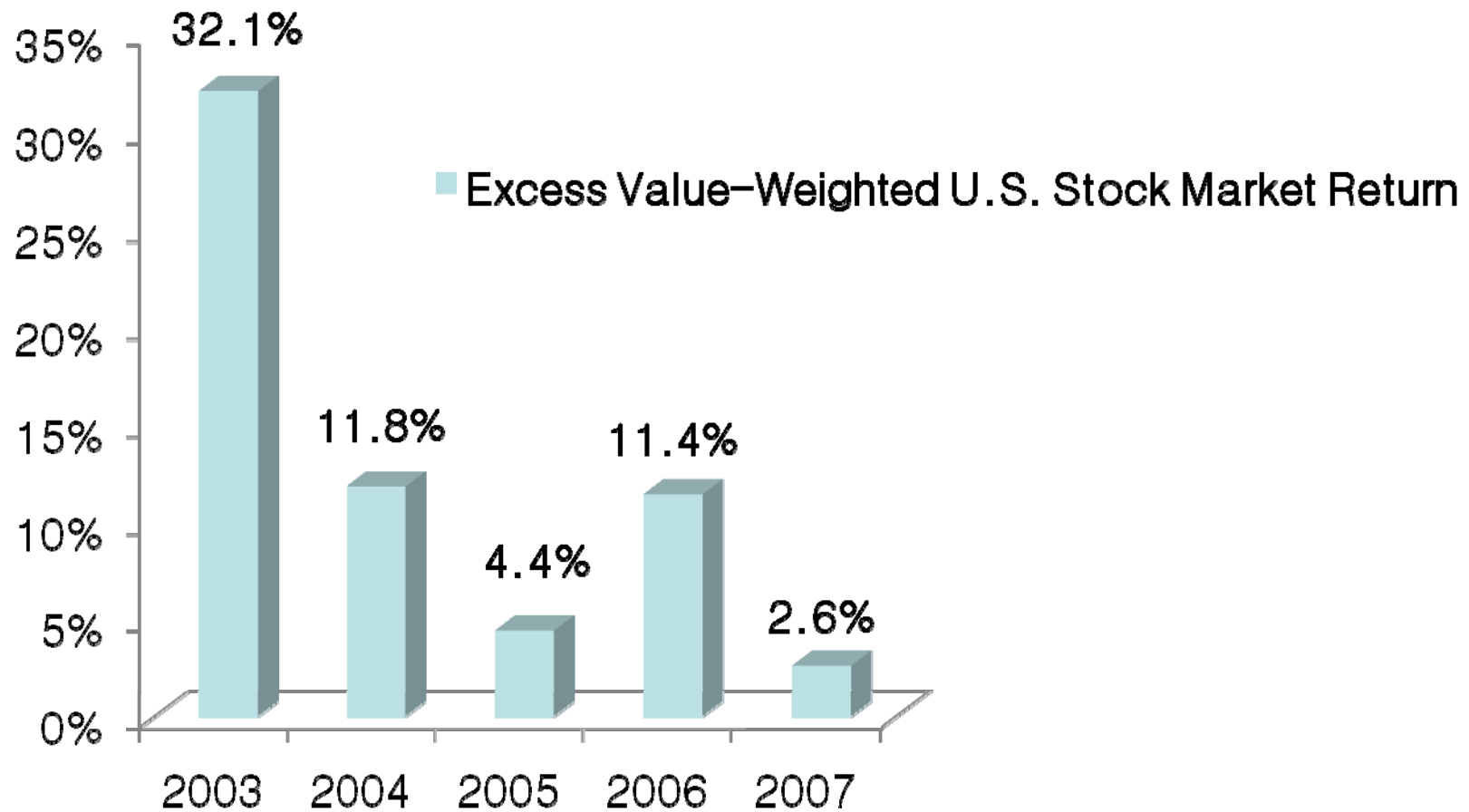
Data Source: SPAC Data (2009)

# 미국 SPAC IPO 통계 II

## 미국 SPAC의 발전 및 성공요인



Data Source: Lewellen (2008)



Data Source: Lewellen (2008)

- ❖ 미국: 1993년 GKN Securities Corp.의 회장인 David Nussbaum이 만든 13개의 BCC(그 중 12개가 기업인수에 성공)가 최초의 SPAC
  - 2008년 이전까지 SPAC은 기업의 operation history를 요하지 않는 OTCBB나 AMEX에 상장됨
  - 2008년 SEC가 NYSE와 NASDAQ의 상장규정 변경을 승인함으로써 양 시장에 SPAC 상장 가능
- ❖ 캐나다: 2008년 TSX(Toronto Stock Exchange)의 상장규정을 변경하여 SPAC 상장 허용
- ❖ 유럽: 2005년부터 AIM을 필두로 Euronext Amsterdam에 SPAC 상장

# 미국 SPAC의 성공요인

## 미국 SPAC의 발전 및 성공요인

### 우수한 투자구조

Downside Protection

Upside Potential

투자자 보호

### 시장의 자율적 규제

SPAC 스폰서와 기관투자자간의 Check & Balance

Rule 419조 투자자보호 조항의

자발적 수용

평판에 의한 제재

(Reputational Sanction)

### IPO 침체기의 대안투자

IPO 시장 침체기에

안전한 수익 기회 제공

### 금융혁신을 수용하는 유연한 시장구조

회시법 및 금융규제법상의

규제가 적어 유연한

투자조직구조의 설계가 가능

1

**경기침체기의 자본시장 활성화**

2

**주식시장 참여자에 대한 효용**

3

**우회상장의 건전화**

4

**자본시장의 국제경쟁력 강화**



- ❖ 경기침체로 인하여 IPO 시장이 위축되었을 때 유망 비상장기업의 자금조달을 가능케 하며, 차입금융을 활용하는 PEF의 활동이 상대적으로 위축되었을 때 대규모 공모자금을 바탕으로 우량기업을 인수하는 노력을 계속함으로써 M&A 시장을 활성화
  - 경기침체기에 기업금융의 활성화와 자본시장의 건전한 발전에 조력
- ❖ SPAC은 기업인수가 이루어지기 전 예치된 신탁자금을 안전자산에 투자해야 하기 때문에, 주로 국공채에 투자할 가능성이 높고 이로 인해 국공채 시장 활성화에도 기여할 것으로 예상
- ❖ SPAC을 통해 다양한 동기를 갖는 전략적·재무적 투자자들의 투자욕구를 충족할 수 있으며 나아가 국가 경제 유희자금의 효율적 배분을 가능하게 함

- ❖ SPAC 제도의 도입은 투자자, 기업, 금융투자업자로 구성되는 국내 자본시장 참여자 모두에게 혜택을 줄 것으로 기대됨
- ❖ 일반투자자들은 SPAC 투자를 통하여 투자의 안전성, 전문성, 투자회수의 편의성을 보장받을 수 있음
- ❖ SPAC은 국내 IB가 단순한 중개업무(brokerage) 중심에서 IPO, M&A, PI 등 다양한 IB 업무로 수익구조를 다변화시킬 수 있는 수익 기반 제공
- ❖ 비상장기업은 SPAC의 대상기업으로서 상장의 편의를 제공받을 수 있으며 IPO 시장의 침체기에도 상시적으로 상장 기회가 열려있다는 점에서 혜택을 누림

# 우회상장의 건전화

## SPAC 제도도입의 기대효과

- ❖ SPAC 투자는 전문화·대형화·기관화 등의 특성을 갖추고 전문가 그룹이 투자수의 극대화를 위해 우량 비상장기업을 발굴하여 상장시킨다는 점에서 우회상장을 건전화시키는 정책 수단으로 활용 가능
  - 기존의 우회상장은 상장요건을 갖추진 못한 비공개기업이 부실한 공개기업과 결합하여 상장 효과를 거두는 불건전한 기업결합의 형태로 나타나는 경우가 많기 때문에 매우 부정적인 금융기법으로 인식되고 있음
  - 기존의 우회상장은 명목회사(shell)의 현금보유액이 적어 기업인수를 통한 직접적 자금조달의 효과는 미미한 반면, SPAC은 현금보유액이 크기 때문에 역인수합병을 통한 직접적 자금조달의 효과가 큼
  - SPAC 제도도입과 맞물려 기존 우회상장의 질적심사 강화 등 기존 우회상장 규제체제를 재정비
- ❖ 국내 자본시장의 여건상 우회상장이 불가피하게 발생하고 있는 것이라면 이를 규제를 통해 억제만 하기 보다는 시장원리에 따라 건전화시키는 것이 바람직

- ❖ 국내에 상장된 SPAC을 통해 해외 기관투자자들의 투자를 유치
- ❖ 오늘날 전 세계적 자본의 흐름은 지리적 근접성보다는 투자의 수익성·안전성·편의성에 따라 움직이기 때문에 각국 거래소간 경쟁은 불가피하며, 이에 SPAC과 같은 투자자 보호 장치와 투자의 편의를 제공하는 금융상품이 많을수록 거래소의 국제 경쟁력이 높아짐
- ❖ 국내 주식시장의 국제화는 한국 금융시장이 아시아권 금융허브로서 중추적 역할을 담당하는데 있어 필요 조건

# SPAC을 통한 기업금융 활성화와 자본의 선순환 촉진



- ❖ SPAC이 유망 비상장기업을 발굴하여 동 기업이 주식시장에서 자금을 조달받게 함으로써 금융부문의 유동성을 실물경제부문에 공급하는 작용을 활성화시키고 금융과 실물경제의 시너지 효과를 높임
- ❖ 장기적으로 볼 때, SPAC이 유망·우량 비상장기업을 발굴하여 상장시키고, 그 기업이 주식시장을 통해 자금을 계속적으로 조달받아 성장하게 되면 자본시장은 확대된다는 측면에서 금융시장과 실물경제 발전의 선순환을 촉진시키는 효과를 유발함
- ❖ 주식시장은 유망 상장기업이 늘어나야 발달할 수 있으며, 기업은 금융부문으로부터 충분한 자금이 공급되어야 성장할 수 있다는 측면에서 금융부문과 실물경제부문의 균형적 발전은 매우 중요
  - 실물경제부문과 유리된 금융부문만의 불균형적 팽창이 바람직하지 못하다는 점은 최근 미국발 금융위기가 주는 가장 큰 교훈 중의 하나임

## 국내 상법상 Warrant의 독립적 발행 불가

한국형 SPAC은 유닛이 아닌 주식 발행  
CB 등을 이용하여 스폰서 보상 및 인센티브 체계를 설계

## 기관투자자 중심의 선진 주식시장과 투자자 기반이 다름

개인 투자자 보호에 역점

## 금융업계의 평판시장(reputation market) 미발달

스폰서에 대한 규제

## 독점규제법 및 기타 금융규제법상의 제한

기업결합방식의 제한

KCMI

END OF DOC.

감사합니다



자본시장연구원  
Korea Capital Market Institute