

보도	2023.12.8.(금) 조간	배포	2023.12.7.(목)	
담당부서	공시심사실 특별심사팀	책임자	팀 장	봉 진 영 (02-3145-8431)
		담당자	선 임	강 효 석 (02-3145-8432)

스팩상장 기업의 미래 영업실적 추정 현황 및 제도개선 추진 - 공시서식 개정 등을 통해 미래추정의 객관성과 신뢰성을 높이겠습니다 -

< 주요 내용 >

- 스펙(SPAC)상장 기업은 미래 영업실적을 지나치게 낙관적으로 추정하는 등 기업가치(합병가액) 고평가 우려가 제기되고 있습니다.
- 스펙상장 기업(139개, '10년 ~ '23.8월 중 상장)의 매출액과 영업이익 추정 현황을 분석한 결과
 - 평균 매출액 추정치는 571억원이나 실제치는 469억원으로 추정치에 비해 17.8% 미달하며,
 - 평균 영업이익 추정치의 경우 106억원이나 실제치는 44억원으로 58.7% 미달합니다.
 - 또한, 매출액 미달 기업의 비중은 평균 76.0%이며 영업이익 미달 기업의 비중은 평균 84.1%입니다.
- 이에 금융감독원은 ❶회계법인 평가이력 등 공시를 강화하고 ❷상대 가치 활용도 제고를 추진할 예정이며
 - 또한 ❸회계법인 간담회(12월 6일)를 개최하여 외부평가를 엄정히 수행할 것을 당부하였습니다.
- 향후에도 미래추정의 객관성과 신뢰성 제고를 위해 보완이 필요한 부분을 적극적으로 발굴하여 정비하도록 하겠습니다.

I. 개요

- 스펡(SPAC)은 기업에게 신속한 상장과 안정적인 자금모집 경로를, 투자자에게는 M&A 투자기회를 제공하며 빠르게 성장하고 있습니다.

‘18년 ~ ‘22년 IPO 및 스펡상장 현황

구분	‘18년	‘19년	‘20년	‘21년	‘22년
전 체(A=B+C)	80	79	76	92	82
IPO상장(B)	69	68	59	77	65
스팩상장(C)	11	11	17	15	17
스팩상장 비중(C/A)	13.8%	13.9%	22.4%	16.3%	20.7%

주) 유가증권·코스닥시장 상장 법인의 수이며, 이전상장·재상장·스팩IPO 등은 제외

- 그러나 스펡합병을 통해 상장한 기업(이하 ‘스팩상장 기업’)의 미래 영업실적이 과다하게 추정되는 등
 - 기업가치(합병가액)가 고평가된다는 우려가 지속적으로 제기되고 있습니다.
- 금융감독원은 스펡상장 기업의 영업실적 추정 현황을 살펴보고 합리적인 추정이 이루어질 수 있도록 필요사항을 개선하고자 합니다.

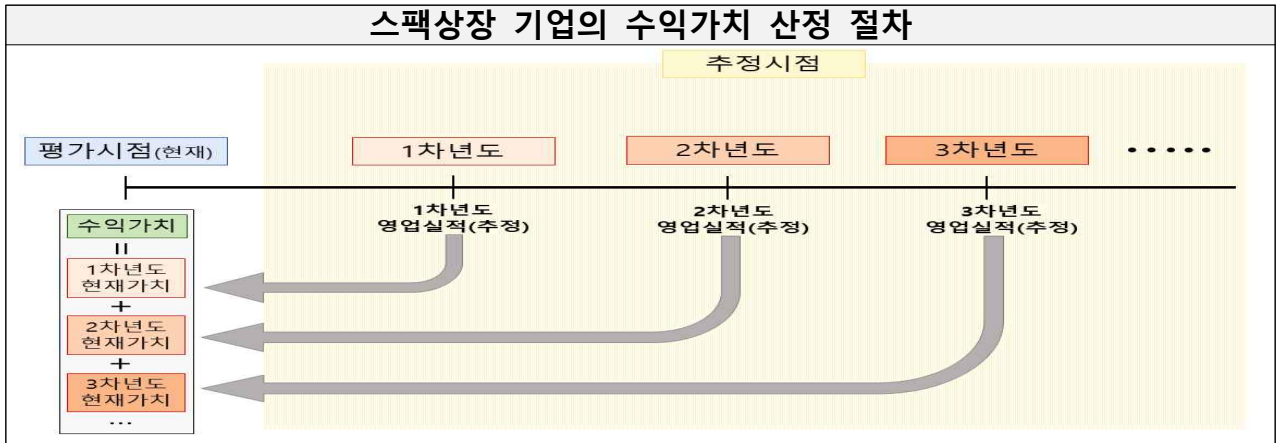
II. 영업실적 추정 현황

1 스펡상장 기업의 가치산정 개요

- 스펡상장 기업의 가치는 ❶미래 영업실적을 현재가치로 할인*한 수익가치와 ❷최근 재무상태표의 순자산에서 조정항목을 가감한 자산가치를 가중평균하여 산정합니다.

* 현금흐름할인법(Discouted Cash Flow Method : DCF) 등 이용

- 자산가치는 재무상태표에 기반하므로 객관적으로 산정되나, 수익가치는 추정된 미래 영업실적에 따라 크게 변동됩니다.

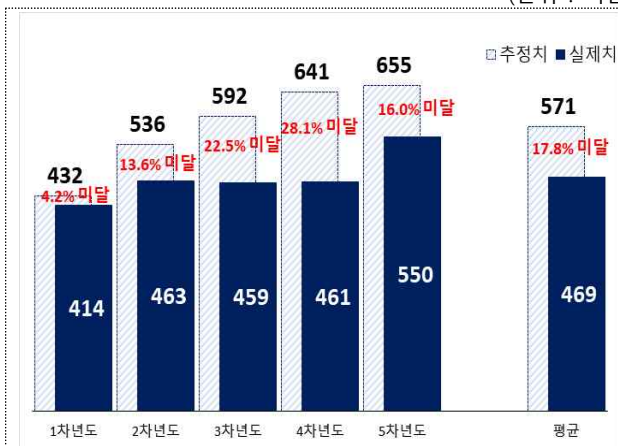


2 | 영업실적 추정 현황

- 스팩상장 기업(139개, '10년 ~ '23.8월 중 상장)의 매출액과 영업이익 추정(1차년도 ~ 5차년도) 현황을 분석한 결과
 - 평균 매출액 추정치는 571억원이나 실제치는 469억원으로 추정치에 비해 17.8% 미달하였으며
 - 평균 영업이익 추정치의 경우 106억원이나 실제치는 44억원으로 58.7% 미달하였습니다.

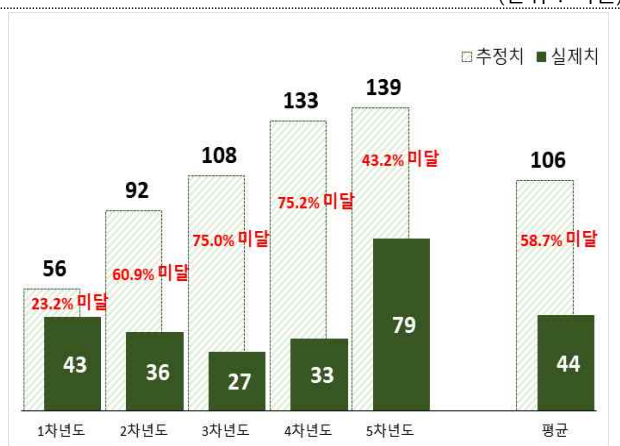
평균 매출액 추정치와 실제치 비교

(단위 : 억원)



평균 영업이익 추정치와 실제치 비교

(단위 : 억원)

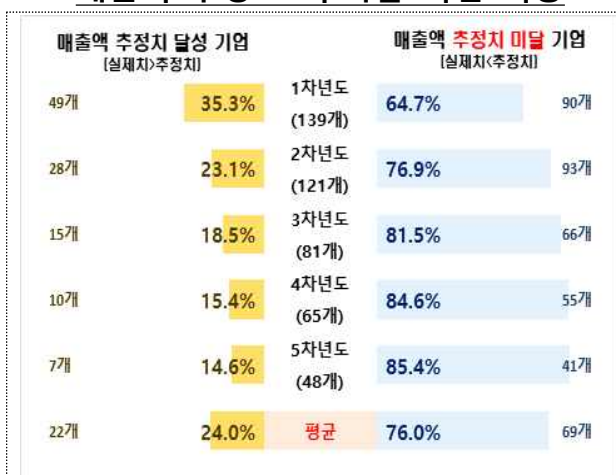


□ 분석대상 중 매출액 미달 기업의 비중은 평균 76.0%, 영업이익 미달 기업의 비중은 평균 84.1%이며

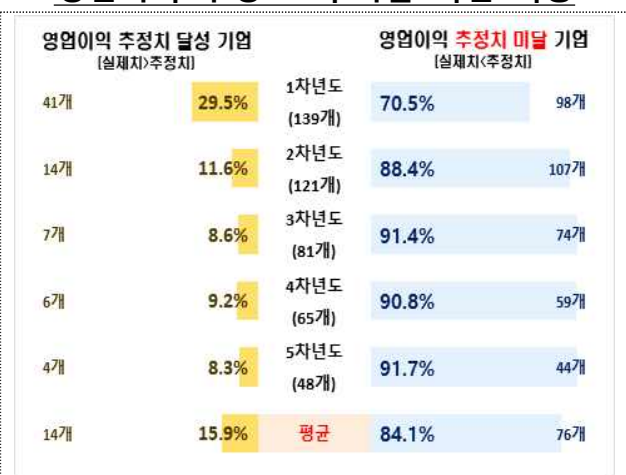
○ 추정연차가 높아질수록 미달 기업의 비중이 증가*하는 경향이 있습니다.

* <매출액 미달 기업> 1차년도 64.7% → 5차년도 85.4% (+20.7%p)
 <영업이익 미달 기업> 1차년도 70.5% → 5차년도 91.7% (+21.2%p)

매출액 추정 초과·미달 기업 비중



영업이익 추정 초과·미달 기업 비중



□ 장래 영업환경 등을 지나치게 낙관적으로 전망하여 영업실적을 추정한 사례들도 있었습니다.

« 낙관적 영업실적 추정 사례 »

- ① **A바이오기업**은 ㉠질환 등의 치료제를 개발을 통해 20XX년 1,430억원의 매출 발생을 추정하였으나, 임상시험 등이 지연되면서 매출 발생 예정일(20XX년)이 1년 이상 경과하였음에도 매출 미발생
- ② **B콘텐츠기업**은 수주가 진행 중인 모든 건에서 매출이 발생할 것으로 가정하여 20XX년 ◇◇사업부 매출액이 346억원 발생할 것으로 추정하였으나, 최종적으로 수주가 이루어지지 않은 경우가 발생하는 등 실제 매출액은 추정치의 1/10인 35억원 수준
- ③ **C코스메틱기업**은 20XX년 ☆☆사업에 신규로 진출할 예정이며 해당 사업부문에서 진출 첫해에 7억원, 그 다음해에 50억원의 매출 발생을 추정하였으나, 매출 발생 시기가 1년 지연되었으며 매출액도 첫해는 4억원, 그 다음해는 33억원에 불과

3 원인 및 문제점

- 스폰서(증권사 등)와 외부평가법인(회계법인)은 기업가치 고평가를 방지하는 역할을 수행하여야 하나,
 - 합병성공 및 업무수임*을 우선하는 등 그간 자신의 이익을 위해 투자자보호 노력이 상당히 미흡하였던 것으로 보입니다.
- * 회계법인은 스펙상장 법인으로부터 외부평가업무를 수임하기 위해 관대하게 평가할 가능성
- ※ 스폰서(증권사 등)의 이해상충과 관련하여 「[공시조사 이슈분석] 최근 스펙의 IPO·합병 동향과 투자자 유의사항(‘23.3.9., 금융감독원 보도자료)」 참고
- 이로 인해 기업가치가 고평가되면 스펙 투자자에게 불리한 합병 비율이 적용되고, 결국 투자자피해로 귀결될 수 밖에 없습니다.

« 실제 영업실적에 근거한 합병비율 재산정 사례 »

- 甲기업의 영업이익 실제치는 추정치의 43.0% 수준에 불과(추정치 대비 - 57.0%)
 - 합병가액(실제치 기준)을 동일한 방법(DCF)으로 다시 계산한 결과, 甲기업의 수익가치와 합병가액은 기존에 비해 각각 82.5% 및 76.2% 감소
 - 스펙 주주에게 배정되는 합병신주는 기존 스펙 1주당 0.14주(추정치 기준)에서 스펙 1주당 0.60주(실제치 기준)로 증가
 - 이에 따라 스펙 일반투자자의 합병 후 지분율은 30%p만큼 상승(상장일 시가총액 기준 39억원 수준)

합병후 스펙상장 기업의 지분구조 비교

(단위 : %, %p)

구 분	스펙 주주		비상장법인 주주	계
		일반투자자		
추정치 근거(A)	22	21	78	100
실제치 근거(B)	55	51	45	100
차 이(B-A)	+33	+30	-33	

Ⅲ. 개선방안

1. 기업공시서식 작성기준 개정 '24.1분기 예정

- ①회계법인의 스펙상장 기업 외부평가 이력*, ②외부평가업무 외 타 업무 수임내역** 등을 증권신고서 공시항목으로 추가하고

* 최근 3년동안 평가한 스펙상장 기업의 영업실적 예측치와 실적치 및 그 차이 등을 기재

** 업무수임 前 1년간 평가업무 외의 업무를 수임한 내역이 있으면 그 내역 등을 기재

- ③스펙상장 기업의 영업실적 사후정보(예측치와 실적치의 차이, 차이발생 사유 등)가 충실히 공시되도록 작성양식을 개선*할 예정입니다.

* IPO 공모가 산정시 영업실적 추정을 기재하는 것과 유사한 수준으로 공시되도록 개선
(「공모가 산정시 실적 추정 관련 공시서식 개정(23.10.23., 금융감독원 보도자료)」 참고)

- 이를 통해 스펙 투자자는 회계법인의 전문성과 신뢰성, 객관성을 평가할 수 있습니다.

2. 상대가치* 활용도 제고 '24.상반기 예정

* 상대가치 : 유사기업의 재무지표(PER, PBR 등)와 주가를 비교하여 상대적으로 산출한 가치

- 현금흐름할인법 등의 단점*을 보완하기 위하여 상대가치가 보다 적극적으로 활용될 수 있도록 제도개선을 추진할 예정입니다.

* 현금흐름할인법 등 절대가치평가법은 비교군이 없어 기업가치의 적정성을 파악하는 것이 어려움

- 이를 통해 스펙 투자자는 유사기업과의 기업가치를 용이하게 비교할 수 있으며, 기업가치의 적정성을 파악할 수 있습니다.

※ 최근 법원은 비상장기업 주식의 평가(DCF)와 관련하여, 유사기업과의 비교를 통해 평가의 적정성을 확인하는 것이 필요함을 언급

3. 외부평가 합리성 제고를 위한 노력 既 시행

- ☐ 회계법인은 기업가치의 적정성을 평가하는 등 스펙 투자자보호에 있어서 중요한 역할을 수행하나,
 - 고객유치 등을 위해 외부평가를 관대화하는 등 투자자와 이해상충 가능성이 있습니다.
- ☐ 금융감독원은 회계법인과의 실무간담회*(12월 6일)를 통해 미래실적 과다추정 사례를 전파하고 문제의식을 공유하였습니다.
 - * 한국공인회계사회 및 외부평가업무를 다수 수행한 회계법인의 담당 이사 등 참석
 - 또한, 회계법인 자체적으로 엄격한 내부통제 체계를 구축하여 이해상충을 적절히 관리하는 등 평가업무의 객관성을 제고하고 투자자 신뢰를 얻을 수 있도록 노력해줄 것을 당부하였습니다.

IV. 향후계획

- ☐ 금융감독원은 기업공시서식 작성기준 개정, 상대가치 비교공시 활성화 등 제도개선을 신속하게 추진할 것이며,
 - 또한 미래 영업실적 추정의 근거가 충분히 기재되었는지 등을 면밀히 살펴보는 등 심사를 강화할 방침입니다.
- ☐ 향후에도 보완이 필요한 부분을 적극적으로 발굴하여 정비하도록 하겠습니다.