

SPAC 상장에 있어서 주관사의 명성이 장기 초과수익률에 미치는 영향

김성환* · 나몽 나란투크에스**

〈요 약〉

본 연구는 2010년부터 2020년까지 11년간 한국거래소(KRX)에 상장한 IPO와 SPAC 기업을 대상으로 KIS-Value 데이터베이스, 한국거래소 및 IPO스톡(社) 데이터베이스의 721개(SPAC 61건과 일반 IPO 660건) 신규상장 자료를 이용하여 주관사의 명성효과를 초기 저평가 이후 중장기 보유초과수익률(BHAR)에 미치는 영향을 살펴보았다. 주요 연구결과는 다음과 같다.

첫째, SPAC 상장은 비 SPAC 상장 대비 상장 후 1개월간 통계적으로 유의한 수준에서 낮은 보유초과수익률을 보였다. 둘째, Top 5 주관사를 통한 상장은 비 Top 5 주관사를 통한 상장보다 상장 후 약 3개월 이상 통계적으로 유의한 수준에서 높은 보유초과수익률을 보였다. 셋째, 초기수익률이 높은 상장의 경우 Top 5 주관사나 비 Top 5 주관사를 통한 상장 여부와 관계없이 상장 후 약 6개월 이상 통계적으로 유의한 수준에서 보유초과수익률이 낮고, Top 5 주관사의 상장에 경우, 장기적으로 사라진다.

연구결과, 일반 IPO 상장과 SPAC 상장에서 초기 저평가 문제와 아울러 장기 저성과 또는 승자의 저주 문제에 있어서도 명성이 높은 주관사가 정보의 비대칭을 해소하는 데 매우 중요한 역할을 하고 있음을 알 수 있다. 이에 따라 장기 투자자, 자금조달 기업과 투명성이 높은 수준의 명성을 가진 주관사와는 수 개월간 상승하는 신호효과가 있음을 시사하고 있다.

주제어 : 인수목적기업, 신규공모, 정보비대칭, 저평가, 주관사 명성효과, 장기 초과수익률

논문접수일 : 2021년 10월 30일 논문수정일 : 2021년 11월 24일 논문게재확정일 : 2021년 11월 30일

* 제1저자/교신저자, 경북대학교 경영학부 교수, E-mail: indianak@knu.ac.kr

** 공동, 경북대학교 경영학부 대학원생, E-mail: namuunnamuka@naver.com

I. 서 론

최근 우리나라에서는 신규공모(IPO: initial public offering, 이하 “IPO”라고 함) 상장이 크게 성행하고 있다. 금융감독원은 2021년 9월까지 누적 IPO 실적이 기업의 직접금융 조달자금 규모기준으로 11조 9,202억 원에 달했으며, 이는 2020년도 같은 기간 기준 2조 612억 원에서 478.3% 증가한 수준이라고 발표하였다. 최근 이러한 IPO 시장의 활성화는 비단 우리나라의 경우에만 국한된 현상이 아니다.

미국의 경우도 2021년도 2분기 실적이 113건으로 전년 동기(62건) 대비 대폭 늘었으며, 이러한 실적은 2000년 이후 21년 만에 최고 수준이라고 한다. 그럼에도 개인 투자자들은 상대적으로 낮은 수익률을 기록하고 있어 투자자들이 신중할 필요가 있다(연합인포맥스, <http://news.einfomax.co.kr>).

김성환 외 2인(2021)에 따르면 미국 IPO 시장은 한국보다 더욱 활발해 2020년도에 뉴욕증권거래소와 나스닥에 447개의 기업이 신규 상장되었다. 총 발행자금 규모는 1,500억 달러(한화 약 180조 원)를 넘어 사상 최대치를 기록했다. 이러한 신규상장 시장의 활성화는 기업이 자금을 원활하게 조달할 수 있도록 한다. 또한 주식의 대량 보급으로 인해 투자자들에게 다양한 투자 대안을 제공한다. 그러나, 본질적 가치를 정밀하게 분석하지 않고 시류에 편승한 IPO 투자는 유동성 장세가 끝난 후에 매수하는 많은 장기 투자자들에게 상당한 손실을 입히게 된다(김성민 외 2인, 2021).

1993년도에 미국에서 처음 도입된 이래 인수목적기업(SPAC: special purpose acquisition company, 이하 “SPAC”이라 함) 제도는 IPO 시장 침체기에 좋은 대안적 투자상품으로 주목을 받아왔으며, 상장요건을 충족하지 못하는 기업이나 정보의 비대칭이 심각하여 충분한 규모의 자금조달이 어렵거나 적절한 수준의 초기 매도가격을 설정하지 못하는 열악한 조건의 기업들에게 새로운 자금조달 기회를 제공할 수 있다(강원, 2010; 김인호, 송교직, 2010; 안현수, 2020; 김진산, 김성환, 2021). 또한 2009년 12월에 SPAC이 한국 주식시장에 도입된 이후로, 일반 IPO 시장(이하 “비 SPAC”이라 함) 투자자에게 보다 안정적인 투자대안을 제공하며, 일반투자자들에게 비교적 소액으로 인수합병 기업에 투자하는 기회를 제공하는 장점도 있다(강원, 2010; 엄경식 외 2인, 2011; 김성민 외 2인, 2021).

결과적으로 SPAC 상장을 통해 유망한 비상장기업들이 주식시장의 침체기나 내부 상황에 덜 구애받으며 적기에 대규모로 투자자금을 조달할 수 있는 길이 마련되었다고 할 수 있다. 비상장 기업은 지배주주의 경영권을 유지하면서 보다 쉬운 조건으로 SPAC 상장을 통하여 자금을 조달할 수 있다(최종서, 박영민 2012; 김진산, 김성환, 2021). 한편, SPAC과 투자자

사이에 추가적으로 정보비대칭 문제가 가장 성공적인 SPAC 상장의 가장 중요한 요인으로 볼 수 있다(Bradley and Jordan, 2002; Jenkinson and Sousa, 2011; Lakićević and Vulcanović, 2013; Kim et al., 2020; 최성호, 최관 2014; 최성호, 최정호, 2016).

최근, 김진산, 김성환(2021)은 상장을 주관하는 주관사의 명성이 초기 IPO시장에서 정보비대칭을 통한 초기 고수익률 또는 저평가(underpricing)에 어떤 미치는지 그 영향을 진단하였다. 본 연구에서는 유사한 방법과 주제로 IPO의 초기 저평가와 장기 저성과를 연구한 선행연구에서처럼 매년도 청약대금 기준 시장점유율 상위 5개사를 명성이 높은 주관사, 그렇지 않은 주관사로 구분하였다(김성환, 양태호, 2018; 김성환 외 2인, 2020; 김진산, 김성환, 2021 등).

이러한 과정에서 SPAC 상장에 미치는 영향을 일반상장과 비교하여 진단하였다. 본 연구는 김진산, 김성환(2021)의 연구결과를 바탕으로 초기 저평가 현상과 SPAC 상장이 장기 수익률에 미치는 영향을 진단한 후속연구라고 할 수 있다. 기업 상장에서 기업의 회계적 정보와 비재무적 정보 등을 이용하여 다양한 방법으로 기업의 본질적 가치를 평가하고, 초기 제시가격을 설정하게 되며, 이는 상장과정에서 가장 중요한 단계이다(김성민 외 2인, 2021). 그러나 많은 기업들은 주가가 상승하거나 시장이 매우 유동적일 때 신규상장을 추진하는 경향이 크다(Pastor and Veronesi, 2005; He, 2007; Cai et al., 2013; Blomkvist and Vulcanovic, 2020; 김성환 외 2인, 2021). 김진산, 김성환(2021)은 SPAC 상장 기업의 내부 경영진과 외부 투자자 간의 정보 비대칭은 신규상장 기업보다 크다고 하였다. 이러한 정보 비대칭은 과도한 IPO 초기수익률 이후, 주가가 공모가 이하로 떨어지거나 상장 초기에 무시된 기업의 경우 꾸준히 상승하는 원인이 될 수 있다(Rock, 1986; Keloharju, 1993; Schultz, 2003).

따라서 시장에 과열될 때 전문 투자자들은 자신이 투자하고자 하는 종목을 보다 보수적으로 분석하려는 경향이 있다. 그러나 일반 투자자들은 주가에 영향을 미치는 요인이 너무도 많고 복잡하게 상호 영향을 미치기 때문에 정확한 분석이 어려워 시장정보 분석을 통한 실제 종목 선정은 매우 어려운 일이다(Hoskisson et al., 2002). 또한 일반 주식에 대한 투자와 비교하면 IPO 주식에 대한 투자는 IPO 초기 저평가의 결과로 상당한 수익을 얻을 수 있지만, 장기적으로 “승자의 저주”(Rock, 1986; Ritter, 1991; Spiess and Affleck Graves, 1995; Loughran and Ritter, 1995; Schultz, 2003)에 시달린다는 실증연구가 많다. IPO 투자에서 외부 투자자와 내부자 간 정보의 비대칭이 심각하며, 장기적 승자의 저주가 존재한다면 이러한 문제를 해소하기 위한 방편으로, 주관사의 명성을 살펴보는 것이 투자자나 상장기업에는 매우 중요하다. SPAC 상장이 관련 수와 그 절차가 일반 IPO보다 더 심각한 정보의

비대칭을 유발하기 때문에 주관사 명성의 효과를 진단하는 연구가 단기 투자자와 장기 투자자 관점에서 중요하다. 마찬가지로, 주관사 입장에서도 IPO 주관사로서의 성공적이며, 신뢰도 높은 주관사로 투자자들에게 좋은 인식을 주는 것은 시장점유율 확대나 수익성 개선 등 여러 가지 측면에서 매우 중요한 논쟁거리라고 할 수 있다. 이러한 측면에서의 연구는 거의 없다고 할 수 있어, 본 연구에서는 연구의 신뢰성과 비교 가능성을 높이기 위하여, 초기 저평가(김진산, 김성환, 2021) 및 장기적 시장 저평가 연구(김성환 외 2인, 2021)와 기본적인 틀을 최대한 유사하게 유지한다.

김진산, 김성환(2021)의 연구와 기존 IPO 관련 연구들과 달리 본 연구는 다음과 같은 면에서 차이가 있다. 첫째, 기존의 연구들과 달리 본 연구에서는 주관사의 명성 변수를 도입하여 정보 비대칭의 영향을 장기적인 측면에서 진단하였다. 둘째, SPAC 상장과 관련하여 IPO 시장과 유통 시장의 주가와 유동성 및 변동성 등을 통제함으로 추정 모형의 적정성 개선하였다. 결과적으로 본 연구는, 이러한 SPAC 상장과 명성 있는 주관사인지를 구분하여 IPO 시장에서의 정보의 비대칭 문제를 장기적 관점에서 최초로 진단하였으며, 의미 있는 차별적인 연구결과를 제시하고 있다.

본 연구의 구성은 다음과 같다. 제Ⅱ장에서는 SPAC 상장에 대한 기존 연구들을 간단히 정리한다. 제Ⅲ장에서는 연구 가설과 연구에 사용된 변수 및 실증분석 모형을 정의한다. 제Ⅳ장에서는 사용된 데이터와 표본의 특성, 변수 간 상관관계를 분석한다. 주관사의 명성 보유 여부에 따라 IPO 시장에서의 핵심변수의 차이를 진단한다. 끝으로 제Ⅴ장에는 연구의 주요한 결과를 요약하고, 그 실무적 학문적 시사점과 연구의 한계점을 도출한다.

Ⅱ. 선행연구

실증 연구에 따르면 신규상장 기업은 상장 후 3년 또는 5년 동안 시장에서 저조한 성과를 낸다(Ritter, 1991; Spiess and Affleck Graves, 1995; Loughran and Ritter, 1995). Rock(1986)은 이러한 현상을 승자의 저주(winners' curse)라고 부른다. 이 퍼즐 현상은 IPO 이후 기업의 실적 부진과 관련된 이상한 현상의 이름을 따서 IPO 장기 저성과(long-term underperformance)로 알려져 있다(Ritter, 1991; Spiess and Affleck Graves, 1995; Loughran and Ritter, 1995; Balia et al., 2013).

많은 연구에서 다양한 국가에서 IPO 이후 장기적으로 주가 실적이 저조하다는 일관된 경험적 증거를 보고하고 있다. Loughran and Ritter(1995)에 따르면 미국의 IPO 주식은 상장 후 5년 동안 비정상적으로 낮은 주식수익률이 나타난다. Maher et al.(2004)의 연구에

따르면 캐나다에서도 1991년과 1998년간의 IPO 주식의 주가가 장기적으로 저조한 것으로 나타났다. 또한, Balia et al.(2013)은 영국과 일본의 신주 발행과 장기수익률 간에는 유의한 음(-)의 관계가 있다고 보고하였다.

비상장기업이 주식시장에 상장하는 요건을 충족하기는 쉽지 않다(Pagano et al., 1998). 이를 회피하기 위한 수단으로 일반 IPO 상장 대신 SPAC 합병을 통한 일종의 우회상장을 선택하기도 한다(Jenkinson and Sousa, 2011; Cumming et al., 2014; Blomkvist and Vulcanovic, 2020). Jenkinson and Sousa(2011)는 SPAC 합병 상장의 초기 수익성이 더 높았지만, 장기적으로 SPAC의 절반 이상이 그 가치가 폭락하였다고 하였다. Kolb and Tykvová(2016) 역시 SPAC 합병을 통한 상장기업의 장기적 성과가 일반 IPO 기업보다 훨씬 못하였다고 보고하고 있다.

2009년도에 투자자를 보호하기 위한 목적으로 SPAC이 처음으로 국내에 도입되었다(강원, 2010; 김한준, 2010; 엄경식 외 2인, 2011; 이호선, 2014). 이호선(2014)의 연구에서 2009년에서 2013년 사이에 SPAC 22 상장기업 중에서 단 10개만이 합병에 성공하였으며, 나머지는 상장 폐지되었다. 민정기, 차승민(2017)은 SPAC 상장기업이 비상장 외감기업이나 일반 상장기업보다 더 상장 후에 회계적 이익조정 경향이 크다고 하였다. 차재영 외 2인(2019)은 자산규모가 작고 업력이 짧은 저수익성 기업 등 정보비대칭이 상대적으로 심각한 기업이 SPAC 상장을 선택하는 경향을 높인다고 하였다.

이우백(2017)은 2010년부터 2015년까지 SPAC 상장 성공 24개 기업을 분석하고 SPAC의 주가가 합병 공시일 이전부터 지속해 상승했다고 하였다.

김진산, 김성환(2021)은 SPAC 상장과정에서 명성이 높은 주관사 선정을 통하여 IPO 시장에서 정보의 비대칭 문제점을 줄일 수 있어서 상대적으로 높은 공모가격을 제시할 수 있다고 하였다. SPAC 상장으로 초기 저평가 문제를 해소하는데 도움이 되고, 명성이 높은 주관사 입장에서는 비교적 높은 수준의 수수료에도 불구하고 보다 잘 알려진 우량한 기업을 상장함으로써 시장에 좋은 영향을 줄 수 있다는 것이다. 결과적으로 기업과 투자자 사이에 주관사의 명성이 주요한 영향을 미치며, 정보의 비대칭을 줄여 믿고 투자할 수 있는 환경을 조성한다는 점에서 긍정적이라고 할 수 있다.

시장이 과열될 때 투자자들은 자신이 투자하고자 하는 종목을 심층적으로 분석한다. 그러나 이러한 분석에서 너무도 많은 요인이 주가에 영향을 미치기 때문에 종목 선정에 한계를 느낄 수 있다. 기존 주식과 비교하여 IPO 주식에 대한 투자는 IPO 초기 저평가의 결과로 장기적으로 “승자의 저주”(Rock, 1986; Ritter, 1991; Keloharju, 1993; Loughran and Ritter, 1995; Schultz, 2003)를 초래한다.

국내에서 IPO 장기 저성과에 주관사 명성을 진단한 연구가 없으며, 특히 SPAC 상장에 대한 장기 저성과에 관한 연구는 아직 없다. 본 연구는 김진산, 김성환(2021)의 연구와 마찬가지로 주관사를 매년 IPO 시장점유율을 기준으로 Top 5 집단과 나머지 주관사 집단으로 나누어, 두 비교집단 간의 IPO 후 수익률에 미치는 영향을 장기적인 관점에서 진단한다. 앞의 연구는 명성이 높은 주관사 선정 결정과 그 결과 때문에 초기수익률에 미치는 영향을 진단했지만, 본 연구는 명성이 높은 주관사 선정 결정과 그로 인한 장기적인 영향을 초과수익률을 기준으로 살펴본 새로운 시도이다.

주관사의 전문적인 평가 과정을 통한 IPO 가격은 시장에서 주관사 선택으로 해당 기업의 품질에 대하여 새로운 신호를 제시하여 준다. 상장하려는 기업이 주관사를 선택하듯이 주관사 역시 상장을 지원할 기업을 선택할 것이다. 결과적으로 어떤 기업을 상장시켰는지, 그 기업들이 상장 후 투자자들에게 어떤 실적을 거두게 하였느냐 하는 것은 주관사의 평판에 매우 중요한 요인으로 작용할 수 있으므로 주관사는 신중한 선택을 할 것이다.

김진산, 김성환(2021)의 연구에 따르면, SPAC 상장에 있어서 주관사의 명성은 IPO 기업의 단기 저평가 문제를 상당히 해소함으로써 자금조달에 긍정적인 영향을 미친다.

Ⅲ. 가설 및 실증분석 모형

1. 가설 설정

실증 연구에 따르면 신규상장 기업은 상장 후 3년에서 5년 동안 시장에서 저조한 성과를 낸다(Ritter, 1991; Loughran and Ritter 1995; Heyman, 2007; Jenkinson and Sousa, 2011). Rock(1986)은 이러한 현상을 승자의 저주(winners' curse)라고 부른다. 새로운 퍼즐 현상은 IPO 이후 기업의 주가 측면에서의 실적 부진과 관련된 이상한 현상의 이름을 따서 장기 저성과(long-term underperformance)로 알려져 있다. 이러한 'post-IPO 저성과 현상'은 IPO 주식의 벤치마크 기업보다 평균적으로 초기수익률이 높을수록 장기적으로 수익률 하락이 더 심하다는 것이다(Balia et al., 2013). 이에 따라, IPO 초기수익률이 높을수록 장기수익률이 낮아진다는 퍼즐과 관련하여 다음과 같이 승자의 저주(winners' curse) 가설을 설정하기로 한다.

가설 1: 높은 IPO 초기수익률은 장기수익률에 음(-)의 영향을 미친다.

SPAC과 투자자 사이에 존재하는 정보 비대칭 해소가 성공을 위한 핵심 요인이다(Heyman, 2007; Boyer and Baigent, 2008). Blomkvist and Vulcanovic, 2020), Boyer and Baigent(2008) 등은 SPAC 상장이 오히려 기업의 합병을 통하여 정보 비대칭 해소하여 기업의 가치도 제고된다고 하였다. 국내에서도 차재영 외 2인(2019)은 SPAC 상장기업에 대한 정보 비대칭성이 일반 IPO 기업보다 크다고 하였다. 이에 따라 SPAC 상장에 따른 초기 저평가가 더욱 심각하다고 판단되며, 이런 경우 장기적인 “승자의 저주” 문제가 심각하다고 기대할 수 있다. 따라서, 다음과 같이 가설을 설정한다.

가설 2: SPAC 상장의 장기수익률이 비 SPAC 상장의 장기수익률보다 높다.

이우백(2017)은 SPAC 상장과 관련하여 합병 공시일 이전부터 시작하여, SPAC 이후에도 계속 주가가 상승한다고 하였다. 이는 투자자와 경영진 간 정보 비대칭성이 커서 시장이 비효율적이기 때문이라고 하였다. 마찬가지로 정보의 비대칭 관점에서 SPAC과 투자자 사이에 존재하는 정보에 대한 불신 해소가 SPAC 상장의 중요한 성공요인이라고 하였다 (Boyer and Baigent, 2008; Blomkvist and Vulcanovic 2020). 이런 측면에서 단기적으로 SPAC 상장과 초기수익률에 대한 저평가 문제를 완화한다는 김진산, 김성환(2021)의 연구결과는 장기적인 측면에서도 정보의 비대칭 문제를 해소하는데 긍정적인 요인으로 작용할 것으로 전망할 수 있다. 따라서 가설 3과 3-1과 같이 설정한다.

가설 3: 명성이 높은 주관사 선정 시 그렇지 않은 주관사 선정보다 장기수익률이 높다.

가설 3-1: 명성이 높은 주관사를 통한 SPAC 상장의 장기수익률이 그렇지 않은 주관사보다 높을 것이다.

2. 연구모형

IPO 상장으로 인한 초기 승자의 저주 현상을 진단하기 위하여 초기수익률은 [(상장 초일 주가 - 공모가)/공모가]의 식에 의하여 산출한 초기수익률 변수(IR: initial returns)를 사용한다. 다변량 최소자승 회귀분석(OLS: ordinary least squares)을 식 (1)과 같이 실시하기로 한다. 김성환 외 2인(2021), 김진산, 김성환(2021) 등의 선행연구를 토대로 시장 및 기업의 변수들을 도입하여 그 영향을 제어하기로 한다.

본 연구는 SPAC 상장을 선택한 기업과 그렇지 않은 기업을 구분하기 위하여 SPAC 상장 더미 변수 (SPAC_D)를 도입한다. SPAC 더미 변수에 대하여 해당하면 1을, 일반 IPO 상장이면 0을 부여한다. 또한 상장 관련 명성을 가진 주관사의 영향을 진단하고자 명성을 가진 주관사 더미변수를 도입한다. 세부적으로 연도별 청약대금 기준 Top 5인 경우 1, 아니면 0으로 IPO 기업을 구분한다.

$$\begin{aligned}
 BHAR_{i,t} = & \beta_0 + \beta_1 IR_{i,t} + \beta_2 SPAC_{i,t} + \beta_3 Reputation_D_{i,t} + \beta_4 Span_R_{i,t} \\
 & + \beta_5 Ln_Pat_App_{i,t-1} + \beta_6 NIPO_{i,t} + \beta_7 NIPO_{i,t-1} + \beta_8 NIPO_{i,t-2} \\
 & + \beta_9 IR_30_{i,t} + \beta_{10} Ln_Proc_IR_30_{i,t} + \beta_{11} RM_Q_{i,t-1} + \beta_{12} RM_Q_{i,t-2} \\
 & + \beta_{13} RM_Q_{i,t-3} + \beta_{14} RM_P_{i,t-1} + \beta_{15} RM_P_{i,t-2} + \beta_{16} RM_P_{i,t-3} \\
 & + \beta_{17} Ln(SubR)_{i,t} + \beta_{18} KOSDAQ_{i,t} + \beta_{19} Mfg_D_{i,t-1} + \beta_{20} TangR_{i,t-1} \\
 & + \beta_{21} DebtR_{i,t-1} + \beta_{22} ROA_{i,t-1} + \beta_{23} LnProc_{i,t} + \epsilon_{i,t}
 \end{aligned} \tag{1}$$

단, 식에서 i 는 상장기업 i 를 뜻하고 t 는 상장일이 속하는 연도 t 를 뜻한다.

$BHAR_{i,t}$: 상장 후 M 월간 보유초과수익률, [산출 수식 (3) 참조]

$IR_{i,t}$: IPO 초기수익률, [(초일 상장주식 가격-공모가)/공모가]

$SPAC_{i,t}$: SPAC 더미변수, SPAC 상장 기업이면 1, 아니면 0

$Reputation_D_{i,t}$: Top 5 주관사 더미변수, 시장점유율 기준 Top 5이면 1, 아니면 0

$Span_R_{i,t}$: 공모 청약가 범위 비율, [(최대 공모가-최저 공모가)/최저공모가]

$Ln_Pat_App_{i,t-1}$: 보유 특허수 로그값, [Ln(보유 특허수 + 1)]

$NIPO_{i,t}$: IPO 기업 수, [지난 30일 동안 IPO 기업 수]

$NIPO_{i,t-1}$: 1기전 IPO 상장기업의 수

$NIPO_{i,t-2}$: 2기전 IPO 상장기업의 수

$IR_{30_{i,t}}$: IPO 시장 초기수익률, [지난 30일간 IPO 기업의 초기수익률]

$Ln_Proc_IR_{30_{i,t}}$: 지난 30일 간 IPO 시장 청약대금 합계의 자연대수

$RM_Q_{i,t-1}$: 1기전 코스닥 시장 수익률, [시장가치 가중 KOSDAQ 수익률]

$RM_Q_{i,t-2}$: 2기전 코스닥 시장 수익률, [시장가치 가중 KOSDAQ 수익률]

$RM_Q_{i,t-3}$: 3기전 코스닥 시장 수익률, [시장가치 가중 KOSDAQ 수익률]

$RM_P_{i,t-1}$: 1기전 코스피시장 수익률, [시장가치 가중 KOSPI 수익률]

$RM_P_{i,t-2}$: 2기전 코스피시장 수익률, [시장가치 가중 KOSPI 수익률]
 $RM_P_{i,t-3}$: 3기전 코스피시장 수익률, [시장가치 가중 KOSPI 수익률]
 $Ln(SubR)_{i,t}$: 공모경쟁률의 자연로그 값, [Ln(IPO 공모 경쟁률)]
 $KOSDAQ_{i,t}$: 코스닥 상장기업 더미변수, [코스닥 상장 기업이면 1, 아니면 0]
 $Mfg_D_{i,t-1}$: 제조업종 더미변수, [해당 기업이 제조업 기업이면 1, 아니면 0]
 $TangR_{i,t-1}$: 유형자산 비율, [유형자산(t)/총자산(t)]
 $DebtR_{i,t-1}$: 총자산 대비 부채비율, [총부채(t)/총자산(t)]
 $ROA_{i,t-1}$: 총자산순이익률(return on assets), [당기순이익(t)/ 총자산(t-1)]
 $LnProc_{i,t}$: IPO 규모. 청약대금의 자연로그 값, [Ln(IPO 청약대금 (단위: 백만원))]
 $\epsilon_{i,t}$: 오차항. 상장기업 i 에 대한 상장 연도 t 에서의 추정 오차

$BHAR_{i,t}$ 은 t 년 이후까지의 기업 i 에 대한 시장모형에 의한 보유초과수익률 (buy-and-hold abnormal returns : BHAR)이며 다음 수식에 의하여 산출된다.

$$BHAR_{i,t} = \prod_{t=1}^n (1 + r_{i,t}) - \prod_{t=1}^n (1 + r_{m,t}) \quad (2)$$

$R_{i,t}$: 기업 i 에 대한 t 시점에서의 수익률

$R_{m,t}$: t 시점에서의 시장수익률

추가적으로 다년간에 걸친 장기 보유초과수익률에 미치는 영향을 실증분석식 (3)에 의하여 진단하기로 한다.

$$\begin{aligned} BHAR_Y_{i,t} = & \beta_0 + \beta_1 IR_{i,t} + \beta_2 SPAC_{i,t} + \beta_3 Reputation_D_{i,t} + \beta_4 Span_R_{i,t} \\ & + \beta_5 Ln_Pat_App_{i,t-1} + \beta_6 NIPO_{i,t} + \beta_7 NIPO_{i,t-1} + \beta_8 NIPO_{i,t-2} \\ & + \beta_9 IR_30_{i,t} + \beta_{10} Ln_Proc_IR_30_{i,t} + \beta_{11} RM_Q_{i,t-1} + \beta_{12} RM_Q_{i,t-2} \\ & + \beta_{13} RM_Q_{i,t-3} + \beta_{14} RM_P_{i,t-1} + \beta_{15} RM_P_{i,t-2} + \beta_{16} RM_P_{i,t-3} \\ & + \beta_{17} Ln(SubR)_{i,t} + \beta_{18} KOSDAQ_{i,t} + \beta_{19} Mfg_D_{i,t-1} + \beta_{20} TangR_{i,t-1} \\ & + \beta_{21} DebtR_{i,t-1} + \beta_{22} ROA_{i,t-1} + \beta_{23} LnProc_{i,t} + \epsilon_{i,t} \end{aligned} \quad (3)$$

$BHAR_Y_{i,t}$: 상장 이후 Y 년 간의 보유초과수익률

IV. 실증분석

1. 표본 현황

본 연구는 2010년부터 2020년까지 한국신용평가의 데이터베이스, KIS-Value와 IPO 전문투자 기업인 IPO스톡의 데이터베이스(<http://www.ipostock.co.kr/>)에서 제공하는 정보를 통합하여 분석한다. 대상 표본 선정은 상장기업으로 KIS-Value 데이터베이스 등에서 분석자료를 구할 수 없는 기업은 제외하였다. 또한, 연구결과에 영향을 줄 이상치 데이터는 연구 표본에서 제거하였다.

<표 1>에서는 연도별 표본에 대하여 SPAC 상장여부에 따라 구분하고 연도별 분포내역을 보여주고 있다. 한국에 SPAC이 도입된 2010년도부터 전체 941개 IPO 표본 중 61개(8.5%)는 SPAC 상장이고 나머지 660개(91.5%)는 SPAC이 아닌 일반 IPO이다. 전체 IPO는 2007년도에 55건이 상장되었으며, 2012년부터 상장이 크게 줄어들고 있음을 알 수 있다. 2018년부터는 100개 이상으로 증가하였다.

SPAC 상장 도입 첫해인 2010년 이후에는 거의 없다가 최근 IPO 시장 활성화에 따라 SPAC 상장 수와 그 비중이 증가하고 있으며, 전체적으로 시장에 변동이 크다. 2010년과 2014년에 각 7건이며, 2013년에 1건이 있다. 2015년에는 40건의 IPO 중에서 SPAC 상장이 18건에 달해서, 전체의 약 45.0%를 차지하였다.

<표 1> 연도별 표본 및 인수목적기업(SPAC) 분포 현황

연도별	합계 (A)	SPAC (B)	비율 (B/A, %)	Non-SPAC (C)	비율 (C/A, %)
2010	57	7	12.3	50	87.7
2011	51	0	0.0	51	100
2012	23	0	0.0	23	100
2013	27	1	3.7	26	96.3
2014	39	7	17.9	32	82.1
2015	40	18	45.0	22	55.0
2016	84	3	3.6	81	96.4
2017	85	6	7.1	79	92.9
2018	103	5	4.9	98	95.1
2019	108	7	6.5	101	93.5
2020	104	7	6.7	97	93.3
합계	721	61	8.5	660	91.5

2. 기초통계량

<표 2>에는 표본기업에 대한 특성변수별 기초 통계량을 나타내고 있다. 최대, 최소, 평균, 중위수, 표준편차 등을 확인함으로써 전체 데이터가 굳이 정규성 검정을 하지 않아도 정규성을 확인할 수 있다. 종속변수로 사용한 매수보유초과수익률(BHAR_3M)의 평균은 -5.6%이며, 중위수는 -9.3% 수준으로 나타났다. 승자의 저주와 관련한 초기수익률(IR)의 평균은 28.8%, 중위수는 14.2%, 최소값은 -10.0%, 최대값은 100%로 나타났다. 인수목적기업(SPAC) 더미변수의 평균은 8.5% 수준이며, 전체적으로 표본 721 관측치 중 SPAC 상장은 61개로 약 8.5%를 차지하고 있다. 주관사 더미변수(Reputation_D)의 평균은 42.9% 수준으로 나타났다.

<표 2> 기초통계량

변수명	관측수(개)	평 균	중위수	표준편차	최소값	최대값
BHAR_3M	721	-0.056	-0.093	0.582	-2.135	2.299
IR	721	0.288	0.142	0.386	-0.100	1.000
SPAC	721	0.085	0.000	0.261	0.000	1.000
Reputation_D	721	0.429	0.000	0.497	0.000	1.000
Span_R	721	0.160	0.150	0.113	0.000	0.625
Ln_Pat_App	721	0.807	0.000	1.336	0.000	5.247
IR_30	721	10.237	8.000	6.322	1.000	32.000
NIPO	721	6.686	6.000	4.292	0.000	19.000
Ln_Proc_30	721	142,619	105,934	84,769	-164.3	503,937
RM_Q(t-1)	721	0.005	0.001	0.070	-0.102	0.244
RM_P(t-1)	721	0.007	0.007	0.054	-0.119	0.086
Ln(SubR)	721	4.951	5.656	1.884	0.122	7.290
KOSDAQ_D	721	0.351	0.000	0.497	0.000	1.000
Mfg_D	721	0.408	0.000	0.501	0.000	1.000
TangR(t-1)	721	0.242	0.226	0.197	0.000	0.849
DebtR(t-1)	721	0.390	0.419	0.202	0.000	1.316
ROA(t-1)	721	0.039	0.004	0.144	-2.411	0.293
Ln(Proc)	721	5.297	5.063	1.090	3.434	9.631

통제변수인 공모가격 구간 비율(Span_R)은 평균이 16.0%이다. 로그로 표시된 특허건수(Ln_Pat_App)와 IPO 시장수익률(IR_30)의 평균은 각각 80.7%와 10.2%이다. IPO 기업의 수(NIPO)는 6.6개이고, 전월의 IPO 기업 수[NIPO(t-1)]는 평균 5.9개이다. 전월의 KOSDAQ

수익률[RM_Q(t-1)]의 평균은 0.5%이며 전월의 KOSPI 수익률 [RM_P(t-1)]의 평균은 0.7%로 나타났다. 공모경쟁률[Ln(SubR)]과 백만 원 단위 IPO 청약 규모 [Ln(Proc), 백만원 단위]에 대한 자연로그값은 평균 4.9 및 5.3이다. 코스닥 상장 더미변수(KOSDAQ_D)와 제조업 기업의 업종 더미변수(Mfg_D)는 각각 평균 35.1%와 40.8%로 나타났으며, 전체 표본 중 차지하는 비율이다. 전년도 말 기준의 총자산 대비 유형자산[TangrR(t-1)]과 부채비율[DebtR(t-1)]의 평균은 각각 24.2%와 39.0%이며, 총자산 순이익률(ROA)의 평균은 3.9%이다.

3. 집단 평균 검정 및 상관관계 분석

본 절에서는 연구에 사용된 주요 변수에 대하여 명성효과를 통제한 관련 IPO 연구(김성환, 양태호, 2018; 김성환 외 2인, 2020; 김성환 외 2인, 2021; 김진산, 김성환, 2021 등)에서와 같이 더미변수(Reputation_D)를 이용하여 Top 5개 주관사와 나머지 주관사로 구분하였다. 이에 두 집단 간 구분의 타당성과 필요성을 확인하기 위하여 집단간 평균차이 검정을 실시한다.

<표 3>에는 Top 5 주관사(Reputation_D =1)와 비 Top 5(Reputation_D =0)주관사 간 주요변수들의 평균 차이 검정 결과이다. 핵심 설명변수인 초기수익률(IR)에 대하여 그렇지 않은 주관사가 Top 5 주관사보다 약 7.3%p 높으며 그 차이가 10% 수준에서 유의한 것으로 나타났다. SPAC 기업 더미변수(SPAC_D)에 대하여 Top 5 주관사 상장보다 비 Top 5 주관사 상장 비율이 약 7.6%p 높으며 그 차이가 5% 수준에서 유의한 것으로 나타났다.

통제변수를 살펴보면, 공모청약 가 구간 비율(Span_R)이 Top 5 주관사가 그렇지 않은 주관사보다 약 1.4%p 높으며 그 차이의 통계적 유의성은 없었다. 특허보유건 수(Ln_Pat_App)는 Top 5 주관사 IPO 기업에서 자연로그값 기준으로 11.8개 정도 낮으며, 그 차이가 통계적으로 유의하지 않았다. IPO 기업의 수(NIPO)는 그렇지 않은 주관사가 Top 5 주관사보다 약 3.1%p 높으며 그 차이가 5% 수준에서 유의한 것으로 나타났다. 전월의 코스닥 수익률(RM_Q(t-1))도 Top 5 주관사가 약 0.8%p 낮으며 그 차이가 10% 수준에서 유의했으나 2개월 전의 KOSDAQ 수익률[RM_Q(t-2)]은 Top 5 주관사가 상대적으로 약 0.9%p 더 높으며 그 차이가 10% 수준에서 유의한 것으로 나타났다.

전월의 KOSPI 수익률[RM_P(t-1)]도 그렇지 않은 주관사가 Top 5 주관사보다 약 0.7% 높으며 그 차이가 10% 수준에서 유의하다. KOSDAQ 더미 변수(KOSDAQ_D)는 Top 5 주관사가 그렇지 않은 주관사보다 약 8.6% 높으며 그 차이가 10% 수준에서 유의한 것으로 나타났다. IPO 청약 규모 [Ln(Proc)]는 그렇지 않은 주관사가 Top 5 주관사보다 약 233백만 원 크며, 그 차이가 10% 수준에서 유의한 것으로 나타났다.

<표 3> Top 5 주관사 여부에 따른 기업 특성변수 차이검정

***, **, *은 각각 1%, 5%, 10% 이하 수준(양쪽)에서 통계적으로 유의함을 나타낸다.

변수명	Top 5 Underwriter (Reputation_D =1) (A)	Non-Top 5 Underwriter (B)	차이(A-B)	t 통계치
IR	0.247	0.319	-0.073*	-1.54
SPAC_D	0.095	0.171	-0.076**	-1.71
Span_R	0.168	0.154	0.014	1.10
Ln_Pat_App	0.739	0.858	-0.118	-0.74
NIPO	10.219	10.250	-0.031**	-2.03
NIPO(t-1)	6.524	6.807	-0.283	-0.49
IR_30	0.178	0.242	-0.065	-0.92
Ln_Proc_30	139,226	145,165	-5939	-0.48
RM_Q(t-1)	0.001	0.008	-0.008*	-1.28
RM_P(t-1)	0.004	0.010	-0.007*	-1.38
Ln(SubR)	4.864	5.017	-0.153	-0.60
KOSDAQ_D	0.400	0.314	0.086*	1.39
MFG_D	0.448	0.379	0.069	1.09
TangR(t-1)	0.247	0.238	0.009	0.34
DebtR(t-1)	0.406	0.379	0.027	0.88
ROA(t-1)	0.039	0.039	0.000	0.00
Ln(Proc)	5.164	5.397	-0.233*	-1.63

<표 4>에서는 변수 간의 피어슨 상관계수 (Pearson correlation coefficient)의 분석 결과를 보여주고 있다. 종속변수인 3개월 간 보유초과수익률 (BHAR_3M)를 기준으로 살펴보면, 설명변수인 IPO 시장수익률(IR_30) 간에는 1% 통계적 유의수준에서 유의한 양(+)의 상관관계를 가지는 것으로 나타났다. 또한, 3개월 간 보유초과수익률(BHAR_3M)은 KOSDAQ 수익률(RM_Q), KOSPI 수익률(RM_P)과 1% 수준에서, 공모경쟁률[Ln(SubR)과 10% 통계적 유의수준에서 음(-)의 상관관계를 가지는 것으로 나타났다.

아울러, 초기수익률(IR)에 대하여 SPAC 더미변수(SPAC_D) 및 공모청약 가 구간 비율(Span_R)은 각각 1% 및 10% 수준에서 통계적으로 유의한 음(-)의 상관관계를 가지는 것으로 나타났다. 또한, 초기수익률(IR)은 명성 주관사 더미변수(Reputation_D)와 5% 이하 수준에서 유의한 양(+)의 상관관계가 있었다.

초기수익률(IR)은 IPO 시장수익률(IR_30), KOSPI 시장수익률(RM_P), IPO 시장 청약대금(Ln_Proc_30) 및 청약경쟁률[Ln(SubR)]과 모두 1% 이하 수준에서 유의한 양(+)의 상관관계를, IPO 기업의 수(NIPO)와는 10% 수준에서 유의한 음(-)의 상관관계를 갖는 것으로 나타났다.

<표 4> 주요 변수간 상관관계

***, **은 각각 1%, 5% 이하 수준(양쪽)에서 통계적으로 유의함을 나타낸다.

변수	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)	(11)	(12)	(13)	(14)	(15)	(16)	(17)	(18)
	BHAR_3M	IR	SPAC_D	Span_R	Reputation_D	Ln_Pat_App	NIPO	IR_30	RM_Q	RMP	Proc_IR_30	Ln(SubR)	KOSDAQ	MFG_D	TangR	DebtR	ROA	Ln(Proc)
(2)	-0.065	1																
(3)	0.036	-0.169***	1															
(4)	0.070	-0.084*	-0.085*	1														
(5)	-0.036	0.114**	-0.429***	-0.053	1													
(6)	0.048	-0.043	-0.163***	0.043	0.045	1												
(7)	0.067	-0.058	0.145**	-0.079*	-0.029	-0.118**	1											
(8)	0.242***	0.584***	-0.016	-0.044	0.145***	-0.013	0.092***	1										
(9)	0.011	-0.045	0.219***	-0.036	-0.076	0.043	0.032	0.053	1									
(10)	-0.123***	0.247***	-0.028	-0.052	-0.034	-0.016	0.090*	0.047	-0.149***	1								
(11)	-0.136***	0.223***	-0.015	-0.055	0.010	-0.005	0.132***	0.049	-0.075	0.809***	1							
(12)	-0.091*	0.505***	-0.218***	-0.006	0.020	-0.022	-0.225***	0.157***	-0.066	0.241***	0.221***	1						
(13)	-0.055	0.060	-0.150***	0.122***	0.036	0.345***	-0.174***	0.015	0.003	0.033	0.076*	0.091	1					
(14)	-0.048	-0.039	-0.180***	0.068	0.038	0.456***	-0.066	-0.035	-0.054	0.069	0.079	-0.025	0.602***	1				
(15)	-0.018	0.022	-0.348***	-0.040	0.186***	0.020	-0.004	-0.011	-0.088*	0.038	0.024	0.007	-0.034	0.130***	1			
(16)	-0.019	0.067	-0.524***	0.050	0.228***	0.113**	-0.035	0.056	-0.121	0.057	0.001	0.016	0.039	0.175***	0.475***	1		
(17)	0.036	-0.037	0.046	-0.031	-0.064	-0.166***	0.023	-0.088	-0.048	0.100**	0.069	0.029	-0.207***	-0.209***	0.031	-0.060	1	
(18)	0.100**	-0.086*	-0.085*	-0.066	0.038	0.156***	0.067	0.046	0.116	-0.056	-0.072	-0.243***	-0.244***	-0.019	0.104**	0.162***	-0.066	1

한편, SPAC 더미변수(SPAC_D)는 공모청약 구간 비율(Span_R), IPO 청약대금[Ln(Proc)]와 10% 수준에서 통계적으로 유의한 음(-)의 상관관계를 가지는 것으로 나타났다. 또한, 명성 주관사 더미(Reputation_D), 특허권 수(Ln_Pat_App), 공모경쟁률(Ln(SubR), 코스닥 기업 더미변수(KOSDAQ_D), 제조업종 기업 더미변수(MFG_D), 유형자산 비율(TangrR), 그리고 부채 비율(DebtR)도 1% 수준에서 유의한 음(-)의 상관관계를 갖지만, IPO 기업의 수(NIPO)는 반대로 SPAC 더미변수(SPAC_D)에 대하여 양(+)의 상관관계를 가지는 것을 볼 수 있다.

명성 주관사 더미변수(Reputation_D)는 IPO 시장 수익률(IR_30), 유형자산 비율(TangrR), 그리고 부채 비율(DebtR)과 1% 이하 수준에서 유의한 양(+)의 상관관계를 가지는 것으로 나타났다. 본 연구에서는 변수간 유의하게 높은 상관관계가 나타나는데, 분산팽창계수(VIF: variance inflation factor) 검증을 통하여 다중공선성 문제를 해소하였다.

4. 회귀분석

1) 단기 보유초과수익률(BHAR)에 미치는 영향

가설 검정과 관련하여 다변량 일반회귀분석(OLS: ordinary least squares) 모형을 식 (1)과 같이 도입하여 분석한 결과를 <표 5>에 제시하고 있다. 다중공선성 문제를 진단하기 위하여 분산팽창계수(VIF: variance inflation factor) 검증을 모형별로 실시하였다. 통상적 기준인 10보다 상당히 낮은 수준인 최대 3.45(최저 1.07)를 보고하고 있어 별 문제가 되지 않는다고 판단하며, 다른 통계량 등을 기준으로 모형 적합성은 높다고 할 수 있다.

장기 수익률에 미치는 영향을 진단하기 위하여 종속변수로 보유초과수익률(BHAR: buy-and-hold abnormal returns)을 사용하는 것을 제외하고는 김진산, 김성환(2021)과 사실상 동일하므로, 세부적인 언급은 생략하기로 한다.

<표 5>의 회귀분석 결과를 살펴보면, 초기수익률(IR)은 6개월 이내 기간의 IPO의 보유초과수익률(BHAR)에 대하여 1% 수준에서 유의한 음(-)의 영향을 미치는 것으로 나타나 가설 1을 지지하고 있다. 인수목적기업(SPAC) 상장은 1달간의 IPO의 보유초과수익률(BHAR)에 대하여 10% 수준에서 통계적으로 유의한 음(-)의 영향을 미치고, 그 영향은 2달간, 3달간, 6달간의 IPO의 보유초과수익률(BHAR)에 미치는 영향은 통계적으로 유의하지 않다. 상위 주관사 더미변수(Reputation_D)는 2달간, 3달간의 IPO의 보유초과수익률(BHAR)에 대하여 5% 수준에서 유의한 양(+)의 영향을 미치는 것으로 나타났다. IPO 시장 수익률(IR_30)은 1달간, 2달간, 3달간, 6달간의 IPO의 보유초과수익률(BHAR)에 대하여 1% 수준에서 유의한 양(+)의 영향을 미치며, 통계적으로 유의한 것으로 나타났다. 전전월의

KOSDAQ 수익률(RM_Q(t-2))은 1달간, 2달간, 3달간, 6달간의 IPO의 보유초과수익률(BHAR)에 대하여 5% 수준에서 통계적으로 유의한 음(-)의 영향을 미치는 것으로 나타났다.

<표 5> 주관사 명성과 SPAC이 중기 BHAR에 미치는 영향: 전체

***, ** 및 *은 1%, 5% 및 10% 이하 수준(한쪽)에서 통계적으로 유의함을 나타낸다.

변수	BHAR: Months after IPOs							
	BHAR_1M		BHAR_2M		BHAR_3M		BHAR_6M	
	계수	t 값	계수	t 값	계수	t 값	계수	t 값
IR	-0.536***	-3.38	-0.469***	-2.74	-0.401***	-3.00	-0.349***	-3.45
SPAC_D	-0.154*	-1.32	-0.121	-0.98	-0.052	-0.46	0.001	0.01
Reputation_D	0.053	1.14	0.086**	1.68	0.084**	1.66	0.048	0.98
Span_R	-0.212	-0.92	-0.199	-0.83	-0.339**	-1.65	-0.269*	-1.49
Ln_Pat_App	0.023	1.18	0.035*	1.53	0.033*	1.49	0.032*	1.48
NIPO	0.003	0.66	0.006	1.08	0.003	0.48	0.007	1.15
NIPO(t-1)	-0.001	-0.20	-0.003	-0.40	0.001	0.24	-0.001	-0.02
NIPO(t-2)	0.004	0.01	-0.004	-0.09	-0.002	-0.32	0.003	0.62
IR_30	0.491***	3.87	0.444***	3.29	0.383***	4.17	0.302***	5.06
Proc_IR_30	0.000	-1.04	0.000	-1.21	0.000	-1.22	0.000*	-1.60
RM_Q(t-1)	1.000**	1.81	0.359	0.57	0.140	0.21	-0.526	-0.86
RM_Q(t-2)	-1.510**	-1.95	-1.380**	-1.68	-1.230**	-1.68	-1.420**	-2.24
RM_Q(t-3)	-0.164	-0.29	-0.635	-0.93	-0.608	-0.87	-0.286	-0.45
RM_P(t-1)	-0.911	-1.24	-0.508	-0.65	-1.012	-1.10	-0.516	-0.66
RM_P(t-2)	0.881	1.06	0.790	0.87	0.607	0.76	0.872	1.22
RM_P(t-3)	0.105	0.15	0.388	0.50	0.288	0.36	-0.537	-0.76
Ln(SubR)	0.015	1.07	0.014	0.98	0.009	0.60	-0.009	-0.59
KOSDAQ_D	0.045	0.55	0.031	0.33	-0.011	-0.14	-0.059	-0.85
Mfg_D	-0.102	-1.06	-0.110	-1.02	-0.061	-0.66	-0.029	-0.38
TangR(t-1)	0.049	0.40	0.051	0.34	0.042	0.24	-0.055	-0.32
DebtR(t-1)	-0.296*	-1.61	-0.260	-1.26	-0.132	-0.64	0.018	0.10
ROA(t-1)	0.402***	2.47	0.415***	2.43	0.267**	2.05	0.211**	1.85
Ln(Proc)	0.041**	1.91	0.051**	2.15	0.031	1.20	0.006	0.23
Constant	-0.119	-0.66	-0.215	-1.17	-0.108	-0.56	0.001	0.01
관측수	721		721		721		721	
R ²	0.260		0.208		0.168		0.163	
F 검정	4.80***		4.17***		4.32***		4.07***	
VIF 검정	1.07~3.45		1.07~3.45		1.07~3.45		1.17~3.45	

<표 6>의 회귀분석 결과를 살펴보면, Top 5 주관사(Reputation_D = 1)의 초기수익률(IR)은 수개월간 IPO의 보유초과수익률(BHAR)에 대하여 5% 수준에서 유의한 음(-)의 영향을 미치는 것으로 나타나 가설 2를 기각시키지 않았다. 인수목적기업(SPAC)은 1달간, 2달간,

3달간, 6달간의 IPO의 보유초과수익률(BHAR)에 대하여 음(-)의 영향을 미치는 것으로 나타났으나, 이 결과는 통계적으로 유의하지 않다. Top 5 주관사의 IPO 시장 수익률(IR_30)은 6개월간의 IPO의 보유초과수익률(BHAR)에 대하여 1% 수준에서 유의한 양(+)의 영향을 미치는 것으로 나타났다.

<표 6> 주관사 명성과 SPAC이 중기 BHAR에 미치는 영향: Top 5 주관사

***, ** 및 *은 1%, 5% 및 10% 이하 수준(한쪽)에서 통계적으로 유의함을 나타낸다.

변수	Top 5 Underwriter (Reputation_D = 1)							
	BHAR_1M		BHAR_2M		BHAR_3M		BHAR_6M	
	계수	t 값	계수	t 값	계수	t 값	계수	t 값
IR	-0.678**	-2.11	-0.677**	-2.02	-0.505**	-1.92	-0.437**	-2.30
SPAC_D	-0.167	-1.04	-0.124	-0.70	-0.057	-0.32	0.034	0.19
Span_R	-0.370	-0.89	-0.216	-0.51	-0.290	-0.54	-0.150	-0.30
Ln_Pat_App	0.006	0.23	0.022	0.81	0.005	0.20	-0.010	-0.39
NIPO	0.003	0.55	0.005	0.91	-0.001	-0.22	0.006	0.95
NIPO(t-1)	0.003	0.31	-0.002	-0.20	0.007	0.62	0.007	0.61
NIPO(t-2)	-0.004	-0.53	-0.002	-0.29	-0.005	-0.60	-0.001	-0.11
IR_30	0.708***	2.68	0.684***	2.46	0.581***	3.12	0.438***	4.07
Proc_IR_30	0.000*	-1.50	-0.001*	-1.52	0.000**	-1.76	-0.001*	-1.56
RM_Q(t-1)	1.465**	1.87	1.295*	1.51	1.253*	1.37	0.415	0.46
RM_Q(t-2)	-2.686**	-1.91	-2.806**	-1.88	-2.582**	-2.01	-1.992**	-1.93
RM_Q(t-3)	-0.849	-1.16	-1.060*	-1.38	-0.798	-0.86	-0.125	-0.13
RM_P(t-1)	-1.371	-1.14	-1.189	-0.98	-2.856**	-1.83	-1.895*	-1.44
RM_P(t-2)	2.618**	1.71	2.814**	1.73	2.711**	1.97	2.252**	1.97
RM_P(t-3)	1.614*	1.40	1.783*	1.49	1.146	0.94	0.143	0.14
Ln(SubR)	0.044**	1.89	0.036*	1.47	0.029	1.13	0.003	0.12
KOSDAQ_D	0.018	0.14	0.020	0.15	-0.002	-0.02	-0.112	-1.12
Mfg_D	-0.098	-0.66	-0.123	-0.77	-0.068	-0.57	0.004	0.04
TangR(t-1)	-0.067	-0.42	-0.054	-0.27	-0.016	-0.06	0.014	0.05
DebtR(t-1)	-0.282	-1.12	-0.199	-0.78	-0.063	-0.23	0.194	0.90
ROA(t-1)	0.487***	2.51	0.543***	2.60	0.361***	2.39	0.279***	2.36
Ln(Proc)	0.036	1.12	0.043*	1.29	0.014	0.36	-0.038	-0.95
Constant	-0.062	-0.23	-0.097	-0.34	0.041	0.12	0.175	0.53
관측수	309		309		309		309	
R ²	0.375		0.347		0.254		0.210	
F 검정	2.98***		2.71***		2.23***		2.29***	
VIF 검정	1.24~3.69		1.24~3.69		1.24~3.69		1.24~3.69	

<표 7>의 회귀분석 결과를 살펴보면, Top 5 주관사가 아닌 회사(Reputation_D=0)의 초기수익률(IR)은 6달간의 IPO의 보유초과수익률(BHAR)에 대하여 1% 수준에서 유의한 음(-)의 영향을 미치는 것으로 나타나 가설 1을 기각시키지 않았다. 공모청약 가 구간 비율(Span_R)은 3달간, 6달간의 IPO의 보유초과수익률(BHAR)에 대하여 10% 수준에서 유의한 음(-)의 영향을 미치는 것으로 나타났다. 또한 <표 5>와 비슷하게 IPO 시장 수익률(IR_30)은 1, 2, 3, 6개월간 등 중기 IPO의 보유초과수익률(BHAR)에 대하여 1% 수준에서 유의한 양(+)의 영향을 미치는 것으로 나타났다.

<표 7> 주관사 명성과 SPAC이 중기 BHAR에 미치는 영향: 비 Top 5 주관사
***, ** 및 *은 1%, 5% 및 10% 이하 수준(한쪽)에서 통계적으로 유의함을 나타낸다.

변수	Non-Top 5 Underwriter (Reputation_D = 0)							
	BHAR_1M		BHAR_2M		BHAR_3M		BHAR_6M	
	계수	t 값	계수	t 값	계수	t 값	계수	t 값
IR	-0.451***	-3.81	-0.338***	-2.45	-0.350***	-2.65	-0.338***	-2.60
SPAC_D	-0.163	-1.08	-0.141	-0.86	-0.074	-0.46	-0.045	-0.27
Span_R	-0.050	-0.21	-0.061	-0.26	-0.291*	-1.53	-0.246*	-1.43
Ln_Pat_App	0.023	0.72	0.026	0.65	0.038	1.00	0.052*	1.38
NIPO	0.003	0.55	0.004	0.43	0.002	0.26	0.005	0.46
NIPO(t-1)	0.001	0.21	0.001	0.19	0.004	0.54	0.001	0.09
NIPO(t-2)	0.002	0.45	0.002	0.37	0.000	-0.03	0.005	0.72
IR_30	0.358***	6.05	0.287***	4.71	0.270***	4.85	0.234***	3.63
Proc_IR_30	0.000	-0.56	0.000	-0.92	0.000	-0.51	0.000	-1.42
RM_Q(t-1)	0.812	0.82	-0.449	-0.42	-0.805	-0.81	-0.978	-1.11
RM_Q(t-2)	-0.726	-0.83	-0.230	-0.27	-0.049	-0.06	-0.928*	-1.28
RM_Q(t-3)	0.282	0.31	-0.484	-0.42	-0.637	-0.58	-0.728	-0.77
RM_P(t-1)	-0.939	-0.90	0.107	0.10	0.384	0.38	0.138	0.15
RM_P(t-2)	-0.448	-0.49	-0.831	-0.81	-1.161	-1.24	-0.498	-0.58
RM_P(t-3)	-0.713	-0.77	-0.312	-0.28	0.109	0.10	-0.603	-0.59
Ln(SubR)	-0.005	-0.28	0.003	0.17	0.000	0.00	-0.017	-0.84
KOSDAQ_D	0.015	0.17	-0.017	-0.17	-0.063	-0.63	-0.053	-0.58
Mfg_D	-0.077	-0.70	-0.087	-0.65	-0.043	-0.34	-0.045	-0.41
TangR(t-1)	0.076	0.41	0.087	0.38	0.020	0.09	-0.173	-0.71
DebtR(t-1)	-0.321	-1.24	-0.364	-1.17	-0.207	-0.67	-0.127	-0.41
ROA(t-1)	-0.213	-0.57	-0.407	-0.92	-0.285	-0.66	-0.371	-0.82
Ln(Proc)	0.040*	1.33	0.049*	1.39	0.038	1.11	0.024	0.72
Constant	-0.001	0.00	-0.099	-0.40	-0.064	-0.28	0.082	0.35
관측수	412		412		412		412	
R ²	0.213		0.150		0.155		0.194	
F 검정	6.16***		4.30***		5.33***		4.02***	
VIF 검정	1.26~4.36		1.26~4.36		1.26~4.36		1.26~4.36	

2) 장기 보유초과수익률(BHAR)에 미치는 영향

마찬가지로, 1년 이상의 보유 기간에 대하여 다변량 최소자승 회귀분석((OLS: ordinary least squares) 모형 식 (2)를 사용한 분석 결과를 <표 8>에 제시하고 있다. 다중공선성 문제를 진단하기 위하여 분산팽창계수(VIF: variance inflation factor) 검증을 모형별로 실시하였다. 통상적 기준인 10보다 상당히 낮은 수준인 최대 4.36(최저 1.24)을 보고하고 있어 별 문제가 되지 않는다고 판단하며, 다른 통계량 등을 기준으로 모형 적합성은 높다고 할 수 있다.

<표 8> 주관사 명성과 SPAC이 장기 BHAR에 미치는 영향: 전체

***, ** 및 *은 1%, 5% 및 10% 이하 수준(한쪽)에서 통계적으로 유의함을 나타낸다.

변수	BHAR							
	BHAR_1Y		BHAR_2Y		BHAR_4Y		BHAR_5Y	
	계수	t 값	계수	t 값	계수	t 값	계수	t 값
IR	-0.30***	-2.34	-0.17**	-1.66	-0.24**	-2.09	-0.20**	-1.82
SPAC	-0.02	-0.19	0.07	0.54	0.27	0.73	-0.20	-0.80
Reputation_D	0.03	0.64	0.02	0.30	-0.05	-0.85	-0.02	-0.25
Span_R	-0.20	-0.96	-0.35**	-1.99	-0.41**	-2.21	-0.60***	-2.61
Ln_Pat_App	0.05**	2.19	0.03	1.00	0.03*	1.43	0.03*	1.32
NIPO	0.01**	1.65	0.01*	1.32	0.01*	1.61	0.01	1.05
NIPO(t-1)	-0.01	-0.85	-0.01	-0.02	-0.01**	-1.74	-0.02***	-2.35
NIPO(t-2)	0.01	1.06	0.01	0.77	0.01**	1.93	0.02***	2.38
IR_30	0.23***	2.50	0.10***	2.32	0.13***	2.55	0.13**	2.29
Proc_IR_30	0.00	-0.99	0.00	-1.10	0.00	-0.57	0.00	-0.15
RM_Q(t-1)	-0.39	-0.71	-0.82*	-1.37	-0.74*	-1.42	-0.84	-1.30
RM_Q(t-2)	-1.48**	-1.97	-1.03*	-1.45	-0.76	-1.14	-0.31	-0.38
RM_Q(t-3)	-0.18	-0.30	-0.63	-0.97	0.45	0.72	0.40	0.55
RM_P(t-1)	-0.25	-0.29	-0.16	-0.21	0.34	0.44	0.21	0.24
RM_P(t-2)	1.37**	1.72	1.23*	1.63	1.17*	1.63	1.06	1.19
RM_P(t-3)	-0.51	-0.71	-0.11	-0.15	-0.78	-1.10	-0.93	-1.16
Ln(SubR)	-0.02	-0.94	-0.02	-0.86	0.02	0.14	-0.02	-1.18
KOSDAQ_D	-0.03	-0.47	-0.03	-0.35	-0.02	-0.28	0.02	0.28
MFG_D	-0.11*	-1.41	-0.08	-0.92	-0.20***	-2.59	-0.17**	-1.75
TangR(t-1)	0.06	0.33	0.10	0.42	0.01	0.10	0.03	0.19
DebtR(t-1)	-0.12	-0.64	-0.17	-0.67	-0.28	-1.90	-0.30*	-1.63
ROA(t-1)	0.14	0.74	-0.09	-0.33	-0.67**	-2.05	-0.31	-0.62
Ln(Proc)	-0.01	-0.37	0.01	0.47	0.02	0.56	0.01	0.35
Constant	0.00	0.01	-0.23	-1.06	-0.29*	-1.32	-0.17	-0.61
관측수	464		464		464		464	
R ²	0.118		0.090		0.120		0.099	
F 검정	3.25***		3.28***		2.53***		1.72***	
VIF 검정	1.07~3.35		1.07~3.35		1.07~3.69		1.08~3.80	

초기수익률(IR)은 1년간의 IPO의 보유초과수익률(BHAR)에 대하여 1% 수준, 2년간, (3년간 표시 생략), 4년간, 5년간의 IPO의 보유초과수익률(BHAR)에 대하여 5% 수준에서 유의한 음(-)의 영향을 미치는 것으로 나타났다.

인수목적기업 더미변수(SPAC)는 1년간, 2년간, (3년간 표시 생략), 4년간, 5년간의 IPO의 보유초과수익률(BHAR)에 대하여 음(-)의 영향을 미치는 것으로 나타났으나 통계적으로 유의하지 않다. 공모청약 가 구간 비율(Span_R)은 2년간, 3년간(표 생략), 4년간 및 5년간의 IPO의 보유초과수익률(BHAR)에 대하여 통계적으로 유의한 음(-)의 영향을 미치는 것으로 나타났다.

<표 9> 주관사 명성과 SPAC이 장기 BHAR에 미치는 영향: Top 5 주관사
***, ** 및 *은 1%, 5% 및 10% 이하 수준(한쪽)에서 통계적으로 유의함을 나타낸다.

변수	Top 5 Underwriter (Reputation_D = 1)							
	BHAR_1Y		BHAR_2Y		BHAR_4Y		BHAR_5Y	
	계수	t 값	계수	t 값	계수	t 값	계수	t 값
IR	-0.25	-0.92	0.05	0.29	-0.14	-0.81	0.02	0.12
SPAC	-0.08	-0.42	0.07	0.37	0.17	1.08	-0.21	-0.62
Span_R	-0.33	-0.63	-0.91**	-2.13	-0.41	-1.08	-0.93*	-1.53
Ln_Pat_App	0.06**	1.81	0.04	1.20	0.03	1.01	0.04	0.92
NIPO	0.01*	1.38	0.01*	1.41	0.02*	1.47	0.02	1.10
NIPO(t-1)	-0.02	-0.15	0.03	0.29	-0.01	-0.86	-0.02**	-1.76
NIPO(t-2)	0.00	-0.30	-0.01	-0.87	0.02*	1.43	0.04**	2.10
IR_30	0.38**	2.02	0.07	1.04	0.18**	1.94	0.13	1.26
Proc_IR_30	0.00*	-1.38	0.00	-0.71	0.00**	-1.86	0.00	-0.95
RM_Q(t-1)	-0.03	-0.04	-1.33*	-1.51	-1.00	-1.24	-1.38*	-1.38
RM_Q(t-2)	-2.21**	-1.70	-1.59**	-1.66	-0.69	-0.70	-0.15	-0.10
RM_Q(t-3)	0.50	0.52	0.46	0.50	0.33	0.36	0.21	0.17
RM_P(t-1)	-1.33	-0.85	-0.70	-0.59	-0.24	-0.21	-0.40	-0.29
RM_P(t-2)	2.48**	1.78	1.75**	1.87	0.88	0.92	0.99	0.66
RM_P(t-3)	-0.09	-0.08	-0.07	-0.07	-0.56	-0.52	-0.76	-0.57
Ln(SubR)	-0.03	-1.00	-0.05*	-1.60	0.01	0.50	-0.04	-1.01
KOSDAQ_D	-0.01	-0.12	0.06	0.51	0.02	0.24	0.10	0.69
MFG_D	-0.15	-1.15	-0.24**	-2.14	-0.22**	-2.14	-0.17	-0.86
TangR(t-1)	0.08	0.30	-0.09	-0.32	-0.05	-0.22	-0.11	-0.41
DebtR(t-1)	-0.13	-0.50	0.22	0.90	0.11	0.52	0.03	0.09
ROA(t-1)	0.25*	1.49	-0.10	-0.42	-0.63*	-1.42	-0.13	-0.17
Ln(Proc)	-0.05	-1.16	-0.05	-1.06	-0.02	-0.51	-0.03	-0.42
Constant	0.36	1.00	0.26	0.84	-0.39	-1.27	-0.09	-0.16
관측수	206		206		206		206	
R ²	0.170		0.136		0.152		0.124	
F 검정	1.32***		1.62***		1.53***		1.20***	
VIF 검정	1.24~3.69		1.24~3.69		1.24~3.69		1.24~3.69	

보유특허권 수(Ln_Pat_App)는 1년간의 IPO의 보유초과수익률(BHAR)에 대하여 5% 수준에서 유의한 양(+)의 영향을 미치는 것으로 나타났다. IPO 시장 수익률(IR_30)은 1년간, 2년간, 3년간(표 생략), 4년간, 5년간의 IPO의 보유초과수익률(BHAR)에 대하여 1% 수준에서 유의한 양(+)의 영향을 미치는 것으로 나타났다. <표 9>의 회귀분석 결과를 살펴보면, 명성 있는 Top 5 주관사(Reputation_D)의 초기수익률(IR)은 1년간, 2년간, 3년간(표 생략), 4년간, 5년간의 IPO의 보유초과수익률(BHAR)에 대하여 음(-)의 영향을 미치는 것으로 나타났으나 통계적으로 유의하지 않다. 공모청약 가 구간 비율(Span_R)은 2년간, 3년간(표 생략), 4년간의 IPO의 보유초과수익률(BHAR)에 대하여 5% 수준에서 유의한 음(-)의 영향을

<표 10> 주관사 명성과 SPAC이 장기 BHAR에의 영향: 비 Top 5 주관사

***, ** 및 *은 1%, 5% 및 10% 이하 수준(한쪽)에서 통계적으로 유의함을 나타낸다.

변수	Non-Top 5 Underwriter (Reputation_D = 0)							
	BHAR_1Y		BHAR_2Y		BHAR_4Y		BHAR_5Y	
	계수	t 값	계수	t 값	계수	t 값	계수	t 값
IR	-0.35***	-3.08	-0.36***	-2.34	-0.29**	-1.90	-0.30**	-2.05
SPAC	-0.05	-0.32	-0.07	-0.32	0.33	0.53	-0.27	-0.82
Span_R	-0.17	-0.92	-0.33	-1.60	-0.46**	-1.95	-0.56***	-2.31
Ln_Pat_App	0.02	0.51	-0.01	-0.16	0.03	0.83	0.04	0.86
NIPO	0.01	0.80	0.01	0.64	0.00	0.47	0.00	-0.21
NIPO(t-1)	0.00	-0.52	0.00	0.20	-0.01	-0.99	-0.01	-0.98
NIPO(t-2)	0.01**	1.78	0.01*	1.39	0.01	0.84	0.01	0.74
IR_30	0.12***	2.50	0.12**	2.26	0.11**	1.99	0.13	2.14
Proc_IR_30	0.00	-0.68	0.00*	-1.45	0.00	0.32	0.00	0.38
RM_Q(t-1)	-0.12	-0.16	0.11	0.12	-0.44	-0.50	-0.51	-0.50
RM_P(t-1)	0.02	0.02	-0.30	-0.27	0.65	0.53	0.83	0.64
Ln(SubR)	-0.01	-0.25	0.00	0.03	-0.01	-0.28	-0.02	-0.85
KOSDAQ_D	-0.11*	-1.44	-0.11	-1.25	-0.06	-0.58	-0.06	-0.74
MFG_D	-0.09	-1.13	-0.01	-0.05	-0.16*	-1.58	-0.14*	-1.40
TangR(t-1)	0.00	-0.01	0.24	0.64	0.07	0.36	0.19	0.76
DebtR(t-1)	-0.21	-0.70	-0.56	-1.27	-0.56***	-2.64	-0.53***	-2.52
ROA(t-1)	-1.15***	-2.34	-1.29**	-1.92	-0.61	-1.22	-0.33	-0.48
Ln(Proc)	0.01	0.44	0.04	1.08	0.04	1.00	0.04	0.93
Constant	0.00	0.02	-0.19	-0.64	-0.24	-0.79	-0.15	-0.48
관측수	258		258		258		258	
R ²	0.156		0.139		0.162		0.149	
F 검정	5.01***		2.79***		1.80***		2.05***	
VIF 검정	1.26~4.36		1.26~4.36		1.26~4.36		1.26~4.36	

미치는 것으로 나타났으나 5년간의 IPO의 보유초과수익률(BHAR)에 대하여 10% 수준에서 유의한 음(-)의 영향을 미치는 것으로 나타났다. 보유특허권 수(Ln_Pat_App)는 1년간의 IPO의 보유초과수익률(BHAR)에 대하여 5% 수준에서 유의한 양(+)의 영향을 미치는 것으로 나타났다. 또한, 다른 표들과 달리, IPO 시장 수익률(IR_30)은 2년간, 5년간의 IPO의 보유초과수익률(BHAR)에 대하여 양(+)의 영향을 미친다는 것으로 나타났으나 통계적으로 유의하지 않다. 또한, 다른 표들과 달리, IPO 시장 수익률(IR_30)은 2년간, 5년간의 IPO의 보유초과수익률(BHAR)에 대하여 양(+)의 영향을 미친다는 것으로 나타났으나 통계적으로 유의하지 않다.

<표 10>의 회귀분석 결과를 살펴보면, <표 8>과 비슷하게, 초기수익률(IR)은 1년간, 2년간의 IPO의 보유초과수익률(BHAR)에 대하여 1% 수준, 3년간(표 생략), 4년간, 5년간의 IPO의 보유초과수익률(BHAR)에 대하여 5% 수준에서 유의한 음(-)의 영향을 미치는 것으로 나타났다.

V. 결 론

본 연구는 2010년부터 2020년까지 11년간 한국거래소(KRX)에 상장한 721개(SPAC 61개, IPO 660개) 기업을 대상으로 한국신용평가(주)가 제공하는 KIS-Value, 한국거래소 및 IPO스톡(社)이 제공하는 데이터베이스를 통합하여 명성효과의 장기적 존속 효과를 진단 하였다. 이를 위하여 김진산, 김성환(2021) 연구처럼 신규상장을 연도별 발행액 기준 Top 5 및 비 Top 5로 구분하였다. 주관사의 명성이 IPO 상장 시 SPAC을 선택 과정과 초기 저평가에 미치는 영향을 살펴 김진산·김성환(2021)의 연구와는 달리 Top 5 주관사의 명성효과가 장기 보유초과수익률(BHAR)에 어떻게 영향을 미치는지 살펴보았으며, 주요 연구결과를 정리하면 다음과 같다.

첫째, SPAC 상장은 비 SPAC 상장 대비 상장 후 1개월간 통계적으로 유의한 수준에서 낮[음(-)의 영향]은 보유초과수익률을 보이지만, 그 차이의 통계적 유의성은 점차 사라진다.

둘째, Top 5 주관사를 통한 상장은 비 Top 5 주관사를 통한 상장보다 상장 후 약 3개월 이상 통계적으로 유의한 수준에서 높[양(+)]의 영향]은 보유초과수익률을 보이지만, 그 차이의 통계적 유의성은 점차 사라진다.

셋째, 초기수익률이 높은 상장의 경우 Top 5 주관사나 비 Top 5 주관사를 통한 상장 여부와 관계없이 상장 후 약 6개월 이상 통계적으로 유의한 수준에서 보유초과수익률이 낮아지는 결과를 보이지만, Top 5 주관사의 상장에 경우, 그 부정적 효과가 1년 이상 지나면

점차 사라지며, 통계적으로 유의성은 없지만, 오히려 높아지는 추세를 보였다.

본 연구결과를 정리해보면 다음과 같은 시사점을 지닌다. 우선 김진산, 김성환(2021) 연구에서 밝혀진 바와 같이 SPAC 상장과 명성이 높은 주관사를 통한 상장이 정보의 비대칭을 줄여서 상대적으로 낮은 초기수익률을 보이는 것을 고려한다면, SPAC 상장기업은 일반 IPO 상장기업보다 장기적으로도 낮은 초과수익률 상태가 유지됨을 알 수 있다. 이는 전체적으로 SPAC 상장을 통해 주가가 안정적인 추세를 보인다는 측면에서 정보의 비대칭 현상이 적다는 점을 추론할 수 있다.

비슷한 의미에서 주관사의 명성효과는 낮은 초기수익률을 보인 이후에, 비 Top 5 주관사 상장보다 장기적으로도 높은 초과수익률을 보인다는 것을 알 수 있다. 결과적으로 Top 5 주관사 상장이 정보의 비대칭을 일시적으로 줄이는 것뿐만 아니라 장기적으로도 초과수익률 면에서, 보다 실적이 나은 기업을 선택하는 것을 알 수 있다.

본 연구결과는 김진산, 김성환(2021)의 연구결과를 바탕으로 일반 IPO 상장과 SPAC 상장에서 초기 저평가 문제와 아울러 장기 저성과 또는 승자의 저주 문제가 있어서도 명성이 높은 주관사가 적어도 일정기간(약 3개월간) 정보의 비대칭을 해소함에 있어서 매우 중요한 역할을 하고 있음을 알 수 있다. 투자자와 자금조달 기업으로서 투명성이 높은 수준의 우량한 주관사와는 장기적으로 상호 win-win 하는 신호효과가 있음을 시사하고 있다.

향후 연구에서는 실제로 명성이 있는 주관사와 그렇지 않은 주관사 간에 상장기업을 선정하는 과정에서 보다 합리적인 기준을 정립하고 적용할 필요가 있다고 본다. 마찬가지로, 주관사 명성효과가 차별적으로 나타난 SPAC 상장의 초기 저평가 현상과 달리 장기적으로는 저성과 현상이나 정보의 비대칭 개선과 관련하여서는 어떠한 차별적 효과를 통계적으로 확인할 수 없었다. 이러한 연구결과 또한 주관사와 SPAC 상장 기업의 특성에 대한 보다 심층적인 연구를 통하여 차별적 특징을 파악, 통제함으로써 보다 명확한 결론을 도출할 수 있을 것으로 본다. 이 또한 향후 연구에서는 기존의 IPO나 SPAC 연구 발전을 위하여 시도할 예정이며, 본 연구에는 한계점으로 남겨 두고자 한다.

참 고 문 헌

- 강 원, “IPO가 우회상장보다 정보효율성이 더 높은가?: 코스닥시장을 중심으로”, 재무관리 연구, 제27권 제1호, 2010, 121-156.
- 김성민, 안윤희, 김성환, “SPAC 합병대상 기업 가치평가 방안 및 정보효과에 관한 연구”, 재무관리연구, 제38권 제3호, 2021, 129-155.
- 김성환, 나뭇 나란투크에스, 김진산, “The Effects of Related Party Transactions of Export IPO Firms on Their Stock Returns in Korea”, 무역연구, 제17권 제1호, 2021, 111-129.
- 김성환, 양태호, “Compensation Pricing or Adverse Asymmetric Information in the Chinese IPO Markets: Insiders’ Stock Ownership and Exporting Activities”, 무역연구, 제14권 제6호, 2018, 45-61.
- 김성환, 임동민, 김진산, “How Do Globalization, R&D and Global Patent Right Affect Their Firm Values: The Case of Korean IPO Firms”, 무역연구, 제16권 제6호, 2020, 259-277.
- 김인호, 송교직, “셀트리온의 코스닥시장 우회상장 사례”, Korea Business Review, 제14권 제1호, 2010, 177-196.
- 김주환, 박진우, “중소기업의 신규상장과 정보비대칭”, 아태비즈니스연구, 제11권 제2호, 2020, 173-188.
- 김진산, 김성환, “명성효과와 IPO 시장 상황이 SPAC 상장과 초기 저평가에 미치는 영향”, 재무관리연구, 제38권 제3호, 2021, 293-315.
- 김한준, “국내 기업인수목적회사(Special Purpose Acquisition Company, SPAC)의 재무적 특성과 제도적 고찰”, 기업법연구, 제24권 제3호, 2010, 329-352.
- 민정기, 차승민, “기업인수목적회사와의 합병을 통해 상장한 기업의 이익조정”, 회계저널, 제26권 제4호, 2017, 161-189.
- 안현수, “한국형 기업인수목적회사(SPAC) 규제체계의 특징과 개선과제: 미국의 기업인수 목적회사 제도와와의 비교를 중심으로”, 증권법연구, 제21권 제1호, 2020, 183-211.
- 엄경식, 박종호, 이진호, “시장의 관점에서 본 우회상장의 정책 효과: 2006년 코스닥시장의 규제강화조치를 중심으로”, 한국증권학회지, 제40권 제1호, 2011, 141-170.
- 이우백, “기업인수목적회사(SPAC)와 합병을 통한 중소기업의 상장 성과 분석”, 한국증권 학회지, 제46권 제3호, 2017, 591-622.
- 이호선, “기업인수목적회사(SPAC) 제도 도입의 효과”, 경영과 정보연구, 제33권 제2호,

2014, 263-279.

차재영, 서영택, 윤병섭, “비상장기업의 코스닥시장 상장방법 선택: IPO와 SPAC 비교”, 중소기업연구, 제41권 제2호, 2019, 51-78.

최성호, 최관, “우회상장제도가 이익의 질에 미치는 영향”, 경영학연구, 제43권 제6호, 2014, 1845-1874.

최성호, 최정호, “우회상장기업의 추정 재무제표의 유용성에 관한 연구”, 경영학연구, 제45권 제5호, 2016, 1527-1550.

최종서, 곽영민, “코스닥시장 우회상장제도의 명암: 셀트리온 대 네오세미테크의 사례연구”, 회계저널, 제21권 제2호, 2012, 1-33.

Altı, A., “IPO Market Timing,” *Review of Financial Studies*, 18, (2005), 1105-1138.

Bali, T. G., N. Cakici, and F. J. Fabozzi, “The New Issues Puzzle: Evidence from Non-US Firms,” *Applied Economics Letters*, 20(17), (2013), 1586-1591.

Bradley, D. J. and B. D. Jordan, “Partial Adjustment to Public Information and IPO Underpricing,” *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 37, (2002), 595-616.

Blomkvist, M. and M. Vulanovic, “SPAC IPO Waves,” *Economic Letters*, 197, (2020), 1-4.

Boyer, C. and G. Baigent, “SPACs as Alternative Investments: An examination of Performance and Factors that Drive Prices,” *Journal of Private Equity*, 11(3), (2008), 8-15.

Cai, K. N., X. Jiang, and H. W. Lee, “Debt IPO Waves, Investor Sentiment, Market Conditions and Issue Quality,” *Journal of Financial Research*, 36(4), (2013), 435-452.

Cumming, D., L. Haß, and D. Schweizer, “The Fast Track IPO – Success Factors for Taking Firms Public with SPACs,” *Journal of Banking & Finance*, 47, (2014), 198-213.

He, P., “A Theory of IPO Waves,” *Review of Financial Studies*, 20(4), (2007), 983-1020.

Heyman, D. K., “From Blank Check to SPAC: The Regulator’s Response to the Market, and the Market’s Response to the Regulation,” *Entrepreneurial Business Law Journal*, 2(1), (2007), 531-552.

Hoskisson, R. E., M. A. Hitt, R. A. Johnson, and W. Grossman, “Conflicting Voices: The Effects of Institutional Ownership Heterogeneity and Internal Governance on Corporate Innovation Strategies,” *Academy of Management Journal*, 45(4), (2002), 697-716.

- Jenkinson, T. and M. Sousa, "Why SPAC Investors Should Listen to the Market," *Journal of Applied Finance*, 21, (2011), 1-21.
- Keloharju, M., "The Winner's Curse, Legal Liability, and the Long-run Price Performance of Initial Public Offerings in Finland," *Journal of Financial Economics*, 34(2), (1993), 251-277.
- Kim, H., J. Ko, C. Jun, and K. Song, "Going Public Through Mergers with Special Purpose Acquisition Companies," *International Review of Finance*, (2020), 1-27.
- Kolb, J. and T. Tykvová, "Going Public via Special Purpose Acquisition Companies: Frogs Do Not Turn into Princes," *Journal of Corporate Finance*, 40, (2016), 80-96.
- Loughran, T. and J. R. Ritter, "The New Issues Puzzle," *Journal of Finance*, 50(1), (1995), 23-51.
- Lakićević, M. and M. Vulanović, "A Story on SPACs," *Managerial Finance*, 39(4), (2013), pp. 384-403.
- Mahel, K. and J. M. Suret, "The Aftermarket Performance of Initial Public Offerings in Canada," *Journal of Multinational Financial Management*, 14(1), (2004), 47-66.
- Pagano, M., F. Panetta, and L. Zingales, "Why Do Companies Go Public? An Empirical Analysis," *Journal of Finance*, 53, (1998), 27-64.
- Pastor, L. and P. Veronesi, "Rational IPO Waves," *Journal of Finance*, 60, (2005), 1713-1757.
- Ritter, J. R., "The Long-Run Performance of Initial Public Offerings," *Journal of Financial Economics*, 46(1), (1991), 3-271.
- Rock, K., "Why New Issues are Underpriced," *Journal of Financial Economics*, 15, (1986), 187-212.
- Schultz, P., "Pseudo Market Timing and the Long-run Underperformance of IPOs," *Journal of Finance*, 58, (2003), 483-517.
- Spiess, D. K. and J. Affleck-Graves, "Underperformance in Long-run Stock Returns Following Seasoned Equity Offerings," *Journal of Financial Economics*, 38(3), (1995), 243-267.

THE KOREAN JOURNAL OF FINANCIAL MANAGEMENT
Volume 38, Number 4, December 2021

The Effects of Underwriters' Reputation in SPAC Listing on Long-term Abnormal Returns

Sunghwan Kim* · Namuun Narantugs**

〈Abstract〉

Using 721 initial public offering (IPO) firms listed from 2010 to 2020 on Korea Exchange (KRX), we have investigated the effects of underwriters with top 5 underwriters in one group and others in the other on their long-term market returns measured by buy-and-hold abnormal return (BHAR), especially of SPAC (special purpose acquisition company (SPAC)). We summarize the results as follows.

First, the effect of SPAC listing compared with conventional IPO, on long-term abnormal returns, is negative for about one month after listing with statistical significance. Second, the effect of top 5 underwriters' listing compared with that of non top 5 underwriters positive for up to three months after listing, with statistical significance. Third, irrespective of SPAC listing, the long-term performance of IPO firms is significantly worse for higher initial return firms, implying that the widely known winners' curse is pervasively and persistently extant in the IPO markets in Korea. However, the phenomena disappear for top 5 underwriters' listing in the long-run market.

Based on the results, we find the reputation effects of IPO underwriters are prominent in IPO markets in Korea, reducing information asymmetry between the long-term investors and insiders, especially for SPAC listing, which might hurt outside investors severely due to asymmetric information.

Keywords : Special Purpose Acquisition Company(SPAC), Initial Public Offering(IPO), Information Asymmetry, Long-term Underperformance, Underwriters' Reputation Effect, BHAR

* First/Corresponding Author, Professor, Kyungpook National University, E-mail: indianak@knu.ac.kr

** Co-Author, Graduate student, Kyungpook National University, E-mail: namuunnamuka@naver.com