

# COVID-19 이후 성장기 중소벤처기업의 기업인수목적회사(SPAC) 결정요인 분석: 전망 이론(Prospect Theory)을 중심으로\*

윤현중 (강원대학교 경영대학 경영회계학부 부교수)\*\*

## 국문 요약

본 연구는 성장기 중소벤처기업의 창업가가 기업인수목적회사(SPAC) 프로그램을 고려하는 이유를 검토하고 있다. 비상장기업들이 왜 SPAC 프로그램을 선택하는지와 관련된 논의들이 계속 진행되어 왔고 많은 연구들에서 기업경영의 어려움이라고 추론할 수 있는 재무적 성과 지표 변수들이 비상장기업 창업가들이 SPAC 프로그램을 선택하게 하는 중요한 요인으로 제시되고 있지만, 기본적으로 성장기 비상장 중소벤처기업 창업가의 인식과 전망이 반영되지 않았으며, 무엇보다 COVID-19 이후 변화되고 있는 변화상이 포함되지 않은 한계가 있다. 하지만 최근 연구들에서 한국의 SPAC 시장과 관련된 트렌드가 COVID-19 이후에 변화되었다고 보고되고 있어 창업가의 기대와 인식을 연구에 포함하여 성장기 중소벤처기업이 SPAC 프로그램의 선택하는데 영향을 미치는 요인들을 탐색할 필요가 있다. 본 연구에서는 기존 연구들에서 확인된 재무적 성과 지표 변수 이외에 COVID-19 이후 기업성장 전망 변수 및 주력 제품·서비스의 혁신성 변수를 추가하여, 성장기 중소벤처기업의 창업가가 SPAC 프로그램을 선택하는 이유를 분석하였다. 성장기 중소벤처기업을 대상으로 조사된 167개 표본 자료를 기반으로 로지스틱 회귀분석을 사용하여 분석한 결과, 한국의 비상장중소벤처기업의 주력 제품·서비스의 혁신 정도가 클수록 SPAC 프로그램을 선택할 가능성이 큰 것으로 나타났으며, COVID-19 이후 기업성장 전망이 밝지 않은 중소벤처기업일수록 SPAC 프로그램을 선택할 가능성이 큰 것으로 나타났다. 이러한 분석 결과는 SPAC 프로그램의 선택을 둘러싸고 COVID-19 이후에 변화되고 있는 성장기 중소벤처기업 창업가들의 인식과 전망을 포함하고 있어 기존 지식을 확장하고 있을 뿐 아니라, 한국의 비상장 중소벤처기업의 창업가가 SPAC 프로그램을 고려하는 이유를 전망 이론을 적용하여 분석하고 있다는 점에서 이론적 시사점을 제공하고 있다. 본 연구의 분석 결과는 SPAC 프로그램의 선택에 기업의 재무적 성과 지표가 중요할 수 있지만, 이 보다는 주력 제품·서비스의 혁신 정도와 COVID-19 이후 기업성장 전망이 성장기 중소벤처기업 창업가로 하여금 SPAC 프로그램을 선택하게 된다는 점을 시사하고 있다. 이는 SPAC 프로그램 선택에 관심을 가진 연구자들과 실무자들에게 시사점을 제공할 것이다.

핵심주제어: 기업인수목적회사, COVID-19, 기업성장 전망, 제품·서비스 혁신성, 전망 이론

## I. 서론

국내에 SPAC(Special Purpose Acquisition Company) 프로그램이 도입된 지 15년이 지났다. SPAC 프로그램은 주식시장을 활성화하기 위하여 한국증권거래소에서 2009년에 도입한 제도로, “공모를 통해 조달한 자금을 바탕으로 우량 비상장기업을 찾아 인수합병을 통해 기업을 상장시키고 이에 따른 차익을 투자자와 공유하기 위해 설립되는 특수목적회사”를 의미한다(이관영, 2018; 이우백, 2017).

SPAC 프로그램의 시행 초기에는 우회상장을 위한 제도로 여겨지면서 비판적인 시각이 지배적이었지만, COVID-19 직후로 많은 기업들이 채택하여 상장하게 됨으로써 현재는 많은 비상장중소벤처기업의 창업가들이 관심을 가지는 공모 제도 중의 하나로 발전하게 되었다. 특히 유망한 비상장중소벤처기업들의 성장 경로를 열어준다는 측면에서 주요 상장 수단 중

의 하나로 여겨지고 있으며, 벤처캐피탈 회수시장으로서의 긍정적인 측면도 부각되고 있다(Boyer & Baigent, 2008; Heyman, 2007; Lakicevic & Vulancic, 2013; 박해식·김남중, 2022).

SPAC 프로그램에 관심을 가진 기존 연구들은 SPAC 프로그램의 법제도화 방안(김애경, 2008; 김범, 2010; 김한준, 2010), SPAC 프로그램을 통해 상장한 성과(Cumming et al., 2014; Dartar et al., 2012; 김동한·이미영, 2019; 이우백, 2017; 이호선, 2014), SPAC 프로그램의 결정요인(Lakicevic & Vulancic, 2011; 김종일·이상순, 2008; 유상수·양동우, 2011; 차재영 외, 2019; 홍지현·양동우, 2021)과 관련된 주제로 연구가 진행되고 있다. 하지만 이 중에서도 비상장중소벤처기업이 SPAC 프로그램을 선택하는 이유를 탐색하는 연구는 상대적으로 많지 않으며, 대부분의 연구들이 2차 자료를 기반으로 하기 때문에 SPAC 프로그램을 고려하는 창업가의 인식이 반영되지 못한 한계가 있다. 또한 대부분의 국내 연구들이 COVID-19 이전에 출간되

\* 본 연구는 정부(과학기술정보통신부) 재원으로 한국연구재단의 지원을 받았음 (RS-2023-00242528)

\*\* 주저자, 강원대학교 경영대학 경영회계학부 부교수, 데이터사이언스학과 겸임교수, hyoon@kangwon.ac.kr.

· 투고일: 2024-09-14 · 1차 수정일: 2024-10-13 · 2차 수정일: 2024-10-23 · 게재확정일: 2024-10-25

었기 때문에 변화되고 있는 SPAC에 대한 업계 동향 및 COVID-19로 인한 기업성장 전망이 SPAC 프로그램의 선택에 미치는 효과가 반영되지 않았다(Kang & Lee, 2023; 2024).

이에 본 연구는 기업 상장을 앞둔 성장기 중소벤처기업에 대한 설문조사를 기반으로 비상장중소벤처기업의 창업가들이 SPAC 프로그램을 고려하는 이유를 검토하고자 한다. 특히 본 연구는 기존 연구들이 고려하지 못한 세 가지 측면에 초점을 맞추고자 한다. 첫째, 기업이 처한 재무적 어려움이 SPAC 프로그램을 고려하게 되는 원인이 될 수 있고(김종일·이상순, 2008; 유상수·양동우, 2011; 차재영 외, 2019; 홍지현·양동우, 2021), 이러한 어려움은 기업경영의 어려움 중의 하나이기 때문에 이를 하나의 변수로 통합해서 파악해 보고자 한다. 기존 연구에서 기업경영의 어려움과 퇴출 전략간의 관련성을 파악하고 있지만, 인수합병과 기업매각과 관련해서 파악하고 있기 때문에(윤현중·이종용, 2019), 기업경영의 어려움에 대한 기존 논의를 확장하여 SPAC 프로그램의 선택과의 관련성을 탐색해 보고자 한다. 둘째, COVID-19 이후에 변화되는 기업성장 에 대한 창업가의 기대가 반영될 필요가 있기 때문에 COVID-19 이후 기업성장 에 대한 전망을 고려하고자 한다.

COVID-19 이후 기업성장 전망은 현재 기업 성과에 대한 기대뿐만 아니라 위험에 대한 창업가의 편향을 반영한 것이며(Kahneman & Tversky, 1979), COVID-19로 인한 기업경영의 어려움이 지속적으로 나타나고 이로 인해 기업운영의 어려움이 전반적으로 가중되었을 가능성이 크기 때문에 이를 변수화하여 COVID-19 이후 변화되고 있는 SPAC 프로그램의 변화 트렌드를 분석하고자 한다(Kang & Lee, 2024). 셋째, 기업이 처한 경제적 상황도 중요하지만, 기업이 목적으로 하는 주력 제품·서비스의 혁신성이 SPAC 프로그램을 고려하는 주요 이유가 될 수 있다는 점을 추가하고자 한다. 주력 제품·서비스의 혁신성 정도는 기업의 주력 제품·서비스가 얼마나 혁신적인지를 파악하기 위한 것으로, 기업의 주된 영업활동으로 하는 기업의 기대와 전망이 반영된다(윤현중, 2021). 이러한 시도를 통하여 성장기 중소벤처기업들이 SPAC 프로그램을 선택하는 이유를 기업경영에 대한 부정 전망뿐 아니라 긍정 전망을 함께 균형적으로 반영하고자 한다.

본 연구는 다음과 같이 구성되었다. 우선 국내에 도입된 SPAC 프로그램과 관련된 기존의 연구 흐름을 정리하고 기존 연구의 한계 및 검토가 필요한 부분을 제시하였다. 다음으로, COVID-19 이후 조사된 자료를 기반으로 SPAC 프로그램의 선택과 관련된 가설을 제시하였다. 다음으로, 분석 자료에 대한 소개 및 함께 로지스틱 회귀분석 결과를 제시하였다. 마지막으로, 본 연구의 분석 결과와 시사점을 연구의 한계 및 이를 극복하기 위한 향후 연구 방향과 함께 제시하였다.

## II. 선행연구 검토

### 2.1. SPAC 상장과 COVID-19 이후 트렌드

2008년 외환위기 이후 기업상장이 어렵게 되자, 2009년부터 증권거래소는 공모 방식의 변화를 통해 SPAC 프로그램을 통한 상장 방식을 허용하게 되었다. 시행 초기에는 IPO(Initial Public Offering) 직상장이 아니라 우회상장이라는 부정적 인식이 지배적이었지만, COVID-19 이후 국내외 많은 기업들이 SPAC 프로그램을 통하여 상장을 추진하게 되었고 최근에는 SPAC을 통한 상장이 창업가들에게 큰 인기를 얻고 있다.

국내에 출간된 기존 연구들을 살펴보면, SPAC 프로그램의 법제도 측면뿐만 아니라 SPAC 상장의 이후의 성과 효과를 분석하는 연구들이 상대적으로 많지만, 어떠한 비상장중소벤처기업이 SPAC 프로그램을 선택하는 지와 관련된 논의는 제한된다. 다만 최근 Kang & Lee(2023)의 연구는 한국의 SPAC 제도의 특징을 잘 설명하고 있고 Kang & Lee(2024)의 연구에서는 COVID-19 팬데믹 이후 변화하는 현상에 주목하여 성공한 SPAC 상장의 경우와 실패한 SPAC 상장을 비교하는 흥미로운 실증분석 결과를 제공하고 있다.

하지만 이미 상장되어 SPAC을 선택한 기업의 경우와 그렇지 않은 경우를 비교하는 것도 중요하지만, 현재 중소벤처기업을 운영하면서 SPAC 상장 방식에 관심을 가지고 선택을 고민하는 창업가들이 왜 SPAC 프로그램을 선택하게 되는지에 대한 설명은 아직까지 제한된다. 비록 SPAC에 대한 증가하는 관심과 더불어 관련된 연구가 계속되고 있지만 여전히 창업가의 기대, 전망과 관련된 측면이 SPAC 프로그램의 선택에 어떻게 반영되는지는 아직까지 논의되지 않았기 때문에 이 부분에 대한 고려가 필요하다. 이에 본 연구에서는 전망 이론(Prospect Theory)을 적용하여 한국의 성장기 중소벤처기업의 창업가의 선택에 미치는 영향을 SPAC 프로그램의 선택에 대한 설문조사 자료를 기반으로 분석하고자 한다.

전망 이론은 기업의 미래 전망이 좋지 않은 경우에 선택을 통해 위험을 줄이려고 하는 경향이 있다는 점을 강조한다(Kahneman & Tversky, 1979). 이 경우 의사결정자들의 판단이 항상 합리적일 수는 없다고 전제하며, 의사결정자들이 손실에서 얻는 고통이 이익에서 얻는 만족보다 더 크다는 것을 효과적으로 설명하고 있다. 특히 기대 위험과 위험에 대한 태도가 사람마다 다를 수 있다는 점을 강조하는데, 기대성과가 높은 경우에는 기대성과와 위험간에 정(+)의 관계가 나타나지만, 기대성과가 낮은 경우에는 손실 위험을 회피하려는 경향 때문에 기대수익과 위험간에는 부(-)의 관계가 나타날 수 있음을 다양한 맥락에서 확인하고 있다(정도범·유화선, 2022). 최근에는 COVID-19 이후 다양한 맥락에서 논의를 진행하고 있기 때문에(정도범 외, 2021; 정도범·유화선, 2022), 전망 이론을 기반으로 COVID-19 이후에 나타나는 SPAC을 둘러싼 트렌드를 살펴보는 것도 의미가 있을 것이다.

## 2.2. SPAC 결정요인에 대한 선행연구

국내에 출간된 기존 연구들을 살펴보면, SPAC의 법제도적 측면과 SPAC 상장의 이후의 성과 효과를 분석하는 연구들이 상대적으로 많지만, 어떤 비상장중소기업이 SPAC 프로그램을 선택하는지와 관련된 논의는 제한된다. 하지만 다음과 같은 네 편의 연구들이 한국의 비상장중소기업이 SPAC 프로그램을 선택하는 이유를 제시하고 있는 대표적인 연구들이다.

첫째, 김종일·이상순(2009)의 연구에서는 IPO요건을 갖추었으나 우회상장을 선택한 비상장기업을 대상으로, SPAC 프로그램의 선택을 촉진하는 요인과 저해하는 요인으로 구분하여 설명하고 있다. 2001년부터 2005년 동안 코스닥시장에 상장한 IPO 기업 458개와 우회상장 기업 154개 중 IPO 요건을 충족한 33개 기업을 대상으로 로지스틱 회귀분석을 이용하여 실증 분석을 수행한 결과, 조직업력과 경상이익률의 회귀계수는 SPAC 프로그램의 선택에 부(-)로 나타나 SPAC 프로그램의 선택을 저해하는 요인이 밝혀졌다. 그렇지만 부채비율의 회귀계수는 정(+)으로 나타나 비상장중소기업의 SPAC 프로그램의 선택을 촉진하는 요인으로 나타났다. 즉, 조직업력이 짧은 비상장중소기업이 우회상장하여 SPAC 프로그램을 선택할 가능성이 큰 것으로 나타났다. 또한 부채비율이 높고 경상이익률이 낮을수록 SPAC 프로그램을 선택하는 것으로 나타나 재무적 지표가 좋지 않은 비상장중소기업일수록 SPAC 프로그램을 선택할 가능성이 큰 것으로 확인되었다. 바이오 및 엔터테인먼트 업종에서 SPAC을 선택하는 경향이 나타나는 것을 보고하고 있다는 점도 흥미롭다.

둘째, 유상수·양동우(2011)의 연구에서는 2001년에서 2005년까지 상장한 407개 기업표본을 대상으로 조직업력(존속기간)과 조직규모, 자산수익율(ROA)이 SPAC 프로그램의 선택에 미치는 영향 요인을 분석하였고 추가적으로, 경영자의 연령이 낮고 벤처캐피탈의 지분율이 높은 비상장기업일수록 SPAC 프로그램을 선택할 것이라는 가설을 검토하였다. 분석결과, SPAC 프로그램의 선택에 조직업력과 조직규모가 유의미한 정(+)의 영향을 미치는 것으로 나타났고 부채비율로 측정된 재무적 안정성은 SPAC 프로그램의 선택에 정(+)의 영향을, 반대로 자산수익율로 측정된 수익성과 현금흐름은 SPAC 프로그램의 선택에 부(-)의 영향을 미치는 것을 확인했다. 비록 경영자의 연령과 벤처캐피탈 지분의 효과가 나타나지 않아 표본을 순차적으로 확대하여 분석함으로써 경영자의 연령이 낮은 경우에 SPAC 프로그램을 선택할 가능성이 높다는 것을 확인했지만, 벤처캐피탈의 지분율의 효과는 오히려 반대로 나타났다. 이러한 분석결과는 김종일·이상순(2009) 연구와 유사하지만, 조직연령과 조직규모의 효과는 혼재되어 나타난 것으로 평가된다.

셋째, 차재영 외(2019)의 연구에서는 2010년부터 2017년까지 코스닥시장에 상장한 125개 기업들을 대상으로 하여 비상장중소기업의 자산규모로 측정된 조직규모, 업력과 관련된 전반

적인 기업 상황들과 함께, 부채비율, 매출액영업이익율, 매출성장율과 같은 재무적 비율을 이용하여 비상장중소기업이 SPAC 프로그램을 선택하는 이유를 구체화하였다. 분석결과 조직업력과 자산규모로 측정된 조직규모는 SPAC 선택에 정(+)의 영향을 미치는 것으로 나타났고, 앞선 연구들과 일관되게 부채비율은 SPAC 프로그램 선택에 정(+)의 효과가, 매출액이익율과 영업이익율은 부(-)의 효과가 나타났다. 흥미롭게도 분석대상 표본 중에 SPAC 프로그램으로 상장한 비율은 높지 않았으며, 대주주지분율이 SPAC 프로그램 선택에 정(+)의 영향을 미치는 것으로 나타났고 연구개발 투자도 정(+)으로 나타났다.

마지막으로, 홍지현·양동우(2021) 연구는 2014년에서 2019년 사이에 상장에 성공한 비상장기업 중에서 71개 SPAC과 110개 IPO 상장을 비교하여 분석하였으며, 위의 선행 연구들과 다른 분석 결과를 도출하고 있어 흥미롭다. 먼저, 앞선 연구들과는 달리 자본이익률(ROE)을 이용하여 분석하였는데 분석결과는 유의미하지 않았고 전반적인 재무적 성과 지표들의 효과가 유의미하지 않았다. 다음으로, 대표이사의 연령이 SPAC 선택에 미치는 부(-)의 효과가 나타났지만, 대주주지분율의 정(+)의 효과는 나타나지 않았다. 마지막으로, 주간사회사와의 매칭, 상장처리 기간, 기업가치 등과 같은 구체적인 SPAC 프로그램 방식에 대한 고려가 전반적으로 유의미하게 나타났다.

이상과 같은 한국의 대표적 연구를 종합하면 다음과 같다. 첫째, 조직규모는 홍지현·양동우(2021) 연구를 제외하면 SPAC 프로그램 선택에 대부분 유의미한 정(+)의 효과가 나타났다. 즉, 어느 정도 규모가 있는 비상장중소기업일수록 SPAC 프로그램을 선택하는 것으로 나타났다. 둘째, 재무적 성과 지표인 안정성(부채비율)은 SPAC 프로그램 선택에 유의미한 정(+)의 효과가 나타났으며, 성장성(매출성장률), 수익성(영업이익율)은 부(-)의 효과가 있는 것으로 나타나 기업경영이 전반적으로 어려운 비상장중소기업의 경우 SPAC 프로그램을 선택하는 것으로 나타났다. 다만 자본이익률을 대표로 한 재무적 성과 지표가 SPAC 프로그램의 선택에 미치는 효과는 일부 연구에서 유의미하지 않았기 때문에(홍지현·양동우, 2021), 이러한 분석결과가 표본 특성 때문에 나타난 결과인지, 아니면 COVID-19 이후에 유의점이 변화되어 나타나게 된 트렌드인지 확인할 필요가 있다. 셋째, 비록 조사 기간이 달랐지만, COVID-19 이후에 SPAC 프로그램을 선택한 기업들의 상장 성과가 COVID-19 이전의 분석 결과와는 다르다(홍지현·양동우, 2021), SPAC 프로그램을 결정하는 요인의 강조점도 변화될 수 있다는 점도 최근 논의되고 있기 때문에 COVID-19 이후 변화 트렌드를 확인할 필요가 있다(Kang & Lee, 2023; 2024).

## 2.3. 본 연구의 초점

본 연구에서는 전망 이론을 적용하여 비상장중소벤처기업의 SPAC 프로그램의 선택을 살펴보고자 한다. 기존 연구들에서는 주로 기업의 특성과 재무적 성과 지표가 사용되었다. 기업 특성으로 소규모, 신생 기업이 직면하는 다양한 불리함이 적용될 수 있을 것이다. 소규모 조직이 증견 이상의 기업들에 비해서 가지는 불리함으로 인해 기업경영과 관련된 많은 어려움을 경험할 것이 예측된다. 하지만 이러한 기업 특성도 중요하지만, 기존 연구에서 논의가 부족했던 기업경영의 어려움과 퇴출 전략간의 관련성을 파악한 기존 연구를 참고할 수 있을 것이다(윤현중·이종용, 2019). 광범위하게 파악해 보면, 기존에 검토된 재무적 성과 지표인 안정성, 성장성, 수익성 지표는 기업경영의 어려움으로 파악될 수 있는 변수들이기 때문에, 과연 기업경영의 어려움이 SPAC 프로그램을 고려하게 되는 주요 원인이 되는지를 검토해 볼 수 있을 것이다.

앞에서 논의한 바와 같이 COVID-19 이후 많은 기업들이 재무적인 어려움을 경험하게 되었다(Kang & Lee, 2023; 2024). 팬데믹 위기는 우리나라 기업들이 2008년에 경험했던 금융위기와는 전체 기업들이 공통적으로 경험하는 위기 상황이었다는 점에서 유사하지만, 근본적인 차이점은 팬데믹 위기는 기업을 성장하기 위해 대기하고 있는 비상장중소벤처기업이 투자금 감소, 상장 연기를 포함한 많은 어려움을 공통적으로 경험하게 하였다는 점에서 차이가 나타난다. 그렇기 때문에 COVID-19로 인해 나타난 위기를 창업가들이 과연 어떻게 인식했으며, 이러한 위기가 기업성장 전망에 어떻게 반영되었는지를 파악하고 이러한 전망이 SPAC 프로그램의 선택에 미치는 영향을 파악할 필요가 있다. 따라서 본 연구에서는 앞에서 살펴본 기업경영의 어려움과 함께 COVID-19 이후 기업성장 전망에 대한 전망을 통해 한국의 중소벤처기업 창업가가 SPAC 프로그램을 고려하는데 영향을 미쳤는지 여부를 검토할 것이다. 이 외에도 본 연구는 위에서 언급한 기업의 특성과 관련된 변수도 중요하지만, 기업이 업으로 수행하는 주력 제품·서비스가 어떤 특성을 가지는지를 검토할 것이며, 제품·서비스의 혁신성 정도가 점진적인지 아니면 급진적인지에 따라 기업 행동이 달라질 수 있다는 혁신 분야의 논의에 착안하여, 기업성장 전망이 비상장중소벤처기업의 창업가가 SPAC 프로그램을 고려하는 중요한 변수가 될 수 있다는 점을 함께 추가하고자 한다.

마지막으로, 대부분의 기존 연구들이 2차 자료를 분석하고 있어 기업의 재무적 성과 지표들의 효과를 확인할 수 있고 SPAC 상장된 이후의 성과를 비교할 수 있는 장점이 있지만, 비상장중소벤처기업이 SPAC 프로그램을 고려하는 주요 이유를 직접 확인하기 어려운 한계가 있다. 이는 SPAC 프로그램을 고려하는 비상장중소벤처기업 창업가들의 인식 조사를 통해 가능하기 때문에 관련 조사를 기반으로 한 자료를 분석하여 SPAC 프로그램을 고려하는 이유를 확인하고자 한다.

## III. 가설 설정

### 3.1. 기업경영의 어려움과 SPAC 선택

기업은 성장하면서 다양한 어려움을 경험하게 된다. 기술개발의 어려움, 판로개척의 어려움, 자금관리의 어려움 등은 창업가가 기업을 설립하고 기업을 경영하면서 경험하는 어려움 중의 일부이다. 이러한 기업경영의 어려움은 신생 조직이 기성 조직과 효과적으로 경쟁하지 못하는 어려움과는 차이가 있다(Stinchcombe, 1965; 윤현중·이종용, 2019). 이러한 기업경영의 어려움은 비상장중소벤처기업의 SPAC 프로그램 선택에 정(+)의 영향을 미칠 가능성이 클 것이다. 그 이유는 다음과 같다. 첫째, 기업의 차입금 증대로 인한 기업경영의 어려움이 나타날 수 있기 때문이다. 비록 부채는 기업이 성장을 위해 필요하기 때문에 과도한 부채가 아니라면, 성장을 위한 긍정적인 신호로 보기도 하지만, 기업이 과도한 부채를 차입한 경우, 재무 상황이 안정적이기 보다는 위험한 경우가 많이 발생할 수 있다. 특히 재무적으로 곤란한 경우에는 기업경영을 안정적으로 운영하기 어려운 경우가 많기 때문에 창업가라면 직상장을 고수하기보다 대안적인 상장 방식에 관심을 가질 것이다.

둘째, 수익성 악화로 인해 기업경영의 어려움이 나타날 수 있기 때문이다. 기업의 수익성이 좋은 경우에는 기업경영에 문제가 없지만, 기업의 수익성이 나빠지는 경우에는 기업경영의 어려움을 경험할 수 있기 때문에 경영자는 고민을 하게 된다. 수익성은 효율성을 의미하기 때문에 생산 효율에 있어 문제가 나타나거나 매출에 문제가 발생하는 경우도 생기기 때문에 기업을 경영하는 창업가에게 극복해야 하는 근원적인 어려움이기도 하다. 따라서 수익성 저하라는 근본적인 위기에 봉착한 창업가는 직상장을 통한 상장 방식을 고수할 수 있지만 어려움을 극복하기 위해 대안적인 상장 방식인 SPAC 상장에 관심을 가질 수 있을 것이다.

셋째, 기업의 성장률이 낮아지는 경우에 창업가는 장기적인 기업 운영에 대해 고민하게 된다. 성장률은 단순한 수치가 아니라 고객이 제품 및 서비스에 대한 선호도를 반영할 뿐만 아니라 전반적인 시장 기회를 의미하기 때문에, 기업의 성장률이 감소하는 경우 반드시 관리해야 할 중요한 지표로 삼고 관리할 필요가 있다. 따라서 성장률이 감소하는 위기 상황에서 창업가는 직상장을 고수하기 보다 SPAC 상장을 대안적으로 고려할 수 있을 것이다.

이와 같이 기업경영이 어려운 상황에서 비상장중소벤처기업의 창업가는 퇴출 전략에 관심을 가지게 될 가능성이 크고(윤현중·이종용, 2019) SPAC 프로그램을 고려할 가능성도 것이다. 기존 연구에서는 부채비율이 높을수록 그리고 영업이익률이 낮고 매출성장률이 낮은 경우처럼 기업경영이 어려운 상황에서 SPAC 프로그램을 선택하게 될 가능성이 높다는 분석 결과를 제시하고 있다. 이를 기반으로 다음 가설을 제시한다.

**가설 1: 기업경영의 어려움이 나타난 비상장중소벤처기업일수록 SPAC 프로그램을 고려할 가능성이 클 것이다.**

- 1-1: 안정성이 낮은 비상장중소벤처기업일수록 SPAC 프로그램을 고려할 가능성이 클 것이다.
- 1-2: 수익성이 낮은 비상장중소벤처기업일수록 SPAC 프로그램을 고려할 가능성이 클 것이다.
- 1-3: 성장성이 낮은 비상장중소벤처기업일수록 SPAC 프로그램을 고려할 가능성이 클 것이다.

**3.2. 기업성장 전망과 SPAC 선택**

기업을 설립한 창업가들은 기업의 미래에 대해 전망하게 되며, 이는 기업의 계획 수립과 목표 달성, 미래 성장과 관련해서 매우 중요하다. 이에 경영자들은 매년 시무식에서 한해의 청사진을 제시하기도 하며, 연도별 교서를 통해 미래의 비전을 제시하여 기업이 장기적으로 지향하는 목표를 제시하기로 하며, 기업 사례나 일화를 만들어 많은 구성원들이 이를 자연스럽게 이해하고 따도록 한다(Schein, 2004).

전망 이론(prospect theory)은 의사결정자가 위험을 수반하는 대안들 간에 어떻게 의사결정을 내리는지를 설명하고자 하는 이론으로, Kahneman & Tversky(1979)가 제안한 전망 이론에 따르면, 의사결정자들은 위험을 회피하려는 경향이 있기 때문에 위험과 기대수익이 그대로 적용되는 것이 아니라는 점에 주목한다. 즉, 기대수익이 높은 경우에는 성과 기대와 위험이 정(+)으로 나타나지만, 기대수익이 낮은 경우에는 성과에 대한 기대와 위험은 부(-)로 나타나게 된다는 점을 강조하고 있으며, 일부 연구에서는 의사결정자들이 손실이 나타나는 영역에서는 손실을 최소화하기 위해 위험회피 경향이 나타날 수 있다는 점을 실증 분석하고 있다.

COVID-19와 같은 위기 상황에서 창업가는 미래를 예측하기 어렵고 계획대로 일이 진행되지 않았기 때문에 불확실한 의사결정에 놓이게 된다. 따라서 창업가가 미래를 예측하기 어렵기 때문에 심리적으로 불안할 수 있으며, 이러한 불안은 올바른 의사결정을 내리기 어렵게 하여 평상시와 다른 선택이 나타날 수 있다. 이러한 심리적 상태는 기업성장예에 대한 전망을 더욱 어렵게 한다. 특히 기업성장예에 대한 전망이 어느 정도 긍정적인 경우에는 위험을 수반하더라도 기대되는 수익을 예측할 수 있지만, 반대로 기업성장예에 대한 전망이 어둡고 불확실하다면, 위험에 대해 다르게 평가하고 대처할 수 있다.

이러한 전망 이론을 적용하게 되면, COVID-19 이후 기업전망이 SPAC 프로그램의 선택에 부(-)의 영향을 미칠 가능성이 클 것이다. 그 이유는 다음과 같다. 첫째, 미래는 일반적으로 불확실하지만, 미래에 대한 전망은 창업가의 의사결정에 전반적으로 영향을 미치기 때문이다. 여기에서 불확실성(uncertainty)은 상태에 대한 불확실성, 결과에 대한 불확실성으로 구분해 볼 수 있는데, 이 중에서 기업성장예에 대한 전망은 결과에 대한 불확실성 뿐만 아니라 상태에 대한 불확실성

과 관련이 있다. COVID-19 이후에 창업가가 기업의 전망이 좋지 못해 목표를 수립하고 실행하는 것이 어려운 상태라는 점을 인식한다면 그 불확실성을 줄이기 위한 일련의 방식으로 행동을 수정하고 결정할 수 있을 것이며, 여기에는 상장방식의 선택도 포함될 수 있을 것이다. 둘째, 기업성장예에 대한 기대는 창업가뿐만 아니라 구성원 전체가 참고할 수 있는 준거(reference)가 된다. 만일 구성원들이 미래에 대한 긍정적인 기대보다 부정적인 기대를 가진다면, 이는 조직 구성원들의 행동에도 영향을 미칠 수 있다. 예를 들어, 기업성장예의 전망이 밝은 때에는 기업 구성원들이 기업의 운영이 어렵다 하더라도 포기하지 않고 끝까지 조직에 남아 창업가와 함께 조직의 목표 달성을 위해 노력하게 된다. 그렇지만 기업성장예에 대한 전망이 밝지 않은 상황에서 구성원들은 희망을 잃고 조직의 목표 달성을 위해 노력하지 못하고 기업을 떠나게 되는 경우가 생길 수 있다. 특히 미래 사업이 불투명한 상황에서는 기업의 원래 목표를 지속적으로 추구하기 어렵게 하기때문에 창업가가 그 대안을 고려하는 것이 합리적일 수 있다. 따라서 중소벤처기업의 창업가가 미래 기업성장 전망이 밝지 않다고 판단된다면 직상장에 대한 고려에서 벗어나 비교적 상장 속도가 빠른 방식인 SPAC 프로그램을 고려할 수 있을 것이다. 셋째, 창업가의 기대는 환경에 대한 자기 인식도 있지만 경쟁자를 포함한 주변 환경들을 통해 인지한 내용들이 의사결정에 반영되기도 한다. COVID-19 이후에 많은 중소벤처기업들은 전반적으로 어려움을 경험하게 되었다. 이러한 어려움은 2008년에 나타난 외환위기와는 성격이 달랐기 때문에 기업경영자들에게 많은 시련을 주었다(Kang & Lee, 2024). COVID-19 위기는 한국의 전체 기업들이 동시에 경험하는 어려움으로, 전반적인 매출 감소도 경험하였을 뿐만 아니라 기업이 본래 업으로 수행하던 활동들이 중단되는 경험을 하던 암울한 상황이었다. 이처럼 준거집단을 통해 알게 되는 부정적인 미래 기업성장예에 대한 기대가 불확실한 경우 창업가는 장기 목표를 진행할 수 있는 확실한 상태가 아니라는 것을 실감할 수 있기 때문에 직상장을 고수하기보다는 그 대안인 SPAC 프로그램을 고려하였을 가능성이 클 것이다.

이러한 논리를 기반으로, COVID-19로 인해 미래 기업성장예에 대한 기대가 좋지 않은 비상장중소벤처기업의 창업가일수록 SPAC 프로그램을 고려하게 될 것이라는 다음 가설을 제시한다.

**가설 2: COVID-19 이후 기업성장예에 대한 전망이 좋지 않은 비상장중소벤처기업일수록 SPAC 프로그램을 고려할 가능성이 클 것이다.**

### 3.3. 제품·서비스 혁신성과 SPAC 선택

기업이 영업활동으로 하는 주력 제품·서비스의 기술적 특성을 파악하는 것은 기업의 본질을 파악할 수 있다는 점에서 매우 중요하다. 특히 기업의 기술력은 특정 제품 및 서비스로 구현되는데, 본 연구에서 강조하는 주력 제품·서비스 특성은 개발하는 제품 및 서비스의 성과로 파악해 볼 수 있으며, 기업의 비즈니스 모델과도 연계된다(윤현중, 2018; 2021).

기업의 본질은 비즈니스 모델에 나타나지만, 핵심적인 것은 제품·서비스의 개발로 구현될 수 있다(윤현중, 2021). 기업들은 설립시 개발하는 최초 제품과 서비스를 기반으로 성공하려 하지만 그 이후 후속하는 제품개발과 비즈니스 모델의 수정을 통해 기업성장의 방향을 유지하기도 혹은 변화하기도 한다. 그 과정에서 기존 제품·서비스와 유사한 제품·서비스를 점진적으로 개발할 수도 있고 완전히 새로운 변화를 추구하기도 한다. 이러한 이유로 기업들은 주력 제품·서비스 개발을 강조하지만, 급진적인 혁신이 반드시 좋은 것은 아니다. 일단 성공하는 경우 높은 성과를 기대할 수 있지만, 프로젝트가 성공할 확률이 전반적으로 높지 않을 수 있다(March, 1991).

이처럼 기업이 추구하는 혁신 방식이 점진적인 경우와 급진적인 경우로 구분해 볼 수 있을 것이며, 점진적인 방식과 급진적인 방식간에 기업의 행동에서도 차이가 나타날 수 있고 이는 SPAC 프로그램의 선택에도 영향을 미칠 수 있다. 그 이유는 다음과 같다. 첫째, 제품·서비스는 기존에 별개 제품·서비스로 고객들에게 제공되었던 것들을 하나로 통합할 수 있으며, 전에 없었던 전혀 새로운 시장을 창출해 낼 수 있기 때문이다. 기존 제품·서비스의 융합은 새로운 제품·서비스의 출현으로 나타나 여기에 대한 수요가 많은 경우에는 새로운 산업이 출현할 정도로 혁신적인 제품·서비스가 출현하게 된다. 따라서 높은 제품·서비스 혁신을 추구하려는 중소벤처기업은 이를 위해 보다 급진적인 상장 방식의 선택에 관심을 가질 것이다. 둘째, 특정 제품·서비스는 기존에 별개였던 산업이나 시장간의 경계를 무너뜨릴 수 있으며, 이로인해 기존 시장에서의 업계 순위와 판도를 뒤바꿀 수 있다. 예를 들어, 에어비앤비와 같은 공유 서비스의 출현은 숙박 업체의 판도를 뒤바꿀 수 있었고 기존에 탄탄했던 시장간 경계를 무너뜨려 유사 서비스가 결합한 형태로 진화되게 되었다. 따라서 보다 혁신적인 변화를 도모하는 중소벤처기업의 경우는 경쟁자 보다 빠른 방식의 상장 방식을 선호할 수 있다. 셋째, 기존 제품·서비스의 경쟁력을 무력화시킬 정도로 새로운 기술은 혁신적인 제품·서비스의 출현을 돕기도 하지만, 새로운 산업을 창조할 수 있다. 예를 들어, 생성형 AI 서비스는 기존의 검색 영역과 방식을 확대하여 검색 엔진과 관련된 기존 강자인 구글에 큰 도전장을 하고 있다. 이처럼 제품·서비스의 혁신성은 기업의 본질과 연결되기 때문에 중소벤처기업의 창업가가 준비하는 제품·서비스의 특성에 따라 상장 방식을 선택하는데도 영향을 미칠 수 있다(유상수·양동우, 2011).

비록 제품·서비스 혁신성이 SPAC 프로그램의 선택에도 영향을 미칠 수 있다는 점은 아직 고려되지 않았지만, 다음과 같은 가설을 제안함으로써 가능성을 검토해 보고자 한다.

**가설 3: 주력 제품·서비스의 혁신성이 높은 비상장중소벤처기업일수록 SPAC 프로그램을 고려할 가능성이 클 것이다.**

## IV. 연구 방법

### 4.1. 분석 자료 및 표본

본 연구는 성장기 중소벤처기업을 대상으로 조사된 167개 기업 설문 조사자료를 이용하였다. 해당 조사는 조사전문 기관인 케이스탯(KSTAT)에 의해 2021년 8월부터 약 4주간에 걸쳐 이루어졌다. 인터넷 온라인조사 방식이 채택되었으며, 전화, 팩스, 개별면접 조사가 인터넷 설문과 병행되었다. 분석 자료는 최초 200개 기업 자료가 확인되었으나, 재무적 지표 등 일부 자료에서 결측치가 발견되어 이를 제거한 167개 자료가 최종 표본으로 확정되었다.

<표 1>에 제시된 바와 같이, 분석에 사용된 167개 표본 특성은 다음과 같다. 우선 분석대상 기업의 조직업력은 10년 미만이 87개(52%), 10년 이상 15년 미만이 76개(45.5%)로 나타나 설립된지 10년 전후의 벤처기업으로 확인된다. 다음으로, 자산규모로 측정된 조직규모는 10억 미만이 33개(19.7%)로 나타났다. 10억 이상 50억 미만이 70(41.9%)로 가장 많았고, 50억 이상 100억 미만이 37(22.2%), 100억 이상이 27(16.2%)로 나타났다. 마지막으로, 업종은 대부분 제조업에 해당하는 것으로 나타났다. 기타 업종도 골고루 조사된 것으로 확인된다.

<표 1> 표본의 특성

구분		빈도(%)
조직업력	5년 미만	5(3.0%)
	6년 이상-10년 미만	82(49.1%)
	10년 이상-15년 미만	76(45.5%)
	15년 이상 20년 미만	4(2.4%)
	합계	167(100%)
조직규모	10억 미만	33(19.7%)
	10억 이상-50억 미만	70(41.9%)
	50억 이상-100억 미만	37(22.2%)
	100억 이상	27(16.2%)
	합계	167(100%)
업종	제조업	109(65.3%)
	전기, 가스, 증기 및 공기 조절 공급업	2(1.2%)
	건설업	8(4.8%)
	도매 및 소매업	2(1.2%)
	숙박 및 음식점업	1(0.6%)
	정보통신업	25(15.0%)
	전문, 과학 및 기술 서비스업	18(10.8%)
	사업시설 관리, 사업 지원 및 임대 서비스	1(0.6%)
	예술, 스포츠 및 여가 관련 서비스업	1(0.6%)
	합계	167(100%)

## 4.2. 변수의 측정

### 4.2.1. 종속변수의 측정.

기업성장 방식으로 SPAC 프로그램을 고려하고 있는지에 대한 설문 응답을 이용하였다. 즉, SPAC 프로그램을 고려하고 있는 경우에는 1 그렇지 않은 경우에는 0으로 측정하였다(Kolb & Tykova, 2016; 차재영 외, 2019; 홍지현·양동우, 2021).

### 4.2.2. 독립변수의 측정.

본 연구의 독립변수는 크게 세 가지이다. 첫째, 기업의 재무적 성과 지표로 1) 안전성 지표는 부채비율로 측정하였다. 2) 성장성 지표인 매출증가율로 계산하여 측정하였다. 3) 수익성 지표로 영업이익율로 계산하는 방법이 기존에 사용되었지만(차재영 외, 2019; 유상수·양동우, 2011), 본 연구에서는 전망 이론을 적용하기 위하여 자본이익률(ROE)을 사용하였다(정도범·유화선, 2022; 정도범 외, 2021; 홍지현·양동우, 2021). 이 경우 부채비율과 자본이익률 변수는 2019년과 2020년의 수치를 평균하여 계산하였다.

<표 2> 주요 변수의 측정

변수명	측정 방법	출처	
종속 변수	SPAC 프로그램 선택	Kolb & Tykova (2016), 홍지현·양동우(2021), 차재영 외(2019)	
독립 변수	부채비율	부채/자기자본	김종일·이장순(2009) 유상수 양동우(2011), 차재영 외(2019), 홍지현·양동우(2021)
	매출증가율	매출액증가액/전기 매출액	홍지현·양동우(2021)
	자본이익률	순이익/자기자본	유상수 양동우(2011), 정도범 외(2021)
	기업성장 전망	목표 달성 가능성과 장기 성장 전망 값의 평균값을 계산	-
	제품·서비스 혁신성	주력 제품·서비스가 혁신적인 정도의 평균값을 계산	윤현중(2018, 2021)
통제 변수	조직업력	2021년부터 설립일 까지 역산한 값에 로그 취함	차재영 외(2019), 홍지현·양동우(2021) 참고
	조직규모	자산규모로 측정한 값에 로그 취함	차재영 외(2019)
	제조업 여부	제조업의 경우 1로, 그렇지 않은 경우 0으로 계산	김종일·이장순(2008), 차재영 외(2019) 참고
	대주주지분	창업자, 창업자의 가족이나 친지, 대표이사의 지분율을 합산하여 계산	차재영 외(2019)

둘째, COVID-19 이후 기업성장기에 대한 전망을 측정하기 위해 ‘COVID-19의 영향을 감안한 귀사의 장기적인 성장 전망은 어떠합니까?’에 대한 응답 결과를 사용하였다. 설문 조사에서 ‘귀사의 매출 목표 대비 달성 가능성은 어떻습니까?’ ‘장기적

성장 전망은 어떻습니까?’라는 두 가지 질문에 대한 응답을 확인했고 기업성장 전망을 위의 두 항목에 대한 답변을 평균하여 측정하였다. 두 문항 모두 ‘매우 부정적’(1점), ‘매우 긍정적’(5점)까지 5점 리커트(Likert) 척도로 구성되었으며, 문항 간 내적 일관성을 나타내는 Cronbach'  $\alpha$  값은 .848로 나타났다.

셋째, 주력 제품·서비스의 혁신성을 측정하기 위하여 주력 제품·서비스의 혁신성 정도에 대한 응답 결과를 평균한 값을 사용하였다(윤현중, 2021; 2018). 즉, 1) 우리 회사 제품(서비스)은 전에 없었던 전혀 새로운 시장을 창출해 내고 있다. 2) 우리 회사 제품(서비스)은 기존에 별개였던 산업이나 시장간의 경계를 무너뜨리고 있다. 3) 우리 회사 제품(서비스)은 기존에 별개 제품(서비스)으로 고객에게 제공되었던 것들을 하나로 통합하고 있다. 4) 우리 회사 제품(서비스)은 기존 시장에서의 업계 순위와 판도를 뒤바꾸고 있다. 5) 우리 회사 제품(서비스) 기술은 기존 제품(서비스)의 경쟁력을 무력화시킬 정도로 새로운 혁신적인 기술이다. 각 질문은 모두 ‘매우 그렇지 않다.’(1점), ‘매우 그렇다.’(5점)까지 5점 리커트 척도로 구성되었다. 다섯 문항에 대한 주성분 분석결과 하나의 요인이 추출되었고 Cronbach'  $\alpha$  값은 .904로 나타났다.

### 4.2.3. 통제변수의 측정

본 연구에서 우선 조직규모와 조직업력을 통제하였다. 조직규모는 기업의 규모를 변수화하였다. 이 경우 기업의 규모를 인원수, 자산규모 등으로 측정하는 방법이 있는데, 본 연구는 차재영 외(2019)의 제언을 따라, 자산규모에 자연로그를 취함으로써 기업의 규모를 측정하였다. 조직업력은 2021년 말부터 기업이 설립한 년도까지 역산하여 계산하였다. 다음으로, 대주주 지분율의 영향을 통제하기 위하여 창업자와 가족 등 이해관계자들의 지분 비율을 합산하여 대주주지분 비율 계산하여 통제하였다. 마지막으로, 산업의 효과를 통제하기 위하여 중분류를 기반으로 업종을 구분하였고 제조업에 해당하는 경우 더미변수를 창조하여 산업의 효과를 통제하였다.

## 4.3. 분석 모형

본 연구의 종속변수인 SPAC 프로그램에 대한 선택 변수는 이분(binary) 변수이기 때문에 로지스틱 분석방법을 사용하였다. 종속변수인 SPAC 프로그램의 고려라는 이분 범주를 분석하는 경우 변수들의 확률에 대하여 로짓변환(Logit transform)하게 되는데(Hosmer & Lemeshow, 2000), 그 모형은 다음과 같다.

$$f(x) = \ln\left(\frac{p}{1-p}\right) = \alpha + \beta_1 x_1 + \beta_2 x_2 + \dots + \beta_k x_k$$

위 모형을 기반으로 추정된 회귀계수를 활용하여 사후확률(posterior probability)을 추정할 수 있고 오즈비(odds ratio)를

사용하여 유의성을 검증하게 되며, 최대우도(Maximum-likelihood) 방법을 사용하여 회귀모형을 추정한다. 본 연구에서는 아래 변수들로 연구 모형을 구체화하였다.

$$SPAC = \alpha + \text{제조업 여부} + \text{조직업력} + \text{조직규모} + \text{대주주 지분율} + \text{부채비율} + \text{매출증가율} + \text{자본이익률} + \text{기업성장 전망} + \text{제품·서비스 혁신성}$$

## V. 실증분석 결과

### 5.1. 기초통계량과 상관관계 분석 결과

SPAC 프로그램을 고려하는 비상장중소벤처기업의 평균은 0.65, 편차는 .48로 나타나 많은 기업들이 SPAC 프로그램을 상장 방식 중의 하나로 고려하고 있다는 것을 확인했다. 조사 대상 기업의 대주주지분율 평균은 .57, 편차는 .37로 나타나

대주주지분율이 비교적 높았다. 기업의 재무적 지표 중에 안 전성을 대표하는 부채비율의 평균은 8.58, 편차는 77.43으로 나타났다. 또한 수익성을 대표하는 자본이익률의 평균은 3.45, 편차는 27.10으로 나타났으며, 성장성 지표를 대표하는 매출액증가율은 0.20, 편차는 1.71로 나타났다.

변수들간의 유의미한 상관관계는 다음과 같다. 우선 <표 3>에 제시된 바와 같이, 제품·서비스 혁신성 변수와 SPAC 변수와의 관계는 정(+)으로 확인되었다( $r=.222, p<.01$ ). 다음으로, 조직업력과 부채비율간의 관계는 부(-)로 ( $r=-.262, p<.01$ ), 매출증가율과도 부(-)로 나타났( $r=-.248, p<.01$ ). 부채비율과 자본이익률간에는 정(+)의 관계가 확인되었으며( $r=.746, p<.01$ ), 제품·서비스 혁신성과 자본이익률간의 관계( $r=.157, p<.05$ ) 및 기업성장 전망과의 관계는 정(+)으로 나타났( $r=.388, p<.01$ ). 마지막으로, 조직규모와 대주주지분간의 관계는 부(-)로 나타났으며( $r=-.155, p<.05$ ), 조직규모가 큰 기업이 제조업에 비교적 많은 것으로 나타났( $r=.243, p<.01$ ).

<표 3> 기초통계량과 상관관계 분석 결과

변수명	평균	편차	1	2	3	4	5	6	7	8	9
1. SPAC 프로그램 선택	0.65	0.48									
2. 제조업 여부	0.65	0.48	-0.136								
3. 조직업력	2.40	0.23	-0.044	-.012							
4. 조직규모	7.97	1.52	0.146	.243**	-.044						
5. 대주주지분	0.57	0.37	-0.139	-.018	-.063	-.155*					
6. 부채비율	8.58	77.43	0.054	-.104	-.152*	-.056	.096				
7. 매출증가율	0.20	1.70	-0.016	.049	-.248**	.138	.094	-.007			
8. 자본이익률	3.45	27.10	0.080	-.146	-.182*	-.095	.137	.746**	.019		
9. 기업성장 전망	3.31	0.87	-0.040	.011	-.062	.118	.012	.064	.007	.086	
10. 제품·서비스 혁신성	2.79	0.74	.222**	-.110	-.076	.002	.089	.111	.055	.157*	.388**

n=167, \*  $p<.05$ , \*\*  $p<.01$  수준에서 유의함

### 5.2 로지스틱 회귀분석 결과

아래 <표 4>에는 비상장중소벤처기업의 SPAC 선택과 관련된 분석 결과가 제시되어 있다. 우선 모형 1에 제시된 바와 같이, 기존 연구들이 공통적으로 제시한 변수들 중에 SPAC 프로그램의 선택에 미치는 조직규모의 회귀계수는 유의미한 정(+)의 영향( $b=0.27, p<.05$ )이 있는 것으로 나타났고 대주주 지분의 회귀계수는 유의미한 부(-)의 영향이 나타났( $b=-0.74, p<.10$ ). 조직업력의 효과는 유의미하지 않았다.

다음으로, 모형 2에 제시된 바와 같이, 기업경영의 어려움으로 측정된 안정성, 성장성, 수익성의 재무지표 변수들이 SPAC 프로그램 선택에 미치는 회귀계수는 유의미하지 않은 것으로 나타나 기업경영의 어려움이 SPAC 프로그램을 선택하게 될 것이라는 가설 1은 지지되지 못했다. 이 경우 Wald 통계량은 각각 0.01, 0.14, 0.21로 나타났지만, 통계적으로 유의하지는

않았다. 이들의 우도비는 각각 1.00, 0.96, 1.02로 나타났다.

한편, 모형 3에는 COVID-19 이후 기업성장 전망과 제품·서비스 혁신성 변수가 SPAC 프로그램의 선택에 미치는 영향이 제시되었다. <표 4>의 모형 3에 제시된 바와 같이, COVID-19 이후 기업성장 전망 변수가 SPAC 프로그램의 선택에 미치는 부(-)의 영향이 통계적으로 유의미한 것으로 나타나 가설 2가 지지되었다( $b=-.48, p<.05$ ). 또한 제품·서비스 혁신성이 SPAC 프로그램의 선택에 미치는 영향도 통계적으로 유의미한 것으로 나타나 가설 3도 지지되었다( $b=0.91, p<.01$ ). 이 경우 Wald 통계량은 각각 4.46, 10.96으로 통계적으로 유의했으며, 이들의 우도비는 각각 0.62, 2.48로 나타났다. 모형 4에는 앞선 변수들의 효과를 모두 반영한 모형으로 유사한 패턴이 확인되었다. 이 경우 모형 4의 카이제곱 통계량은 29.18로 추정되었으며, .01 수준에서 유의미하였고 추정된 모형의 설명력을 보여주는 Cox & Snell  $R^2$ 값은 0.14로 Nagelkerke  $R^2$ 값은 0.20으로

로 추정되었다. 기존 모형들을 각각 개별적으로 설정한 모형 (모형 1-모형 3) 보다 설명 변수들을 모두 포함시킨 모형 4의 설명력이 가장 높았으며, 우도함수 값이 변수를 추가함에 따라 점차 낮아졌기 때문에 모형의 적합도는 양호한 것으로 나타나 본 연구에서 제시한 독립변수들이 종속변수인 SPAC 프로그램의 선택에 대체로 잘 설명하는 것으로 파악된다.

종합하면, <표 4> 모형 4에 제시된 바와 같이, 기존 연구들이 제안한 변수들 중에 조직규모 및 대주주지분이 SPAC 프로그램의 선택에 미치는 영향이 유의미한 것으로 나타났고, 본 연구에서 새롭게 제안한 COVID-19 이후 기업성장에 대한 전망과 제품·서비스 혁신성이 비상장기업의 SPAC 프로그램의 선택에 유의미한 영향을 미치는 것으로 나타났다.

<표 4> SPAC 프로그램 선택에 대한 로지스틱 회귀분석 결과

변수명	모형 1		모형 2		모형 3		모형 4	
	b	(s.e)	b	(s.e)	b	(s.e)	b	(s.e)
상수항	0.67	(2.15)	0.29	(2.20)	-0.40	(2.48)	0.80	(2.50)
제조업 여부	-0.91	(0.39)	-0.84	(0.39)	-0.79	(0.41)	-0.74	(0.41)
조직업력	-0.45	(0.79)	-0.34	(0.81)	-0.51	(0.91)	-0.43	(0.93)
조직규모	0.27*	(0.12)	0.28*	(0.12)	0.31*	(0.13)	0.32*	(0.13)
대주주지분	-0.74+	(0.47)	-0.78+	(0.48)	-0.90+	(0.50)	-0.93+	(0.50)
부채비율			0.00	(0.01)			0.00	(0.01)
매출증가율			-0.04	(0.11)			-0.05	(0.12)
자본이익률			0.02	(0.03)			0.02	(0.05)
기업성장 전망					-0.48*	(0.23)	-0.49*	(0.23)
제품 서비스 혁신성					0.91***	(0.27)	0.89***	(0.27)
$\chi^2$	12.07*		13.71+		24.74***		25.98***	
-2 log likelihood	203.62		201.97		190.95		189.71	
Cox & Snell R <sup>2</sup>	0.07		0.08		0.14		0.14	
Nagelkerke R <sup>2</sup>	0.10		0.11		0.19		0.20	

n=167. +p<.10, \*p<.05, \*\*p<.01, \*\*\*p<.001 수준에서 유의함

### 5.3. 강건성 검증

본 연구는 전망 이론을 적용하고 있기 때문에 경영성과에 대한 기대수익과 위험 태도간의 관계가 중요할 수 있다. 하지만 본 연구의 분석결과 경영성과로 파악해 볼 수 있는 재무적 성과 지표가 SPAC 프로그램의 선택에 미치는 영향이 전반적으로 유의미하지 않았기 때문에, 본 연구에서 사용한 재무적 지표들 중에서 경영성과를 대표하는 자본이익률 변수를 이용하여 추가 분석을 실시하였다.

<표 5>에 제시된 바와 같이, 종속변수를 자본이익률 편차 점수를 사용하였고 독립변수로 자본이익률 평균 점수를 사용하여 전망 이론이 잘 적용될 수 있는지를 검토하였다. 이는 정도범과 동료들(2021)의 연구에서 제안한 방식으로, 이들은 우선 성과준거점(경영성과 중앙값)을 기준으로 비선형(non-linear) 관계가 나타나는지 확인하기 위해 경영성과를 제공한 변수를 포함하여 회귀분석을 수행하였고 본 연구도 이를 따라 자본이익률 평균과 편차 점수를 이용하여 분석하였다. 이 변수는 SPAC 프로그램의 결정요인을 분석한 기존 연구에서도 사용되었다(김종일·이장순, 2008). 다음으로, 준거점인 자본이익률의 중앙값 미만인 표본과 자본이익률 중앙값 이상인 표본으

로 집단을 구분하여 각각 회귀분석을 실시함으로써 강건성(robustness) 검사를 수행하였다. 마지막으로, 전망 이론에서 설명하는 기대수익과 위험에 대한 태도간에 영향을 미칠 수 있는 기업의 매출액, 자본과 부채의 효과에 대응할 수 있는 매출증가율과 부채비율을 통제하였다(김동철, 2007; 정도범·유화선, 2022; 정도범 외, 2021). 이러한 방식은 Kahneman & Tversky(1979)가 제안한 기대수익과 위험간의 관계를 확인하기 위한 방법 중의 하나로, 본 연구의 전망 이론이 잘 적용될 수 있는 맥락인지를 파악하기 위한 시도이다.

<표 5>에 제시된 바와 같이, 일반 회귀분석 결과, 자본이익률과 자본이익률 편차간에 비선형 관계가 나타났으며, 중앙값 미만의 표본에는 기대수익과 위험간에 상응하는 자본이익률 평균과 편차 간에 부(-)의 관계가 유의미한 것으로 나타난 반면, 중앙값(기준점 0.1099) 이상의 표본에서는 자본이익률 평균과 편차 간에 정(+)의 관계가 나타났다. 이러한 추가 분석을 통해서 본 표본이 전망 이론을 적용할 수 있는 맥락을 확인하였다. 그렇지만 자본이익률의 편차를 계산하는 과정에서 분석 가능 표본이 167개에서 165개로 줄었으며, 다중공선성 등의 문제가 존재할 수 있어 해석에 주의해야 한다.

<표 5> 전망 이론을 적용한 일반 회귀분석 결과

변수명	전체 표본(n=165)				낮은 성과 기대 (중앙값 미만: n=83)		높은 성과 기대 (중앙값 이상: n=82)	
	b	(s.e)	b	(s.e)	b	(s.e)	b	(s.e)
상수항	9.34***	(3.01)	-0.45	(0.75)	0.21	(0.38)	15.45	(0.17)
제조업 여부	-0.12	(0.52)	-0.04	(0.13)	0.73	(0.62)	-0.97	(1.02)
조직업력	-5.24***	(1.08)	-0.17	(0.28)	0.93	(0.14)	-9.06***	(1.95)
조직규모	0.43**	(0.17)	0.11**	(0.04)	-0.03	(0.02)	0.85*	(0.33)
대주주지분	0.54	(0.66)	0.11	(0.16)	0.05	(0.08)	1.63	(1.22)
부채비율	-0.67***	(0.01)	-0.04***	(0.00)	0.04**	(0.01)	-0.06***	(0.01)
매출증가율	0.81***	(0.15)	0.04	(0.04)	-1.09	(0.07)	0.63**	(0.21)
자본이익률	0.27***	(0.01)	1.56***	(0.03)	-0.74***	(0.12)	0.27***	(0.12)
자본이익률 <sup>2</sup>			-0.01***	(0.00)				
F value	80.52***		1594.26***		11.087***		47.231***	
R <sup>2</sup>	0.78		0.99		0.51		0.82	

n=165, +p<.10, \*p<.05, \*\*p<.01, \*\*\*p<.001 수준에서 유의함

## VI. 결론

### 6.1. 연구의 의의와 시사점

본 연구는 한국의 중소벤처기업을 대상으로 한 설문조사를 통해 비상장중소벤처기업들이 SPAC 프로그램을 고려하는 이유를 확인하고자 하였다. 특히 본 연구에서 COVID-19 이후에 변화되고 있는 시장 트렌드에 주목하여(Kang & Lee, 2023; 2024), COVID-19 이후의 기업성장 전망과 제품·서비스 혁신성이 비상장중소벤처기업의 SPAC 프로그램의 선택에 미치는 효과를 검토하였다. 비록 분석결과, SPAC 프로그램의 선택과 관련된 기업경영의 어려움의 효과는 확인되지 않았지만, COVID-19 이후 기업성장 전망과 제품·서비스의 혁신성이 유의미한 것으로 나타났다. 구체적으로, 한국의 167개 비상장중소벤처기업을 대상으로 한 분석 결과는 다음과 같다.

첫째, 주력 제품·서비스 혁신성이 큰 비상장중소벤처기업일수록 SPAC 프로그램을 고려할 가능성이 큰 것으로 나타났다. 이는 경쟁이 심한 초격차 상황에서 비상장중소벤처기업의 창업가가 SPAC 프로그램을 통한 빠른 성장을 통해 성장하려는 욕구가 있음을 나타낸다. 둘째, COVID-19의 영향을 반영한 기업성장 전망이 SPAC 프로그램의 선택에 부(-)의 영향을 미치는 것으로 나타났다. 즉, COVID-19 이후 기업의 목표치 달성에 대한 부담감과 기업 성장에 대한 낮은 기대가 비상장중소벤처기업의 창업가로 하여금 SPAC 프로그램을 통해 성장하려는 의도로 나타남을 확인했다. 셋째, 선행 연구의 분석결과와 다르게, 기업경영의 어려움으로 개념화했고 재무적 지표 등을 통해 확인한 재무적 성과 지표들은 유의미하지 않았다. 다만 변수들의 방향을 확인해 보면, 부채비율은 정(+)의 효과, 매출증가율은 부(-)의 효과가 나타났지만, 자본이익률은 정(+)의 효과가 확인되어 기업경영의 어려움이 큰 비상장기업일수록

SPAC 프로그램을 고려하게 될 가능성이 크다는 점을 추론할 수 있었다. 물론 재무적 정보와 관련된 자료가 비교적 정교하지 않을 수 있지만, 전망 이론을 적용한 추가 분석한 결과 기대수익(자본이익률 평균)과 위험(자본이익률 편차) 간의 관계가 어느 정도 잘 설명될 수 있는 것으로 나타났고 직접 조사한 자료에서 확인된 COVID-19 이후의 기업성장 전망 변수가 SPAC 프로그램의 선택에 미치는 부(-)의 영향을 고려하면, SPAC 프로그램의 선택과 관련해서 전망 이론이 어느 정도 잘 적용될 수 있다고 평가해 볼 수 있다. 무엇보다, SPAC에 대한 전반적인 재무적 성과 지표, 기업의 본질에 해당하는 제품·서비스 혁신성 및 COVID-19 이후 기업성장 전망은 SPAC 프로그램을 고려하는 창업가의 기대와 인식을 포함하고 있다는 점에서 본 연구는 기존 연구와 차이가 있다.

이러한 분석 결과는 다음과 같은 이론적 시사점을 제공한다. 첫째, 기존 연구는 기업경영의 어려움이 기업의 퇴출 전략(Exit Strategy)에 미치는 영향을 제안하고 있는데(윤현중·이종용, 2019), 본 연구는 윤현중·이종용(2019) 연구에서 고려하지 않은 SPAC 프로그램에 대해 고려하고 있다는 점에서 이론적 시사점을 제공하고 있다. 또한 본 연구에서는 아쉽게도 관련 조사가 설문조사에 포함되지 않아 COVID-19 전과 후의 효과를 비교할 수 없는 단점이 있지만, 자본이익률의 효과가 정(+)으로 나타났지만, 유의미하지는 않았다는 점에서 홍지현·양동우(2021)의 분석 결과를 지지하고 있다. 하지만 전망 이론을 적용하기 위하여, 자본이익률 평균과 편차간의 관계를 통해 파악해 본 위험(자본이익률 편차)에 영향을 미치는 기대수익(자본이익률 평균)의 차별적 효과에 대한 추가분석 결과는 SPAC 프로그램의 선택과 관련하여 전망 이론을 적용할 수 있다는 점을 시사하고 있다. 특히 낮은 성과가 기대되는 경우에 부채비율은 정(+)의 효과가 나타나고 자본이익률 평균이 부(-)로 나타났기 때문에 기업경영의 어려움이 나타나는 경우 비상장중소벤처기업 창업가들이 보수적으로 행동한다는 점을

제시하고 있다는 점에서 기업경영의 어려움과 SPAC 프로그램의 선택간의 관계에 대한 해석을 열어두고 있으며, 최근 논의들을 살펴 보면 COVID-19 이후에 많은 변화가 나타나고 있기 때문에 이와 관련된 추가적인 분석이 필요하다고 평가된다(Kang & Lee, 2024).

둘째, COVID-19 이후에 기업 상황과 변화 트렌드를 반영하는 것이 본 연구가 SPAC 프로그램 선택을 연구하며 의도한 새로운 부분이다. 본 연구의 분석결과 COVID-19 이후에 기업 성장에 대한 전망이 전반적으로 밝지 못하기 때문에, 이로 인해 비상장기업들이 SPAC 상장을 대안적으로 고려하고 있다는 점을 확인할 수 있었다. 특히 조사 당시 시점인 2021년 중반 이후는 COVID-19의 영향이 끝날까 하는 희망은 있지만, 기업들이 기업 목표를 달성하지 못하고 미래를 예측하기 어려워 기업 성장에 대한 기대를 갖지 못하는 하는 절망적인 상황이었다고 알려졌다(Kang & Lee, 2024). 본 연구가 기반한 조사가 이러한 팬데믹 상황을 반영하고 있기 때문에 기업의 위기와 SPAC 프로그램의 선택에 관심을 가진 연구자들과 성장기 중소벤처기업들의 기대, 희망과 전망에 관심을 가진 연구자들에게 귀중한 시사점을 제공할 것으로 평가된다. 앞서 설명한 바와 같이, SPAC 프로그램의 선택에 영향을 미치는 COVID-19 이후 기업성장 전망 변수가 부(-)로 유의미하게 나타났기 때문에, 전망 이론의 이론 적용과 함께 COVID-19 이후 SPAC 프로그램 선택의 결정요인 변화에 관심을 가진 연구자들에게 시사점을 제공하리라 생각한다(김종일·이상순, 2008).

셋째, 제품·서비스의 혁신성이 SPAC 프로그램의 선택에 미치는 정(+)의 효과가 나타난 점이 본 연구에서 발견한 새로운 시사점으로 볼 수 있다. 전략경영 분야에서는 제품·서비스의 혁신성 정도가 큰 기업은 점진적인 변화를 추구하는 기업과 다른 행동 차이가 나타난다고 설명되고 있다. 본 연구에서는 이러한 제품·서비스 혁신성이 비상장중소벤처기업의 창업가로 하여금 SPAC 프로그램의 선택을 고려하게 한다는 점을 확인하고 있기 때문에 기업의 제품·서비스 혁신성과 기업의 상장 방식에 관심을 가진 연구자들에게 시사점을 제공할 것이다. 다만 기존 연구에서 비상장중소벤처기업의 연구개발투자가 SPAC 프로그램의 선택에 미치는 효과가 나타났는데(차재영 외, 2019), 본 연구에서는 자료의 한계로 이러한 부분을 확인하지 못한 한계가 있다. 따라서 연구개발 투자를 많이 한 기업이 과연 어떠한 혁신적인 제품·서비스를 개발하고 있는지, 어떠한 제품·서비스 혁신이 다른 상장 방식을 선택하게 하는지를 확인할 수 없는 한계가 남아 있다. 그럼에도 본 연구는 제품·서비스 혁신성이 높은 비상장중소벤처기업일수록 SPAC 프로그램을 고려하게 된다는 분석결과를 제시하고 있다는 점에서 차재영 외(2019)의 연구에 시사점을 제공하고 있다.

본 연구는 다음과 같은 실무적 시사점을 제공한다. 첫째, 본 연구의 조사 자료는 COVID-19 이후에 수집된 자료로, 조사대상 표본 중에 68%의 비상장중소벤처기업의 창업가가 SPAC 프로그램을 고려하고 있다는 점을 확인하고 있다는 점이다.

이는 Kang & Lee(2024)의 연구에서 언급한 바와 같이, SPAC 프로그램에 대한 창업가들의 관심이 뜨겁다는 것을 방증하는 분석 결과이다. 비록 본 연구에서는 SPAC 프로그램을 선택한 이후의 성과까지를 함께 고려하지는 못했지만, 설문 조사된 자료를 통하여 SPAC 프로그램의 선택을 둘러싼 창업가의 인식을 검토하고 있다는 점에서 SPAC 프로그램의 도입 및 실행에 관심을 가진 실무자들에게 시사점을 제공할 것이다. 다만, 본 연구는 SPAC 프로그램을 통해 성공한 경우를 비교하지는 않았으며, SPAC 프로그램을 고려하는 비상장중소벤처기업 창업가들의 인식에 대해 논의하고 있기 때문에 COVID-19 이후 성공적인 SPAC 프로그램에 관심을 가진 사람이라면 출간된 기존 연구들을 참고하여 IPO와 SPAC 프로그램의 차이, 각각의 장·단점을 면밀하게 검토하여 SPAC 프로그램을 선택할 때 참고할 필요가 있다(Kang & Lee, 2024).

둘째, 본 연구의 분석결과 COVID-19 이후 기업 성장에 대한 기대가 밝지 않은 중소벤처기업의 경우에 SPAC 프로그램을 고려하는 것으로 나타났다. 이러한 발견은 전통적인 재무적 지표 이외에 기업성장 전망과 관련된 정보가 중요하다는 점을 의미하는 것으로, 비상장중소벤처기업을 운영하는 창업가가 SPAC을 고려하기 위해서는 다양한 지표를 활용할 필요가 있다는 것을 시사한다. 예를 들어, 본 연구에서 제시한 기업경영의 어려움과 기업 성장에 대한 전망 변수를 함께 고려할 수 있을 것이며, 기업경영의 어려움이 나타나는 경우 다양한 방식으로 불확실성을 줄일 필요가 있기 때문에 SPAC 프로그램에 대한 고려도 가능하지 않을까 평가해 볼 수 있다.

셋째, 본 연구의 분석결과 중의 중요한 부분인 제품·서비스의 혁신성이 SPAC 프로그램의 고려에 미치는 효과가 유의미하다는 것이다. 이는 제품·서비스 혁신을 점진적이기보다 혁신적인 방향과 강도로 가져가기를 원하는 비상장중소벤처기업의 창업가가 SPAC 프로그램을 고려하는 것이 하나의 방법이 될 수 있다는 점을 본 연구의 분석결과는 시사하고 있다. 물론 기업들이 혁신을 추구하더라도 이 부분이 구체적인 제품 및 서비스로 구현되지는 않겠지만, 적어도 추구하는 방향이 맞고 일관된다면 유의미한 효과가 나타날 수 있는 바, SPAC 상장 방식은 직상장에 비해 간편하고 빠르게 진행될 수 있다는 점에서 비상장중소벤처기업의 창업가가 혁신을 추구하려는 경우에는 SPAC 프로그램을 고려할 수 있다는 점을 본 연구는 시사하고 있다(유상수·양동우, 2011).

## 6.2. 연구의 한계와 후속 연구 제언

본 연구는 COVID-19 이후 비상장중소벤처기업의 SPAC 프로그램의 선택을 둘러싼 동향을 파악하는 것이며, 이를 위해 성장기 중소벤처기업의 창업가를 대상으로 한 자료를 통해 SPAC 프로그램을 선택하는 창업가의 인지적인 측면을 반영하고 있다는 점에서 강점이 있고 재무적 성과 지표도 함께 고려함으로써 종합적인 분석을 수행하고 있다고 볼 수 있다.

하지만 본 연구는 다음과 같은 한계가 있으며, 후속하는 연구에서는 이를 극복하는 연구를 고안할 필요가 있다.

첫째, 본 연구에서는 설문 자료를 활용함으로써 2차 자료에서 다루지 못한 비상장중소벤처기업 창업가의 인식을 반영하고 SPAC 프로그램의 선택에 영향을 미치는 요인들을 파악하고 있지만 이를 포괄적으로 고려하지는 못하고 있다는 점이다. 예를 들어, 본 연구에서는 설문 자료에 의존하여 거시적인 자료를 구축하려 하였고 기업이 처한 기업경영이 어려운 상황, COVID-19 이후 기업성장에 대한 기대가 낮은 상황, 또한 혁신적인 제품을 개발하기 위해 보다 빠른 스피드가 요구되는 상황을 제품·서비스의 혁신성을 통해 검토하였고 주요 가설들이 지지되었다. 하지만 그 이외에 경영자의 선택을 제한하는 요인들의 효과를 구체화하지 못한 한계가 있으며, 설문조사 자료의 부정확성 등의 이유 때문에 재무지표가 잘 반영되지 못했을 한계 또한 존재한다. 나아가 일부 연구에서는 창업가 연령의 효과와 함께(차재영 외, 2019), 대주주지분이 고려되고 있지만(유상수·양동우, 2011; 홍지현·양동우, 2021), 본 연구에서는 이를 통제하고 파악하였기 때문에 이러한 변수들이 본 연구에서 제안한 전망과 어떻게 관련되는지를 추가적으로 분석할 필요가 있다. 따라서 후속하는 연구에서는 창업가의 연령과 같은 내재적인 특성들과 함께 대주주지분과 같은 지배구조 특성들을 고려하여 창업가의 선택을 이해할 수 있는 보다 정교한 연구를 설계할 필요가 있다. 예를 들어, 향후 연구에는 창업가의 개인적인 속성이 어떻게 인지 구조를 형성하게 되고 그 결과 SPAC 프로그램을 선택하게 되는지를 최고경영층 이론(Upper Echelon Theory)을 기반으로 검토할 필요가 있으며, 경영자의 지분율을 포함한 지배구조 변수를 종합적으로 검토할 필요가 있다.

둘째, 본 연구에서는 비상장중소벤처기업의 제품·서비스 혁신성 정도가 SPAC 프로그램의 선택에 미치는 영향을 검토하였지만, 제품·서비스에 대한 연구개발 투자 및 이러한 투자가 이루어지는 경쟁 상황에 대해 고려하지 못한 한계가 있다. 예를 들어, 차재영 외(2019) 연구에서는 연구개발 투자 비중이 클수록 기업들이 SPAC 프로그램을 통해 빠르게 상장하려는 의도를 갖는 점을 강조하고 있고 유상수·양동우(2011)의 연구에서도 혁신에 대한 투자도 강조하고 있기 때문에, 투자를 많이 하고 비용 지출이 큰 기업일수록 투자 금액을 빠르게 회수하기 위하여 SPAC 프로그램을 선택할 수 있다는 점(차재영 외, 2019), 경쟁에 처한 기업이 제품 및 서비스 개발 속도를 높이기 위하여 어쩔 수 없이 SPAC 프로그램을 선택할 수도 있다는 점(유상수·양동우, 2011) 등이 고려될 수 있을 것이다. 따라서 이러한 기업의 연구개발에 대한 전반적인 투자 의도와 행동이 SPAC 상장 방식의 선택에 미치는 효과를 보다 심도 있게 고려할 필요가 있다. 나아가 본 연구에서는 기업의 경영환경의 특성이 COVID-19 이후 기업성장에 대한 전망으로 일부 반영되었을 뿐, 구체적인 기업의 전략으로 구체화되지 못한 한계도 있다. 따라서 향후 연구에서는 기업이 처한 현실을 반영하여 경쟁 환경 및 전략이 어떻게 비상장중소

벤처기업으로 하여금 SPAC 프로그램을 선택하게 하는지를 구체적으로 묘사할 필요가 있다.

셋째, 본 연구는 SPAC 프로그램의 선택을 결정하는 요인을 검토하고 있지만, SPAC 프로그램 도입 이후, 상장절차와 관련된 전반적인 특성을 고려하지 못한 한계가 있다. 홍지현·양동우(2021)의 연구에서는 SPAC 프로그램의 고려 요인으로, 주간사회사와의 매칭, 상장처리 기간, 기업가치 등과 같은 구체적인 SPAC 방식의 선택을 고려하고 있다. 따라서 향후 연구에서는 이러한 내용들이 변수로 고려되어 SPAC 프로그램의 선택에 미치는 효과를 종합적으로 검토할 필요가 있을 것이며, 특히 SPAC을 추진하기 위해서는 공모 금액을 결정하는 것이 중요하다고 논의되고 있기 때문에 자금조달 능력과 관련된 특성들이 고려될 필요가 있다(Rodrigues & Stegemoller, 2015). 이를 위해서는 SPAC 프로그램을 결정하는 요인에 대한 탐색뿐만 아니라 성공적인 SPAC이 무엇인지를 확인하고 그 효과가 함께 검토되면 좋을 것 같고(Kang & Lee, 2024; 강형철·변희섭, 2022) 변화되고 있는 법률적인 동향도 함께 고려되면 더욱 좋을 것이다(김배정, 2024; 성희활, 2020).

## REFERENCE

- 강형철·변희섭(2022). 스팩(SPAC)의 성공적 합병을 위한 결정요인: 스폰서의 이해상충 vs. 협상력. *금융연구*, 36(3), 1-52.
- 김동철(2007). 기업수익성과 경영자의 경영위험 선택. *관리회계연구*, 7(2), 69-88.
- 김동한·이미영(2019). 상장유형에 따른 기업의 장기성과에 관한 연구. *상업교육연구*, 33(2), 87-115.
- 김범(2010). 자본시장법상 기업인수목적회사(SPAC) 제도의 도입과 법적 과제. *기업법연구*, 24(2), 119-148.
- 김배정(2024). SPAC의 규제 동향과 개선과제. *저스티스*, 200, 42-80.
- 김애경(2008). Special Purpose Acquisition Companies(SPAC)의 도입 및 제도보호를 위한 법적 고찰. *증권법연구*, 9(2), 271-314.
- 김종일·이장순(2008). 우회상장의 결정요인에 관한 실증연구: 코스닥시장 우회상장을 중심으로. *대한경영학회지*, 21(3), 2023-2046.
- 김종일·이장순(2009). 우회상장과 IPO에 대한 의사결정 비교연구. *세무와 회계저널*, 10(3), 81-103.
- 김한준(2010). 국내기업인수목적회사(Special Purpose Acquisition Company, SPAC)의 재무적 특성과 제도적 고찰. *기업법연구*, 24(3), 329-352.
- 박해식·김남중(2022). *국내 스팩(SPAC)의 성과와 시사점*. 서울: KIF 연구보고서.
- 성희활(2020). 우회상장 규제의 역사와 현황 및 개선방안. *기업법연구*, 34(1), 9-39.
- 유상수·양동우(2011). 우회상장 결정요인에 관한 실증연구, 한국 코스닥시장을 중심으로. *기업가정신과 벤처연구*, 14(4), 73-100.
- 윤현중(2018). 벤처기업의 제품개발 전략 실행과 제품개발 성과간의 관계에서 제품 혁신성의 매개효과 검증. *벤처창업연구*, 13(4), 23-34.
- 윤현중(2021). 벤처기업의 제품개발 프로젝트와 제품개발 성과: 비즈니스 모델의 역할 탐색. *벤처창업연구*, 17(5), 265-278.

- 윤현중·이종용(2019). 기업경영의 어려움, 기업가적 지향성과 성장 단계 벤처기업의 출구 전략에 관한 연구. *한국창업학회지*, 14(5), 113-138.
- 이관영(2018). 국내 신규공모절차 및 관련 제도의 변화. *재무관리연구*, 35(2), 205-231.
- 이우백(2017). 기업인수목적회사(SPAC)와 합병을 통한 중소기업의 상장 성과 분석. *한국증권학회지*, 46(3), 591-622.
- 이호선(2014). 기업인수목적회사(SPAC) 제도 도입의 효과. *경영과 정보연구*, 33(2), 263-279.
- 정도범·김병일·유화선(2021). ICT 벤처기업의 경영 성과와 위험 선택의 관계: 전망 이론(Prospect Theory)을 바탕으로 한 시사점. *기술혁신학회지*, 24(3), 421-437.
- 정도범·유화선(2022). 코로나19(COVID-19)와 제조기업의 유연근무제도 활용 여부: 전망 이론(Prospect Theory)을 중심으로. *연세경영연구*, 59(1), 21-45.
- 차재영·서영택·윤병섭(2019). 비상장기업의 코스닥시장 상장방법 선택: IPO와 SPAC비교. *중소기업연구*, 41(2), 51-78.
- 홍지현·양동우(2021). 우리나라 비상장기업의 코스닥 SPAC 합병상장 결정요인에 관한 실증연구. *대한경영학회지*, 34(3), 527-557.
- Boyer, C., & Baigent, G.(2008). SPACs as alternative investments: An examination of performance and factors that drive prices. *Journal of Private Equity*, 11(3), 8-15.
- Cumming, D., Haß, L. H., & Schweizer, D.(2014). The fast track IPO-Success factors for taking firms public with SPACs. *Journal of Banking & Finance*, 47, 198-213.
- Dartar, C., Emmb, E., & Incec, U.(2012). Going public through the back door: A comparative analysis of SPACS and IPOs. *Banking & Finance Review*, 4(1), 17-36.
- Hosmer Jr., D. W., & Lemeshow, S.(2000). *Applied logistic regression(2nd Ed.)*. New York. John Wiley & Sons, Inc.
- Heyman, D. K.(2007). 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), 531-552.
- Kang, C. K., & Lee, S.(2023). What has been changed in SPAC mergers? Evidence from Korea since their introduction. *Finance Research Letters*, 56, 1-7.
- Kang, C. K., & Lee, S.(2024). SPACs and the COVID-19 pandemic: Evidence from Korea. *Research in International Business and Finance*, 72, 1-24.
- Kahneman, D., & Tversky, A.(1979). Prospect theory: An analysis of decision under risk. *Econometrica*, 47(2), 263-292.
- Kolb, J., & Tykova, T.(2016). Going Public via special purpose acquisition companies: Frogs do not turn into princes. *Journal of Corporate Finance*, 40, 80-96.
- Lakicevic, M., & Vulcanovic, M.(2011). Determinants of mergers: A case of special purpose acquisition companies(SPACs). *Investment Management & Financial Innovations*, 8(3), 114-120.
- Lakicevic, M., & Vulcanovic, M.(2013). A story on SPACs. *Managerial Finance*, 39(4), 384-403.
- March, J. G.(1991). Exploration and exploitation in organizational learning. *Organization Science*, 2(1), 71-87.
- Rodrigues, U., & Stegemoller, M.(2015). What all-cash companies tell us about IPOs and acquisitions. *Journal of Corporate Finance*, 29, 111-121.
- Schein, E.(2004). *Organizational culture and leadership (3rd ed.)*. San Francisco, CA: Jossey-Bass.
- Stinchcombe, A. L.(1965). *Social Structure and Organizations. In J. G. March (Ed.)*. Handbook of Organizations(pp. 142-193). New York, Rand McNally.

# Analyzing the Determinants of SPACs for SMEs after COVID-19: A Focus on Prospect Theory\*

Yoon, Hyun Joong\*\*

## Abstract

As corporate listing became difficult after the foreign exchange crisis in 2008, the public offering method was changed in Korea in 2009 to allow listing through the SPAC (Special Purpose Acquisition Company) program. In the early stages of implementation, the negative perception that it was a backdoor listing rather than a direct listing through an IPO (Initial Public Offering) was dominant, but after COVID-19, many companies at home and abroad began to pursue listing through the SPAC program, and listing through SPAC has recently become very popular. In order to confirm the changes in SPAC after COVID-19, this study aims to analyze the overall trend related to the selection of a special purpose acquisition company (SPAC) after COVID-19 by adding variables related to the characteristics of the main product and the outlook for corporate growth in addition to the variables related to the financial status of the company identified in previously published papers as the reasons for unlisted small and medium-sized enterprises to choose the SPAC program. Specifically, this study additionally examined the degree of product innovation and the outlook for corporate growth after COVID-19 in addition to the variables related to the difficulties in traditional corporate management identified as performance indicators as the reasons for unlisted small and medium-sized enterprises to choose SPAC. Based on 200 sample data surveyed on unlisted SMEs, the results of the analysis using logistic regression analysis showed that the reasons why Korean unlisted SMEs choose SPAC programs did not produce significant analysis results for the variables presented in previously published studies, but similar patterns were confirmed, and the hypotheses related to product innovation and corporate growth prospects after COVID-19, which were the focus of this study, were significantly supported. These analysis results include the recent changes in perceptions surrounding SPACs, and expand existing knowledge by adding the reasons why unlisted SMEs choose SPAC programs. The analysis results of this study will provide implications for researchers and practitioners interested in SPAC programs.

*Keyword: SPAC, COVID-19, Growth Prospect, Product-Service Novelty, Prospect Theory*

\* This work was supported by the National Research Foundation of Korea(NRF) grant funded by the Korea government(MSIT) (RS-2023-00242528)

\*\* First Author, Associate Professor, College of Business Administration & Department of Data Science, Kangwon National University (hyoon@kangwon.ac.kr)