



저작자표시-비영리-변경금지 2.0 대한민국

이용자는 아래의 조건을 따르는 경우에 한하여 자유롭게

- 이 저작물을 복제, 배포, 전송, 전시, 공연 및 방송할 수 있습니다.

다음과 같은 조건을 따라야 합니다:



저작자표시. 귀하는 원저작자를 표시하여야 합니다.



비영리. 귀하는 이 저작물을 영리 목적으로 이용할 수 없습니다.



변경금지. 귀하는 이 저작물을 개작, 변형 또는 가공할 수 없습니다.

- 귀하는, 이 저작물의 재이용이나 배포의 경우, 이 저작물에 적용된 이용허락조건을 명확하게 나타내어야 합니다.
- 저작권자로부터 별도의 허가를 받으면 이러한 조건들은 적용되지 않습니다.

저작권법에 따른 이용자의 권리는 위의 내용에 의하여 영향을 받지 않습니다.

이것은 [이용허락규약\(Legal Code\)](#)을 이해하기 쉽게 요약한 것입니다.

[Disclaimer](#)

오세열 교수 지도
석사학위 청구논문

중국 IPO 시장의 제도적 특성 및
성과 분석

2017

성신여자대학교 대학원
경영학과
도몽적

중국 IPO 시장의 제도적 특성 및
성과 분석

오세열 교수 지도

이 논문을 석사학위논문으로 제출함

2016년 11월

성신여자대학교 대학원

경영학과

도몽적

인 준 서

도몽적의 석사학위 논문으로 인준함

2016년 11월

심사위원장 _____ (인)

심사위원 _____ (인)

심사위원 _____ (인)

성신여자대학교 대학원

感謝語

隨着碩士論文的結束，研究生2年的生活也隨之結束，難免有許多傷感的地方。但是在韓國愉快有充滿壓力的學習生活馬上就要結束了。這兩年的學習生活會給我的人生留下不少的回憶，同時也促進未來的學習，為將來學習工作打下了結實的基础。在這短暫又充實的學習期間，我遇到了衆多的老師，同學，朋友。他們給予我无限的幫助，理解和支持。擁有這些足以讓我在這兩年期間，不再迷茫，幫助我成長，這些感恩的話難以用語言來表達，但是我還是要以最真誠的心感謝你們，表達我最真誠的謝意。

首先，衷心感謝我的指導教授，吳世烈老師，在成為研究生后的兩年，非常有幸成為您的學生。吳教授所擁有的博學的知識，嚴謹的教學理念，和言簡意賅的指導方式都讓我的學習帶來无限的力量。同時感謝鄭浩廷老師，繁忙之中抽時間指導我的論文。衷心感謝這兩位教授，常常因為我是留學生的原因，耐心與我交流，給我不僅僅是學習，生活上帶來許多鼓勵和幫助。再次向兩位教授表達我最真心的感謝。

其次感謝李聖根教授，感謝你們在百忙之中抽時間審閱我的論文，在答辯的時候給我最新寶貴的意見，幫助我修改論文，順利完成論文。同時感謝在我學習期間給我無數教誨的各位經營系的各位老師，沒有你們的幫助我將寸步難行。從你們的身上，我學習到了對生活積極的態度和對未來美好的向往。

感謝在我身邊陪伴我的小伙伴們，是你們在我失去信心的時候鼓勵我，在我想要放棄的時候拉扯我，在我迷茫的時候給我最大的希望，感謝你們這一路來帶給我的陪伴，理解與支持。

最後感謝我的家人，在韓國的六年里，沒有你們的支持與鼓勵，就沒有現在即將畢業的我，成為我最堅強的后盾，讓我安心的完成學業。身為你們的子女我感到萬分的榮幸。

愿我的老師，家人，朋友，同學身體健康，一切順利。在今后的生活里，我必將更加努力的學習，積極的生活。

2016年 12月14日

논문개요

본 연구는 중국의 IPO 시장의 제도적 특성을 고찰하고 2009년부터 2015년까지 중국 상해거래소와 심천거래소에 신규 상장한 371개 주식을 대상으로 IPO 저평가 현상의 존재 및 결정요인에 대해 분석하였다.

중국의 IPO 제도는 수요예측(book building) 방식을 채택하고, 물량 배정에 있어서도 개인투자자의 보호를 강화하는 추세에 있으며, 지분분할 개혁 등을 통해 비유통주 문제를 해결하는 등 IPO 활성화를 위한 주식시장의 인프라 구축에도 노력하고 있다. 하지만 주식발행에 있어서 심사제를 적용하고 있어 정책당국의 관리적 영향에서 자유롭지 못한 실정이다. 또한 주판, 중소판, 창업판 등 다층적인 시장구조는 중국 IPO 시장을 활성화하는 제도적 장치로 작용하고 있으며, 2014년 IPO 재개 이후 중국의 역내 IPO가 급격히 증가하면서 글로벌 IPO 시장을 선도하고 있다.

표본기간 동안 IPO 기업들은 상장 첫날 평균 36%의 유의한 초과수익률을 보이는 것을 나타나 중국 IPO 시장에서도 저평가 현상이 존재함을 확인할 수 있었다. 이와 같은 초과수익률 수준은 다른 나라와 비교할 때 상당히 높은 수준으로 평가된다. IPO 저평가 현상은 2011년 이후 지속적으로 증가하는 추세에 있으며, 특히 2014년 IPO 재개 이후에는 이전과 비교하여 매우 높은 수준으로 형성되고 있다. 또한 상해거래소의 대형주들이 중소판이나 창업판 중심인 심천거래소의 주식들보다 약 20% 이상의 높은 초과수익률을 보이고 있었으며, 벤처캐피탈이나 사모펀드가 지원한 IPO가 그렇지 않은 IPO에 비해 저평가 정도가 낮은 것으로 나타났다. 2014년 IPO 재개 이후의 초과수익률도 재개 이전에 비해 약 53% 이상의 차이를 보이고 있었다. 이러한 결과는 상해거래소가 심천거래소에 비해 높은 수요를 가지고 있다는 것을 뜻하며, 2014년 IPO 재개 이후, 제도적 변화와 시장상황이 IPO 수요를

창출하고 있는 것으로 생각된다.

회귀분석 결과, 중국의 IPO 저평가 현상은 공모의 불확실성이 작을수록, 시장상황이 좋을수록 저평가 정도가 줄어드는 것으로 나타났다. 또한 상해 거래소의 IPO 저평가 현상이 심천거래소보다는 크고, 2014년 중국 역내의 IPO 재개 이후, 저평가 현상이 커지고 있는 것으로 나타났다.

IPO 저평가 현상은 발행기업의 입장에서는 자본조달에 있어서 비용으로 생각할 수 있지만, 투자자의 입장에서는 투자위험에 대한 보상이라는 양면이 존재한다. 따라서 정보경제학적 관점에서 적정수준의 저평가는 IPO 과정에 있어서 시장 메커니즘의 일부로 파악할 수 있다. 이러한 측면에서 중국 IPO 시장의 발전을 위해서는 무엇보다도 제도적 관점에서 정보에 대한 시장메커니즘을 구축하는 것이 필요하다.

주요어: 중국 IPO 시장, IPO 저평가, 수요예측, IPO 제도적 특성

목 차

논문개요

I. 서론	1
1. 연구 배경 및 목적	1
2. 연구 방법과 구성	3
II. 기존연구	4
1. IPO 저평가현상에 대한 이론적 배경.....	4
2. 중국 IPO 시장에 대한 연구.....	7
III. 중국 IPO 시장의 제도적 특성 및 현황	11
1. 중국 주식시장 개요	11
2. 중국 IPO 제도 분석.....	15
1) 중국 주식시장발행제도 개괄	15
2) 발행시잠사제도	17
3) 가격결정방식	18
4) 청약제도	24
5) 지분분할 개혁	25
3. 중국 IPO 현황.....	27
IV. 실증분석	30
1. 표본 및 연구모형	30
1) 표본	30

2) 연구모형	30
2. 실증분석 결과	34
V. 요약 및 결론	39

참고문헌

ABSTRACT(영문초록)

표 목차

<표 3-1> A주(주판) 중소판 창업판의 상장요건	12
<표 3-2> 중국 주식거래 제도.....	15
<표 3-3> 세계 주요국의 IPO 가격결정 방식	20
<표 3-4> 중국 중소기업대출 비중	20
<표 3-5> 상해 증권거래소 주요 지표	28
<표 3-6> 중국기업의 IPO 추이	29
<표 4-1> 연도별, 거래별 표본분표	30
<표 4-2> 변수 설명 및 가설 관계	33
<표 4-3> 주요 변수들의 기초통계량	34
<표 4-4> 전체 표본기간 및 연도별 초과수익률 분석	35
<표 4-5> 초과수익률 차이분석	36
<표 4-6> 회귀분석	37

그림 목차

<그림 3-1> 중국 주식시장의 구조.....	12
<그림 3-2> 중국의 주식발행제도 개혁 추이	16
<그림 3-3> 중국 주식시장 상장수 및 시가총액 추이	27
<그림 3-4> 세계 주요 주식시장 시가총액 비교	28

I. 서 론

1. 연구 배경 및 목적

1990년 12월, 상해증권거래소가 설립된 이후, 불과 20여년이 지나기도 전에 중국의 주식시장은 비약적인 발전을 이루어냈다. 2011년 이후 중국 주식시장은 미국에 이어 세계 2위의 규모를 차지하며 글로벌 금융시장의 주역으로 자리 잡고 있다.

주식시장이 성장하기 위해서는 시장에서 거래되는 주식들이 지속적으로 공급되어야 하며, 이 역할을 수행하는 것이 바로 발행시장이다. 최초공모, 즉 IPO(initial public offering)는 주식시장에 거래되지 않는 새로운 기업의 주식이 상장되는 것으로 기존에 거래중인 기업이 주식을 추가로 발행하는 SEO(seasoned equity offering)과 함께 발행시장의 근간을 이룬다. 이 중에서도 IPO는 주식시장의 투자자들에게 다양한 투자대안들을 제공한다는 점에서 양적 측면 뿐 아니라 질적 측면에서도 주식시장의 성장과 발전에 중요한 역할을 담당한다.

IPO는 기존에 거래되지 않던 기업의 주식을 일반 투자자를 대상으로 최초로 주식시장에 상장시키는 것이므로, 발행기업이나 투자자 모두 상호간에 정보가 부족하고 이에 따라 불확실성이 매우 클 수 밖에 없다. 따라서 이러한 문제점을 해결하기 위해 세계 각국은 IPO 주식에 대한 상장요건을 매우 엄격하게 규정하고 있으며, IPO 과정에서 정보공시, 절차, 규정 등을 제도적으로 갖추고 있다. 중국도 증권감독관리위원회 (CRSC)가 제정한 제도와 관리감독하에 IPO가 이루어진다.

그런데 IPO, 즉 신규공모주와 관련하여 주식시장에서 관찰되는 흥미로운 현상들이 존재한다. 이를 신규공모주 저평가 현상(IPO underpricing)이라고

하는데, 신규공모주가 첫날 시장가격에 비해 공모가가 낮게 설정되어 상장 후 초과수익률이 크게 나타나는 현상을 의미한다. 또한 이와 같은 IPO 저평가현상은 세계 대부분의 국가들에서 관찰되는 공통적 현상으로 알려져 있다. 중국도 예외는 아니어서 기존연구들을 살펴보면 1990년대부터 IPO 저평가 현상이 존재하였을 뿐 아니라, 1992년부터 2012년까지 약 100%가 넘는 초과수익률을 보이고 있어 다른 국가들에 비해 매우 높은 수준을 기록하고 있음을 지적하고 있다.

이와 같은 중국의 높은 IPO 저평가 현상은 시장의 투기적 성격에 기인한 것도 있지만, 대부분 중국 IPO의 제도적 특성에서 비롯된 것으로 알려져 있다. 따라서 중국정부는 이를 해결하기 위해 IPO 발행제도를 지속적으로 개선해왔다. CRSC는 1998년 ‘증권법(中華人民共和國證券法)’과 2006년 ‘처음 공개 발행 주식을 상장 관리 방법(首次公開招募管理法)’을 제정하였으며, 이외에도 여러 IPO 관련 법률 및 정책을 제시하며, 중국 기업공개 시장의 공정한 환경을 제고하고 투자자들 보호하기 위해 노력하고 있다.

기업은 자본조달의 필요성이나 재무구조의 개선을 위해 기업공개를 실시한다. 기업의 입장에서 IPO 저평가 현상은 발행 기업이 부담하는 간접비용에 해당한다.

기업은 자본조달의 필요성이나 기존 투자자들에 대한 성과를 보상하기 위한 목적에서 기업공개를 실시한다. 신규공모주의 저평가현상은 발행 기업이 부담하는 간접비용 또는 기회비용에 해당한다. 따라서 IPO 저평가현상에 대한 연구는 IPO 제도를 운영하는 정부와 투자위험을 부담하는 투자자 뿐 아니라 실제 기업에 있어서도 중요한 의미를 갖는다.

이러한 관점에서 본 연구에서는 중국 IPO 시장의 제도적 특성을 고찰하고 2009년부터 2015년까지 중국 상해 및 심천 거래소에 신규 상장된 371개 기업을 대상으로 IPO 저평가 현상을 실증하여 저평가 정도를

조사하고 저평가에 영향을 미치는 요인들에 대해 분석함으로써 중국 IPO 시장의 저평가 현상에 대한 원인을 찾고 이를 해결하기 위한 정책적 방향에 대한 시사점을 제시하는데 연구의 목적이 있다.

2. 연구 방법과 구성

본 연구에서는 먼저 중국 IPO 시장의 제도적 특성에 대해 고찰하기 위해 다양한 자료를 찾아 문헌연구를 실시하였다. 또한 중국 IPO 시장에 대한 IPO 저평가 정도와 IPO 저평가 현상에 대한 요인을 분석하기 위해 2009년부터 2015년까지 상해거래소와 심천거래소에 신규 상장된 371개 기업을 대상으로 실증분석을 실시하였다. 실증분석에서는 초과수익률의 유의성을 검정하고 제도적 차이에 대해 비교분석을 실시하였으며, 회귀분석을 통해 IPO의 결정요인을 분석하였다.

본 연구는 다음과 같이 구성되어 있다.

제 1 장에서는 연구배경 및 목적 그리고 연구방법과 구성에 대해 소개한다.

제 2 장에서는 기존연구를 분석한다. 먼저 IPO 저평가 현상에 대한 이론적 배경에 대해 살펴보고, 중국 IPO 시장의 저평가 현상에 대한 기존연구들을 고찰한다.

제 3 장에서는 중국 IPO 시장의 제도적 특성에 대해 살펴본다. 먼저 중국 주식시장의 개요를 제시하고, IPO 관련 제도를 발행심사제도, 가격결정제도, 청약제도로 나누어 고찰하고, IPO 시장의 발전에 중요한 영향을 미친 지분분할 개혁에 대해 설명한다.

제 4 장에서는 실증분석 결과를 보고한다. 표본 및 연구방법론에 대해 설명하고 실증분석 결과를 제시하고 해석한다.

제 5 장에서는 본 연구의 주요 결과를 요약하고 결론을 제시한다.

II. 기존연구

1. IPO 저평가 현상에 대한 이론적 배경

1975년 Ibbotson은 1960년부터 1969년까지 10년간 미국 증권시장에 신규 상장된 2,650개의 주식을 대상으로 신규공모주의 저가발행현상에 대해 분석한 결과 상장직후 초과수익률이 평균 11.4%에 달하며, 표본기간 전반에 걸쳐 존재하고 있음을 발견하였다. 하지만 Ibbotson은 이러한 현상에 대한 합리적인 설명을 제시하지 못하고 이를 IPO 저평가 퍼즐(underpricing puzzle)이라고 하였다. 이와 같은 IPO 저평가 현상은 이후 많은 실증연구들을 통해 미국 뿐 아니라 전 세계 IPO 시장에 존재하는 공통적인 현상으로 알려졌으며, IPO 저평가 현상을 설명하기 위해 많은 연구들이 진행되었다.

신규공모주의 저평가 현상의 원인을 설명하기 위한 대부분의 이론들은 기업 공개시장의 정보비대칭 현상과 불확실성으로 인해 신규공모주의 체계적 저평가가 발생함을 지적하고 있다. 아래에서는 이와 관련한 대표적인 이론들에 대해 살펴본다.

먼저 Baron(1982)은 주관회사가 공모기업보다 더 많은 정보를 가지고 있을 경우, 주관회사는 인수공모업무를 보다 쉽게 진행하고 인수위험을 줄이기 위해 공모가격을 저평가하려는 유인을 갖게 되며, 공모기업은 이러한 저평가를 용인함으로써 주관회사에 대해 보상을 한다고 주장하였다.

또한 Tinic(1988)은 신규공모주 저평가현상을 주관회사의 법적 책임과 관련하여 설명하고 있다. 주관회사는 공모가격이 과대평가되어 상장 이후 수익률 하락이 발생하면 투자자들에게 소송을 당할 가능성이 존재하기 때문에 이를 피하고 자신들의 명성을 지키기 위해 의도적으로 신규공모주를 저평가하게 된다고 설명하였다.

Welch(1989), Allen and Faulhaber(1989) 등은 정보비대칭 현상이 존재하는 경우, 미래성과가 좋을 것으로 기대되는 기업들은 그렇지 않은 기업과 구분하기 위해 의도적으로 공모가격을 저평가할 수 있다고 주장하였다. 즉 공모기업들은 공모가격의 저평가를 시장에 대한 신호로 활용할 수 있다는 것이다. Welch(1989)는 이러한 입장에서 미래성과가 좋을 것으로 기대되는 기업들이 상장 후 유상증자(SEO)를 유리하게 하기 위해 신규공모시 저평가를 하게 된다고 주장하였다.

한편 Rock(1986)은 투자자들간에 존재하는 정보비대칭으로 인하여 신규공모주의 저평가현상이 발생한다고 설명하였다. 정보투자자(informed investor)는 저평가된 신규공모주에만 선별적으로 청약하는데 비해, 비정보투자자(uninformed investor)는 저평가된 신규공모주 뿐 아니라 고평가된 신규공모주에도 청약을 하게 되는데, 저평가된 신규공모주는 많은 투자자들이 청약하게 되므로 배정주식 수는 적어지며, 고평가된 신규공모주는 적은 투자자들이 청약하게 되므로 배정주식 수는 많아질 것이므로, 비정보투자자는 평균적으로 손해를 보게 된다고 하였다. 이러한 현상을 이른바 승자의 저주(winner's curse)라고 하며, 이 경우 비정보투자자를 기업공개 시장에 참여시키기 위해서는 보상이 필요하므로 신규공모주는 체계적으로 저평가되어야 한다고 주장하였다. Beatty and Ritter(1986)은 Rock(1986)의 모형을 기반으로 승자의 저주가 존재할 경우 공모주의 사전적 불확실성이 클수록 저평가 정도가 커질 것이라는 가설을 제시하고 이를 실증적으로 입증하였다.

Rock(1986) 모형은 고정 공모가격 제도 하에서는 신규공모주의 저평가 현상에 대해 비교적 잘 설명하는 것으로 알려져 있으나, 미국에서와 같이 수요예측제도가 존재할 경우 주관회사는 시장 수요에 대한 정보를 바탕으로 공모가격을 조정하게 되는데 이 경우 주관회사가 비정보투자자들을 위해 공모주를 저평가해야 할 이유를 설명하기는 어렵다.

수요예측제도가 존재하는 경우 신규공모주의 저평가 현상과 관련된 대표적 이론으로는 Benverniste and Spindt(1989)의 동태적 정보취득모형과 Loughran and Ritter(2002)의 조망이론(prospect theory)이 있다.

Benverniste and Spindt(1989)는 주관회사가 수요예측에 참여하는 기관투자자들에게 신뢰성 있는 정보를 획득하기 위해서는 보상이 필요하며 이를 위해 수집된 정보를 공모가격 설정에 부분적으로 반영함으로써 신규공모주의 저평가가 발생한다고 주장한다. 수요예측 과정에서 주관회사는 강한 수요가 관찰되면 공모가격을 상향조정할 것이며, 약한 수요가 관찰되면 공모가격을 하향조정하거나 혹은 공모를 철회하게 될 것이다. 그런데 참여자들은 자신들이 강한 수요를 표출하면 공모가격이 상승하므로, 손해를 볼 가능성이 존재한다는 것을 알게 된다. 따라서 수요예측 과정에서 자신들의 정보를 비관적으로 나타낼 유인을 갖게 된다. Benverniste and Spindt(1989)는 이러한 관점에서 주관회사가 기관투자자들에게 진실한 정보를 얻기 위해서는 정보의 대가로 실제 시장수요보다 공모가격을 낮게 설정하거나 또는 정보를 제공한 기관투자자들에게 더 많은 주식을 배정하게 될 것이라고 주장하였다. 이와 같은 Benverniste and Spindt(1989)의 주장은 공모가격이 상향조정될수록 초기수익률이 커진다는 부분조정현상을 잘 설명하고 있으며, Hanley(1993)에 의해 실증적으로 입증되었다.

한편 Loughran and Ritter(2002)는 조망이론적 관점에서 기존 주주들이 공모가격의 저평가에 대한 손실과 상장 이후 주식가격 상승에 따른 이익을 합하여 부의 순증가가 기대될 경우 공모가격의 저평가를 수용함으로써 부분조정현상이 나타날 수 있음을 주장하고 실증적으로 이를 입증하였다.

위의 이론들과는 달리 Aggarwal and Rivoli(1990), Ritter((1991), Loughran and Ritter(1995) 등은 신규공모주의 상장 초기 나타나는 양(+의 수익률이 투자자들의 신규공모주에 대한 일시적 과잉수요(fad)에 의한 것으로 주장한다.

이들에 의하면 신규공모주의 공모가격은 적정하게 책정되었지만, 일시적인 과잉수요로 인해 시장이 공모주를 과대평가하기 때문에 단기적인 양(+)의 수익률이 발생한다는 것이다. 이러한 주장은 신규공모주가 장기적으로 저성과를 거둔다는 연구결과에 기반하고 있다. 하지만, Brave and Gompers(1997), Brave et al.(2000) 등은 IPO의 장기성과는 표본기간과 벤치마크 수익률에 따라 차이를 보일 수 있으며, Ritter and Welch(2002)는 높은 초기수익률과 장기 저성과의 관계는 명확하지 않다고 주장하고 있다.

2. 중국 IPO 시장에 대한 연구

중국 주식시장의 역사는 짧다. 1990년 상해거래소가, 다음해인 1991년 심천거래소가 개장하였다. 시장 설립 직후인 1990년대부터 중국 주식시장의 IPO 저평가현상에 대한 많은 연구들이 진행되었다.

王晉斌(1997)은 1997년 1월부터 6월까지 상해거래소에 상장된 52개 주식을 대상으로 Rock(1986) 모형을 검증하고, IPO 저평가현상의 원인으로 발행제도 자체를 지적하였다. 또한 陣工孟, 高寧(2000)은 1992년부터 1996년까지 5년간 상장된 480개의 A주와 85개의 B주를 대상으로 IPO 저평가 정도와 저평가에 영향을 미치는 여러 요인들에 대해 분석하였다. 분석 결과, A주의 평균 초과수익률은 335%나 되었으나, B주는 26%로 크게 차이를 보였으며, 기업 규모가 클수록, 경영자 지분율이 높을수록, 발행일과 상장일 사이의 기간이 길수록 초과수익률이 높아짐을 발견하였다.

楊丹, 王莉(2001)는 1998년부터 2000년까지 3개년 동안 상해거래소와 심천거래소에 신규상장된 225개 A주를 대상으로 Rock(1986) 모형을 검증하였다. 분석 결과 중국의 IPO 시장에서 정보비대칭이 존재하며, 정보비대칭이 커질수록 저평가 정도가 커진다고 주장하였다.

田素華(2002)는 상해 및 심천 거래소와 홍콩에서 동시에 상장한 IPO 수익률을 비교하여 홍콩이 중국내지보다 저평가 정도가 크게 나타남을 보여주었다. 또한 王春峰, 姚綿(2002)은 미국 등의 선진 IPO 시장의 저평가 현상에 영향을 주는 요인, 예를 들면 유통주 비중, 상장기업 수 등은 중국 IPO 시장에 영향을 미치지 않는다고 주장하였다.

沈芝峰, 陣雪穎(2002)은 1993년부터 1998년까지 심천거래소에 상장된 283개 A주를 대상으로 IPO 수익률을 분석하였는데, 평균 초과수익률은 132.64%, 시장조정 초과수익률은 132.15%로 나타났다.

靳云彙, 楊文(2003)은 1996년부터 2001년까지 6년동안 상해거래소에 상장된 441개 A주를 대상으로 상장 후 초과수익률을 분석하였다. 표본기간동안 평균 77%의 초과수익률이 나타났으며, 2000년 이후 실시된 신주발행 허가제, 발행가격 시장화 등이 제도변화가 IPO 저평가현상에 영향을 미쳤다고 주장하였다.

蔣順才, 將永明(2005)는 중국 IPO 제도 변화에 따른 저평가 현상에 대해 연구하였다. 심사제도, 발행방식, 가격결정제도 등의 변천이 중국 A주 IPO 저평가에 어떤 영향을 미치는지를 1990년부터 2004년까지 15년 동안 1,237개 기업을 대상으로 분석하였다. 분석 결과 중국의 저평가 정도가 세계 평균보다 훨씬 높으나, 점차 하락하는 추세라고 보고하였다. 또한 이러한 중국의 IPO 저평가 현상은 중국의 IPO 제도 변천과 관련되어 있어, IPO 제도가 중국의 IPO 저평가 현상의 중요한 결정요인임을 주장하였다. 또한 劉煌輝, 熊鵬(2005)은 중국 IPO 저평가 현상의 주요 요인으로 주주권 분리와 정부관여 문제를 지적하였으며, 2005년 수요예측제도 도입 등의 제도개선만으로는 높은 중국의 IPO 저평가 문제를 해결하기 어렵다고 주장하였다.

李建超, 周焯華(2005)는 2004년 심천거래소 중소기업에 상장된 38개 주식을 대상으로 IPO 저평가 현상을 분석한 결과, 초과수익률이 69.97%에 이르러

미국, 유럽 등 선진국가의 평균보다 높으며, 투기거품이 존재한다고 지적하였다. 韓德宗, 陣靜(2005)은 1997년부터 1999년까지 상해거래소와 심천거래소에 상장된 379개 주식을 대상으로 분석한 결과, 평균 초과수익률이 135.3%로 나타났다. 이와 같은 심각한 IPO 저평가 정도는 발행시장과 유통시장의 불균형 문제를 일으키는데, 상장회사의 정보가 충분하지 못해 상장 이후 거래에서 시장가치의 불확실성이 높고 따라서 가격변동이 커진다고 하였다. 또한 유통시장에서 투기거품 현상이 존재한다고 주장하였다.

李志文, 修世宇(2006)은 1990년부터 2004년까지 상장된 815개 주식을 대상으로 IPO 저평가 현상을 조사하고 Baron(1982) 모형을 검증하였다. 분석결과 중국의 경우 Baron(1982) 모형은 잘 설명하지 못하였으며, IPO 과정에서 감독기관의 공모가격에 대한 제한이 IPO 저평가현상의 주요 요인으로 상장회사와는 관련이 없다고 주장하였다.

江洪波(2007)는 중국 IPO 시장에서 저평가현상은 분명히 존재하나, IPO 과정에서 비효율적인 유통시장이 문제라고 하였다. 즉 유통시장의 지나친 낙관과 투기 등 투자자 행위가 IPO 저평가 현상의 주요 원인이라는 것이다. 徐倩(2009)도 2004년 자료를 이용하여 IPO시장에 심각한 투기현상이 존재한다고 하였다. 하지만 田高良, 王曉(2007)는 2001년부터 2005년까지 235개 IPO 주식을 대상으로 분석하여 수요예측제도가 중국 IPO 저평가 현상에 영향을 주었다고 주장하였다.

金燕華, 遲文杰(2008)은 2000년부터 2007년까지 8년간 업종별 IPO 저평가에 대해 분석하였다. 분석 결과에 의하면, IPO 저평가는 전자업종에서 높고 지속적인 특징을 보인다. 즉 하이테크 산업의 특성상 고위험-고수익(high risk - high return)이 존재하고 해당 업종의 불안정성이 커서 투자자의 미래 수익에 대한 보상으로 IPO 저평가 현상이 발생하는 것이다.

王散激(2010)은 2009년에서 2010년까지 심천창업판에 상장된 93개 기업을

대상으로 IPO 저평가 현상을 분석하였다. 초과수익률은 54.6%로 높게 나타났다. 또한 謝金樓(2010)는 2005년부터 2008년까지 259개 A주를 대상으로 Rock(1986) 모형과 행태재무학(behavioral finance) 가설을 검증하였다. 분석 결과 Rock(1986) 모형은 중국 A주의 IPO 저평가 현상을 거의 설명하지 못하고 있으며, 유통시장에서의 투자자들의 신규공모주 선호 및 투기가 저평가에 중요한 영향을 미치는 것으로 나타났다.

叶剛(2010)은 2009년부터 2010년까지 심천 창업판의 42개 상장기업을 대상으로 IPO 저평가 결정요인에 대해 분석하였다. 상장 첫날 거래회전율, 당첨율, 공모가순이익비율, 발행규모 등이 저평가에 영향을 미치는 주요요인으로 나타났다.

王琳(2013)은 2009년부터 2012년까지 820개의 A주를 대상으로 IPO 저평가에 대해 분석하였다. 신주 저평가율은 약 30%로 이전에 비해 많이 줄어들었다, 외국과 비교해서는 여전히 높은 수준이라고 주장하였다. 또한 초과수익률이 공모가격, 청약당첨률과 부(-)의 관계를 가지고 있는 것으로 나타났다. 특히 온라인 청약당첨률이 매우 낮은 점은 비이성적인 투자자들이 많아 시장의 투기적 성향이 커져서 IPO의 저평가가 높게 발생하는 원인이 될 수 있다고 지적하였다.

張菊艷(2014)은 2008년 리만브라더스 사태로 촉발된 글로벌 금융위기로 인한 중국 IPO 시장의 7번째 거래정지 전후로 중국 IPO 저평가 정도를 분석하였다. 거래정지 전과 비교할 때 IPO 저평가 정도는 줄어들고 있으나 선진국과 비교할 때 여전히 높은 수준이라고 주장하였다.

Ⅲ. 중국 IPO 시장의 제도적 특성 및 현황

1. 중국 주식시장 개요

중국의 주식시장은 청나라 말에 도입되어 상해를 중심으로 성장하였으나, 1949년 중화인민공화국 성립 이후 모두 폐쇄되었다. 이후 개혁개방 초기 기업의 자금수요가 다양해지고 민간의 금융자산 수요가 늘어나면서 민간의 주식회사 설립이 확산되고 이에 따라 자생적인 장외거래 형태의 주식시장이 형성되었다. 점차 안전한 주식 유통의 필요성이 커지면서, 중국 정부는 1990년대 들어 상해(1990년 12월)와 심천(1991년 7월)에 증권거래소를 설립하면서 제도적인 기반을 갖추게 되었다. 또한 1992년 중국 증권감독관리위원회(CRSC)가 출범하면서 증권업 감독체계도 강화되었다.

2000년대 들어 증권법(1997년) 시행 등으로 법체계가 갖추어지고, 2001년 WTO 가입을 계기로 중국정부의 자본시장 육성이 적극적으로 추진되면서 중국의 주식시장은 비약적으로 발전하였다. 2000년 4.8조위안에 불과하였던 시가총액은 2011년 말 21.5조위안으로 4.5배 증가하였으며, 미국, 일본에 이어 세계 3위 수준으로 외형적 성장을 거듭하고 있다.

중국의 주식시장은 상해 및 심천 거래소 뿐 아니라 홍콩거래소에서도 많은 중국기업들이 상장되어 있으며, 역내 주식시장은 내국인 전용의 A주 시장과 외국인이 투자할 수 있는 B주 시장으로 구분되며, 주판, 중소판, 창업판을 별도로 설치하는 등 다층적 구조를 가지고 있다.

아래 <표 3-1>에서는 중국 주식시장의 구조를 보여준다. 먼저 상해주식시장은 중대형 국영기업 및 기간산업 중심으로 중국의 대표적 주식시장이다. 또한 외자유치를 위한 개방특구였던 심천은 중소판, 창업판을 개설하여 경공업, 중소기업, 벤처기업 중심의 주식시장으로 성장하고 있다. 심천의 중

소판이 성숙단계에 접어든 중소기업을 대상으로 하는 반면, 창업판은 신생 중소기업 및 벤처기업을 대상으로 한다.

<그림 3-1> 중국 주식시장의 구조



자료 : 한국은행, 중국의 금융제도(2012)

A주 시장은 주판(Main Board) 시장이라고 하며, 상해거래소와 심천거래소에 개설되어 있다. 중소판이나 창업판에 비해 엄격한 상장요건을 요구하며, 대부분 대형기업으로 자본 규모가 크고 안정적인 수익성을 가지고 있다. 석유, 화학, 에너지, 금융, 철강 등의 전통적 업종이 분포되어 있다.

중소판(SME board)은 2004년 8월 개설되었으며, 성숙한 중소기업의 발전을 위한 자본조달 지원을 목적으로 한다. 창업판(ChiNext)은 2009년 10월 개설되었으며, 주판이나 중소판에 비해 상장요건이 덜 엄격하다. 벤처나 고성장 중소기업의 자금조달 지원을 목적으로 한다.

아래 <표 3-1>에서는 주판(A주), 중소판, 창업판의 상장요건을 요약하여 제시하고 있다.

<표 3-1> A주(주판), 중소판, 창업판의 상장요건

	A주·중소판	창업판(ChiNext)
상장주체	법에 의거 설립·존속 회사	좌 등
경영기간	3년이상 지속 경영	좌 등
수익성	최근 3년간 순이익 창출, 누적순이익이 3천만원 이상 3년간 누적 현금흐름이 5천만원 이상 또는 영업수익이 3억원 이상	최근 2년간 순이익 창출, 누적순이익이 1천만원 이상, 지속적으로 성장 또는 최근 1년간 순이익·매출각각 5백만· 5천만원 이상, 최근 2년 매출성장률 30% 이상
자본요구	A주는 상장전 3천만원·상장후 5천만 위안 이상, 중소판은 상장후 3천만원 이상	상장후 자본총액 3천만원 이상
회사관리	최근 3년간 주요업무·고위경영인· 실소유주 유지 1/3이상은 사외이사	최근 2년간 주요업무·고위경영인· 실소유주 유지 사외이사제도 설립
조달자금	명확한 사용계획 보유, 원칙적으로 주 경영업무에 사용	주된 경영업무의 생산확대, 신상품·신규 업무 개발, 유동자금 보완 등에 사용
발행심의 위원회	25인의 발행심의위원회 설립, 창업판 발행심의위원회 등과 겸임 금지	35인의 창업판 발행심의위원회 설립, 메인보드 발행심의위원회와 겸임 금지

자료 : 한국은행, 중국의 금융제도(2012)

한편, 상해거래소와 심천거래소에서 외국인 전용시장(B주)를 분리한 것은 외국인 투자자금은 유치하되 외국인의 지분소유를 원칙적으로 제한하여 국내시장 영향력은 최소화하기 위한 조치였다. 1991년 B주를 도입하였으며, 액면가는 위안화로 표시되나, 실제 거래는 상해 B주는 미달러화로, 심천 B

주는 홍콩달러화로 이루어지고 외국 법인이나 개인이 투자할 수 있다. 도입 초기 외국자본 유치 등 일부 성과를 거두기도 하였으나, 중국기업의 홍콩 등 해외상장이 늘어나면서 내국인 투자허용(2001)에도 불구하고 시장이 매우 위축된 상황이다.

한편 중국정부는 외국인 투자유치를 목적으로 2002년 적격외국인기관투자자(QFII; Qualified Foreign Institutional Investor) 제도를 도입하였다. QFII는 상해와 심천 주식시장에서 내국인 투자전용 주식인 A주를 직접 사들일 수 있는 자격을 가진 외국투자기관을 뜻한다. 2014년 말 현재 전세계 260개 기관, US\$657.5억의 투자한도가 허용되어 있다. 한편 위안화 국제화를 목적으로 2011년 위안화 적격외국인기관투자자(RQFII; RMB Qualified Foreign Institutional Investor)가 도입되었다. RQFII는 외국 금융기관이 달러를 위안화로 환전하여 중국 주식시장에 투자하는 QFII와는 달리 해외 투자자들이 중국 이외 지역, 즉 역외에서 축적한 위안화를 이용하여 중국 주식시장에 직접 투자하는 제도이다. 2014년 말 현재, 10개국에 대해 RMB 8,800억 한도가 허용되어 있다.

한편 중국 주식은 시장에서 매매가능한 유통주와 국가주 등 시장에서 유통이 제한된 비유통주로도 구분할 수 있다.

중국 주식시장의 거래제도를 간단히 요약하면 아래 <표 3-3>과 같다. 거래시 최소단위(Tick price)는 A주의 경우 0.01위안이며, 상해 B주는 0.001달러, 심천 B주는 0.01 홍콩달러이다. 매입시 최소 주문은 100주이며, 매도시 최소주문은 1주단위이다. 주가의 급격한 변동 및 투기거래 방지 목적으로 가격제한폭이 존재하나, 신주발행시 첫날에는 이를 적용하지 않는다. 주 5일 거래되며, 오전장과 오후장으로 나누어 운영된다. 또한 결제일은 당일매매를 허용하지 않으며, T+1일 제도이다.

<표 3-2> 중국의 주식거래 제도

	상 해	심 천	홍 콩
투 자 자	중국인 · 외국인	중국인 · 외국인	홍콩인 · 외국인
거래통화	A주 : 위안화 B주 : 미달러화	A주 : 위안화 B주 : 홍콩달러	홍콩달러
최 소 매매단위	매입시 100주, 매도시 1주		통상 2천주 (종목마다 상이)
최 소 가격단위	A주 : 0.01위안 B주 : 0.001달러	A주 : 0.01위안 B주 : 0.01홍콩달러	종목마다 상이
일반동족	상하 10%(전일증가 대비)		제한 없음
결 제 일	A주 : T+1 B주 : T+3, 단 T+1일 재매매가능		T+0
거 래 일	주5일(월-금), 공휴일 제외		주5일(공휴일 제외)
거래시간	오전 9:30~11:30 오후 13:00~15:00		오전 09:30~12:00 오후 13:00~16:00

자료 : 한국은행, 중국의 금융제도(2012)

2. 중국 IPO 제도 분석

(1) 중국 주식발행제도 개괄

1990년 상해거래소 및 1991년 심천거래소 설립 이후, 중국 주식의 IPO 제도는 많은 변화를 겪었다. 1990년대에는 주식발행 사전승인제도를 채택하여 상당히 엄격한 제한을 두고 있었으나, 2001년 주식발행 심사제를 도입한 후 발행가격 결정메커니즘 개선, 발행절차의 투명화 등에 노력하여 시장기능을 제고하여 궁극적으로는 미국이나 유럽과 같은 주식발행 등록제 도입을 목표로 제도 선진화를 추진하고 있다. 아래 <그림 3-1>에서는 중국의 주식발행 제도 개혁 추이에 대해 나타내고 있다.

<그림 3-2> 중국의 주식발행제도 개혁 추이



자료 : 한국은행, 중국의 금융제도(2012)

2001년 제도개혁 이후, 2004년까지는 주간인수사의 추천제를 실시하였으나, 2004년 4월부터는 상장축진을 목적으로 증권회사, 자산운용사 등의 공신력 있는 기관의 보증추천제를 도입하였다. 이들 기관은 발행기업의 정보공시를 보증하고 기업의 공시의무 이행을 감독한다. 또한 2004년에는 주식 발행가격 심사제를 철폐하여 시장에서 가격이 결정되도록 하였으며, 2006년에는 가격결정 및 판매절차 규범화, 발행인, 증권회사, 증권관련기관에 대한 감독 강화 등 발행가격 결정제도를 대폭 개선하였다.

이어 중국정부는 IPO 시장의 선진화를 위해 2009년 1차, 2010년 2차, 2012년 3차에 걸쳐 IPO 제도의 개혁을 실시하였다. 2009년 5월의 1차에서는 수요예측제도 및 청약제도의 개선, 투자자 위험 공시 등을 강화하였으며, 2010년 8월의 2차에서는 청약규제 개선, 가정결정정보 투명성 제고, 콜백시스템 및 발행중지 체제 개선 등을 제시하였고, 2012년 4월의 3차에서는 규칙개선 및 책임강화, 정보투명성 제고, 가격결정규제체제 개선, 발행가격결정에 대한 감독관리 강화, 상장 유통주식수 확대, 신주 조작행위에 대한 감독관리 조치 개선, 부당행위 처벌 강화 등을 발표하였다.

중국의 신주발행제도, 즉 IPO 제도는 크게 발행심사, 가격결정, 청약제도로 구성된다. 아래에서는 이들 제도 각각에 대해 상세히 살펴본다. 또한 신주발행과 밀접한 관련이 있는 중국의 지분분할 개혁에 대해서도 고찰한다.

(2) 발행심사제도

발행심사제도는 크게 승인제, 심사제, 등록제로 구분할 수 있는데, 현재 미국이나 유럽 등 대부분의 선진 주식시장에서는 등록제를 채택하고 있지만 중국은 아직 신흥시장으로 허가가 필요한 심사제를 채택하고 있다. 중국 신주발행 심사제도의 변천을 살펴보면 다음과 같다.

가. 주식발행 사전승인제 : 1990-2000

1993년 4월 국무원은 ‘주식발행과 거래관리 조례’를 통해 주식발행에 있어서 승인제도를 실시하였으며, 매년 주식발행 규모를 통제하였다. 국가의 산업정책에 부합하는 기업은 일정 한도 하에서 신주발행에 대한 신청이 가능하였다. 즉, 기업이 공개적으로 주식이나 채권을 발행하려면 반드시 국가 계획 및 증권감독기관에서 발급한 발행가능 한도를 얻어야 하고, 지방정부가 추천하고 증권감독기관의 심사를 통과한 후 발행이 가능하였다. 이를 <한도관리 단계>라고 한다. 1996년 이후에는 규정을 수정하였는데, ‘총량통제, 수량한정’ 방법을 채택하였다. 이를 <지표관리 단계>라고 한다.

나. 심사제 : 2001-현재

중국정부는 1999년 ‘증권법’을 통해 심사제를 도입하였다. 국가가 발행금

액의 한도를 확정하는 것이 아니라 주간사회사가 발행심사위원회에 추천하는 방식을 통해 발행회사의 신청을 심사하는 방식으로 전환하였다. 심사제도의 제정과 시행을 통해 중국 주식시장은 시장화를 향해 보다 진전된 방향으로 발전할 수 있었다.

주간사회사가 발행회사를 추천하는 방식을 인수제한제도라고 한다. 인수제한제도 하에서 주간사회사는 거래규모와 실적에 따라 추천 자격을 부여하게 되는데 연간 최대 9개 기업의 상장을 책임질 수 있었다. 또한 한 기업의 상장이 완료되어야 다른 기업의 상장을 책임지도록 규정하였다.

인수제한제도에서는 주간사회사가 상장기업을 선택하고 추천하게 됨으로써 발행시장의 주체가 되었으며, 주간사회사의 경쟁에 따라 시장의 효율성이 높아졌다. 하지만 주간사회사의 역할이 증대되면서 주간사회사와 발행회사의 결탁 등 주간사회사 추천의 문제점이 나타났다.

중국정부는 이러한 인수제한제도의 문제점을 해결하기 위해 2004년 보증추천제도를 도입하였다. 보증추천제도하에서 증권의 발행인은 보증추천인 자격을 가지는 기구로부터 보증추천을 받아야 한다. 보증추천기관은 발행기업의 건전성 및 정보공개 등에 대한 보증책임을 지므로, 발행 기업에 대한 투명성이 높아지고 결국 이는 투자자의 신뢰를 이끌어 낼 수 있게 된다. 2004년 당시 중국의 주식시장은 전반적으로 리스크가 크고 법률체제도 미흡한 상황으로, 투자자 보호가 거의 이루어지지 않으며, 투기적 성격이 강했다. 따라서 보증추천제도는 공신력 있는 기관의 보증을 통해 이러한 문제점을 해결하고 보다 진전된 시장화로 나아가고자 하는 시도이다.

(3) 가격결정방식

IPO 제도에 있어서 발행가격 결정 메커니즘은 제도적 효율성을 결정하는

가장 중요한 요인으로 알려져 있다. 발행가격이 너무 낮게 설정되면, IPO를 통한 자금조달에 지장을 초래하게 되고, 기존 주주들은 손실을 볼 수 있다. 반면 발행가격이 너무 높게 설정되면, 투자자나 인수기관의 위험이 증가되어 인수가 어렵게 되고, 발행기업도 자금조달에 어려움을 겪게 된다.

IPO 과정에서 발행가격을 결정하는 방식은 크게 아래와 같은 세 가지 방식이 있다.

첫째, 고정가격(fixed price) 방식이다. 이 방식에서는 주관사회사가 발행기업을 평가하여 평가결과 범위 내에서 발행기업과 협의를 통해 하나의 고정가격을 결정한다.

둘째, 수요예측(book building) 방식이다. 수요예측이란 주식을 공모함에 있어 인수가격을 결정하기 위하여 주관사회사가 발행기업의 공모희망가격을 제시하고 이에 대한 수요상황(가격 및 수량)을 파악하는 것을 말한다. 수요예측과정에서 중요한 점은 주관사회사가 공모주식에 대한 투자자의 수요를 측정함으로써 공모가격을 보다 정확하게 설정할 수 있다는 점이다.

셋째, 경매(auction) 방식이다. 경매방식은 투자자들에게 경매를 통해 낙찰된 가격을 발행합격으로 결정하게 된다.

위의 세 가지 방식 중 전 세계적으로 수요예측방식이 가장 많이 활용되고 있다. 하지만 실제적으로 이 세 가지 방법을 단독으로 사용하는 경우보다는 두 가지 이상의 방법이 결합된 혼합방식을 사용하는 경우가 많다. IPO 과정에서 수량에 따라 다른 가격결정방식을 적용하는 경우가 있다. 가격결정방식마다 특성이 다르므로 각 국가마다 자국의 특성에 따라 다양한 형태의 혼합방식을 사용한다.

미국의 경우 수요예측제도를 채택하고 있으며 간혹 경매방식을 활용하기도 한다. 영국은 수요예측제도와 고정가격방식을 혼합하여 사용한다. 홍콩은 수요예측제도와 일종의 경매방식인 공개청약제도를 시행하고 있으며, 대만은 고정

가격방식과 경매방식을 혼용하고 있다. 아래 <표 3-3>에서는 세계 주요국의 IPO 가격결정방식을 제시하고 있다.

<표 3-3> 세계 주요국의 IPO 가격결정 방식

국가 및 지역	수요예측	고정가격	경매
· 유럽 지역 - 오스트리아, 프랑스, 독일, 네델란드, 스페인, 이탈리아, 스위스 - 핀란드, 영국, 헝가리, 포르투갈, 스웨덴 - 아일랜드 - 노르웨이	◎ ◎ ◎ ◎	◎ ◎ ◎	○
· 남북아메리카 지역 - 미국 - 브라질, 캐나다 - 아르헨티나 - 멕시코, 파라과이, 바베이도스 - 페루 - 칠레	◎ ◎ ◎ ◎ ◎ ◎	◎ ◎ ◎ ◎	○ ○ ○
· 아시아 태평양 지역 - 한국, 일본, 필리핀, 호주 - 인도, 인도네시아, 말레이시아, 싱가포르, 태국 - 중국, 뉴질랜드	◎ ◎ ◎	◎ ◎	

주 : 주로 사용(◎), 간혹사용(○)

자료 : 王小强, 我國上市公司IPO定价方式及抑价研究(2010)

위 <표 3-4>에서 알 수 있듯이, 세계 각국은 다양한 가격발행방식을 채택하고 있으며, 혼합방식도 많다. 특히 수요예측과 고정가격방식의 혼합방식이 많이 사용된다.

수요예측과 고정가격의 혼합방식 체계에서는 수요예측제도는 주로 초기에 발행가격을 확정하여 기관투자자들에게 대응되는 부분을 인수시키고, 나머지 부분은 고정가격을 확정하여 개인투자자들에게 인수시키게 된다. 이와 같은 수요예측과 고정가격의 혼합방식은 시장에서 정보를 가지고 있는 기관투자자들이 주도적인 역할을 발휘하게 함과 동시에 개인투자자들의 이익을 보호하기 때문에 중국과 같이 발전 중에 있는 신흥시장에서 이용하기 적합한 방식으로 평가할 수 있다.

중국의 IPO 가격결정방식은 1990년 이후 많은 변화를 겪었다. 먼저 1990년대 초반(1990-1998)에는 고정가격방식이 주로 사용되었다. 주간사회사가 일정한 기준에 따라 공모가격을 확정하고 투자자에게 청약을 실시한다. 주가수익비율, 즉 PER를 이용한 가격결정방식을 보편적으로 채택했다. 하지만 고정가격방식은 가격결정시 주간사와 발행회사가 시장수요에 대한 충분한 정보를 갖고 있지 못하므로, 정부의 감독이 중요한 역할을 담당했다.

다음 1994년 6월부터 1995년 1월까지 짧은 기간 동안 온라인 경매방식이 도입되었다. 먼저 발행최저가격이 주어지고 투자자가 발행최저가격보다 높은 가격을 제시하고 시간우선, 가격우선 원칙에 따라 경매가 이루어졌다. 하지만 당시 주식시장의 규모는 현재와 비교할 때 영세한 수준으로, 수요와 공급이 너무 괴리되어 주식발행가격은 매우 높게 형성되었고, 투기적 성격이 매우 강해 불과 4개 기업만 시행하고 폐지되었다.

1990년대 중반 이후에는 상대적인 주가수익률 고정가격결정방식을 사용하였다. 일반적으로 주가수익비율 수준을 12배에서 15배 수준으로 적용하였으며, 15배의 상한을 두었다. 이 시기에 IPO에서 주식발행 및 가격결정은 정부 관리적인 특징이 강했고, 결과적으로 발행시장 수익률이 유통시장 수익률보다 매우 커서 IPO 저평가 정도가 심하게 나타났다. 이로 인해 중국정부는 1998년 말 신주발행시 주가수익비율 상한 제한을 완화하였다. 또한 ‘증권법’ 개정

따라 공모가격은 발행회사와 주간사회사가 객관적인 조건과 시장상황에 맞추어 서로 협의하여 결정하게 되었다. 1999년에는 수요예측제도를 부분적으로 도입하였다. CRSC는 ‘진일보 주식발행방식을 개선하는 통지’를 통해 자본총액이 4억위안 이상인 회사들은 일반투자자들에게 온라인발행과 법인(기관투자자)에게는 배정판매를 결합시키는 방식으로 주식을 발행할 수 있게 하였다. 이러한 방식 하에서는 발행회사와 주간사회사가 공모가격구간을 설정하고 주식발행량을 배정판매 부분과 온라인발행 부분으로 구분한 후, 기관투자자에 대해서는 수요예측방식으로 공모가격과 청약자를 결정한다. 하지만 이 시기에 도 여전히 가격결정은 주가수익비율 방식에 제한되어 있었다. 2001년에는 구간내의 수요예측방식으로 온라인누적입찰 방식을 도입하였다. 발행회사와 주간사회사가 가격구간을 설정하고 투자자들은 해당구간안에서 가격을 제시하면, 이에 근거하여 최종공모가격을 결정한다. 하지만 신주발행시 주가수익비율은 20배의 상한을 두어 엄격히 제한하였다.

2004년 12월 CRSC는 ‘최초공개발행 주식에 대한 수요예측제도 시행에 관한 일부 문제에 대한 통지’에서 2005년부터는 발행기업과 주간사회사가 수요예측 방식으로 발행가격을 확정하며 더 이상 증권감독관리위원회의 심사를 거치지 않도록 하였다. 또한 신주발행가격의 상하한 및 주가수익비율에 대해 제한을 두지 않았다.

수요예측은 주간사회사와 발행기업이 먼저 가격범위를 제시하고 로드쇼(road show)를 거쳐 투자자들의 수요 정보를 수집하며 이를 근거로 최종 발행가격을 확정하게 된다. 따라서 수요예측제도 하에서 주간사회사는 기관투자자의 수요에 대한 정보를 이용하여 공모가격을 조정할 수 있다. 만약 시장에서 강한 수요가 관찰되면 예정공모가격보다 공모가격을 상향조정할 것이며, 약한 수요가 관찰되면 공모가격을 하향조정하거나 공모를 철회할 수도 있을 것이다. 이를 통해 발행가격은 시장의 진실한 수요를 반영하여 시장가치에 더

욱 근접하게 되므로 유통시장의 거래가격과의 차이를 줄여 결국 IPO 저평가 현상을 완화할 수 있게 된다.

하지만 수요예측제도를 도입한다고 해서 IPO 저평가 현상이 사라지는 것은 아니다. 수요예측과정에서 기관투자자들은 자신들이 강한 수요를 나타낼 경우 주관사회사나 발행기업이 공모가격을 상승시킨다는 사실을 알게 되므로, 수요예측시 자신들의 정보를 비관적으로 표출할 유인을 갖게 된다. 따라서 주관사회사나 발행기업은 수요예측시 진실한 시장정보를 얻기 어렵게 되며, 특히 시장이 지배적인 기관투자자들에게 주도될 경우, 이러한 정도는 더 심해질 것이다. 이러한 관점에서 주관사회사나 발행기업이 기관투자자들에게 신뢰성 있는 정보를 끌어내기 위해서는 유인이 필요하며, 그 대가로 주관사회사나 발행기업은 실제 시장의 수요정보보다 공모가격을 낮게 설정하고, 또한 좋은 정보를 제공한 기관투자자들에게 많은 공모주식을 배정하게 된다. 이를 부분조정현상(partial adjustment phenonenon)이라고 하며, Benverniste and Spindt(1989)에 의해 제시된 바 있다.

중국에서 수요예측에 참가하는 기관투자자는 증권투자펀드관리회사, 증권회사, 신탁투자회사, 재무회사, 보험사, 적격외국인투자자(QFII) 등 6개 기관이 있다. 또한 CRSC는 수요예측제도를 시행하는 동시에 전액납부, 동일비율배정 판매, 청약 및 배정판매 상황 공고, 배정된 주식의 매각제한(lock up) 등 4가지 조치를 규정하고 있다. 뿐만 아니라 총주식자본을 이용하여 주당순이익과 주가수익비율을 계산하고, 주당순이익 계산시 경상손익 영향을 제거하며, 수요예측 대상에 주식 배정판매를 4억주 미만이면 20%를 초과하지 않고, 4억주 이상이면 50%를 초과하지 않도록 규정하였다. 이와 더불어 기관투자자들에게 수요예측을 통해 배정받은 주식의 매각기간을 3개월 동안 제한하였고, 현재 발행심사위원회의 심사를 받아 발행대기중인 회사는 모두 수요예측방식으로 발행해야 한다는 내용도 제시하였다. 2006년 이후에는 이와 같은 수요예측제

도를 통해 중국의 IPO가 이루어지고 있다.

(4) 청약제도

중국의 신주발행시 청약제도도 다양한 방법이 사용되었으며, 많은 변화가 있었다. 1990년대 초반에는 청약통장방식이 사용되었으며, 1993년에는 인민은행의 정기예금잔고 비율에 의해 배정신청서를 판매하고 청약한 신청서를 공개추첨을 통해 확정하는 방식을 채택하기도 했다. 또한 1994년에는 전액을 선납한 후, 비율에 따라 배정하는 방식을 채용했으며, 1995년 초까지 온라인 경매방식을 도입하기도 하였다. 이후 온라인 추첨방식을 취해 정해진 기간안에 발행기업과 주간사회사가 정한 가격으로 주식의 수량을 청약한 후 주간사회사가 주식발행수량과 유효청약수량을 확정하여 당첨률을 계산하여 추첨을 통해 청약하기도 하였다. 이어 1999년 수요예측제도가 도입되면서, 온라인 발행과 법인에 대한 배정판매가 결합된 방식이 사용되었고, 현재까지 큰 틀에서 유지되고 있다.

하지만 청약제도에 대해 개인투자자 보호 등 여러 문제점이 지적되면서, CRSC는 2009년 6월 ‘신주발행체제의 진일보 개혁과 개선에 대한 지도의견’을 규정하여 온라인과 배정판매 대상을 분리하고 온라인 또는 배정판매 중 한 가지만을 사용하여 청약하도록 규정하였다. 또한 온라인 청약에 상한을 설정하였는데, 발행기업과 주간사는 발행규모와 시장상황에 근거하여 단일 온라인 청약계좌의 상한을 합리적으로 정하고 원칙적으로 온라인 발행수량의 1,000분의 1을 넘지 않도록 하였다. 이러한 개혁은 시장의 선택을 중요하게 여겨 개인투자자의 보호를 강화한 것으로 평가할 수 있다.

이어 2010년 10월에는 2차 IPO 제도개혁을 통해 좀더 제도적인 보완을 실시하였다. 수요예측대상은 진실한 가격을 제시하여 수요예측 입찰가격과

청약 입찰가격이 논리적인 일관성을 가져야 함을 지적하고 주간사회사에게 적절한 가격조정을 책임지는 조치를 취하였다. 이는 수요예측대상과 발행기업, 주간사회사의 관계에 있어서 투명성을 강화하기 위한 조치이다.

또한 CRSC는 최종 공모가격이 예정가격을 초과하여 모집자금량이 자금 수요량을 넘는 경우 발행기업은 주식모집설명서에 사용용도를 공표하도록 하였다. 특히 발행회사와 주간사회사는 신투투자위험에 대해 특별히 공시를 하여 투자자들에게 위험성을 알리고 투자자들에게 정확한 정보를 전달하여 이성적인 판단을 도울 수 있도록 하였다.

(5) 지분분할 개혁

중국의 IPO에 있어서 중요한 제도적 변화 중 하나가 바로 지분분할 개혁이다. 직접적으로 IPO 제도 내에 포함되는 것은 아니지만 중국의 IPO 활성화에 커다란 영향을 미쳤으므로 따로 살펴볼 필요가 있다.

이미 언급한 바와 같이 중국 주식시장에는 유통주와 비유통주가 존재한다. 비유통주는 중국증시 특유의 현상으로 2001년부터 2005년까지 증시불황의 대표적인 이유로 지적되었다.

비유통주는 말 그대로 유통되지 않는 주식이다. 중국증시에 상장된 기업은 대부분 국유기업이며, 이들이 가지고 있는 국유지분에 대해서는 중국 주식시장 설립 초기 명확한 규정이 없어 오랫동안 비유통주로 남아있게 되었다. 국유주 뿐 아니라 기업의 공모 이전에 발행된 법인주, 개인주 등도 유통이 금지되었고, 유상증자, 무상증가 등으로 발행된 주식들도 기존 주식의 유통여부에 따라 비유통주에 해당할 수 있다.

2004년 말 기준으로 비유통주는 전체 상장주식의 64%를 차지하고 있었다. 만약 이러한 물량에 대한 과잉공급 우려로 인해 중국 증시는 오랜 불황

에 시달려야 했다. 그럼에도 중국 정부가 비유통주의 유통화를 단행할 수 밖에 없었던 이유는 비유통주 문제를 해결해야 중국 증시의 발전을 기대할 수 있었기 때문이었다.

비유통주에 대한 계속된 논란으로 중국 CRSC는 2005년 4월 ‘비유통주 시범개혁에 관한 통지’를 발표하고 비유통주 개혁을 시도했다. 비유통주 개혁의 핵심은 기존 유통주주에 대한 보상문제였다. 만약 비유통주 개혁에 따라 막대한 물량이 증시로 유입될 경우 발생하는 공급과잉 우려로 기존 유통주주들이 손해를 입었으니 이를 보상해야 한다는 것이다. 즉 비유통주주가 유통권을 확보함으로써 이익을 얻었으니, 그 대가로 기존 유통주주에게 보상을 제공해야 한다고 하였다. 이를 반영하여 비유통주식에 대한 시범추진 원칙이 다음과 같이 마련되었다.

- ① 증권시장의 안정적 발전에 부정적 영향을 미쳐서는 안된다.
- ② 시범개혁안은 이해관계자의 공평성과 일관성을 유지해야 한다.
- ③ 비유통주 유통안에 대해 비유통주주와 유통주주가 상호협약해야 한다.
- ④ 추진과정은 단계별로 질서정연하게 이루어져야 한다.

위와 같은 원칙에 따라 비유통주 개혁안을 확정하기 위해서는 먼저 회사가 CRSC에 비유통주 유통계획안을 제출하고, 심사가 확정된 후에는 증권거래소에 거래중지를 신청한 뒤, 이사회를 소집한 후, 주주총회를 통해 투표로 결정한다. 유통안은 3분의 2 이상의 찬성으로 통과되는데 주로 기존 유통주주에 대해 현금증여나 주식 무상증여를 하는 형태로 보상안이 마련되었다. 증여하고 남은 비유통주식은 향후 1년간 유통이 금지되며, 1년 후 12개월 동안은 5%를 유통할 수 있고 24개월까지는 10%를 유통할 수 있도록 했다. 즉 3년간 거래제한을 규정했다.

중국정부는 비유통주 개혁에 적극적인 의지를 표명하며, 이를 뒷받침하기 위해 기업들에게 충분한 자금을 제공하기 위한 대책으로 QFII 확대, 기업연금 유입 등의 수단을 동원했으며, 개혁 후 실적 우량기업 지원 등을 시행하였다. 2006년 들어 비유통주 개혁이 대형기업 위주로 어느 정도 마무리되면서 정부는 2005년까지 금지했던 A주 IPO를 재개하였으며, 이후 기업들의 IPO가 활발하게 진행되었다. 2011년 말 현재 중국 주식시장의 유통주 비율은 80%에 달하고 있다.

3. 중국 IPO 현황

중국 주식시장은 1990년 개장이후 빠른 속도로 성장하고 있으며, 2000년대 중반 이후 시장규모가 크게 확대되었다. 상장사는 1991년 14개에서 2011년 말 2,342개로 증가하였으며, 시가총액도 1992년 1천만위안에서 2011년 말 21.5조 위안으로 확대되었다. 특히 비유통주 개혁 등에 따라 2006년 이후 주가의 상승과 함께 상장기업이 큰 폭으로 늘어났다.

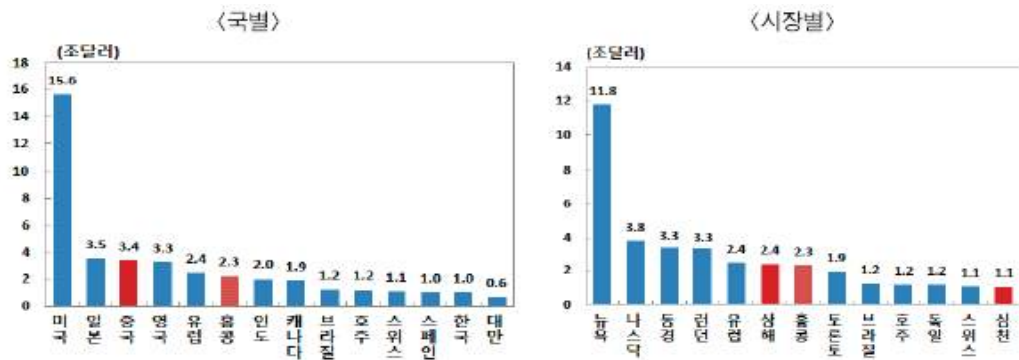
<그림 3-3> 중국 주식시장 상장수 및 시가총액 추이



자료 : CSRC, CEIC, 한국은행, 중국의 금융제도(2012)에서 재인용

2011년 말 현재 중국 주식 시가총액은 3.4조달러로 미국 15.6조달러, 일본 3.5조달러에 이어 세계 제 3위 규모로 성장하였다. 홍콩을 포함할 경우 5.7조달러로 미국에 이어 세계 2위 수준이다.

<그림 3-4> 세계 주요 주식시장 시가총액 비교



자료 : WFE, 한국은행, 중국의 금융제도(2012)에서 재인용

<표 3-5> 상해 증권거래소 주요 지표 : 2015년 말 기준

구분	합계	A주	B주
시가총액(억)	295,194.2	293,461.4	1,248.1
유통시장(만)	254,127.8	252,879.7	1,248.1
총 거래수(만)	513,407.9	511,805.2	1,467.9
최고거래수(만)	4,457.19	444.57	23.6
최초거래수(만)	747.06	745.25	1.26
총거래량(억)	102,485.63	10,139.62	30.56
최고거래량(만)	8,607,174.87	8,568,769.6	57,109.1
최초거래량(만)	1,470,715.58	1,464,469.32	2,743.32
총금액(억)	1,330,992.1	1,323,231.16	2,357.12
최고금액(억)	13,117.22	13,080.47	46.41
최초금액(억)	1,568.48	1,565.13	1.6
평균율(억)	17.63	17.61	26.17

주 : 금액은 위안화 기준, 자료 : 상해거래소

위 <표 3-5>는 2015년 말 중국 최대 거래소인 상해거래소의 주요 지표를 요약한 것이다.

최근 중국의 역대 IPO는 증시안정을 목적으로 2012년 중단되었다가 2014년 재개되었으며, 2015년 들어 규모가 빠르게 증가하고 있다. 2015년 상반기 220개 중국기업이 역내외 상장을 통해 380억 달러 상당을 모집하였으며, 이는 2014년에 비해 기업수로는 122.2%, 금액으로는 116% 증가한 것이다. 이러한 중국의 IPO는 건수면에서 글로벌 시장의 45%, 금액면에서 57%를 차지할 만큼 커서, 중국의 IPO 시장이 세계 IPO 시장을 선도하고 있는 실정이다. 특히 2015년 이후 중국의 IPO는 220건중 187건이 역내시장으로 역내 시장에 집중되고 있다.

<표 3-6> 중국기업의 IPO 추이



자료 : Zero2IPO, 자본시장연구원, 중국IPO시장 현황 및 전망(2015)에서 재인용

한편 거래소별로는 총 187건 중 상해거래소가 78건으로 42%를 차지하고 있으며, 심천의 중소판이 35건 19%, 심천의 창업판이 74건 40%를 차지한다.

IV. 실증분석

1. 표본 및 연구모형

(1) 표본

본 연구에서는 중국 IPO 시장의 제도적 특성을 살펴보고 IPO 저평가 현상을 분석하기 위해 2009년부터 2015년까지 중국 상해거래소 및 심천거래소에 신규상장한 371개 기업을 대상으로 실증분석을 실시하였다. 중국정부는 증시안정을 위해 2012년 역대 IPO를 중단하였다가 2014년 재개하였으므로, 표본기간 중 2013년에는 표본이 존재하지 않는다. 전체 표본의 연도별, 거래소별 표본 분포는 다음 <표 4-1>과 같다.

<표 4-1> 연도별, 거래소별 표본분포

연도	2009	2010	2011	2012	2014	2015	합계
상해	2	1	12	18	24	42	99
심천	32	17	72	64	23	64	272
합계	34	18	84	82	47	106	371

중국기업의 IPO 자료는 블룸버그를 이용하여 수집하였으며, 초과수익률을 계산하기 위한 시장지수는 상해거래소 및 심천거래소 홈페이지를 활용하였다. 수집한 자료는 엑셀과 통계패키지인 SAS를 이용하여 분석하였다.

(2) 연구모형

본 연구에서는 IPO 기업들의 저평가 현상을 검정하기 위해 초과수익률을 기존 연구들에서 사용하는 사건연구(event study)방법인 시장조정모형(market adjusted model)을 이용하여 측정하였다. 초과수익률(AR : abnormal return)은 다음 식에 의해 계산하였다.

$$AR = R_i - R_{mt}$$

여기에서, AR : 주식 i 의 t 시점에서의 초과수익률

R_i : 주식 i 의 t 시점에서의 실현수익률

R_{mt} : 시장지수의 t 시점에서의 실현수익률

위 식에서 상장 첫날의 경우 수익률 R_i 은 다음과 같이 계산하였으며, 시장지수의 실현수익률은 상해거래소의 경우 상해종합지수를, 심천거래소의 경우 심천종합지수를 이용하였다.

$$R_i = \frac{P_1 - P_0}{P_0}$$

여기에서, P_0 : 공모가격, P_1 : 상장일 종가

평균초과수익률(AAR : average abnormal return)은 다음 식을 이용하여 계산하였다.

$$AAR = \frac{1}{n} \sum_{i=1}^n AR_i$$

여기에서, AAR : 평균초과수익률, n : 기업수

그리고 평균초과수익률의 유의성 검정을 위한 검정통계량은 다음과 같다.

$$s(AR) = \frac{AAR}{s(AAR)}$$

여기에서, $s(AAR)$: 평균초과수익률의 표준오차

다음 본 연구에서는 측정된 상장 첫날 수익률 및 초과수익률을 이용하여 거래소별, 벤처캐피탈과 사모펀드의 지원을 받은 경우, 2013년 중국 정부의 IPO 중단 전후로 IPO 저평가 현상에 어떤 차이가 있는지 알아보기 위해 차이분석을 실시하였다.

끝으로 본 연구에서는 중국의 IPO 저평가 현상에 영향을 미치는 요인들을 분석하기 위해 다음과 같은 회귀분석 모형을 설정하여 검정하였다.

$$AR = \beta + \beta_1 OS + \beta_2 MR + \beta_3 VC + \beta_4 PE + \beta_5 MKT + \beta_6 RR + e$$

위 모형에서 종속변수로 사용된 AR은 상장 첫날 초과수익률로 IPO 저평가 정도를 나타낸다. 독립변수로 사용된 OS는 공모규모로 로그값을 취하여 모형에 포함하였다. 공모규모가 클수록 시장에 정보가 많이 알려져 있어 불확실성이 줄어들 것이므로, 저평가 현상과는 부(-)의 관계를 가질 것을 예상된다. 다음 MR은 시장상황을 나타내는 변수로 상장 이전 1년간의 시장지수 수익률을 사용하였다. 시장상황이 좋을수록 공모주에 대한 과잉수요가 존재할 가능성이 크므로 저평가 현상과는 양(+)의 관계를 가질 것으로 기대한다.

VC와 PE는 각각 벤처캐피탈과 사모펀드의 지원을 나타낸다. 두 변수는 가변수로 지원을 받은 경우 1, 그렇지 않은 경우 0에 해당한다. 벤처캐피탈이나 사모펀드는 시장의 정보를 더 많이 알고 있을 것이므로 벤처캐피탈이나 사모펀드의 지원을 받은 IPO의 경우 저평가현상이 완화될 것으로 기대

한다. 따라서 AR과는 부(-)의 관계를 보일 것으로 생각된다.

MKT는 상장된 거래소의 차이를 나타낸다. 상해거래소의 경우 1, 심천거래소의 경우 0으로 표시하였고, 두 거래소간 IPO 저평가 현상의 차이를 검정하기 위한 변수이다. 상해거래소보다는 심천거래소에 상장되는 기업들이 규모가 작은 중소기업이 많기 때문에 공모의 불확실성이 커서 AR과는 음(-)의 관계를 보일 것으로 예상된다. 마지막으로 RR은 중국정부가 증시안정을 위해 실시한 IPO 중단 효과를 검정하기 위해 포함된 변수이다. 2012년 이전의 경우 0, 거래가 재개된 2014년 이후의 경우 1로 두었다. 만약 거래 재개 후 IPO에 대한 시장수요가 증가하였다면, AR과는 양(+)의 관계를 나타낼 것으로 예상된다.

이상 회귀분석에 사용된 변수들의 의미와 저평가 현상과의 관계에 대한 가설을 정리하면 아래 <표 4-2>와 같다.

<표 4-2> 변수 설명 및 가설 관계

변수	의미	가설 관계
AR	상장 첫날 초과수익률, IPO 저평가 정도	
OS	공모규모, IPO 불확실성	음(-)
MR	과거 1년간 시장 수익률, 시장상황	양(+)
VC	벤처캐피탈 지원 여부, 지원=1, 비지원=0	음(-)
PE	사모펀드 지원 여부, 지원=1, 비지원=0	음(-)
MKT	거래소(상해, 심천), 상해=1, 심천=0	음(-)
RR	IPO 재개 전후, 재개 후=1, 재개 전=0	양(+)

아래 <표 4-3>은 실증분석에 사용된 주요 변수들에 대한 기초통계량을 보여주고 있다.

<표 4-3> 주요 변수들의 기초통계량

변수	평균	표준편차	최대치	최소치
공모규모(OS)	127.92	316.07	4,852.02	25.93
공모가격(OP)	19.18	11.47	87.50	3.46
첫날종가(LP)	45.89	29.89	219.69	15.17
시장수익률(MR)	0.2049	0.3472	0.9443	-0.2688
벤처캐피탈(VC)	0.15	0.36	1	0
사모펀드(PE)	0.60	0.49	1	0

주 : 공모규모는 백만달러, 공모가격 및 첫날종가는 위안화, 벤처캐피탈과 사모펀드는 가변수(벤처캐피탈과 사모펀드 지원=1)

2. 실증분석 결과

본 연구에서는 2009년부터 2015년까지 7개년간 중국의 상해 및 심천 증권 거래소에서 IPO를 통해 상장한 371개 기업에 대해 상장 첫날의 초과수익률을 측정하여 IPO 저평가 여부를 분석하였다. 전체 표본기간과 각 년도별 평균수익률(R)과 평균초과수익률(AR)은 다음 <표 4-4>와 같다.

아래 <표 4-4>에서 확인할 수 있듯이 2009년부터 2015년까지 중국 IPO 기업의 첫날 수익률은 39.5%, 초과수익률은 35.89%로 나타났으며, 모두 1% 유의수준에서 통계적으로 유의한 값을 가지고 있다. 이러한 결과는 기존연구들에서 제시한 중국 IPO 시장의 저평가현상이 2009년 이후에도 여전히 존재하고 있음을 의미하는 것이다.

연도별 추이를 살펴보면, 2009년은 음(-)의 수익률을 보이나 통계적으로 유의하지는 않다. 하지만 2010년은 약 34%의 음(-)의 수익률을 보이고 있다. 이 시기 중국증시는 2008년 글로벌 경제위기의 영향에서 벗어나기는 하

였으나 2010년 이후 유럽재정위기와 함께 중국 내부의 통화긴축등에 따라 주식시장이 침체되고 있던 상황이었다. 하지만 2011년에는 평균초과수익률이 13.71%로 높아지고 있으며, 이 수치는 5% 유의수준에서 통계적으로 유의하다. 이어 2012년에는 평균초과수익률이 42.44%로 크게 증가하고 있다.

<표 4-4> 전체 표본기간 및 연도별 초과수익률 분석

기간	수익률(R)	초과수익률(AR)	표본수
전체	0.3950(14.63)***	0.3589(13.89)***	371
2009	-0.0436(-0.44)	-0.0607(-0.59)	34
2010	-0.3407(-2.85)***	-0.3279(-2.57)**	18
2011	0.0899(1.50)	0.1371(2.26)**	84
2012	0.4187(8.65)***	0.4244(8.52)***	82
2014	0.6839(32.09)***	0.6198(23.36)***	47
2015	0.7561(59.06)***	0.6195(46.50)***	106

주 : *,**,*** 각각 10%, 5%, 1% 유의수준, 괄호안은 t값

중국정부가 증시안정을 이유로 IPO를 금지한 2012년 말부터 2014년 초까지의 기간을 지나 IPO를 재개한 2014년도 초과수익률을 살펴보면, 61.98%로 이전에 비해 더 높게 나타난다. 2015년의 경우에도 61.95%로 높은 초과수익률이 유지된다.

이러한 결과를 종합하면, 2008년 글로벌 경제위기의 영향이 남아있던 2010년까지는 IPO의 저평가 현상은 존재하지 않았으며, 오히려 음(-)의 초과수익률이 나타나는 경우도 존재하였다. 하지만 2011년 이후 IPO의 저평가 현상은 여전히 존재하고 있었으며, 특히 2014년 중국 IPO 재개 이후

에는 IPO 저평가 현상은 더욱 커지고 있음을 발견할 수 있다.

아래 <표 4-5>에서는 거래소별, 벤처캐피털 및 사모펀드 지원 여부, 그리고 표본기간내 IPO 재개 전후를 비교하여 평균수익률(R)과 평균초과수익률(AR)의 차이를 분석한 결과를 보고하고 있다.

<표 4-5> 초과수익률 차이분석

	구분기준	상해, 지원, 이전	심천, 무지원, 이후	차이
수 익 률	거래소	0.5056(10.73)***	0.3548(10.99)***	0.2700(2.49)**
	벤처캐피털	0.0694(0.85)	0.4517(16.65)***	-0.2379(-4.42)***
	사모펀드	0.2703(7.29)***	0.5851(18.05)***	-0.2110(-6.39)***
	재개전후	0.1572(17.59)***	0.7339(64.89)***	-0.667(-14.66)***
평 균 수 익 률	거래소	0.4281(9.51)***	0.3337(10.72)***	0.2090(1.72)*
	벤처캐피털	0.0656(0.78)	0.4099(15.97)***	-0.2056(-3.95)***
	사모펀드	0.2559(7.09)***	0.5158(16.61)***	-0.1593(-5.46)***
	재개전후	0.1759(4.56)***	0.6196(50.53)***	-0.5360(-10.96)***

주 : *,**,*** 각각 10%, 5%, 1% 유의수준, 괄호안은 t값

거래소별 차이를 분석한 결과에 의하면, 중소판이나 창업판으로 구성된 심천거래소에 상장된 주식들의 초과수익률이 대형주 중심의 상해거래소에 상장된 주식들의 초과수익률보다 약 21% 낮게 나타났으며, 10% 유의수준에서 유의미하다. 이러한 결과는 예상과는 다르지만, 상해거래소에 상장된 주식에 대한 수요가 높은 것으로 해석할 수 있으며, 그 원인으로 시장투명성, 기업인지도 등 여러 요인들을 생각할 수 있을 것이다.

다음 벤처캐피털이나 사모펀드의 지원을 받능 경우와 그렇지 않은 경우의 IPO 초과수익률을 비교하면, 지원을 받지 않은 경우가 받은 경우보다

15%에서 20% 정도 높은 초과수익률을 갖는 것으로 나타나고 있다. 앞서 언급한 바와 같이 벤처캐피탈이나 사모펀드가 지원하는 경우, 공모기업의 정보가 비교적 시장에 정확하게 알려질 가능성이 크며, 따라서 IPO 저평가 정도는 상대적으로 적을 것이다.

마지막으로 2014년 중국정부가 역대 IPO를 재개한 전후기간의 비교를 살펴보면, 앞의 <표 4-4>의 결과와도 일치하게 재개이후 초과수익률이 53.6%나 높게 나타나며, 1% 유의수준에서 유의미한 결과를 보인다. 이와 같은 결과는 IPO 재개 이후 제도적 효과와 시장상황의 변화에 따라 IPO에 대한 수요가 증가하였다는 것을 의미한다.

아래 <표 4-6>에서는 중국 IPO 저평가 현상의 결정요인을 분석한 회귀분석 결과를 제시하고 있다.

<표 4-6> 회귀분석 결과

변수	수익률(R)	초과수익률(AR)
공모규모(OS)	-0.2631(-8.70)***	-0.2638(-8.59)***
시장상황(MR)	-0.3634(-5.00)***	-0.4285(-5.80)***
벤처캐피탈지원(VC)	-0.0814(-1.33)	-0.0736(-1.18)
사모펀드지원(PE)	-0.0295(-0.66)	-0.0330(-0.72)
거래소차이(MKT)	0.1064(2.06)**	0.0926(1.76)*
IPO 재개전후(RR)	0.5856(9.83)***	0.4811(7.95)***
상수항	포함	포함
AR-R2	0.4769	0.4107
표본수	371	371

주 : *,**,*** 각각 10%, 5%, 1% 유의수준, 괄호안은 t값

기업의 불확실성 정도를 나타내는 대리변수인 공모규모는 가설과 일치하게 IPO 저평가 정도와 유의한 부(-)의 관계를 가지는 것으로 나타났다. 하지만 시장상황을 나타내는 시장수익률과 IPO 저평가 정도와의 관계는 가설과는 달리 유의한 음(-)의 관계를 가지고 있었다. 이러한 결과는 중국 IPO 시장에서 상장 직후 과잉수요가 존재하지 않는 것을 의미하며, 오히려 시장상황이 좋을수록 공모가격이 높아져 저평가 정도는 줄어들고 있다는 것을 보여준다.

앞서 차이분석과는 달리 여러 요인들을 통제한 후, 벤처캐피탈이나 사모펀드의 지원은 IPO 저평가에 유의한 결과를 미치지 못하는 것으로 나타났다. 하지만 거래소간 IPO 저평가 현상의 차이는 여전히 대형주 중심의 상해거래소가 중소판이나 창업판 중심의 심천거래소보다 높은 것으로 나타나고 있다. 또한 IPO 재개 이후의 시장상황 및 제도적 변화도 IPO 저평가 현상에 유의한 양(+)의 영향을 미치고 있음을 보여주고 있다.

종합하면, 중국의 IPO 저평가 현상은 공모규모가 작을수록, 시장상황이 좋을수록 줄어드는 경향을 보이며, 상해거래소의 IPO 저평가 현상이 심천거래소보다는 크고, 2014년 중국 역내의 IPO 재개 이후, 시장상황 및 제도적 변화에 따라 IPO 수요가 크게 증가하여 저평가 현상이 커지고 있다고 평가할 수 있다.

VI. 요약 및 결론

주식시장은 채권시장과 더불어 자본시장을 이끄는 두 축이다. 1978년 중국은 개혁개방을 통해 시장경제체제를 도입한 이래 금융산업 발전을 위해 지속적으로 노력해왔으며, 1990년대 들어 상해와 심천에 증권거래소를 설립하고 다양한 자본시장 육성책을 통해 선진화된 시스템으로 나아가고 있다. 이러한 측면에서 본 연구의 주제인 IPO 제도는 주식시장의 발전에 기반을 제공하는 영역으로 평가받고 있다.

본 연구는 중국의 IPO 시장의 제도적 특성을 고찰하고 2009년부터 2015년까지 중국 상해거래소와 심천거래소에 신규 상장한 371개 주식을 대상으로 IPO 저평가 현상의 존재 및 결정요인에 대해 분석하였다. 연구의 주요결과를 요약하면 다음과 같다.

첫째, 중국의 IPO 제도는 가격결정에 있어서 대부분의 선진국에서 사용하고 있는 수요예측(book building) 방식을 채택하고 있으며, 물량 배정에 있어서도 개인투자자의 보호를 강화하는 추세에 있다. 또한 지분분할 개혁 등을 통해 비유통주 문제를 해결하는 등 IPO 활성화를 위한 주식시장의 인프라 구축에도 노력하고 있다. 하지만 주식발행에 있어서 심사제를 적용하고 있어 정책당국의 관리적 영향에서 자유롭지 못한 실정이다.

둘째, 상해거래소의 주판, 심천거래소의 중소판과 창업판 등 다층적인 시장구조는 중국 IPO 시장을 활성화하는 제도적 장치로 작용하고 있으며, 2014년 IPO 재개 이후 중국의 역대 IPO가 급격히 증가하면서 글로벌 IPO 시장을 선도하고 있다.

셋째, 실증분석 결과, 표본기간 동안 IPO 기업들은 상장 첫날 평균 36%의 유의한 초과수익률을 보이는 것을 나타나 중국 IPO 시장에서도 저평가 현상이 존재함을 확인할 수 있었다. 또한 이와 같은 30%가 넘는 초과수익률

은 미국이나 한국 등과 비교할 때 상당히 높은 수준으로 평가된다. IPO 저평가 현상은 2011년 이후 지속적으로 증가하는 추세에 있으며, 특히 2014년 IPO 재개 이후에는 이전과 비교하여 매우 높은 수준으로 형성되고 있다.

넷째, 상해거래소와 심천거래소의 IPO 저평가 정도를 비교한 결과, 상해거래소의 대형주들이 중소판이나 창업판 중심인 심천거래소의 주식들보다 약 20%p 이상의 높은 초과수익률을 보이고 있었다. 또한 벤처캐피탈이나 사모펀드가 지원한 IPO가 그렇지 않은 IPO에 비해 저평가 정도가 낮은 것으로 나타났다. 2014년 IPO 재개 이후의 초과수익률도 재개 이전에 비해 약 53%p 이상의 차이를 보이고 있었다. 이러한 결과는 상해거래소가 심천거래소에 비해 높은 수요를 가지고 있다는 것을 뜻하며, 2014년 IPO 재개 이후, 제도적 변화와 시장상황이 IPO 수요를 창출하고 있는 것으로 생각된다.

다섯째, 회귀분석 결과, 중국의 IPO 저평가 현상은 공모규모 및 시장상황과 유의한 음(-)의 관계를 나타내고 있어 공모의 불확실성이 클수록, 시장상황이 좋을수록 저평가 정도가 줄어드는 것으로 나타났다. 또한 상해거래소의 IPO 저평가 현상이 심천거래소보다는 크고, 2014년 중국 역내의 IPO 재개 이후, 저평가 현상이 커지고 있는 것으로 나타났다.

IPO 시장의 저평가 현상은 발행기업의 입장에서는 자본조달에 있어서 비용으로 생각할 수 있지만, 투자자의 입장에서는 투자위험에 대한 보상이라는 양면이 존재한다. 따라서 정보비대칭적 관점에서 적정수준의 저평가는 IPO 과정에 있어서 시장 메커니즘의 일부로 파악할 수 있다.

이러한 측면에서 IPO 시장의 발전을 위해서는 무엇보다도 제도적 관점에서 정보에 대한 시장메커니즘을 구축하는 것이 필요하며, 현재 중국의 IPO 시장도 이러한 목표를 향해 조금씩 전진하는 것으로 평가할 수 있을 것이다.

본 연구는 중국 IPO 시장의 저평가 현상을 비교적 장기간에 걸쳐

분석하였지만, 상장된 기업의 일부만을 표본으로 선정하였다는데 일차적인 한계가 존재한다. 또한 중국 IPO DB의 부족으로 IPO와 관련한 다양한 변수들을 수집하지 못해 체계적인 분석을 시도하지 못했다는 점도 한계로 지적할 수 있다. 더불어 여러 제도적 변화를 고려하여 그 효과를 직접적으로 검정할 필요성이 크므로 이에 대해서는 향후 과제로 남겨두고자 한다.

참고문헌

- 張艷菊 「중국 주식시장 IPO 저가발행 현상에 관한 연구」 韓國外國語大學, 碩士學位論文 P.13 2014.7
- 王晋斌 「新股申購預期超額報酬率的測試及其可能的原因解釋」 經濟研究 P 17 1997.12
- 楊丹.王莉 「中國新股發行抑价：一个假說的檢驗」 夏旦報社 P46-45
- 田素華 「境内外交叉上市企業IPO价格差异研究」 世界經濟 2002.10
- 沈志峰.陳雪穎 「我國首次公開發行股票的實証研究」 厦門大學學報 P72-101 2002
- 將順才.將永明 「我國新股發行制度變遷与IPO高抑价的實証研究」 海南大學學報 (社會科學版) P 337 2005
- 熊鵬 「股權分置，政府管制和中國IPO抑价」 經濟研究 P 85-95 2005
- 李建超.周焯華 「中小企業版IPO抑价現象和實証研究」 軟科學 2005
- 韓德宗.陳靜 「中國IPO定价偏低的實証研究」 P39-35 2001
- 李志文.修世宇 「中國投資市場新股IPO折价程度及原因探究」 中國會計評論 P174-188 2006
- 江洪波 「基于非有效市場的A股价格行爲分析」 金融研究 2007.6
- 徐倩 「我國投資者行爲与IPO抑价相關分析」 財政与金融 P43-45 2009
- 金艷華.遲文杰 「我國A股IPO抑价現象統計描述及分析」 山西財經大學學. 第30卷. 第二期 P 69-74 2008
- 王散激 「創業板IPO抑价問題實証研究」 經營管理者. 第22期 P41 2010
- 謝金樓 「全流通背景下A股IPO抑价研究」 金融与經濟 p70-72 2010
- 叶剛 「中國創業板市場IPO定价效率研究：基于創業板上市公司抑价現象的實

証分析」時代金融 P30-32 2010

王琳「IPO發行抑价現狀及其原因實証」合作經濟与科學, 4月号下 P 64-65
2013

王小強「我國上市公司IPO定价方式及抑价研究」東北財經大學 碩士學位論
文 2010

Aggarwal R Rivoli p, Fads in initial public offering market Financial
Management P45-57 1990

Allen Franklin Gerald R Faulhaber, Signaling by Underpricing in the
IPO Market [J] Journal Economics. 23(2) P303-324 1989

Baron D P, A Model of the Demand of Investment Banking Advising
and Distribution Services for New Issue [J] Journal of Financial.37 P
955-976

Baron D P Holmstrom B, The Investment Banking Contract for New
Issue under Asymmetric Information: Delegation and the Incentive Problem
[J] Journal of Finance P 1115-1135 1982

Beatty R P and J R Ritter, Investment Banking Reputation and the
Underpricing of Public Offerings Journal of Financial Economics P
213-232 1986

Benveniste, I. Spindt, P. How investment bankers determine the
offer price and allocation of new issues. Journal of Financial
Economics. 1989. 24: 343-61

Fama Eugene F, Efficient Capital Markets: A Review of Theory and
empirical work. Journal of Finance 25: 383-417 1996

Ibbotson, R. G., Price performance of common stock new issues [J]
Journal of Financial Economics. 1987. 21: 235 - 272 1975

Loughran tim , jay ritter , kristina rydqvist, initial public Offerings : international insights . pacific-basin finance Journal . 2 : 165-199 1994

Reilly , f . k . and k . hatfield, investor experience with new Stock issues . financial analysts journal 1994(1969)

Ritter , j . r . differences between european and american ipo Markets . european financial management , vol . 9 , no . 4 , 421-434 2003

Rock k. why new issues are underpriced journal of Financial economics , 15 a) : 187 - 212 1986

Stoll . hans r . and anthony j . curley , small business and the new issues market for equities , journal of financial and Quantitative analysis . 5 , 309-322 1970

Tinic . s m, anatomy of initial public offerings of common Stock journal of finance , 43 a) : 789-822 1988

Welch , i, seasoned offerings , imitation costs , and the Underpricing of initial public offerings) journal of Finance . (44) : 421-449 1989

Welch , i. sequential sales , learning . and cascades) journal of finance , 47 : 695-732 1992

ABSTRACT

A Study on the Institutional Features and Underpricing in China IPO Market

Mengdi Tao

Department of Business

Administration

The Graduate School of Sungshin Women's University

This study considered the institutional characteristics of IPO market in China and analyzed the existence and determinants of IPO undervaluation phenomenon in 371 stocks newly listed in China Shanghai and Shenzhen stock exchanges from 2009 to 2015.

China's IPO system is adopting a book-building method and is tending to strengthen the protection of individual investors for the allocation of the quantity in addition, We are also making efforts to build infrastructure for stock market to revitalize IPO by solving the problem of negotiable stock issues through reform of split share structure. However, In the case of the issuance of stocks, it is not free from the

administrative influence of the policy authorities. Also, The multi-layered market structure such as main board, small and medium sized board, start-up board is acting as institutional device for activating the Chinese IPO market and leading the global IPO market by increasing IPO in China after resumption of IPO in 2014.

During the sample period, IPO firms showed the excess profit rate of 36% on the first day of IPO and indicated that there is undervaluation in China IPO market.

This level of excess profit rate is highly evaluated if comparing to other countries The IPO undervaluation has been steadily increasing since 2011. Especially after the resumption of IPO in 2014, it has been formed at a very high level compared to before. Moreover, Large-cap stocks in Shanghai stock exchange have more than 20% higher excess profit rate than stocks of the small and medium sized, start-up like Shenzhen stock exchange. And IPO supported by venture capital or private equity funds are undervalued than IPO which is not like that.

After the resumption of the IPO in 2014, the excess profit rate were more than 53% before resumption. These results indicate that the Shanghai stock exchange has a higher demand than the Shenzhen stock exchange also, market conditions and institutional changes are expected to generate IPO demand after the resumption of IPO in 2014

The result of regression analysis shows that the undervaluation of IPO in China is less as the uncertainty of IPO is smaller and the market condition is better. Also, the IPO undervaluation of the Shanghai stock exchange is larger than that of Shenzhen stock exchange. And after the

resumption of IPO in China in 2014, the undervaluation phenomenon is increasing

The IPO undervaluation phenomenon can think of the expense for issuer in terms of capital finance but, there are two sides of the investor's side. Thus, from an information economics point of view, an appropriate level of undervaluation can be identified as part of the market mechanism in the IPO process. In this aspect, in order to develop the Chinese IPO market, above all , it is necessary to establish a market mechanism for information from an institutional viewpoint

Key words : Chinese IPO market, IPO undervaluation, demand forecast, IPO institutional characteristic

論文概要

本論文是針對中國IPO市場制度性的特征進行觀察。從2009年到2015年截止，上海交易所和深証交易所中新上市的371個股票做為代表，對於IPO低價現象的存在和決定原因進行分析。

中國IPO制度採用需求預測方式通過對數量的分配，個人投資者強化保護的趨勢，支配的改革等非流通組問題解決的方式，使IPO的活用性在証券市場的基础設施的建立而努力。可是因為証券發行中核准制的適用，當局政策的管理影響不能自由的實施，再加上主板，中小板，創業板等多層次的市場構成使中國IPO市場的制度可以活用性和裝置的適用性可以使用。2014年IPO制度恢復以後，中國境內的IPO可以快速的增加同時成為全球IPO市場的先導。

在本論文中數據的抽樣期間，IPO企本收益率為36%。中國IPO市場中確認存在低價現象。除此之外超成本收益率的水准與其他國家相比，收益率較高。IPO低價現象從2011年以後就以持續上升的趨勢，特別是2014年，IPO恢復以後更加持續上升。而且上海交易所大型股票中，中小版或是創業板為中心超成本收益率比深圳交易所相比高20%。風險投資或是私募股權基金的支援下，IPO低價程度相比之下會降低一些。2014年IPO恢復以後，超收益率也比恢復之前低53%。這樣的數據說明上海交易所比深圳交易所的需求要高。

回歸分析的結果是：中國IPO低價現象的規模越小，市場現象就越好。而且2014年以後中國IPO恢復以後，上海交易所的低價現象變得越來越大。發行企業的入場資金的調撥給投資的風險帶來兩面的賠償。隨着信息經濟化得過程給IPO市場帶來的影響都會是市場結構前進的阻礙。為了IPO市場可以持續的發展，任何制度性的過程都是結構建立所必須的。

主要用語：中國IPO市場 IPO低價 採用需求預測方式 IPO制度性的特征

概括与結論

股票市場与債券市場是引導資本市場的双軸，1978年通過對改革開放濟制度以來，爲了金融產業可以持續發展，1990年成立上海和深圳兩大交易所，通過多樣資本市場的推進將中國的股票市場帶領到技術的道路。在這一層面上開始研究本論文IPO制度是提供股票市場發展基础的領域而收到的評價。

本論文是研究中國IPO市場制度的特性，從2009年到2015年以上海交易所和深圳交易所爲中心，從中選取這兩家交易所新上市的371股分析IPO低价現象以及決定的原因。本論文的研究概括有以下几点：

第一，中國IPO制度在決定价格部分采用先進國家所使用的需求預測的方式，在分配時加強個人投資者的保護。通過股份分配改革解決限售股的問題，爲了激活IPO股份市場的基础設施而努力。但是在發行股票方面應該用審核制度在整層機關的影響下成爲被約束的事實。

第二，上海交易所的股盤，深圳交易所的中小版和創業版等多層次的市場結構加速對中國IPO市場制度裝置使用的激活。在2014年IPO恢復以後中國IPO快速的增長的同時引領全球IPO的市場。

第三，分析結果證明，本結果的標本期間中國IPO企業上市首日的超收益率達到36%的現象，由此可以說明中國IPO市場是存在低評價現象的。與此同時，超收益率現象超過30%的現象在美國或是韓國等國家相比較而言都算是超高水平的。IPO低价現象從2011年以後就有持續增長的趨勢，特別是2014年IPO恢復以後相對於恢復之前有着較高的水准。

第五，回歸分析結果顯示，中國IPO低价現象是公募規模及市場現象導出陰(-)的結果，公募現象不確定性越大，市場的狀況越好就顯示低評價的程度就在減少。上海交易所IPO低評價現象比深圳交易所在2014年IPO恢復以後表現的越來越大。

IPO市場低評價現象在發行企業的立場上將資金供給当做費用，但在投資者的立場上對於風險投資的補償存在兩面性。所以在信息不對稱的觀點上可以当做IPO掌握市場的原理。

在這一層面上，為了發展IPO市場中最重要的制度性的觀點，必須對市場原理的構成做出影響。這也是目前中國IPO市場將要做出的最大目標。

本研究的目的是中國IPO市場的低評價現象通過長時間的分析，選擇上市企業作為目標本就存在一些局限性和未能對中國IPO BD不足及IPO相關的多樣性進行收集。不過通過其他限制制度的變化作為考慮，這些效果有必要進行直接的檢查，將這些作為未來的課題，做出更加深刻的研究。

2014年12月15日