



## 저작자표시-비영리-동일조건변경허락 2.0 대한민국

이용자는 아래의 조건을 따르는 경우에 한하여 자유롭게

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

다음과 같은 조건을 따라야 합니다:



저작자표시. 귀하는 원저작자를 표시하여야 합니다.



비영리. 귀하는 이 저작물을 영리 목적으로 이용할 수 없습니다.



동일조건변경허락. 귀하가 이 저작물을 개작, 변형 또는 가공했을 경우에는, 이 저작물과 동일한 이용허락조건하에서만 배포할 수 있습니다.

- 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](#)

碩士學位論文

중국 주식시장 IPO 저가발행현상에 관한 연구

An Empirical Research on IPO Underpricing  
in China's Share Security Market

韓國外國語大學校 大學院

經營學科

张 菊 艳



碩士學位論文

중국 주식시장 IPO 저가발행 현상에 관한 연구

An Empirical Research on IPO Underpricing  
in China's Share Security Market

指導 姜孝锡 教授

이 論文을 經營學 碩士學位 請求論文으로 提出합니다.

2014 年 7 月

韓國外國語大學校 大學院

經營學科

张 菊 艳



이 論文을 张 菊 艳의 碩士論文 論文으로 認定함.

2014 년 7 월

審査委員 \_\_\_\_\_ (인)

審査委員 \_\_\_\_\_ (인)

審査委員 \_\_\_\_\_ (인)

韓國外國語大學校 大學院



## 감사의 글

석사 논문의 완성에 따라 한국에서 보낸 긴장하면서 열정적인 유학생살이 곧 마무리될 거라서 슬퍼지기 마련이다. 한국외국어대학교에서 보낸 2년은 제 인생에 있어 가장 기억할만한 시간이고 끊임없이 공부하고 성장하는 시간이다. 앞으로의 발전을 위해 튼튼한 기초를 만들었다. 2년 동안 수많은 스승님, 가족, 친구, 동창들이 저에게 도움, 이해 및 지지를 주셔서 학업을 완수할 수 있게 되었다. 여기서 감사의 뜻을 표한다.

먼저 지도교수인 강효석 교수님에게 감사의 뜻을 표하고자 한다. 석사과정에 교수님의 학생 될 수 있어서 자랑스럽다고 생각한다. 강 교수님의 박학한 지식, 엄밀한 학문 태도, 차분한 성격 등이 저에게 깊은 감화와 격려를 주셨다. 논문주제를 정하는 것부터, 자료의 수집, 연구모형의 구성, 수정과정, 논문완성까지 강 교수님께서 유학생인 저를 이해해주시고 인내심을 가지고 저하고 소통하시고 저에게 많은 격려와 도움을 주셨다. 이에 대한 감사의 마음은 평생 잊지 못할 것이다. 여기서 강효석 교수님께 진심으로 감사를 드리고 경의를 표한다.

다음으로 김성재 교수님, 이창준 교수님에게 감사의 뜻을 표한다. 바쁘신 가운데 시간을 내셔서 저의 논문을 심사해주시고 논문 심사 때 귀한 의견을 제기하시고 논문의 잘못과 부족함을 즉시 발견하고 수정하게 해주셨다. 덕분에 논문을 순조롭게 완수할 수 있었다.

그 외에도 저의 친한 친구들- 서환, 정춘광, 비조위, 김권욱, 당주이, 이도도, 왕궁, 유소상 등에 대해 감사의 뜻을 표한다. 각각 다른 지역에서 온 우리는 특별한 인연으로 한국외국어대학교에서 모였다. 2년 동안 우리 같이 공부하고 서로 도와주고 친형제자매 같은 감정이 생겼다. 너희들의 이해와 지



지를 감사하고 앞으로 얼마나 멀리 떨어져 있어도 우리는 영원한 친구이다.

다음으로 이 세상에서 저를 가장 사랑하는 외할아버지, 아버지, 어머니에게 감사의 뜻을 표한다. 저에 대해 이해해주시고 관심과 지지를 주셨다. 저의 가장 든든한 뒷심이시고 발전할 수 있는 가장 중요한 원천이다! 오랫동안 저에 대한 양성과 조건 없는 지지덕분에 포기 없이 공부하고 학업을 완수할 수 있었다.

이외에도 여기에 미처 적지 못한 많은 분들께 감사드립니다. 여러분이 있어 제가 있었고, 저도 여러분께 힘이 될 수 있는 존재가 될 수 있도록 하겠습니다.

감사하고 사랑합니다!

2014년 7 월  
장 국 염 올림



## 致 谢

随着硕士毕业论文的完成，在韩国紧张而又富有激情的学习生活马上就要结束了，难免有诸多的伤感之处。但在韩国外国语大学读研究生的这两年是我人生中最值得回忆的阶段，同时也是不断学习不断成长与进步的阶段。为我今后的发展打下了坚实的基础。在这两年的学习生活中，众多师长、家人、朋友、同学给予我无私的帮助、理解和支持，使我最终完成了学业。在此向你们表达我最诚挚的谢意！

首先，衷心感谢我的指导教授姜孝锡先生。研究生期间，我有幸成为教授的学生。姜教授博学的知识，严谨的治学态度，平和的为人风格，都给了我深深的感染和激励。从论文最初选题、资料收集、观点形成、结构布局、修改过程到论文完成期间，姜教授常常体谅作为留学生的我，耐心的与我沟通，给予了我很多鼓励、帮助和指导。这份深深的感激之情，我将永远铭记在心。在此，特向姜孝锡教授表示衷心的感谢，并致以最真挚的敬意！

其次，感谢金聖在、李蒼俊教授，非常感谢你们在百忙之中抽出时间审阅我的论文，在论文答辩时提出了最中肯最宝贵的意见，使我发现并及时修改了论文中的错误与不足，顺利的完成了论文。

然后，还要感谢我的好朋友们—徐焕、郑春光、费兆伟、金权旭、唐姝怡、李淘陶、王弓、刘潇爽等等。是特别的缘分让来自天南地北的我们相聚在韩国外国语大学。在两年的相处过程中，我们共同学习、相互帮助，使我产生了如亲兄弟姐妹般的感情。感谢你们的陪伴、理解与支持。无论我们以后相隔多远，我们永远都是最好的朋友。

再次，我要感谢这个世界上最爱我的姥爷、爸爸、妈妈一直以来对我的理



解、关心和支持。你们永远都是我最坚强的后盾，是我取得进步的最重要的力量源泉！正是你们多年的培养、辛勤的付出和无条件的支持，我才能够坚持不懈地学习知识，安心的完成了学业。

最后,祝愿我的老师、家人、朋友、同学身体健康,一生平安!

2014年7月

张 菊 艳





# 목 차

제 1 장 서론 .....	1
제 1 절 연구의 배경 및 목적 .....	1
1. 연구의 배경 .....	1
2. 연구의 목적 .....	3
제 2 절 연구의 방법 및 구성 .....	6
1. 연구의 방법 .....	6
2. 논문의 구성 .....	7
제 2 장 중국 주식시장의 현황 .....	8
제 1 절 중국 주식시장의 구조 .....	8
제 2 절 중국 역사상 여덟 번의 IPO 일시정지 .....	9
제 3 절 중국 신주발행제도 .....	13
1. 중국 신주발행 규제제도의 변화 .....	13
2. 발행방식의 변화 .....	14
3. 신주발행 가격결정제도의 변화 .....	16
4. 3차 신주 발행개혁 .....	17
제 4 절 3대 거래시장의 요약 .....	19
1. 주도시장, 중소시장, 창업시장의 개념 .....	19
2. 주도시장, 중소시장, 창업시장 상장한 조건 비교 .....	20
제 3 장 기존연구 .....	22



제 1 절 외국 기존연구 .....	22
제 2 절 중국 기존연구 .....	26
<b>제 4 장 실증분석 .....</b>	<b>31</b>
제 1 절 표본의 선정 .....	31
제 2 절 연구 모형 및 변수의 선정 .....	32
1. IPO 저평가 정도 측정 .....	32
2. 다중회귀분석모형 .....	33
제 3 절 실증분석 결과 .....	37
1. 일시정지 전·후 실증분석 결과 .....	37
2. 3대 거래시장 실증분석 결과 .....	47
<b>제 5 장 결론 .....</b>	<b>55</b>
제 1 절 연구결과의 요약 .....	55
 참고문헌 .....	 57
ABSTRACT .....	62



## 표 목차

[표 1] 3차 신주 발행 개혁내용 .....	18
[표 2] 주도시장, 중소증시 및 창업시장 상장 조건 비교 .....	21
[표 3] 32 개 국가의 최초공모주 최초수익률 .....	24
[표 4] 중국 A 주식시장 연도별 및 시장별 IPO 건수 .....	31
[표 5] 일시정지 전·후 변수의 기술통계량 .....	38
[표 6] 변수간 상관관계 .....	39
[표 7] 중국 IPO 년도 별로 평균 최초수익률(1993-2012) .....	39
[표 8] 시장초과수익률과 각 변수들 간의 회귀분석 결과 .....	41
[표 9] 시장초과수익률과 각 변수들 간의 회귀분석 결과 .....	42
[표 10] 독립표본 T 검정 .....	42
[표 11] 일시정지 전 시장초과수익률과 각 변수들 간의 회귀분석 결과 .....	44
[표 12] 일시정지 후 시장초과수익률과 각 변수들 간의 회귀분석 결과 .....	44
[표 13] 주도시장, 중소시장, 창업시장 변수의 기술통계량 .....	47
[표 14] 3 대 거래시장 시장초과수익률에 대한 통계량 .....	50
[표 15] 주도시장 시장초과수익률과 각 변수들 간의 회귀분석 결과 .....	51
[표 16] 중소시장 시장초과수익률과 각 변수들 간의 회귀분석 결과 .....	51
[표 17] 창업시장 시장초과수익률과 각 변수들 간의 회귀분석 결과 .....	52



## 그림 목차

[그림 1] 1993 년부터 2012 년까지 상해종합주가지수 종가 대비 A 주식시장 년 평균 최초수익률 .....	11
[그림 2] 2006 년부터 2012 년까지 매일 상해심천 300 지수 .....	36



# 제 1 장 서론

## 제 1 절 연구의 배경 및 목적

### 1. 연구의 배경

20세기 90년대 초 상하이증권거래소와 심천증권거래소가 연이어 설립되면서 중국주식시장이 전례 없는 시장을 창조하고 급속히 발전되었다. 경제발전의 측면에서도 주식시장의 역할도 점점 커지고 있다. 주식시장의 발전에 따라 주식을 발행하는 것은 많은 기업들이 자금조달 할 때 가장 먼저 선택하는 일반적인 방법이다(石劲, 2009). 최초 공모주(Initial Public Offering, IPO)란 기업들이 증권거래소를 통해 투자자에게 최초 공개적으로 주식을 발행하고 자신의 주주권을 판매하는 것을 통해 발행시장에서 기업발전을 위한 자금을 모집하는 행위이다. 글로벌 자본시장의 관점에서 IPO를 볼 때 IPO에 관한 연구는 주로 3가지 보편적인 현상에 집중되어 있다. 즉 활황기에 IPO 현상(Hot Issue Market)이 최초 공모주 발행 후에 장기적인 약세현상(Long Run Underperformance of IPOs) 및 최초공모주 저평가현상(IPO Underpricing)으로 나타난다(张宜生, 2013). 위와 같은 3가지 현상 중에서 IPO저평가현상에 관한 연구가 가장 많이 이루어지고 있다. IPO저평가(IPO Underpricing) 현상은 ‘신주퍼즐’(New Issue Puzzle)라고도 불린다. IPO저평가란 최초공모주의 상장 첫날 거래가격이 공모가격보다 높아서 최초 공모주 발행에 있어 높은 초과수익률을 초래하는 것이다. IPO저평가현상에 관한 연구는 핫이슈고 IPO저평가현상의 존재성, 차이성, 요인, 형성원인 및 예측 등이 포함되어 있다(刘晓明, 胡文伟, 李湛, 2009). 미국증권거래위원회(SEC)의 1963년의 연구보고에 따르면 미국신주의 상장 첫날 평균수익률이



유의적인 양의 값으로 나타났다. Ibbotson (1975)은 1960년부터 1969년까지 미국증권시장의 신주를 샘플로 선정해서 공모가격과 첫날의 상장종가간의 관계에 대해 체계적으로 연구를 진행했다. 연구 결과에 따르면 신주상장의 첫날 누적초과수익률이 11.4%가 된다. Ibbotson (1975)은 해당 현상을 ‘신주 퍼즐(IPO Underpricing Puzzle)’라고 부른다. 그 이후, 세계 각국의 학자들이 IPO저평가현상에 대해 더 깊게 연구를 진행하기 때문에 저평가 원인에 관한 이론들이 많이 나타났다. 예를 들면, Rock(1986) 제기한 ‘승자저주가설 ( Winner's Curse Hypothesis ) ’를 비롯하여 ‘소송 회피 가설 ( Lawsuit Avoidance Hypothesis ) ’, ‘유상증자가설 ( Seasoned Equity Offering Hypothesis ) ’, ‘유행효과 ( Bandwagon Effects ) 가설’ 등이 있다.

그러나 신주저평가와 기존 금융학이론은 서로 상충되는 면이 있다. 효율적 시장가설 ( Efficient Markets Hypothesis , EMH )<sup>1)</sup>에 의하면 효율적 시장 조건하에 주식의 가격은 내적가치에 의해 결정되고 가격의 변동은 기업의 기본상황과 관련되어 있다. 발행시장이 효율적인 시장이라면 주식 내적가치의 신주공모가격이 상장 후 거래시장의 거래가격과 일치해야 한다(梁志隆, 2010). 그러나 실증에서 증명<sup>2)</sup>된 바와 같이 신주저평가현상은 보편적이고 장기적으로 존재하는 현상이다. IPO저평가현상은 세계 각국의 주식시장에서 존재하고 있으며 저평가수준이 각각 다르다. 선진국의 경우 미국, 캐나다, 프랑스, 독일 등 같은 선진시장 IPO저평가율이 상대적으로 낮고 최초수익률이 보통 30%의 수준을 유지하고 있다<sup>3)</sup>. 신흥시장에서는 비교적 높은 IPO저평가현상이 존재하고 최초수익률이 40%이상 나타나고 있다.

다른 나라와 비교하면 중국주식시장은 늦게 시작되었으며 신흥시장으로서 중국의 IPO저평가현상이 존재할 뿐만 아니라 기타 성숙한 자본시장보다 더욱 심각하다. 중국의 A주식시장을 전면적으로 관찰하면 중국의 IPO저평가현

1) Fama(1970)는 증권시장 효율적 문제를 최초 체계적으로 제기했다.

2) Ritter, J. R. Differences between European and American IPO Markets. European Financial Management, Vol. 9, No. 4, 2003, 421-434 참조.

3) 본 논문 표7을 참조.



상은 계속 높은 수준을 유지하고 있다. 1993년부터 2012년까지 20년간 평균 IPO저평가율이 103%의 이르고 2007년에는 IPO저평가율이 190.9%까지 상승하였다.

## 2. 연구의 목적

연구의 목적은 다음과 같다:

첫째, IPO 저평가현상의 보편적인 법칙에 의하면, 성숙하고 정보유통이 충분한 주식시장일수록 IPO저평가율이 상대적으로 낮다. IPO저평가율이 높을수록 기업의 내적가치가 신주가격결정에서 사실대로 반영되지 못했다는 것을 의미한다. 이렇게 높은 초과수익률이 중국자본시장의 발전에 부정적인 영향을 미칠 수 있다. 그리고 높은 IPO저평가율이 발행시장의 낮은 위험과 거래시장의 높은 수익이 일치하지 않은 현상을 초래하고 발행시장은 위험이 없고 수익이 높은 시장이 된다. 대량의 자금이 발행시장에 집중됨으로서 IPO청약을 진행해서 초과수익률을 획득하고, 거래시장자금을 부족하게 초래되므로 자본시장이 자원배치를 잘 실현하지 못할 뿐만 아니라 주식시장의 불안전을 초래할 수도 있다(郝丽娜, 2010). 그러므로 중국 IPO저평가문제에 대한 연구가 더욱 중요하다.

둘째, 국외의 IPO저평가 이론은 기본적으로 선진국의 성숙한 시장을 분석 배경으로 한다. 중국자본시장은 시작이 늦고 발전 시간이 짧으며 자본시장이 성숙하지 않고 신주발행제도가 아직 완벽하지 않다(李金栋, 王建中, 2010). 그러므로 세계 다른 선진국 및 지역과 비교하면 아직 많은 부족함이 존재한다. 더불어 국외 성숙한 자본시장에서는 신주공급이 상대적으로 포화상태에 이르며 신주에 대한 수요도 상대적으로 안정적이다. 발행회사나 주간사가 발행실패를 피하기 위해 발행가격을 낮춰서 투자자를 유인 할 것이다(卓贤, 2003). 그러나 중국에서 최초공모주 주식투자는 초과수요상태다. 투자자가 신주 청약에 열중해서 신주에 대한 수요량이 비교적 크다. 신주의 공



급부족으로 중국에서는 대부분의 IPO는 발행실패의 위험이 없다(周德才, 徐在亮, 陈燕权, 2005). 중국과 같은 개발도상국에 있어 국외의 많은 IPO 저평가 이론들은 중국시장에서 적용이 안 될 수 있는 가능성이 있다. 그래서 중국 IPO 저평가현상을 분석하려면 중국주식시장의 특징에 초점을 맞춰야 하고 실제상황에서 출발해야 한다.

셋째, 중국주식시장이 지금까지 여덟 번의 일시정지를 경험했는데 일시정지 시간은 짧게는 두 달에서 길게는 1년이 걸렸으며 누적일시정지 시간은 4년 반이나 된다. 주식이 불황에 빠질 때 IPO일시정지를 실시한다. 이것은 중국주식시장을 구제하는 가장 흔한 수법이다. 감독경영층은 일시정지를 통해 주식불황의 추세를 돌릴 수 있기를 희망한다. 주식발행시장이 자금모집 및 자원배치 기능을 더 잘 발휘할 수 있도록, 그리고 IPO일시정지는 늘 새로운 신주발행제도개혁을 수반한다. 사실, 중국증권시장의 성립 및 발전과정에서 IPO발행제도의 변화는 중국증권시장의 모든 제도 변화 중에 가장 광범위하고 빈번하다. 중국 IPO발행제도 변화의 빈도는 세계증권역사상에서도 드문 현상이다. 전체적으로 말하자면, IPO발행제도는 규제완화를 거쳐 시장화를 향하고 있다(魏建, 马富强, 2011). 2009년 5월 22일 중국 증권 감독 관리위원회에서는 <신주발해체제의 진일보로 개혁에 대한 지도 의견>을 반포하고 공개적으로 이에 대한 의견을 구했다. 새로운 개혁의 시작이면서도 7번째 일시정지 된 IPO시장의 새로운 재개를 의미한다. 이번 개혁은 중국증권시장에 많은 영향을 미쳤으며 세계의 주목을 받았다. 시장화 정도가 높아지는 IPO공모제도에 있어, 중국의 ‘저평가’ 현상이 완화되었는지, 그리고 저평가에 영향을 미치는 요소가 무엇인지 연구의 필요가 있다.

넷째, 투자자의 범위에 따라, 중국주식시장은 A주식시장, B주식시장 및 H주식시장으로 분류된다. 1990년 말에 성립된 A주식시장은 상장회사의 수나 시가총액 면에서 중국주식시장의 대표다. 발행기준과 상장조건, 위험특징에 따라 중국의 A주식시장은 주도시장, 중소시장 및 창업시장으로 나뉜다. 2004년 5월, 중소시장 SME ( Small and Medium Enterprises ) Board하고





2009년 10월 23일 창업시장 GEM ( Growth Enterprises Market ) Board가 선진증권거래소에 설립됨에 따라 중국주식시장이 다양하게 발전하였고 신주 발행규모도 계속 확대되고 있다. 서로 다른 공모배경에는, 각 시장에서 저평가 문제가 존재하는지, 존재한다면 각 시장의 저평가 정도가 일치하는지, 정도가 다르다면 무슨 원인 때문에 이러한 차이가 생긴 건지도 본 논문의 주요 연구 내용이다. 본 논문은 중국 주도시장, 중소시장 및 창업시장에 상장된 주식을 대상으로 IPO초과수익률을 분석을 함으로써 투자자에게 각 시장대해 이해를 높이고자한다.

다섯째, 증권 투자자는 자금의 공급자이며 금융상품의 구매자이다. 투자자의 종류는 개인투자자, 기관투자자등 다양하다. 개인투자자에 비해 기관 투자자는 자금 규모 및 정보 등 우세를 가지고 있으며 주식시장의 안정에 있어 큰 의미를 가지고 있다. 중소 투자자는 시장에 높은 유동성을 제공한다(马富强, 2011). 각 투자자의 목적도 다르다. 어떤 투자자는 장기적인 투자를 통해 은행이자보다 높은 수익을 얻으려고 하거나 주식회사의 경영관리에 참여하려고 한다. 또 다른 투자자는 투기로 통해서 차익을 보려고 한다. 중국 주식시장의 특별한 상황 때문에 개인투자자가 투자자중의 절대적인 우위를 차지했다(娄正华, 2009). 개인투자자는 투자정보와 지식이 상대적으로 분리하여 합리적인 투자를 못함은 단점이 있다. 동시에 거래시장에서 기관 투자자의 주가조작으로 인해, 개인투자자들이 흐름에 따라 움직여서 신주가 매입에 열을 올리는 경행이 있다(张庆鹏, 2009). 본 논문은 투자자의 심리 각도에서 IPO저평가 현상을 설명하고자 한다.

위와 같은 문제들에 대한 연구를 통해, 주식공모시장 효율을 높이고 중국 주식시장 발전을 추진하는 데 있어 의의가 있을 것이다. 또한 투자자들에게는 투자 결정을 정확하게 하는 데 있어 중요한 지도 역할을 가지고 있다.



## 제 2 절 연구의 방법 및 구성

### 1. 연구의 방법

본 논문은 실증연구방법론은 이용한다. 국내외 많은 학자들이 IPO저평가에 관한 문헌고찰 및 연구결과를 종합하는 기준에서 중국 IPO7번째 일시정지(2008년9월16일부터2009년6월29일까지) 전·후 상하이증권거래소와 심천거래소에서 상장한 A주 신주를 표본으로 중국 IPO7번째 일시정지 전·후 상장회사 IPO의 첫날 초과수익 정도에 대해 분석하고자 한다. 신주 저평가율에 영향을 미칠만한 변수는 선정하여 다중회귀분석방법으로 IPO재개 전·후 저평가수준에 영향을 미치는 변수를 밝히고자한다. IPO7번째 일시정지와 일시정지동안 실행된 신주발해체제개혁을 중심으로 신주발행체제개혁과 IPO 7번째 일시정지가 IPO저평가율에 미친 영향을 분석한다. 향후 신주발행체제의 개혁 및 주식발행시장기능의 개선에 대해 아주 유익하다. 중국의 A주식시장은 주도시장, 중소시장과 창업시장으로 나뉘지는데 서비스대상, 발행기준과 상장조건, 제도디자인, 위험특징이 서로 다르다. 각 시장에서 공통적인 IPO저평가율이 존재하는지, 그리고 IPO저평가율의 결정요인이 같은지가 연구의 중점이다. 창업시장이 2009년 10월 23일에 성립되었으므로, 본 논문에서 중국 IPO 7번째 일시정지후의 데이터를 이용해서 3대 거래시장의 특징, 저평가상황에 대해 전면적으로 검토할 것이다. IPO재개 후 3대 거래시장의 IPO저평가률에 대해 회귀분석을 진행하고 각 거래시장이 IPO 저평가수준에 영향을 미치는 수치변량을 탐구하면서 회귀결과에 대해 비교분석을 진행하고자 한다.



## 2. 논문의 구성

본 연구는 다음의 5장으로 구성되어 있다.

제 1 장 서론 부분에서는 연구의 배경, 연구의 목적, 연구의 방법 그리고 논문의 구성을 기술하였다.

제 2 장에서는 중국 주식시장의 현황, 중국 여덟 번의 IPO 일시정지, 중국 신주발행제도 , 3차 신주 발행개혁 그리고 3대 거래시장의 요약을 기술하였다.

제 3 장 IPO의 국내외 문헌에 대해 되돌아보고 학술 관련 분야에서 대표적인 이론과 관점을 종합하고 그 중에 일부 방법을 본 논문에서 참고로 했다.

제 4 장 자료의 수집에 대하여 소개하고 연구의 변수와 모형의 설정에 대하여 설명하였다. 마지막으로 실증분석을 진행하고 그 결과를 제시하였다.

제 5 장 결론에서는 연구결과를 요약을 제시하였다.



## 제 2 장 중국 주식시장의 현황

### 제 1 절 중국 주식시장의 구조<sup>4)</sup>

주식시장은 시장의 조직형식으로 구분할 수 있으며 장내거래(transaction on exchange)시장과 장외거래(outside dealing)시장으로 나뉜다. 장내거래 시장은 주식을 집중적으로 거래하는 장소, 즉 주식거래소이다. 중국 주요의 장내시장은 상해증권거래소와 심천증권거래소로 구성되어 있다. 상해증권거래소 (Shanghai Stock Exchange) 는 1990년 11월 26일에 설립되었고 같은 해 12월 19일에 정식으로 영업을 시작하였다. 상해증권거래소는 비영리법인이며 중국 증권 감독관리 위원회에서 직접 관리한다. 심천증권거래소 (Shenzhen Stock Exchange) 는 1990년 12월 1일에 설립되었고 1991년 7월 3일부터 정식으로 영업을 시작하였다.

주식거래소 이외에 다른 거래시장들도 있다. 이러한 거래시장들은 통일된 거래제도와 장소가 결핍함으로 장외거래시장 또는 카운터 거래시장이라 통칭한다. 중국의 장외시장은 정보와 거래시스템 (NET) 및 전국증권 자동 전적 시스템 (STAQ) 으로 구성되어 있다.

또한 투자자의 범위에 따라 중국 주식시장은 A주식시장, B주식시장과 H주식시장으로 나뉜다. 1990년 말에 개설된 A주식시장은 상장회사의 수나 시가 총액이 제일 많기 때문에 중국주식시장을 대표한다고 할 수 있다. A주식의 공적으로 이름은 인민폐보통주식이다. 그것은 중국 경내의 회사가 발행하고 경내 기관, 조직 혹은 개인(대만, 홍콩, 마카오 투자자 제외)에게 인민폐로 청약하고 거래하는 보통 주식이다. 중국 경내(상해, 심천)증권거래소에서 상장

4) 百度百科 (<http://baidu.com/view/33.htm>), (<http://baidu.com/view/10716.htm>)  
(<http://baidu.com/view/11212.htm>).  
财富创业(<http://www.cfcyb.com/news/>)참조.



거래되는 A주식은 ‘T+1’ 결제제도 (투자자가 당일 매입한 주식이나 펀드는 당일에 매도할 수 없고 그 다음 날 결제를 마친 후에야 매도할 수 있다; 투자자가 당일에 매도한 주식이나 펀드는 해당 자금을 그 다음날에야 찾을 수 있다.)를 실행한다.

B주식시장은 1992년 개설되었고 공적으로 이름은 인민폐특종주식이다. 이는 인민폐로 액면 가격을 명시한다. 외환으로 청약하고 매매하며 경내(상해, 심천) 증권거래소(상해증권시장에서 상장한 B주식은 달러로 가격을 계산하고 심천증권시장에서는 홍콩 달러로 가격을 계산한다)에 상장되는 외자주식이다. B주식회사는 경내에서 등록과 상장이 이뤄진다. 2001년 전에는 참여 투자자가 홍콩 마카오 대만지역을 비롯한 외국투자자, 법인 및 기타 조직, 해외에 거주중인 중국국민 그리고 중국 증권 감독관리 위원회가 규정한 기타 투자자로 제한되어 있었다. 2001년 후에는 합법 외화예금을 가진 중국대륙주민도 B주식을 투자할 수 있게 되었다. B주식은 “T+3”결제제도를 실행한다.

H주식은 중국 내륙에서 등록하고 홍콩에서 상장하는 외자주식이다.(이는 홍콩 Hongkong의 앞 글자에서 따온 것이다.) H주식은 “T+0”결제제도를 실행한다. 중국에서 기관투자 (institutional investor)는 H주식을 투자할 수 있지만 개인투자자는 현재까지 H주식을 직접적으로 투자할 수 없다.

## 제 2 절 중국 역사상 여덟 번의 IPO 일시정지

IPO 재개란 신주발행을 다시 시작하는 것이다. 중국주식시장은 “반복적인 시험과 오류시정”의 과정에서 성장한 시장이다. 중국주식시장은 설립할 때부터 지금까지 30년이 안되는데 여덟 번의 일시정지와 재개를 경험을 하였다. 일시정지시간은 짧게는 두 달에서 길게는 1년이 걸렸으며 누적정지 시간은 4년 반이나 된다.

여덟 번의 일시정지<sup>5)</sup> 와 재개과정은 다음과 같다.

5) 搜狐网证券要闻(<http://stock.sohu.com>), 百度百科(<http://baike.com>), 新浪财经网



**(1) 첫 번째 일시정지: 1994년 7월 21일부터 1994년 12월 7일까지**

1994년 민영기업 외국기업 등 기업형태의 출현 때문에 국가기업이 원래의 독점우세를 점점 잃게 되었다. 1연기에 저축이자율이 10.98% 높은 수준에서 유지되고 있다. 높은 이자순준 때문에 주식시장이 더 이상 매력적이지 않다. 주가지수가 폭락했다. 1994년 7월 30일 감독 관리기관에서 ‘3대 주식시장 구조정책’을 발표하면서 신주발행을 일시 정지시켰다. 상해종합주가지수<sup>6)</sup>가 당일 종가 333.92점에서 9월 13일에 1052.95으로 상승되었다. 10월 이후에는 시장시세가 점차 안정되었지만 1994년 12월 IPO를 재개한 후 주식시장은 다시 불황에 빠졌다.

**(2) 두 번째 일시정지: 1995년 1월 19일부터 1995년 6월 9일까지**

국채선물시장은 1992년 개설되었다. 시장자금의 대부분은 국채선물(National Bond Futures)에 집중되어 있었고 주식시장에 자금이 부족했기 때문에 하루 거래량의 겨우 몇 십만 위안이었으며 주식시장이 불황이었다. 한편 3월 27일 국채선물시장에서 전국을 놀라게 한 ‘3.27 국채위반사건’이 발생했다. 그리고 나서 5월 17일 중국 증권 감독관리 위원회에서는 <국채선물 거래실험 지 일시정지에 대한긴급통지>를 반포했다. 상장한지 2년 6개월 밖에 안 되는 국채선물이 마감되었다. 국채선물의 일시정지 때문에 일부 자금이 다시 주식시장으로 역류했다. 상해·심천증권시장은 한 동안 대폭 상승하다가 다시 하락해져 5월 22일 국무원증권위원회가 베이징에서 제5회 회의를 열었다. IPO가 재개되고 신주가 다시 발행 되면서 새로운 하락이 다시 시작되었다.

**(3) 세 번째 일시정지: 1995년 7월 5일부터 1996년 1월 3일까지**

1995년 IPO 수량과 규모가 대폭 감소했다. 상해, 심천증권거래소의 거래량도 1994년에 비해 대폭 감소되었다. 정지 기간에 지수가 두 번의 소폭 상승

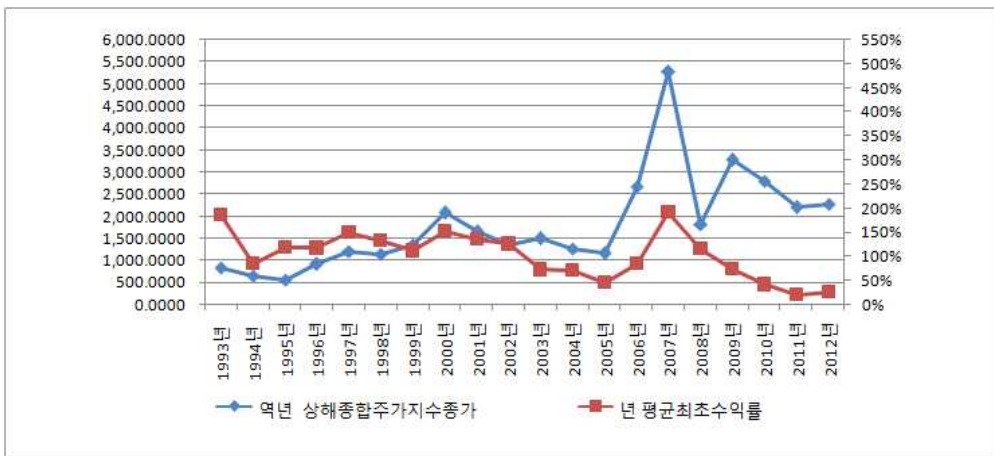
(<http://finance.sina.com.cn>) 참조하고 정리함.

6) 상해 증권 종합 지수(shanghai composite index)는 상해증권거래소에서 작성된 것이며 상해증권거래소에서 상장한 전부 주식을 계산 범위로 하고, 발행량을 가중치로 하는 가중 종합 주식 지수이다. 상해 증권 거래시장 전체적인 추세를 반영했다.



이 있었고 1996년 초까지 계속 하락했다. IPO를 재개한 후 지속적인 거시 정책 통제 하에 인플레이션 수준이 끊임없이 하락된다. 향후 2년 동안 상해·심천 IPO 수과 규모가 급속히 증가했고 거래도 활기를 되찾았다.

<그림1> 1993년부터 2012년까지 상해종합주가지수 증가 대비  
A주식시장 년 평균 최초수익률<sup>7)</sup>



#### (4) 네 번째 일시정지: 2001년 7월 31일부터 2001년 11월 2일까지

2001년 6월 14일 국무원에서는 <국유주식보유량을 감소하고 사회보조금을 모으는 임시관리방안>을 발표되었다. 해당방안을 발표하자마자 반응은 강렬했다. 2001년 7월 26일 국유주식 보유량 감소가 정식으로 시작되면서 주식이 폭락했다. 10월 22일 국유주식보유량감소방안이 중지되었다. 11월 2일 IPO 재개 이후 주식시장은 지분분할개혁이 실시 될 때 까지 3년 동안의 혼란시기를 겪었다.

#### (5) 다섯 번째 일시정지: 2004년 8월 26일부터 2005년 1월 23일까지

7) 본 표의 1993년~2004년 데이터는 蒋顺才, 胡果柳, 邓鑫, 中国A股IPO抑价率很高的一个新证据, 《湖南大学学报》(社会科学版) 2006年09月 第20卷 第五期에서 발췌함. 2005년~2012년 데이터는 이논문 저자가 东方财富网 (<http://data.eastmoney.com>) 에서 데이터를 수집하고 정리함.



2004년 8월 신주발행 일시정지, 다년간의 발행방식이 개혁을 직면한다. 2004년 12월 10일 중국 증권 감독관리 위원회에서<IPO 조회제도를 시행 통지>를 반포했다. IPO 조회제도가 정식으로 시행되었다. 중국 신주발행은 전면적으로 조회제의 단계로 들었다. 이것은 중국증권시장의 큰 시장개혁이다. 시장의 장기적인 발전과 제도개선에 있어서 중요한 역할을 했다. 일시정지 기간 동안 A주식시장에서는 여러 번의 반등이 일어났지만 하락추세가 확연히 드러났다.

**(6) 여섯 번째 일시정지: 2005년 5월 25일부터 2006년 6월 2일까지**

2005년 4월 29일 중국 증권 감독관리 위원회에서는 <상장회사 지분분할개혁 시행에 관한 통지>를 발표했고 지분분할개혁을 공식적으로 시작하였다. 지분분할개혁은 증권시장역상 가장 값고 가장 근본적인 제도 개혁이다. 일시정지 후 얼마 지나지도 않았는데 상해종합주가지수가 역사상 최저점인 998점까지 하락했다. IPO 일시정지가 끝나자 곧이어 주가지수는 다시 대폭 상승하기 시작했다. A주식은 역사상 가장 큰 상승세를 맞이했다.

**(7) 일곱 번째 일시정지: 2008년 9월 16일부터 2009년 6월 29일까지**

7번째 IPO 일시정지는 금융위기 폭발될 때 일어났고 9개월 동안 유지되었다. 2008년 9월 미국 제4대 투자은행이었던 리먼브러더스가 파산보호신청을 제출했기 때문에 A주식지수는 6142점에서 계속 하락하여 9월 18일 중국 A주식시장 주가지수는 1895.837점까지 하락했다. 2009년 5월 중국 증권 감독관리 위원회에서는 <신주발행체제의 진실보 개혁에 대한 지도의견>을 발표하고 공개적으로 이에 대한 의견을 구했다. 새로운 개혁이 시작이 되었다.

**(8) 여덟 번째 일시정지: 2012년 11월 16일부터 2014년 1월까지**

이번의 IPO일시정지의 원인은 여러 가지가 있었다. 그 중 하나는 2009년 8월부터 A·B주식은 계속 하락했고 연속 3년 동안 경제최악의 시장이 되었다. 또 하나의 원인은 2012년 12월 28일 중국 증권 감독관리 위원회에서는 <최초주식 공개발행회사 2012년도 재무보고 특정 감사업무에 관한 통지>를 반포한 후 중국 증권 감독관리 위원회에서 일련의 감독관리 정책을 반포





했고 역사상 가장 엄격한 IPO 회사 재무검사를 전개했다. 2013년 11월 30일 중국 증권 감독관리 위원회에서는<신주발행 체제개혁을 추진하는 의견>을 발표했다. 주식발행을 심사제에서 등록제(Registration System) 로 추진했다.

### 제 3 절 중국신주발행제도<sup>8)</sup>

신주 발행제도란 IPO시 발행 규제제도, 가격결정, 투자자에게 판매하는 제도를 말한다.

이 논문은 중국신주발행제도의 변화과정을 바탕으로 아래 와 같은 3가지 (발행 규제제도, 발행 가격결정, 발행 방식) 로 정리했다.

#### 1. 중국 신주발행 규제제도의 변화

신주발행 규제제도는 신주발행제도의 중요한 부분이다. 주식시장의 안정적 운영에 매우 중요한 의미를 가진다(马富强 , 2011).

신주발행 규제제도는 아래와 같이 심사제 단계와인가제 단계를 경험하였다.

##### (1) 심사제 단계

중국신주발행시장은 처음에 심사 제도를 채용했었다. 구체적인 실행은 한도관리 단계와 지표관리 단계로 나눌 수 있다.

가. 한도관리 단계 (1993-1995)

국가계획위원회와 국무원 증권위원회 등 관련 부서들이 공동으로 초기 방안을 세우고 국무원이 허가한 연도별 주식발행의 총액을 보고 한다. 그 다음으로 국민경제발전에 있어 각 성급 행정구역 및 각 업종이 차지하는 지위 및

---

8) 中国证监会(중국 증권 감독관리 위원회) [www.csrc.gov.cn](http://www.csrc.gov.cn) , <我国股票发行审核制度的演进历程>, <我国新股定价和配售制度演进> 참조하고 정리함.



요구에 따라 총액을 나눈다. 그리고 마지막으로 성정부가 주식발행 가능한 기업을 선택하고 확인한다. 먼저 주식발행에 필요한 자료를 제출하고 중국 증권 감독관리 위원회의 심사를 거쳐야 일반투자자에게 발행할 수 있다.

나. 지표관리 단계 (1996-2000)

1996년, 국무원 증권 감독관리 위원회에서 <1996년 전국 증권선물 작업에 관한 의견>을 발표했다. “총량통제, 집중파악, 수량한정” 관리방법을 채택했다.

## (2) 인가제 단계

1999년 7월 1일부터 정식으로 실행된 <중화인민공화국 증권법>에서 인가제의 법적인 위치를 명확히 확인했다. 주간사 추천 방법이 다르기 때문에 인가제는 통로제 단계와 보증추천제 단계를 거쳤다.

가. 통로제 단계(2001년-2004년)

증권규제부서가 각 주간사들이 가진 상장기업 수량을 확인하고, 주간사들이 하나를 발행하고 그것을 보고하는 절차로 상장기업을 추천하는 제도이다.

나. 보증추천제 단계(2004년-현재)

추천인은 발행자에게 증권 발행에 대해 추천하고 지도하며 상장기업 발행 자료의 진실성에 대하여 검토를 진행한다. 그리고 발행자와 협조하여 엄격한 정보 공개 시스템을 구성한다. 기업 상장 후 지정된 시간 안에 계속 발행자와 협조하면서 표준화 된 기업제배구조를 형성하기 위해 기업에게 시장요건에 부합하도록 독촉한다.

## 2. 발행방식의 변화

중국의 신주발행 방식도 끊임없는 발전과 변화를 경험하였다. 다음과 같이 중국 주식의 발행방식을 살펴보겠다.

### (1) 청약통장판매방식 (1991년-1993년)

20세기 90년대 초 채용했던 방식은 유한발행 청약통장 추첨당첨 청약하는



방식이었다.

## **(2) 무한도 판매 신청서와 은행 저축 예금과 직접 연계 방식 (1993년)**

1993년 국무원 증권위원회에서는<1993년 주식 판매와 청약방법>을 반포했다. 각급 정부가 소재지 인민은행 (people's Bank of China) 하고 상의해서 주민이 은행에서의 정기에금잔고의 비율에 의해 신청서를 배급 판매할 수 있다. 그 다음 청약한 신청서에 대해 공개적으로 번호 추첨을 진행한다. 당첨자가 규정에 따라 납부 수속을 처리하는 방식이다.

## **(3) 전액선납, 비율에 따른 배급판매 발행방식 (1994년)**

1994년 전액선납, 비율에 따른 배급판매 발행방식을 채용했다. 투자자가 규정된 청약기간 내에 모든 청약예금을 주간사의 은행 전문계좌에 저축하고, 청약이 끝난 후에 모두 동결한다. 그 후 자금 조사와 유효 청약에 대해 확인한 후 주식 발행 수량과 청약수량을 통해 판매 비율을 계산하고 주식을 배급 판매 하는 방식이다.

## **(4) 온라인경매 방식 (1994년-1995년)**

온라인경매 방식은 1994년-1995년 사이에 잠깐 나타났지만 효과가 이상적이지 않았다. 주간사가 증권 거래소의 거래 시스템을 이용해서 자신을 유일한 ‘판매자’로 삼고 발행자가 정한 최저가격에 따라 공모 주식의 수량을 해당 거래소의 주식발행 고유계정에 입력한다. 투자자는 ‘구매자’로서 발행 최저가격보다 높은 가격 및 한도수량으로 가격 경쟁을 청약하는 발행 방식이다.

## **(5) 온라인추첨 방식 (1995년-1997년)**

1995년-1997년 신주발행은 주로 온라인추첨방식을 취했다. 정해진 기간 안에 발행자와 주간사가 정한 가격으로 주식의 수량을 청약한다. 주간사가 주식발행수량과 유효청약수량으로 당첨률을 계산하고 번호 추첨을 진행한다.

## **(6) 온라인 발행과 법인배급판매를 결합하는 방식 (1999-2000)**

2000년 전 회사 자본총액에 대해 4억 위안의 제한이 있었다. 2000년 취소되었다. 회사 주식 발행은 법인에게 배급 판매할 수 있다. 여기서 말하는 법



인은 중화인민공화국 경내에 등록된 증권경영기관 이외의 인민폐 보통주식을 매입하는 권리가 있는 법인이다.

### **(7) 온라인가격결정발행과 2급 시장(거래시장)투자자에게 배급판매방식 (2000년)**

2000년 2월14일 중국 증권 감독관리 위원회가 <2급 시장 (secondary security market) 투자자에게 신주를 배급 판매하는데 관한 통지>를 반포했다. 정한 가격으로 해당 발행 수량의 50%를 시가 배급 판매하고 나머지 50%는 온라인 가격결정 발행하는 것이다.

## **3. 신주발행 가격결정 제도의 변화**

### **(1) 고정가격판매방식 (1990년부터 1998년까지)**

주간사가 먼저 일정한 기준으로 공모가격을 확인하고 그 다음에 투자자에게 청약을 한다. 공모가순이익비율 가격결정방법을 보편적으로 채택했으며 발행기업의 주당수익과 상대적으로 고정된 공모가순이익비율 수준으로 확정했다.

### **(2) 온라인경매발행 (1994년부터~1995년까지)**

1994년6월부터 1995년1월까지 사이에 온라인 경매방식이 잠시 나타난 적이 있다. 먼저 발행최저가격을 확인하고 투자자가 발행최저가격보다 높은 가격으로 신고하고 시간우선, 가격우선의 원칙에 따라 매매가 성립되었다.

### **(3) 공모가순이익비율 제한 (1999년부터 2001년까지)**

1998년 연말부터 신주발행 공모가순이익비율에 대한 제한이 완화되기 시작했고 공모가순이익비율의 상한선을 더 이상 규정하지 않았다. 1997년 7월 1일 <증권법>효력이 발생한다. 해당 법에 의하면 주식공모가격은 발행인과 주간사가 객관적인 조건과 시장상황에 근거하여 합리적으로 협상한 후에 확정된다.

### **(4) 조회방식발행 가격결정방식 (1999년)**



1999년 7월 28일 증권 감독관리 위원회에서 <진일보 주식발행방식을 개선하는 통지>를 반포했다. 자본총액이 4억 위안 이상인 회사들은 일반투자자에게 온라인 발행과 법인에게 배급판매를 결합시키는 방식으로 주식을 발행할 수 있게 한다. 이러한 방식 하에 발행인과 주간사는 공모가격구간을 확인하고 주식발행량을 법인에게 배급판매 부분과 온라인발행 부분으로 나누고 법인투자자에 대한 로드 쇼, 가격조회, 예약배급판매를 통해서 주식공모가격과 법인 청약자를 확인한다.

#### (5) 온라인누적입찰 가격결정방식 (2001년)

발행인과 주간사가 먼저 가격구간을 확인하고 투자자들이 해당구간 안에 경매입찰을 진행한다. 주간사가 일정한 초과청약배수에 근거하여 최종공모가격을 확인한다.

#### (6) 조회제 (2004년부터 현재까지)

2004년 12월 7일 증권 감독관리 위원회에서 <주식 최초 공개발행시행조회제도 문제에 관한 통지>및 <주식발행심사기준비망록 제18호-주식최초공개발행 조회대상조건과 행위에 대한 감독관리 요구>를 반포했으며 신주조회제도 정식으로 시행되었다. 발행인 및 보증추천기관이 기관 투자자에게 누적입찰 가격조회의 방식으로 공모가격을 확인해야 한다. 또한 가격조회에 참여하는 투자자가 이성적으로 가격을 제시하도록 하고 시장 조회과정에 대한 감독을 강화하기 위해 전액납부, 동일비율배급판매, 청약 및 배급판매 상황공고, 배치된 주식매각시간제한 등 네 가지 조치를 규정했다.

### 4. 3차 신주 발행개혁

그러나 실행한 이 조회제는 완전한 시장화 조회방법이 아니다. 미국을 비롯하여 성숙한 자본 시장의 누적입찰조회제와 차이가 있다(魏建, 马富强, 2011). 이러한 부족한 점이 존재하기 때문에, 2009년 5월 22일 중국 증권 감독관리 위원회에서 <신주발해체제의 진일보로 개혁에 대한 지도 의견>을



반포하고 공개적으로 피드백을 광범위하게 청취하였다. 1차 신주개혁이후, 증권 감독관리 위원회가 2010년 8월 20일, 2012년 4월1일에 2차 및 3차 개혁을 진행했고 신주의 조회제도가 갈수록 완벽해지고 있다.

<표1> 3차 신주 발행 개혁내용<sup>9)</sup>

1차 신주 발행 개혁 (2009년5월22일)	2차 신주 발행 개혁 (2010년8월20일)	3차 신주 발행 개혁 (2012년4월1일)
一、조회제 및 청약의 오퍼 규제체제를 개선하며 시장 화의 가격형성 체제를 형성 시킨다.二、온라인 발행 체 제를 개선하고 오프라인 및 온라인 청약 참여 대상들을 따로 분리시킨다.三、온라 인 개인 청약계좌에 상한선 을 정해준다. 四、신주 청 약위험공시를 강화시키고 모든 참여자들에게 명확한 시장 위험을 공시해준다.	一、오퍼청약 배급판매의 규제체제를 개선한다.二、 조회 대상 범위를 확대하고 오프라인 기관투자자수를 증가시킨다.三、가격결정정 보 투명도를 높인다. 발행 인 및 주간사는 가격조회에 참여하는 기구의 구체적인 오퍼상황을 밝혀야 한다. 四、콜백 시스템 및 발행 중지 체제를 개선한다. 발 행인 및 주간사는 발행 규 모와 시장 상황에 근거하여 매도과정을 합리적으로 설 계하고 매도위험을 효율적 으로 관리해야 한다.	一、규칙을 개선하고 책임 을 명확하게 하고 정보의 진실성 정확성 및 완전성을 강화한다. 二、가격조회 범 위와 배급판매의 비율을 적 당히 조절하고 가격결정규 제체제를 개선한다. 三、발 행 가격결정에 대한 감독 관리를 강화하고 발행인과 참여자들이 책임을 다하도 록 한다.四、상장회사 유통 주식 수량을 늘리고 공급부 족을 효율적으로 완화시킨 다.五、신주 조작행위에 대 한 감독관리 조치를 개선하 고 정상적인 신주 거래 질 서를 유지한다. 六、법률법 규 및 관련 정책을 엄격히 시행하고 부당행위에 대한 처벌 강약을 높인다.

9) 中国证监会 www.csrc.gov.cn, 新浪财经网 (http://finance.sina.com.cn) 新股发行制度在改革참조하고 정리함.



## 제 4 절 3대 거래시장 의 요약<sup>10)</sup>

### 1. 주도시장, 중소시장 및 창업시장의 개념

주도시장(Main Board market)은 ‘일판시장’이라고도 정의한다. 국가나 지역 증권을 발행 및 거래하는 주요 장소이다. 각 국의 주요 증권거래소가 보통 해당 국가의 주도시장이다. 예를 들면 뉴욕증권거래소 ( New York Stock Exchange ) 및 미국증권거래소(American Stock Exchange)가 바로 미국의 주도시장이다. 중국의 주도시장은 심천증권거래소 ( Shenzhen Stock Exchange ) 와 상해증권거래소 ( Shanghai Stock Exchange ) 이다. 주도시장은 자본시장 중에 가장 중요한 부분이며 국가나 지역의 경제발전상황을 반영할 수 있다. 주도시장은 상장기업에 대해 요구가 비교적으로 높다. 상장기업들은 대부분 대형 기업이며 커다란 자본규모와 안정적인 이윤능력을 가지고 있다. 엄격한 상장 기준이 주도시장 상장회사의 질을 보장하는 데 있어 유리함으로 위험성을 낮출 수 있다. 상장기업들은 대부분 석유, 화학 공업, 방직, 강철, 에너지원, 금융 등 전통적인 업종 안에 분포되어 있다(王业成, 2010).

창업시장GEM ( Growth Enterprises ) Board Market. ‘이판시장’ ( Second - board Market ) 이라고도 불린다. 창업적인 기업, 중소형기업 및 하이 테크놀로지기업들의 자금조달 및 발전을 위해 개설된 시장이다. 20세기 70년대부터 전 세계에서 많은 국가들이 창업기업을 돕기 위해서 창업시장을 개설했다. 미국나스닥시장 (NASDAQ), 영국대안투자시장 (AIM), 일본의 JASDAQ 시장, 한국의 코스닥시장 (KOSDAQ), 중국 홍콩장외시장 (HKGEM)

---

10) 百度百科 (<http://baidu.com/view/699317.htm>), (<http://baidu.com/view/908817.htm>) (<http://baidu.com/view/96367.htm>) 참조.



등 세계적으로 유명한 창업시장들이 솟아났다(王业成, 2010). 중국에서는 창업 시장이란 2009년 10월 23일에 개설된 심천창업시장을 특별히 지칭한다. 창업시장을 개설하는 주요 목적은 중소기업 특히 고성장성 기업을 지지하는 것이다. 주도시장과 비교하면 창업시장의 상장조건(회사의 성립시간, 자본규모, 중·장기 수익성 등)이 더 낮다. 또한 감독 관리제도, 정보공시, 투자위험성 등 쪽에서도 주도시장 하고 큰 차이가 존재한다. 주도시장하고 창업시장은 상장기업의 자본규모와 자금조달규모 쪽에 있어 구별이 가장 뚜렷하다. 창업시장은 주도시장을 제외한 고성장성을 지닌 중소기업과 하이 테크놀로지기업의 증권거래시장이며 상장기업의 자본규모와 자금조달액수의 기준이 주도시장보다 낮다.

2004년 5월 심천증권거래소에서 개설된 중소시장 SME ( Small and Medium Enterprises ) Board는 중국 자본시장의 발전역사에 있어 중요한 의미를 가지고 있다. 중소시장의 서비스는 성숙한 중소기업을 발전시키고 중국 중소기업에게 자본시장을 통해 자금조달 할 수 있는 수단을 제공해준다. 이에 비해, 주도시장의 서비스대상은 비교적으로 성숙하고 국가경제에서 주도적인 위치에 있는 기업들이고, 창업시장의 서비스대상은 성장 형이며 창업 단계에 있는 기업이며 중소시장의 요구조건보다 낮다. 어떤 기업은 조건이 주도시장의 요구에 적합하지 않아서 중소시장에서 상장 할 수밖에 없다. 중국 중소시장의 특징은 ‘두 불변’ 과 ‘네 독립’ 이라고 할 수 있다(董林林, 2008 ). ‘두 불변’ 은 중소시장 운영에 있어 지키는 법률, 법규와 규정이 주도시장과 같고, 중소시장의 상장회사도 주도시장의 상장조건과 정보공시요구 조건에 부합되는 것이다. ‘네 독립’은 중소시장이 운영독립, 감독독립, 코드독립, 지수독립을 실행하는 것을 말하는 것이다.

## 2. 주도시장, 중소시장 및 창업시장 상장한 조건 비교

주식 공개상장의 조건과 구체적인 요구는 다음과 같다:





**<표2> 주도시장, 중소증시 및 창업시장 상장 조건 비교**

조건	주도시장	중소시장	창업시장
자격	합법적으로 설립 & 유한책임회사		합법적으로 설립 & 지속적으로 3년 이상 운영된 유한책임회사
주요 업무 요구	최근 3년 동안 주요 업무가 큰 변화 일어나지 않았어야 한다.	(1) 독립적으로 운영할 수 있는 능력. (2) 완전한 업무 체계	주요 업무가 두드러져야 되며 동시에 자본조달은 주요 업무에만 사용될 수 있다.
자산 요구	최근 한 시즌에 무형 자산이 순자산 차지한 비율은 20% 보다 높으면 안 된다.		최근 한 시즌에 순자산이 2천만 원 인민폐보다 적으면 안 된다.
이익 요구	(1) 최근 3개의 회계 연도에 순이익이 정수이어야 하고 누적 3천만 원 인민폐를 넘어야 한다. (2) 최근 3개의 회계연도에 경영활동을 통해 생긴 현금흐름 순액이 누적 5천만 원 인민폐를 넘어야 한다. 혹은 최근 3개의 회계연도에 영업수익이 누적 3억 원 인민폐를 넘어야 한다. (3) 최근 한 시즌에 보완되지 못한 적자 존재하지 않다.	(1) 최근 3개의 회계연도에 순이익 다 정수이어야 하고 누적 3천만 원 인민폐를 넘어야 한다. (2) 최근 3개의 회계연도에 경영활동을 통해 생긴 현금흐름 순액이 누적 5천만 원 인민폐를 넘어야 한다. 혹은 최근 3개의 회계연도에 영업 수익이 누적 3억 원 인민폐를 넘어야 한다. (3) 최근 한 시즌에 무형 자산이 순자산에서 차지하는 비율은 20% 보다 높으면 안 된다. 최근 한 시즌에 보완되지 못한 적자 존재하지 않다.	(1) 최근 2년 동안 연속 이익이 남고 순이익이 누적 천만 원 인민폐보다 적으면 안 되며 지속적으로 증가하고 있어야 한다. (2) 혹은 최근 1년 동안 이익 및 순이익이 5백만 원 인민폐보다 적으면 안 된다. (3) 최근 1년 동안 영업수입 5천만 원 인민폐보다 적으면 안 되며 최근 2년 동안 영업수입의 증가율이 30% 이하이면 안 된다.
자금 용도	명확한 사용방향이 있어야 하며 원칙적으로 주요 업무에 사용되어야 한다.		명확한 사용용도가 있어야 하며 주요 업무에만 사용되어야 한다.
자본 요구	발행 전에 자본총액이 3천만 원 인민폐보다 적으면 안 된다.	발행 전에 자본총액이 3천만 원 인민폐보다 적으면 안 된다. 발행 후에 자본총액이 5천만 원 인민폐보다 적으면 안 된다	발행 후에 자본총액이 3천만 원 인민폐보다 적으면 안 된다

자료출처: <중화인민공화국 증권법>, <주식발행 및 거래관리 임시조항>과

<주식 공개상장관리방법>의 규정



## 제 3 장 기존연구

### 제 1 절 외국 기존연구제

<표3>에서 볼 수 있는 듯이 IPO저평가 현상은 전 세계 각 국가 주식 시장에서 존재한다. 1963년에 미국증권거래위원회(SEC-- the U.S Securities and Exchange Commission) 연구보고에서 미국 신주 상장 첫날의 평균 수익률이 양의 숫자가 나왔다. 처음으로 IPO저평가 현상을 제기했다. Reilly and Hatfield (1969); Stoll and Curly(1970); Logue(1973)는 상장한 신주에 대해 통계했다. 모두 IPO저평가 현상이 있다는 것을 발견했다. 미국시카고대학 교수 Ibbotson (1975)의 연구가 다시 한 번 저평가 현상의 존재를 실증했다. 그는 1960년부터 1969년까지 상장한 신주를 데이터로 선정했다. 연구결과가 신주 첫날 누적초과수익률이 11.4%로 나왔다. Ibbotson (1975)는 그 이유가 모르기 때문에 이러한 현상을 ‘신주 미스터리(IPO Underpricing Puzzle)’고 부른다. 이 후에 세계 각 국가의 학자들이 IPO저평가 현상에 대해 더 깊이 연구를 진행했었다. 20세기 80년대부터 전 세계에서 온 학자들이 다른 시기, 다른 지역의 증권시장에서 정도가 다른 IPO 저평가 현상 다 존재하고 있다고 끊임없이 보고가 되었다. 이 결과로 대량의 연구결과들이 나타났고 IPO현상을 설명하는 가설들이 많이 제기되었다.

IPO저평가 이론들 중에 지금까지 가장 영향력이 있는 이론은 Rock(1986)의 ‘승자저주가설’(Winner's Curse Hypothesis)이다. 이 논문에서 IPO 저평가 모형을 제기했다. 그 들은 투자자를 정보를 파악하는 내부투자자(Informed Investors)와 정보를 파악하지 못하는 외부투자자(Uninformed Investors)로 나누어진다고 주장한다. 정보를 파악하는 내부투자자가 정보 우세를 가지고 있어서 가격결정 낮은 주식을 주로 매입하고 가격결정 높은 주식을 매입



하지 않는다. 반대로 정보를 파악하지 못하는 외부투자자가 매입할 수 있는 신주가 대부분 가격결정 높은 주식이라서 손실을 입게 되고 이성적으로 시장에서 물러난다. 이것은 바로 '승자저주'이다. 상장 회사는 정보를 파악하지 못하는 외부투자자들이 자신의 주식을 더 많이 매입하도록 낮은 가격으로 주식을 발행한다. 그러므로 정보비대칭의 정도가 높을수록 저평가 현상이 심각해진다.

Beatty and Ritter(1986)이 Rock의 이론을 발전시켰다. 그들은 Rock의 '승자저주가설(Winner's Curse Hypothesis)'의 기초에서 사전불확정성 (Ex-ante Uncertainty Hypothesis) 개념을 투입해서 정보비대칭의 정도를 판단했다. 또한 변수를 선정해서 사전불확실성 (Ex-ante Uncertainty) 을 묘사했다. 예를 들어 발행규모 등을 실증한 연구방법으로 Rock의 가설을 검증했다. 그들은 사전불확실성 (Ex-ante Uncertainty) 이 클수록 신주발행의 저평가정도 더 높다고 여겨진다.

Baron and Holmstrom(1980) 및 Baron(1982)이 주간사와 발행회사(발행자) 간의 정보비대칭 측면에서 IPO 저평가 현상을 설명했다. 그들은 발행자와 주간사의 관계가 위탁 대리(Principal agency) 관계이다. 상장 회사들은 자본시장에 대한 알기가 부족하고 주간사들은 많은 시장정보와 신주발행의 가격결정 정보를 가지고 있다. 상장회사(위탁인)가 주간사(대리인)에게 권한을 부여주고 주식에게 합리적인 가격결정을 주고 자금조달 최대화를 실현하길 바란다. 그러나 상장회사(위탁인)는 주간사(대리인)에 비해 정보 열세에 처해 있어서 주간사를 완전히 감독할 수 없다. 주간사는 위탁판매 위험을 낮추고 좋은 명성을 세우고 이익 최대화를 실현하기 위해 주식을 저평가 발행해서 신주가 순조롭게 발행할 수 있도록 진행한다.



<표3> 32개 국가의 최초공모주 최초수익률

대상국가	연구자	표본 기업수	표본기간	최초수익 률(%)
호주	Lee, Taylor & Walter; Woo	381	1976-1995	12.1
벨기에	Rogiers, Manigart&Ooghe; Manigart	86	1984-1999	14.6
브라질	Aggarwal, Leal & Hernandez	62	1979-1990	78.5
캐나다	Jog & Riding; Jog &Srivastava; Kryzanowski&Rakita	500	1971-1999	6.3
중국	Datar& Mao; Gu and Qin (A shares)	432	1990-2000	256.9
핀란드	Keloharju; Westerholm	99	1984-1997	10.1
프랑스	Husson & Jacquillat; Leleux & Muzyka; Paliard & Belletante; Derrien &Womack; Chahine	571	1983-2000	11.6
독일	Ljungqvist	407	1978-1999	27.7
그리스	Kazantzis& Thomas; Nounis	338	1987-2002	49.0
홍콩	McGuinness; Zhao & Wu; Ljungqvist and Yu	857	1980-2001	17.3
인도	Krishnamurti& Kumar	98	1992-1993	35.3
인도네시아	Hanafi; Ljungqvist& Yu	237	1989-2001	19.7
이탈리아	Arosio, Giudici & Paleari; Cassia, Paleari & Redondi	181	1985-2001	21.7
일본	Fukuda; Dawson &Hiraki; Hebner&Hiraki;Hamao,Packer, &Ritter;Kaneko&Pettway	1,689	1970-2001	28.4
한국	Dhatt, Kim & Lim; Ihm; Choi & Heo	477	1980-1996	76.3
말레이시아	Isa; Isa & Yong	401	1980-1998	104.1
네덜란드	Wessels; Eijgenhuijsen&Buijs; Ljungqvist, Jenkinson& Wilhelm	143	1982-1999	10.2
뉴질랜드	Vos& Cheung; Camp & Munro	201	1979-1999	23.0
노르웨이	Emilsen, Pedersen &Saettern	68	1984-1996	12.5
필리핀	Sullivan & Unite	104	1987-1997	22.7
폴란드	Jelic&Briston	140	1991-1998	27.4
포르투갈	Almeida & Duque	21	1992-1998	10.6
싱가포르	Lee, Taylor & Walter; Dawson	441	1973-2001	29.5
남아공	Page &Reyneke	118	1980-1991	32.7
스페인	Ansotegui&Fabregat; Otero	99	1986-1998	10.7
스웨덴	Rydqvist; Schuster	332	1980-1998	30.5
스위스	Drobetz, Kammermann&Walchli	120	1983-2000	34.9
대만	Lin & Sheu; Liaw, Liu & Wei	293	1986-1998	31.1
태국	Wethyavivorn& Koo-smith; Lonkani&Tirapat	292	1987-1997	46.7
터키	Kiymaz; Durukan	163	1990-1996	13.1
영국	Dimson; Levis; Ljungqvist	3,122	1959-2001	17.4
미국	Ibbotson, Sindelar& Ritter	14,840	1960-2001	18.4

Ritter,J.R., Differences between European and American IPO Markets.European Financial Management,Vol. 9, No. 4, 2003, 421-434.



Baron and Holmstrom(1980) 및 Baron(1982)이 주간사와 발행회사(발행자) 간의 정보비대칭 측면에서 IPO 저평가 현상을 설명했다. 그들은 발행자와 주간사의 관계가 위탁 대리(Principal agency) 관계이다. 상장 회사들은 자본시장에 대한 알기가 부족하고 주간사들은 많은 시장정보와 신주발행의 가격결정 정보를 가지고 있다. 상장회사(위탁인)가 주간사(대리인)에게 권한을 부여주고 주식에게 합리적인 가격결정을 주고 자금조달 최대화를 실현하길 바란다. 그러나 상장회사(위탁인)는 주간사(대리인)에 비해 정보 열세에 처해 있어서 주간사를 완전히 감독할 수 없다. 주간사는 위탁판매 위험을 낮추고 좋은 명성을 세우고 이익 최대화를 실현하기 위해 주식을 저평가 발행해서 신주가 순조롭게 발행할 수 있도록 진행한다.

Tinic(1988)이 법률책임의 관점에서 IPO저평가 문제에 대해 연구했다. 미국 1933년 <증권법> 반포된 이후 엄격한 정보공시제도 때문에 투자은행, 발행회사들이 상당히 큰 소송 위험을 직면하게 되었다. IPO투자에서 손실을 본 투자자들만 더 많은 소송을 제기한다. 발행자와 주간사는 IPO 문제가 나타날 때 감당해야 할 법적 책임의 크기를 모른다. 그러므로 발행자와 주간사는 투자자가 손실을 본 후의 소송을 회피하기 위해 신주발행 과정에서 고의로 IPO 가격결정을 낮춘다. 이 가설은 ‘소송 회피 가설’ ( Lawsuit Avoidance Hypothesis ) 이라고 불린다.

Booth and Chua(1996)는 발행자가 의도적으로 IPO 가격결정을 낮게 한다고 여긴다. 목적은 투자자가 신주에 대한 과잉수요이 돼서 회사가 대량의 소주주를 가지게 되는 것이다. 이것은 바로 소유권분산 ( Ownership Dispersion ) 가설이다. 소유권분산 ( Ownership Dispersion ) 은 회사 주식의 유동성을 높일 수 있고 회사 인수합병 당하지 않도록 할 수 있다.

Allen and Faulhaber (1989), Welch(1989)는 발행기업 유상증자 ( Seasoned Equity Offering ) 동기로 IPO 저평가현상을 설명했다. 유상증자가설 ( Seasoned Equity Offering Hypothesis ) 은 신호가설 ( Signaling



Hypothesis ) 이라고도 불린다. 이 가설에 의하면 IPO 저평가는 발행기업이 투자자에게 내재가치를 전달하는 신호이다. 업적이 우수한 기업은 기업 실제 가치보다 낮은 공모가격을 의도적으로 선택해서 이로 인해 업적이 좋지 않은 기업을 구별한다. 그리하여 투자자들이 기업의 정보를 얻어서 앞으로의 유상증자에서 높은 가격을 지불하길 원한다. 업적이 우수한 발행기업은 유상증자를 통해 IPO 저가 발행의 손실을 보완할 수 있다. 업적이 좋지 않은 기업은 업적이 우수한 발행기업에 따라 IPO 저가 발행을 모방할 수 없다. 왜냐하면 IPO 저가 발행으로 인한 증자 부족과 유상증자 곤란의 문제를 담당해야 되기 때문이다.

Welch(1992)은 투자자 심리의 측면에서 IPO저평가 현상을 해석했다. 투자자가 투자결정을 내릴 때 다른 투자자의 행위를 관찰하고 비슷한 행위 결정을 내린다. 상장회사는 먼저 소량의 잠재적인 투자자가 청약을 끌어당김으로써 다른 투자자의 대량 청약을 끌어당겨서 군중심리를 일으키기 위해 IPO 주식을 의도적으로 저평가 발행한다. ‘유행효과’ ( Bandwagon Effects ) 가설 이라고 불린다.

## 제 2 절 중국 기존연구

靳云汇, 杨文(2003)은 1996년 1월 1일부터 2001년 9월 1일까지 상해증권거래소 (Shanghai Stock Exchange) 에서 발행 및 상장된 A주주식인 총 441개를 선정했다. 신주 초과수익률에 대한 통계에 의하면 중국의 IPO시장은 다른 나라들과 같이 저평가 현상이 존재한다. 게다가 저평가율이 상당히 높으며 5년 평균 저평가율이 77%이상이다. 신주 첫날 초과수익률에 대한 횡단면 분석을 통해 신주 발행 가격결정의 투자은행 신용 가설, 신호 가설, 시장 분위기 가설 등 이론들이 중국시장에서의 적용성에 대해 검증했다. 2000년 이전에 위에 세가지 이론 가설 검증되지 않았기 때문에 이러한 이론들이 중국 신주 저평가 현상을 설명할 수 없었다. 하지만 2001년 이론 가설 검증



이 성립되어 각 이론들이 중국의 신주 저평가 현상을 설명할 수 있게 되었다. 이것은 2000년 이후 실행된 신주 발행 허가제 및 발행 가격의 시장화가 중국IPO시장의 이성화, 신주 저평가 수준 합리화 및 시장 자원의 효율적인 배분 등에게 적극적인 영향을 미쳤다는 것이다.

沈艺峰, 陈雪颖(2002)은 중국 IPO의 시장행동(Market Conduct)에 대해 탐구했다. 연구 표본은 1993년부터 1998년까지 심천증권거래소(Shenzhen Stock Exchange)에서 상장된 283개 일반 A주주식을 포함한다. 연구 결과는 다음과 같다: 중국 IPO시장 첫날에 가격이 이상하고 높은 초과수익률이 있었다. 평균 최초수익률은 132.64%이었고, 시장지수 조정된 후 평균 초과 수익률은 132.15%였다.

王琳(2013)은 2009년 11월 1일부터 2012년 10월 11일까지 중국 A주 시장에서 상장된 820개 신주들을 선정해서 연구를 진행하였다. 중국 최근 3년 동안 신주 발행 저평가 정도가 30%이며 예년에 비해 많이 낮아졌다. 세계 선진 자본시장의 수준과 비교하면 아직 큰 차이가 있다. 신주 발행의 시장 요소에 대해 실증 분석했다. 첫날 수익률이 공모가격, 온라인 청약 당첨률, 오프라인 청약 당첨률과 통계적으로 부의 관계가 있다. 온라인 청약 당첨률이 낮은 것은 비이성 투자자가 다수 차지하고 시장 투기 분위기 심각해서 발행 저평가 지나치게 높은 것을 야기한다.

金燕华, 迟文杰(2008)은 2000년 1월 1일부터 2007년 10월 1일까지 상장된 회사들을 표본으로 선정했다. 분석 결과에 따르면 IPO저평가율은 전자 업종에 있어 높고 지속적인 특징을 보인다. 전자업의 하이 리스크, 하이 리턴 (high risk high return), 하이 테크놀로지(high-technology) 등 특징 때문에 해당 업종의 불안정성이 커져 IPO 저평가 현상이 일어나는 것이다. 이것은 투자자가 상장 회사의 미래 수익 불확실성에 대한 보상이다. 불확실성이 높을수록 이러한 보상도 높아지고 그러므로 IPO저평가율도 높아진다. 이 규칙은 하이 리스크 하이 리턴 (high risk high return) 원칙에 맞는 것이다.



蒋顺才, 将永明(2005)은 중국 신주 발행 제도(심사제도, 발행방식, 가격결정제도)의 변천으로 볼 때 중국 A주 시장 IPO저평가 현상에 대해 연구했다. 표본은 1990년 12월 19일부터 2004년 12월 31일까지 기간에 상해와 심천증권거래소에서 상장된 1237개의 A주 회사들이었다. 통계 결과와 ANOVA분석에 따르면: 중국 A주 시장 저평가율이 세계 다른 국가 및 지역의 평균 수준보다 훨씬 높게 나왔다. 연도 평균치는 하락 추세가 보이고 있다. 이러한 IPO저평가 특징은 중국 신주 발행 제도의 변천과 관련되어 있다. 중국 IPO 제도의 변천은 IPO 저평가율에 영향을 미치는 중요한 요인이다.

李志文, 修世宇(2006)은 2004년 6월까지 상장된 815개 주식을 표본으로 선정했다. 발행 연도, 업종, 상장지역에 따라 표본을 분류하고 신주 첫날초과수익률을 계산했다. 연구 결과를 보면 신주 첫날 초과수익률을 설명할 때 정보비대칭이론 Baron(1982)이 국외 선진국가에 더 정확하게 적용되지만 중국 주식시장에 있어 정보비대칭이론 Baron(1982)이 신주 첫날 초과수익률 현상을 잘 설명하지 못한다. 또한 신주 발행 과정에서 감독관리기관이 공모가격에 대한 제한은 중국 자본시장 신주 첫날 초과수익률이 발생하는 주요 원인이다. 상장회사의 의도적 인 행위가 아니다.

王散激(2010)은 2009년 10월 30일부터 2010년 7월 10일까지 심천창업시장에서 상장된 93개 회사들을 표본으로 선정했다. 실증분석을 통해 중국 창업시장 IPO 저평가 수준이 높다는 것을 발견했다. 선정된 93개 표본기업들의 평균 저평가율이 54.6%였다.

谢金楼(2010)은 2005년 6월부터 2008년 8월까지 중국 A주 시장에서 상장된 IPO회사를 표본으로 선정했고 표본 총량은 259개였다. ‘승자저주 가설’(Winner's Curse Hypothesis)과 ‘투자자심리 가설’이 중국에서의 적용성을 실증분석을 하였다. 기존연구에서 IPO저평가에 관한 ‘승자저주’ 가설(Winner's Curse Hypothesis)이 중국 A주 시장 IPO 저평가 현상을 거의 설명하지 못하며 거래시장에 투자자가 신주에 대한 선호 및 투기는 중국 A주 시장IPO 저평가 정도에 영향을 미치는 중요한 원인이다.





李建超, 周焯华(2005)는 중국 중소시장에서 상장한 주식에 대해 실증 분석을 하였다. 2004년 6월부터 2004년 11월까지 심천증권거래소(Shenzhen Stock Exchange)에서 상장된 모든 중소시장의 주식 총 38개를 선정했다. IPO 평균 초과수익률이 69.67%로 나왔다. 선진 국가(영국, 미국 등)의 평균 초과수익률보다 높다. 중국 중소시장 IPO에 있어 심각한 저평가 현상이 존재한다. 또한 거래시장에서 투기거품 현상이 존재한다.

韩德宗, 陈静(2005)은 1997년 1월부터 1999년 12월까지 상해증권거래소와 심천증권거래소에서 상장된 A주주식 379개를 표본으로 선정해서 연구를 진행했다. 1997년1월-1999년 12월간에 평균 초과수익률이 135.3%이다. 실증 분석 결과에 따르면 중국 IPO저평가 정도가 가장 심각해서 발행시장과 거래시장 간에 발전이 불균형의 문제가 존재한다. 상장회사의 정보가 충분하지 못해서 IPO 상장한 후 시장가치의 불확실성을 야기하고 가격 변동이 크다. 또한 그들은 중국 거래시장에 있어 투기거품 현상이 존재한다는 것을 증명했다.

陈工孟, 高宁(2000)은 1992년부터 1996년까지 상장한 480개 A주하고 85개 B주를 선정했다. 기준연구 기초에서 중국 주식시장의 실제 상황하고 결합하여 중국시장의 특유 요인이 저평가 정도에게 영향을 미치는지, 어떻게 미치는지를 분석했다. 연구에서 A주의 평균 저평가율이 335%나 되고 다른 나라보다 훨씬 높다는 사실을 발견했다. B주의 상황은 A주하고 극히 달랐다. 평균 저평가율이 26%밖에 안 되고 선진국증권시장의 상황하고 비슷하다.

叶刚(2010)은 중국 창업시장 IPO 저평가 현상에 대해 실증분석을 하였다. 2009년 10월 30일부터 2010년 1월 8일까지 창업시장에서 상장된 42개 회사들을 연구 대상으로 선별했다. 연구 결과에 따르면 중국 창업시장 IPO저평가율이 높은 것으로 나타났다. 창업시장 IPO저평가율에 대해 설명력이 있는 변량은 신주상장 첫날 거래회전률, 당첨률, 공모가순이익비율, 발행규모이다.

杨丹, 王莉 (2001) 는 1998년1월1일부터 2000년12월31일까지 상장한 225개 A주를 선택했다. 그 중에 상해증권거래소는 132개 선전증권거래소는



93개. 그들은 Rock의 ‘정보비대칭가설’을 검증했다. 실증결과로 보면, 중국의 신주발행에 있어 정보비대칭이 확실히 존재하며 신주저평가의 정도가 정보비대칭의 정도하고 정의 관계가 있다.

刘煜辉, 熊鹏(2005)은 1995년-2003년 상해 및 심천증권거래소 A주식시장에서 상장한 908개 주식을 선택했다. 연구결과를 보면 1995년-2003년 사이에 상장한 908개 A주의 상장 첫날 평균 수익률은 129%나 된다. 그들은 중국시장 ‘지분분할’ 및 ‘정부통제’ 제도가 높은 IPO저평가를 야기한 근본적인 원인이라고 여긴다.

徐倩(2009)은 행위금융학의 이론을 도입하여 신주시장에서 투자자들의 비이성적인 행동을 분석했다. 투자자의 비이성적인 행동이 중국 IPO저평가 현상에 대한 영향을 토론하고자 했다. 2004년1월1일-2004년12월31일 상해 및 심천증권거래소에서 상장한 98개 신주를 데이터로 성정했다. 실증분석 결과를 보면, 신주시장에서 심각한 투기현상이 존재하는 것으로 나타났다.



## 제 4 장 실증분석

### 제 1 절 표본의 선정

<표4> 중국 A주식시장 연도별 및 시장별 IPO건수

일시정지 (전)						일시정지 (후)					
2006년		2007년		2008년		2009년		2010년		2011년	
64		121		76		94		347		281	
주도시장	13	주도시장	23	주도시장	5	주도시장	7	주도시장	26	주도시장	38
중소시장	51	중소시장	98	중소시장	71	중소시장	51	중소시장	204	중소시장	115
						창업시장	36	창업시장	117	창업시장	128
											74

본 연구는 중국 IPO 7번째 일시정지 ( 2008년 9월 16일부터 2009년 6월 29일까지 ) 전 · 후 상해증권거래소 및 심천증권거래소에서 상장한 A주식 신주를 데이터로 선정했다. IPO 관련 정보를 얻을 수 없는 기업 3개 외 일시정지 전 데이터는 총 261개 이며 일시정지 후 876개 이다. 상장된 기업의 모든 데이터는 东方财富网 ( 동방재부사이트 <http://data.eastmoney.com> ) 、中财网 ( 중재사이트 <http://data.cfi.cn/> ) 、新浪财经 ( 신랑재경 <http://finance.sina.com.cn/> ) 、巨灵金融服务平台 ( 거령금융서비스플랫폼 GENIUS FINANCE ) 으로부터 수집했다. 지수는 沪深300指数 ( 상해심천300 지수는 상해 및 심천증권거래소가 2005년 4월 8일 공동 발표한 A주식시장의 전반적인 추세를 반영한 지수이다)를 채택했다. 수집한 데이터는 Excel2007로 정리하고 SPSS20 통계분석소프트웨어로 회귀분석을 진행한다.



## 제 2 절 연구 모형 및 변수의 선정

### 1. IPO저평가 정도 측정

보통 IPO의 저평가 정도를 측정하는 방법<sup>11)</sup>은 최초수익률과 시장초과수익률 두 가지가 있다. 최초수익률은 신주가격결정의 절대적인 저평가 정도를 반영하는데 시장 상황이 주가 변동에 미치는 영향을 고려하지 않는다. 시장초과수익률은 신주 가격결정의 상대적인 저평가 정도를 반영하는데 시장 상황을 종합적으로 고려하기 위해 신주의 최초수익률에서 시장의 평균수익률을 차감하여 측정한다.

IPO의 최초수익률:

$$U = (P1 - P0)/P0 \dots \dots \dots (1)$$

U: IPO의 최초수익률

P1: 신주의 상장일 종가

P0: 신주의 공모가격

IPO의 시장초과수익률 :

$$U' = (P1 - P0)/P0 - (I1 - I0)/I0 \dots \dots \dots (2)$$

U: IPO의 시장초과수익률

P1: 신주의 상장일 종가

P0: 신주의 공모가격

I1: 신주의 공모일 시장지수 종가

I0: 신주의 상장일 시장지수 종가

---

11) IPO 저평가 정도를 측정하는 방법은 강효석(1990)에 기초하였음.



중국 주식시장 신주발행일 와 상장일 사이에 긴 기간이 있다는 걸 고려해서 그동안 시장 조건에 있어 큰 변화가 일어날 수도 있기 때문에(刘煜辉、熊鹏, 2005) 본 연구에서는 IPO의 저평가 정도를 측정하는 방법을 시장조정모형을 이용하여 선정하였다.

## 2. 다중회귀분석모형

위의 방법으로 저평가율을 측정한 다음 그것의 가능한 결정요인을 규명하기 위하여 다음과 같은 다중회귀분석을 시도한다. 회귀모형의 종속변수에는 시장초과수익률을 사용하며, 독립변수로는 기존 연구를 바탕으로 저평가율 분석에 적합한 변수들을 선정하였다.

$$Y = \alpha + \beta_{price} \times PRICE + \beta_{pe} \times PE + \beta_{turnover} \times TURNOVER + \beta_{zql} \times ZQL + \beta_{roe} \times ROE + \beta_{dt} \times DT + \beta_{mf} \times MF + \varepsilon \dots \dots \dots (3)$$

단, Y= 시장초과수익률

PRICE= IPO공모가격

PE= 공모가순이익비율

TURNOVER= 거래회전률

ZQL= 당첨률

ROE= 자기자본이익률

DT= 공모일에서 상장일까지의 기간

MF= 시장분위기

$\varepsilon$ = 오류항

### (1) 공모가격(PRICE)

曹凤岐, 董秀良(2006)은 IPO공모가격이 시장가격보다 기업 가치를 더 잘 반영한다고 주장했다. 공모가격의 높고 낮음이 투자자의 신주 투자결정에 대



해 영향을 미칠 수 있다. IPO의 공모가격이 낮을수록 투자자가 신주를 더 많이 사들이고 투자자가 이익을 높일 수 있는 공간이 더 커진다. 상장 후 가격이 상승되는 폭 더 커진다. 따라서 본 연구에서는 공모가격과 시장초과수익률은 부의 관계에 있을 것으로 기대한다.

## (2) 공모가순이익비율 ( PE )

$$\text{공모가순이익비율}^{12)} = \text{주식의 공모가격} / \text{주당순이익}$$

공모가순이익비율의 크기는 중국 주식발행 저평가에 영향을 미치는 요소들 중의 하나이다. 공모가순이익비율은 주식의 공모가격과 주당순이익비율이며 주식가격을 판단하는 중요한 수치이다. 뿐만 아니라 상장회사의 시장가치도 반영할 수 있다(杨育生, 2009). 많은 중국학자들도 공모가순이익비율이 중요한 수치라고 주장했다. 공모가순이익비율이 저평가율에 대한 영향에 관해 2가지 관점이 있다 하나는 공모가순이익비율이 높을수록 회사수익성이 뛰어나고 저평가율이 높아진다(杨育生, 2009), (谷秀娟, 2009), (李金栋, 王建中, 2010). 또 하나는 공모가순이익비율이 높을수록 저평가율이 더 낮아진다 즉 공모가순이익비율과 시장초과수익률은 부의 관계라는 관점이다(张宜生, 2013), (郝好, 2008). 그러므로 예상 공모가순이익비율과 시장초과수익률과의 관계는 확정적이지 않다.

## (3) 거래회전률(Turnover)

$$\text{거래회전률} = (\text{주식거래량} / \text{총 주식수량}) * 100\%$$

거래회전률은 주식 거래의 빈도를 나타낸다. 주식의 거래회전률이 높을수록 해당 주식의 거래가 활기를 띠고 사람들이 해당 주식을 구매하는 의향이

12) 공모가주가수익률: 주식의 공모가격과 주당수익의 비율을 뜻하다. 이 수익은 하나의 조사기간(보통 12개월) 내의 수익이다.



높고 해당 주식이 관심 주 (hot issue) 라는 뜻이다. 반대로 주식의 거래회전률이 낮을수록 해당 주식의 관심도가 낮고 비인기주라는 뜻이다. 거래회전률이 높다는 것은 주식의 유동성이 좋다는 뜻이고 따라서 시장에 진출하는 것이 상대적으로 쉽다. 거래회전률은 거래시장에서 과도한 투기현상이 존재하는지 아닌지를 판단하는 중요한 지표이다. IPO 상장 첫 날의 거래회전률이 높은 주식은 발행 시장에서의 투자자가 상장 첫날에 주식을 매도하는 경향이 있고 장기 아닌 단기 투자자가 많다는 것이다. 또한 신주거래시장에 개입하는 투자자가 많다는 뜻이다(刘永文, 楼蔚, 2010). 따라서 본 연구에서는 거래회전률과 시장초과수익률은 정의 관계에 있을 것으로 기대한다.

#### (4) 당첨률(ZQL)

$$\text{당첨률} = (\text{주식발행수량} / \text{유효청약수량}) * 100\%$$

당첨률은 발행시장 투자자심리(investor sentiment)을 판단하는 지표이다. 공모 일에 신주를 청약하고, 상장 일에 공모가격보다 높은 가격으로 판매하므로써 초과수익률을 획득하는 것은 투자자가 신주를 청약하는 직접적인 원인이다(任柏强, 张一力, 易晓文, 2001). 발행시장에서 신주에 대한 수요가 많으면, 당첨률이 낮아진다. 신주를 배정 받지 못한 투자자들은 거래시장으로 방향을 바꿔서 주식을 다투어 구매하기 때문에 거래 시장의 신주거래 가격이 올라가며 (姜欣, 2012), 따라서 초과수익률도 높아진다. 따라서 본 연구에서는 당첨률과 시장초과수익률은 부의 관계에 있을 것으로 기대한다.

#### (5) 자기자본이익률(ROE)

본 논문에서는 회사가 상장하기 전의 연도 자기자본이익률을 선택했다. 자기자본이익률은 회사업적(corporate business results)을 측정하는 중요한 지표(周尘, 2008)이며 높을수록 기업수익능력이 더 강하다는 뜻이다. 투자자가 회사의 미래 비전에 대해 좋은 기대치를 가져 많이 매입하는 경향이 있



기 때문에 공모가격도 상대적으로 더 높아진다. 따라서 본 연구에서는 자기 자본이익률과 시장초과수익률은 부의 관계에 있을 것으로 기대한다.

## (6) 공모 일에서 상장 일까지의 기간

공모일과 상장일간에 일정한 시차가 존재한다. 그 기간 동안 거래시장의 추세는 공모가를 결정할 때는 예측할 수 없다(Chowdhry and Sherman, 1996). 신주 가격결정을 할 때 그때 당시 거래시장의 상황을 참고로 하고 하지만 상장될 때까지 주식이 대폭 하락하면 신주 상장 가격도 대폭 하락할 것이다. 그리고 기간이 길어질수록 미래 주식가격의 불확실성이 더 커진다. 신주 발행의 저평가 폭도 커진다 (李建超, 周焯华, 2005). 따라서 본 연구에서는 공모 일에서 상장 일까지의 기간과 시장초과수익률은 정의 관계에 있을 것으로 기대한다.

## (7) 시장분위기(MF)

<그림2> 2006년부터 2012년까지 매일 상해심천300지수



시장분위기가설은 시장 상태와 거래 시장 투자자의 투기는 신주의 저평가를 야기하는 중요한 요소이다(梁志隆, 2010). 같은 시기에 많은 기업들이 상장해서 대량의 정보들이 한꺼번에 나타나면서 투자자의 시간과 에너지가 제





한적이다. 그렇기 때문에 정보를 차지하지 못한 투자자들이 정보를 획득하는 것은 더 어려워지고 정보의 비대칭을 증가시키고 더 높은 신주 발행 저평가를 요구한다. 일반적으로 주식시세가 오름세에 있으면 시장상태가 좋고 대부분 투자자들의 투자 의향이 강하다는 것이다. 투자자 심리(investor sentiment)가설 이론에 따르면, 투자자의 과도한 낙관적인 심리 때문에 공모주는 늘 투자자들이 다투어 구입하는 대상이 된다(刘永文, 楼蔚, 2010). 이때 투기 더 심각해지고 IPO 저평가 정도를 키울 수 있다. 주식 시세가 약세에 있을 때는 정반대이다. 따라서 본 연구에서는 시장분위기와 시장초과수익률은 정의 관계에 있을 것으로 기대한다.

본 논문은 상해심천300지수로 근거하여 시장전체 동향을 대표한다. 시장분위기와 IPO저평가를 간의 관계를 알아내기 위해 지수와 시간간의 기울기수치를 시장분위기를 측정하는 대리변수로 삼기로 했다. 먼저 2006년부터 2012년까지 매달의 지수와 시간간의 기울기를 계산해내고 계산을 통해 84개월의 지수와 시간간의 기울기 수치를 얻었다. 마지막으로 IPO상장할 때 해당되는 월의 기울기수치에 따라 저평가율과 회귀분석을 진행한다.

## 제 3 절 실증분석 결과

### 1. 일시 정지 전·후 실증분석 결과

<표5>는 분석에 이용된 변수들에 대한 기초통계량을 제시하고 있다. 일시 정지 전과 일시정지 후 표본은 여러 변수에서 확연한 차이가 존재하였다.

#### <표5>일시정지 전·후 변수의 기초통계량

이 표에서는 분석에 이용된 변수들에 대한 기초통계량을 제시하고 있다. 각 수의 설명은 다음과 같다. 시장초과수익률은  $(P1-PO)/(PO-(I1-I0)/I0 * 100\%$ 이다. PRICE는 공모가격이다. PE는 주식의 발행가격 나눈 주당순이익이다. TURNOVER는 (주식거래량 나눈 총 주식수



량)\*100%이다. ZQL는 (주식발행수량 나눈 유효청약수량) \* 100%이다. ROE는 자기자본이익률이다. DT는 공모 일에서 상장 일까지의 기간이다. MF는 시장분위기를 측정하는 대리변수이다.

변수	일시정지 전 (2006년-2008년)					시정지 후 (2009년-2012년)					차이
	평균	중앙치	표준편차	최대치	최소치	평균	중앙치	표준편차	최대치	최소치	t-값 z-값
시장 초과 수익 률	142.9 7	106.2 1	105.3 8	538.0 2	-0.0 1	35.4 4	25.9 9	45.2 5	626.7 2	-86.1 3	16.050 (0.000) 18.700 (0.000)
PRI CE	10.85	9.95	5.79	36.99	2.18	26.1 4	22.9 1	14.9 2	148.0 0	2.58	-24.71 (0.000) -18.727 (0.000)
PE	27.32	28.55	9.22	98.64	6.67	49.2 4	46.8 2	20.7 4	150.8 2	2.55	-24.259 (0.000) -18.035 (0.000)
TUR NOV ER	70.88	71.76	12.13	94.05	24.8 0	69.9 5	76.3 1	20.4 5	95.92	12.11	0.908 (0.364) 2.950 (0.003)
ZQL	0.32	0.14	0.53	5.36	0.01	1.47	0.79	3.07	65.52	0.10	-10.651 (0.000) -19.009 (0.000)
ROE	23.04	22	13.04	101.6 0	0.29	30.4 1	27.5 8	14.3 5	168.8 3	0.23	-7.431 (0.000) -8.451 (0.000)
DT	13.13	13	3.48	23	7	11.3 7	11	3.87	35	3	6.623 (0.000) 8.833 (0.000)
MF	2.08	6.67	17.94	27.97	-37. 42	-2.6 1	-3.0 1	7.60	16.74	-29.7 0	4.112 (0.000) 7.229 (0.000)

주) 일시정지 전과 일시정지 후 간 평균값이 차이에 대한 t-test와 중앙값 차이에 대한 비모수 통계검정 방식이 Wilcoxon 검정에 근거한 z값임. ( )은 p-값임.

<표6>는 회귀분석 다중 공선성의 문제를 검토하기위하여 독립변수들 간의 상관계수를 표시한 것이다.



### <표6> 변수 간 상관관계

이 표에서 표시되어 있는 통계량은 Pearson 상관계수를 나타낸다. 각 변수의 설명은 다음과 같다. PRICE는 공모가격이다. PE는 주식의 발행가격 나눈 주당순이익이다. TURNOVER는 (주식거래량 나눈 총 주식수량)\*100%이다. ZQL는 (주식발행수량 나눈 유효청약수량) \* 100%이다. ROE는 자기자본이익률이다. DT는 공모 일에서 상장 일까지의 기간이다. MF는 시장분위기를 측정하는 대리변수이다.

	PRICE	PE	TURNOVER	ZQL	ROE	DT	MF
PRICE	1.000	0.574**	-0.144**	0.178**	0.499**	-0.078**	-0.1458**
PE		1.000	-0.003	-0.040	0.094**	-0.023	-0.115**
TURNOVER			1.000	-0.281**	-0.145**	0.091**	-0.043
ZQL				1.000	0.225**	-0.084**	0.014
ROE					1.000	-0.094**	-0.120**
DT						1.000	0.191**
MF							1.000

\*\*상관계수는 0.01 수준(양쪽)에서 유의합니다.

### <표7> 일시정지 전·후 년 도별 시장초과수익률의 기술통계량

일시정지 전 (2006년-2008년)						일시정지 후 (2009년-2012년)					
표본기간	표본기업수	평균	표준편차	최대치	최소치	표본기간	표본기업수	평균	표준편차	최대치	최소치
2006년	64	84.8	59.7	345.7	-0.01	2009년	94	74.2	40.8	209.7	2.31
2007년	121	190.9	112.1	538.0	30.44	2010년	347	41.3	41.5	275.3	-17.58
2008년	76	115.8	89.8	403.6	7.87	2011년	281	20.3	31.1	198.9	-86.13
						2012년	154	26.3	59.3	626.7	-67.88

데이터는 이 논문 저자가 东方财富网 ( <http://data.eastmoney.com> ) 에서 데이터를 수집하고 정리함.



위의 <표7> 은 년도 별로 시장초과수익률의 기술통계량을 요약한 것이다. 2006년부터2008까지 각 년도의 저평가 수준이 모두 높다. 특히 2007년 시장초과 수익률의 평균값이 190.87%나 된다. 2009년부터 2012년까지의 시장초과수익률이 대폭적으로 낮아졌다. 표본기업수를 볼 때 일시정지 후의 표본 기업 수는 전보다 많다.

본 논문은 앞서 IPO 7번째 일시정지와 일시정지동안 실행된 신주발행체제개혁을 중심으로 해서 신주발행체제개혁과 IPO7번째 일시정지가 IPO저평가율에 미치는 영향을 탐구했다. 2009년 5월 22일 중국 증권 감독 관리위원회에서 <신주발행체제의 진일보로 개혁에 대한 지도 의견>을 발표하고 공개적으로 이에 대한 의견을 구했다. 새로운 개혁의 시작이고 또한 7번째 일시 정지된 IPO시장의 새로운 재개를 의미한다. 이번 개혁은 중국증권시장에 많은 영향을 미쳤으며 주목을 받았다. 1차 신주개혁이후, 증권 감독 관리위원회가 2010년 8월20일에, 2012년 4월1일에 2차 및 3차 개혁을 진행했다.

본 논문은 IPO 7번째 일시정지동안 실행된 1차 신주개혁을 분계선으로 하고 IPO 7번째 일시 정지 및 1차 신주개혁과 그 후에 진행된 두 번의 신주개혁이 재개 후 IPO 시장의 저평가율을 효과적으로 낮췄는지 여부에 대해 탐구했다.

신주발행체제개혁과 IPO저평가율 간의 관계를 측정하기 위하여 D1, D2를 dummy변수로 사용하였다. 1차 신주발행체제개혁 전/1차 신주발행체제개혁 후 D1에서 1차 신주발행체제개혁 실행 후의 표본은 1로 정하고 1차 신주발행체제개혁 실행 전의 표본은 0으로 정한다. 2차 신주발행체제개혁 전/2차 신주발행체제개혁 후 D2에서 2차 신주발행체제개혁 실행 후의 표본은 1로 정하고 2차 신주발행체제개혁 실행 전의 표본은 0으로 정한다. 2006년부터 2012년까지의 시장초과수익률에 대해 회귀분석을 진행한다. 신주발행체제개혁의 실행에 따라 신주의 조회제도가 갈수록 완벽해지고 증권시장의 자유시장공간이 커질 것이며 따라서 IPO 저평가 정도는 하락하게 될 것이다. 그래서 D1, D2의 회귀계수는 부로 예상된다. 다음과 같은 결론이 나왔다:



### <표8> 시장초과수익률과 각 변수들 간의 회귀분석 결과

이 표에서는 아래 식에 다한 회귀분석 결과를 제시하고 있다. 각 변수의 설명은 다음과 같다. Y(all)는 2006년부터 2012년까지의 시장초과수익률이다. PRICE는 공모가격이다. PE는 주식의 발행가격 나눈 주당순이익이다. TURNOVER는 (주식거래량 나눈 총 주식수량)\*100%이다. ZQL는 (주식발행수량 나눈 유효청약수량) \* 100%이다. ROE는 자기자본이익률이다. DT는 공모 일에서 상장 일까지의 기간이다. MF는 시장분위기를 측정하는 대리변수이다. 1차 신주발행체제개혁 전/1차 신주발행체제개혁 후 D1에서 1차 신주발행체제개혁 실행 후의 표본은 1로 정하고 1차 신주발행체제개혁 실행 전의 표본은 0으로 정한다.

모형:  $Y(all) = \alpha_{all} + \beta_{price} \times PRICE + \beta_{pe} \times PE + \beta_{turnover} \times TURNOVER + \beta_{zql} \times ZQL + \beta_{roe} \times ROE + \beta_{dt} \times DT + \beta_{mf} \times MF + D1 + \varepsilon_{all}$

종속 변수	설명변수								
	constant	PRICE	PE	TURNOVER	ZQL	ROE	DT	MF	D1
Y(all)	52.377 (4.958) **	-0.346 (-1.974) *	0.193 (1.720)	1.164 (11.935) **	-0.899 (-1.303)	-0.123 (-0.842)	0.596 (1.269)	0.918 (5.606) **	-98.081 (-19.828) **
Adj.R2 =0.442 F value =113.517 N=1137									

( )는 t통계치. \*: 5% 유의수준. \*\*: 1% 유의수준.

### <표9> 시장초과수익률과 각 변수들 간의 회귀분석 결과

이 표에서는 아래 식에 다한 회귀분석 결과를 제시하고 있다. 각 변수의 설명은 다음과 같다. Y(all)는 2006년부터 2012년까지의 시장초과수익률이다. PRICE는 공모가격이다. PE는 주식의 발행가격 나눈 주당순이익이다. TURNOVER는 (주식거래량 나눈 총 주식수량)\*100%이다. ZQL는 (주식발행수량 나눈 유효청약수량) \* 100%이다. ROE는 자기자본이익률이다. DT는 공모 일에서 상장 일까지의 기간이다. MF는 시장분위기를 측정하는 대리변수이다. 1차 신주발행체제개혁 전/1차 신주발행체제개혁 후 D1에서 1차 신주발행체제개혁 실행 후의 표본은 1로 정하고 1차 신주발행체제개혁 실행 전의 표본은 0으로 정한다. 2차 신주발행체제개혁 전/2차 신주발행체제개혁 후 D2에서 2차 신주발행체제개혁 실행 후의 표본은 1로 정하고 2차 신주발행체제개혁 실행 전의 표본은 0으로 정한다.

모형:  $Y(all) = \alpha_{all} + \beta_{price} \times PRICE + \beta_{pe} \times PE + \beta_{turnover} \times TURNOVER + \beta_{zql} \times ZQL + \beta_{roe} \times ROE + \beta_{dt} \times DT + \beta_{mf} \times MF + D1 + D2 + \varepsilon_{all}$



종속 변수	설명변수									
	consta nt	PRICE	PE	TURN O VER	ZQL	ROE	DT	MF	D1	D2
Y(all)	57.893 (5.448) **	-0.398 (-2.269) *	0.159 (1.421)	1.154 (11.885) **	-0.651 (-0.943)	-0.056 (-0.381)	0.271 (0.453)	0.933 (5.727) **	-87.993 (-15.464) **	-15.460 (-3.532) **
Adj.R2 =0.448										
F value =103.316										
N=1137										

( )는 t통계치. \*: 5% 유의수준. \*\*: 1% 유의수준.

회귀분석을 한 결과는 위의 <표8>, <9>에서 나타난 것과 같다. <표8>에서 본 것처럼 더미변수 D1은 예측한 바와 같이 시장초과수익률과 부의 관계로 나타났다. 그리고 <표9>에서 D1, D2 다 예측한 바와 같이 시장초과수익률과 부의관계로 나타났다. 즉 신주발행체제개혁을 실시하기 전보다 신주발행체제를 실시 한 후에 IPO저평가 현상이 줄어들었음을 의미한다.

<표10> 독립표본T검정

구분		N	평균	F	유의 확률	t	유의확 률 (양쪽)
시장 초과 수익 률	2006년-2008년	261	142.9701	292.269	0.000	16.050	0.000
	2009년-2012년	876	35.4408				
시장 초과 수익 률	2006년-2010년 8월 19일	573	92.0270	189.918	0.000	15.961	0.000
	2010년 8월 20일-2012년	564	26.6797				

독립표본 T검정의 결과를 보면 2006년부터 2008년까지 사이의 시장초과 수익률이 142.9701로 2009년부터 2012년까지 사이의 시장초과수익률 35.4408%에 비하여 107.5293%높다. 통계적으로 T값16.050 유의확률은 0.000<0.05의 유의수준 그래서 두 그룹 간에 통계적으로 유의한 차이가 있



는 것으로 분석된다. 시장초과수익률이 142.9701%에서 35.4408%까지 하락하고 IPO재개 후 저평가 수준이 IPO재개 전보다 개선되었다. 2차 신주발행체제개혁(2010년 8월 20일) 실행 전과 후의 시장초과수익률도 유의한 차이가 있는 것으로 볼 있다. 시장초과수익률이 92.027%에서 26.6797%까지 하락하고 2차 신주발행체제개혁 후 IPO저평가 수준이 전보다 개선된다. 이번 IPO재개와 1차와 2차 신주발행체제개혁의 실행은 IPO저평가 정도를 효과적 많이 낮췄지만 저평가 정도가 선진국가 보다 여전히 높은 수준이다.

신주발행체제개혁 후 재개된 IPO시장 저평가율이 개선되었지만 IPO재개와 신주개혁은 중국 IPO저평가수준에 영향을 미치는 유일한 요인은 아니다. 그러므로 중국증권시장의 특징을 살려 중국 주식시장 현황으로부터 출발해서 중국A주식시장 저평가현상에 대해 연구하고 7번째 재개 전, 후 저평가율에 영향을 미치는 주요 요인을 비교하면서 어떤 요인이 중요한 역할을 하는지를 탐구할 필요가 있다.

앞에서 측정된 바와 같이 IPO저평가정도는 어떠한 요인들에 의해서 결정되는지를 검증하기 위하여 식 (3)을 이용한 실증분석 결과를 <표11>, <표12>에 표시하였다.

#### <표11> 일시정지 전 시장초과수익률과 각 변수들 간의 회귀분석 결과

이 표에서는 아래 식에 다한 회귀분석 결과를 제시하고 있다. 각 변수의 설명은 다음과 같다. Y(before)는 IPO 7째 일시정지 전의 시장초과수익률이다. PRICE는 공모가격이다. PE는 주식의 발행가격 나눈 주당순이익이다. TURNOVER는 (주식거래량 나눈 총 주식수량)\*100%이다. ZQL는 (주식발행수량 나눈 유효청약수량) \* 100%이다. ROE는 자기자본이익률이다. DT는 공모 일에서 상장 일까지의 기간이다. MF는 시장분위기를 측정하는 대리변수이다.

모형:  $Y(\text{before}) = \alpha_{\text{before}} + \beta_{\text{price}} \times \text{PRICE} + \beta_{\text{pe}} \times \text{PE} + \beta_{\text{turnover}} \times \text{TURNOVER} + \beta_{\text{zql}} \times \text{ZQL} + \beta_{\text{roe}} \times \text{ROE} + \beta_{\text{dt}} \times \text{DT} + \beta_{\text{mf}} \times \text{MF} + \varepsilon_{\text{before}}$



종속변수	설명변수							
	constan	PRICE	PE	TURNOVER	ZQL	ROE	DT	MF
Y(before)	-8.125 (-0.127)	-0.753 (-0.645)	2.147 (3.175)**	1.549 (2.333)*	-46.039 (-3.359)**	0.280 (0.527)	-0.371 (-0.212)	1.862 (4.996)**
Adj.R2 = 0.173 F value =8.759 N=261								

( )는 t통계치. \*:5% 유의수준. \*\*:1% 유의수준

### <표12> 일시정지 후 시장초과수익률과 각 변수들 간의 회귀분석 결과

이 표에서는 아래 식에 다한 회귀분석 결과를 제시하고 있다. 각 변수의 설명은 다음과 같다. Y(after)는 IPO 7째 일시정지 후의 시장초과수익률이다. PRICE는 공모가격이다. PE는 주식의 발행가격 나눈 주당순이익이다. TURNOVER는 (주식거래량 나눈 총 주식수량)\*100%이다. ZQL는 (주식발행수량 나눈 유효청약수량) \* 100%이다. ROE는 자기자본이익률이다. DT는 공모 일에서 상장 일까지의 기간이다. MF는 시장분위기를 측정하는 대리변수이다.

모형:  $Y(after) = \alpha_{after} + \beta_{price} \times PRICE + \beta_{pe} \times PE + \beta_{turnover} \times TURNOVER + \beta_{zql} \times ZQL + \beta_{roe} \times ROE + \beta_{dt} \times DT + \beta_{mf} \times MF + \epsilon_{after}$

종속변수	설명변수							
	constant	PRICE	PE	TURNOVER	ZQL	ROE	DT	MF
Y(after)	-46.974 (-6.357)**	-0.238 (-2.055)*	0.020 (0.270)	1.116 (17.172)**	-0.415 (-0.946)	-0.260 (-2.462)*	1.501 (4.483)**	-0.388 (-2.274)*
Adj.R2 = 0.335 F value = 63.906 N=876								

( )는 t통계치. \*:5% 유의수준. \*\*:1% 유의수준

일시정지 전의 경우 당첨률은 시장초과수익률과 유의한 부의 관계를 가졌고 공모가순이익비율, 거래회전률, 시장분위기는 시장초과수익률과 유의한 정적 관계를 가졌으며 공모가격, 자기자본이익률, 발행일에서 상장일까지의 시간간격은 유의한 상관관계를 가지지 않음을 확인할 수 있었다.

일시정지 후의 경우 공모가격, 자기자본이익률, 시장분위기는 시장초과수





익률과 유의한 부의 관계를 가졌고 거래회전률, 발행일에서 상장일까지의 시간간격은 시장초과수익률과 유의한 정의 관계를 가졌으며 공모가순이익비율, 당점률은 유의한 상관관계를 가지지 않음을 확인할 수 있었다.

<표11>에서 나타낸 것처럼 본 논문에서 일시정지 전에 공모가순이익비율(PE)이 시장초과수익률과 정의 관계로 나타났으며 회귀계수는 유의하게 나타났다. 공모가순이익비율은 공모가격을 어느 정도 결정할 뿐만 아니라 상장회사의 시장가치도 반영할 수 있고(杨育生, 2009) 투자자의 투자열정도 반영한다. 이와 같이 공모가순이익비율은 일시정지 전에 시장초과수익률에 영향을 미치는 중요한 지표라 할 수 있다.

<표11>에서 당점률(ZQL)의 회귀계수는 예측한 것과 같이 통계적으로 유의한 부의 관계를 갖는 것으로 나타났다. 일시정지 전, 후에 있어 일시정지 전의 당점률이 더 낮으며 일시정지 전에서 상장한 주식의 평균 당점율이 0.32%밖에 안 된다. 당점률이 낮다는 것은 투자자들이 IPO주식에 대한 수요가 발행수량보다 초과했다는 의미이다. 발행시장에서 신주 청약에 실패한 투자자들이 유통시장에서 앞 다투어 신주 투자에 참여하여 주가가 상승함으로써 초과수익률이 커질 것이다(姜欣, 2012).

<표11>, <표12>에서 본 것처럼 거래회전률(TURNOVER)은 예측한 바와 같이 시장초과수익률과 다 정의 관계로 나타났으며 회귀계수는 유의하게 나타났다. 거래회전률은 주식 거래의 빈도를 나타내고 거래시장에서 과도한 투기현상이 존재하는지 아닌지를 판단하는 중요한 지표이다. IPO 첫날 거래회전률이 높은 주식은 발행 시장에서의 투자자가 상장 첫날에 주식을 매도하는 경향이 있고 장기가 아닌 단기 투자자가 많다는 것이다. 또한 신주거래시장에 개입하는 투자자가 많다는 것을 의미한다(刘永文, 楼蔚, 2010). 일시 정지 전이든 후이든 거래회전률은 시장초과수익률에 대해 영향을 미치는 중요한 지표이다.

<표12>에서 본 것처럼 공모가격(PRICE)은 예측한 바와 같이 시장초과수익률과 부의 관계로 나타났으며 회귀계수는 유의하게 나타났다. 일반적으로 신



주 공모 가격이 높을수록 향후 시장에 있어 주가상승 여력이 낮다. <표5>에서 볼 수 있듯이 일시 정지 후의 공모가격은 일시정지 전의 가격보다 훨씬 높다. 상대적으로 높은 공모가격이 일시정지 후 시장의 저평가율을 낮췄다. 공모가격은 저평가율을 형성하는 원인중의 하나이다.

<표12>에서 본 것처럼 자기자본이익률(ROE)은 예측한 바와 같이 시장초과 수익률과 부의 관계로 나타났으면 회귀계수는 매우 유의하게 나타났다. 자기자본이익률은 회사수익성을 측정하는 중요한 지표이며 높을수록 기업수익률이 더 높다는 뜻이다(周尘, 2008). 이와 같이 자기자본이익률은 시장초과 수익률에 영향을 미치는 중요한 지표라 할 수 있다.

<표11>에서 본 것처럼 시장분위기(MF)은 예측한 바와 같이 시장초과수익률과 정의 관계로 나타났으며 회귀계수는 매우 유의하게 나타났다. 이것은 주식시장의 분위기가 투자자에 대해 미치는 영향이 크고 투자자가 투자를 결정할 때 시장 분위기의 영향을 쉽게 받는다는 뜻이다. 시장이 활기를 띠 때는 투자자가 낙관적이며 빈번하게 거래를 하고 높은 IPO 저평가율을 일으킬 수 있다; 시장이 하락세일 때, 투자자가 비관적이며 IPO 저평가율도 따라서 하락한다(刘永文, 楼蔚, 2010).

<표12>에서 본 것처럼 시장분위기(MF)은 예측한 바와 달리 시장초과수익률과 통계적으로 유의한 부의 관계를 나타냈다. <그림1>과 같이 2009년-2012년 기간에 지수가 상승 및 하락을 막론하고 IPO저평가율이 거의 하향 추세를 나타내고 있다. IPO재개 후 실행하는 3차 신주발행체제개혁은 조회 제도를 개선할 뿐만 아니라 투자자에 대한 엄격한 감독조치를 실시함으로써 신주거래의 정상적인 질서를 확보하였다.

<표12>에서 본 것처럼 공모 일에서 상장 일까지의 기간(DT)은 예측한 바와 같이 시장초과수익률과 정의 관계로 나타났고 회귀계수는 매우 유의하게 나타났다. 재개 후의 기간은 전의 기간보다 짧다. 기간이 짧을수록 IPO 저평가 정도가 작다. 그러므로 공모 일에서 상장 일까지의 기간은 재개 후 저평가율에 영향을 미치는 중요한 지표이다.



## 2. 3대 거래시장 실증분석 결과

<표13>는 분석에 이용된 변수들에 대한 기초통계량을 제시하고 있다. 주도 시장, 중소시장, 창업시장 표본은 여러 변수에서 확연한 차이가 존재하였다.

### <표13> 주도시장, 중소시장, 창업시장 변수의 기술통계량

이 표에서는 분석에 이용된 변수들에 대한 기초통계량을 제시하고 있다. 각 변수의 설명은 다음과 같다. 시장초과수익률은  $(P1-PO)/(PO-(I1-I0)/I0) \times 100\%$ 이다. PRICE는 공모가격이다. PE는 주식의 발행가격 나눈 주당순이익이다. TURNOVER는 (주식거래량 나눈 총 주식수량)\*100%이다. ZQL는 (주식발행수량 나눈 유효청약수량) \* 100%이다. ROE는 자기자본이익률이다. DT는 공모 일에서 상장 일까지의 기간이다. MF는 시장분위기를 측정하는 대리변수이다.

	주도시장					중소시장					차이
	평균	중앙치	표준편차	최소치	최대치	평균	중앙치	표준편차	최소치	최대치	t-값 z-값
시장초과수익률	43.67	30.14	54.24	-23.1	329.5	77.87	45.86	93.50	-86.13	626.72	-5.779 (0.000) -4.211 (0.000)
PRICE	13.30	10.66	10.89	2.18	90.00	20.71	18.00	13.28	2.58	148.00	-6.941 (0.000) -7.563 (0.000)
PE	34.46	31.28	18.09	9.52	98.64	39.98	34.64	16.77	6.67	113.64	-3.453 (0.001) -4.005 (0.000)
TURNOVER	63.66	69.55	24.50	12.11	94.11	71.16	75.30	17.10	17.99	95.27	-3.409 (0.001) -2.274 (0.023)
ZQL	2.63	1.26	3.91	0.06	24.69	0.90	0.46	2.89	0.01	65.52	4.890 (0.000) 10.276 (0.000)
ROE	26.07	21.23	17.65	4.14	113.62	26.77	25.15	13.60	0.23	168.83	-0.438 (0.662) -2.581 (0.010)
DT	11.3	11.0	3.56	7.00	23.0	11.8	11.0	3.09	5.00	30.00	-1.506 (0.134)

	8	0			0	7	0	1			-2.62 (0.009)
MF	0.27	-0.9	10.1 5	-37. 42	25.3 9	-1.7 9	-2.2 7	12.8 1	-37.4 2	27.97	1.768 (0.077) 1.697 (0.090)
	주도시장					창업시장					차이
	평균	중앙 치	표준 편차	최소 치	최대 치	평균	중앙 치	표준 편차	최소 치	최대 치	t-값 z-값
시장초 과수익 률	43.6 7	30.1 4	54.2 4	-23. 1	329. 5	34.2 6	25.2	37.4 7	-32.3 8	209.7 2	1.865 (0.064) 0.906 (0.366)
PRIC E	13.3 0	10.6 6	10.8 9	2.18	90.0 0	29.7 1	25.0 0	15.8 3	8.18	110.0 0	-13.090 (0.000) -12.296 (0.000)
PE	34.4 6	31.2 8	18.0 9	9.52	98.6 4	55.6 6	51.8 2	23.6 7	2.55	150.8 2	-10.645 (0.000) -9.7671 (0.000)
TURN OVER	63.6 6	69.5 5	24.5 0	12.1 1	94.1 1	70.8 8	75.4 7	18.9 9	18.42	95.92	-3.106 (0.002) -2.497 (0.013)
ZQL	2.63	1.26	3.91	0.06	24.6 9	1.20	0.78	1.50	0.29	18.69	4.142 (0.000) 4.891 (0.000)
ROE	26.0 7	21.2 3	17.6 5	4.14	113. 62	33.2 6	30.2 5	13.3 5	7.39	95.76	-4.315 (0.000) -6.708 (0.000)
DT	11.3 8	11.0 0	3.56	7.00	23.0 0	11.7 4	10.0 0	5.04	3.00	35.00	-0.762 (0.447) -0.018 (0.986)
MF	0.27	-0.9	10.1 5	-37. 42	25.3 9	-1.8 9	-3.0 1	7.10	-15.0 0	16.74	2.282 (0.024) 2.473 (0.013)
	중소시장					창업시장					차이
	평균	중앙 치	표준 편차	최소 치	최대 치	평균	중앙 치	표준 편차	최소 치	최대 치	t-값 z-값
시장초 과수익 률	77.8 7	45.8 6	93.5 0	-86. 13	626. 72	34.2 6	25.2	37.4 7	-32.3 8	209.7 2	10.422 (0.000) 7.703 (0.000)
PRIC E	20.7 1	18.0 0	13.2 8	2.58	148. 00	29.7 1	25.0 0	15.8 3	8.18	110.0 0	-9.096 (0.000) -10.287 (0.000)
PE	39.9 8	34.6 4	16.7 7	6.67	113. 64	55.6 6	51.8 2	23.6 7	2.55	150.8 2	-11.045 (0.000) -11.103 (0.000)



TURN OVER	71.16	75.30	17.10	17.99	95.27	70.88	75.47	18.99	18.42	95.92	0.232 (0.816) 0.83 (0.407)
ZQL	0.90	0.46	2.89	0.01	65.52	1.20	0.78	1.50	0.29	18.69	-2.182 (0.029) -10.533 (0.000)
ROE	26.77	25.15	13.60	0.23	168.83	33.26	30.25	13.35	7.39	95.76	-7.264 (0.000) -8.097 (0.000)
DT	11.87	11.00	3.091	5.00	30.00	11.74	10.00	5.04	3.00	35.00	0.459 (0.647) 4.113 (0.000)
MF	-1.79	-2.27	12.81	-37.42	27.97	-1.89	-3.01	7.10	-15.00	16.74	0.156 (0.867) 0.799 (0.424)

주) 주도시장, 중소시장, 창업시장 간 평균값이 차이에 대한 t-test와 중앙값 차이에 대한 비모수 통계검정 방식에 Wilcoxon 검정에 근거한 z값임. ( )은 p-값임.

투자자의 범위에 따라 중국주식시장은 A주식시장, B주식시장 및 H주식시장으로 나눌 수 있다. 1990년 말 성립된 A주식시장은 상장회사의 수량이나 시가총액이 제일 많기 때문에 중국주식시장을 대표한다고 할 수 있다. 발행 기준과 상장조건, 위험특징에 따라 중국의 A주식시장은 주도시장, 중소시장 및 창업시장으로 나뉜다. 2004년 5월, 중소시장 SME ( Small and Medium Enterprises ) Board하고 2009년 10월 23일 창업시장 GEM ( Growth Enterprises Market ) Board가 선진증권거래소에서 성립된 것을 계기로 중국주식시장의 종류가 더 다양하게 나타났다. 신주발행규모가 계속 확대되고 있다. 다른 발행배경에는, 각 시장에서 저평가 문제의 존재여부, 존재한다면 각 시장의 저평가 정도가 일치여부, 정도가 다르다면 무슨 원인 때문에 이러한 차이가 생기는 건지도 본 장의 주요 연구 내용이다.

**<표14> 3대 거래시장 시장초과수익률에 대한 통계량**

단위: %

시장	표본기업수	최소치	최대치	평균	표준편차
주도시장 (2006-212)	137	-23.10	329.50	43.67	54.24
중소시장 (2006-2012)	645	-86.13	626.72	77.87	93.50
창업시장 (2009-2012)	355	-32.38	209.72	34.26	37.47

<표14>는 주도시장, 중소기업, 창업시장 시장초과수익률에 대한 통계량이다. <표13>에서 본 것처럼 3대 거래시장 저평가율의 차이를 검증했다. 분석을 통해 주도시장, 중소기업 및 창업시장 간에 저평가율의 차이가 확실히 존재하고 연구할 가치가 있다는 것이 증명되었다.

앞에서 측정된 바와 같이 IPO저평가정도는 어떠한 요인들에 의해서 결정되는지를 검증하기 위하여 식 (3)을 용한 실증분석 결과를 <표15>, <표16>, <표17>에서 표시하였다.

**<표15> 주도시장 시장초과수익률과 각 변수들 간의 회귀분석 결과**

이 표에서는 아래 식에 다한 회귀분석 결과를 제시하고 있다. 각 변수의 설명은 다음과 같다. Y(1)는 주도시장 2006년부터 2012년까지의 시장초과수익률이다. PRICE는 공모가격이다. PE는 주식의 발행가격 나눈 주당순이익이다. TURNOVER는 (주식거래량 나눈 총 주식수량)\*100%이다. ZQL는 (주식발행수량 나눈 유효청약수량) \* 100%이다. ROE는 자기자본이익률이다. DT는 공모 일에서 상장 일까지의 기간이다. MF는 시장분위기를 측정하는 대리변수이다. IPO 7째 일시정지 전/.IPO 7째 일시정지 후 D1에서 IPO 7째 일시정지 후의 표본은 1로 정하고 IPO 7째 일시정지 전의 표본은 0으로 정한다.

모형:  $Y(1)=\alpha_1+\beta_{price}\times PRICE+\beta_{pe}\times PE+\beta_{turnover}\times TURNOVER+\beta_{zql}\times ZQL+\beta_{roe}\times ROE+\beta_{dt}\times DT+\beta_{mf}\times MF+D1+\varepsilon_1$



종속 변수	설명변수								
	consta nt	PRICE	PE	TURN OVER	ZQL	ROE	DT	MF	D1
Y(1)	31.971 (1.491)	-0.113 (-0.254)	0.129 (0.581)	0.902 (5.353) **	-0.907 (-0.824)	-0.290 (-1.155)	-0.517 (-0.498)	0.940 (2.443) *	-47.253 (-5.193) **
Adj.R2 = 0.437 F value =14.182 N=137									

( )는 t통계치. \*:5% 유의수준. \*\*:1% 유의수준

### <표16> 중소기업 시장초과수익률과 각 변수들 간의 회귀분석 결과

이 표에서는 아래 식에 대한 회귀분석 결과를 제시하고 있다. 각 변수의 설명은 다음과 같다. Y(2)는 중소기업 2006년부터 2012년까지의 시장초과수익률이다. PRICE는 공모가격이다. PE는 주식의 발행가격 나눈 주당순이익이다. TURNOVER는 (주식거래량 나눈 총 주식수량)\*100%이다. ZQL는 (주식발행수량 나눈 유효청약수량) \* 100%이다. ROE는 자기자본이익률이다. DT는 공모 일에서 상장 일까지의 기간이다. MF는 시장분위기를 측정하는 대리변수이다. IPO 7째 일시정지 전/.IPO 7째 일시정지 후 D1에서 IPO 7째 일시정지 후의 표본은 1로 정하고 IPO 7째 일시정지 전의 표본은 0으로 정한다.

모형:  $Y(2)=\alpha_2+\beta_{price}\times PRICE+\beta_{pe}\times PE+\beta_{turnover}\times TURNOVER+\beta_{zql}\times ZQL+\beta_{roe}\times ROE+\beta_{dt}\times DT+\beta_{mf}\times MF+D1+\varepsilon_2$

종속 변수	설명변수								
	consta nt	PRICE	PE	TURN OVER	ZQL	ROE	DT	MF	D1
Y(2)	66.469 (3.125) **	-0.824 (-2.664) **	0.597 (2.586) **	1.230 (7.064) **	-0.196 (-0.187)	0.060 (0.243)	-0.837 (-0.859)	1.224 (5.379) **	-109.559 (-13.692) **
Adj.R2 = 0.426 F value =60.713 N=645									

( )는 t통계치. \*:5% 유의수준. \*\*:1% 유의수준



### <표17> 창업시장 시장초과수익률과 각 변수들 간의 회귀분석 결과

이 표에서는 아래 식에 다한 회귀분석 결과를 제시하고 있다. 각 변수의 설명은 다음과 같다. Y(3)는 창업시장 2009년부터 2012년까지의 시장초과수익률이다. PRICE는 공모가격이다. PE는 주식의 발행가격 나눈 주당순이익이다. TURNOVER는 (주식거래량 나눈 총 주식수량)\*100%이다. ZQL는 (주식발행수량 나눈 유효청약수량) \* 100%이다. ROE는 자기자본이익률이다. DT는 공모 일에서 상장 일까지의 기간이다. MF는 시장분위기를 측정하는 대리변수이다. IPO 7째 일시정지 후 D0에서 IPO 7째 일시정지 후의 표본은 0으로 정한다.

모형:  $Y(3)=\alpha_3+\beta_{price}\times PRICE+\beta_{pe}\times PE+\beta_{turnover}\times TURNOVER+\beta_{zql}\times ZQL+\beta_{roe}\times ROE+\beta_{dt}\times DT+\beta_{mf}\times MF+D0+\varepsilon_3$

종속 변수	설명변수							
	constant	PRICE	PE	TURNOVER	ZQL	ROE	DT	MF
Y(3)	-53.410 (-6.318) **	-0.042 (-0.312)	-0.025 (-0.318)	1.091 (13.658) **	-3.211 (-3.122) **	-0.201 (-1.548)	1.979 (6.296) **	-0.140 (-0.619)
Adj.R2 = 0.480 F value =47.678 N=355								

( )는 t통계치. \*:5% 유의수준. \*\*:1% 유의수준.

<표15>, <표16>에서 나타난 것처럼 IPO7째 일시정지는 시장초과수익률과 통계적으로 모두 부의 관계로 나타났다. IPO 7째 일시정지는 주도시장과 중소시장에 영향을 미치는 중요한 지표이다.3대 거래시장 시장초과수익률이 통계적으로 유의한 차이를 가지고 있다.

주도시장의 경우 IPO 7째 일시정지 전/IPO 7째 일시정지 후 D1은 시장초과수익률과 유의한 부의 관계를 가졌고 거래회전률과 시장분위기는 시장초과수익률과 유의한 정의 관계를 가졌으며 공모가격, 공모가순이익비율, 당첨률, 자기자본이익률, 발행일에서 상장일까지의 시간간격 유의한 상관관계를 가지지 않음을 확인할 수 있었다.

중소시장의 경우 공모가격과 IPO 7째 일시정지 전/IPO 7째 일시정지 후 D1은 시장초과수익률과 유의한 부의 관계를 가졌고 공모가순이익비율과 거래회전률, 시장분위기는 시장초과수익률과 유의한 정의 관계를 가졌으며 당





첨률, 자기자본이익률, 발행일에서 상장일까지의 시간간격 유의한 상관관계를 가지지 않음을 확인할 수 있었다.

창업시장의 경우 당첨률은 시장초과수익률과 유의한 부의 관계를 가졌고 거래회전률, 발행일에서 상장일까지의 시간간격은 시장초과수익률과 유의한 정의 관계를 가졌으며 공모가격, 공모가순이익비율, 자기자본이익률, 시장분 위기는 유의한 상관관계를 가지지 않음을 확인할 수 있었다.

<표15>, <표16>, <표17>에서 나타난 것처럼 거래회전률(TURNOVER)은 예측한 바와 같이 시장초과수익률과 모두 정의 관계로 나타났고 회귀계수는 매우 유의하게 나타났다. 3대 거래시장에서 거래회전률은 시장초과수익률에 영향을 미치는 중요한 지표이다. 이것은 중국 IPO저평가가 거래시장의 투기 거품과 긴밀한 관계를 가지고 있다는 것을 어느 정도 반영할 수 있다(叶刚, 2010). 그러므로 투기거품 가설을 중국의 A주식시장에서 명확히 입증할 수 있다.

<표16>에서 공모가격(PRICE)의 회귀계수는 예측한 것과 같이 통계적으로 유의한 부의 관계를 갖는 것으로 나타났다. 비록 중소시장에서 상장하는 기본 조건이 주도시장하고 거의 일치하지만 중소시장에서 상장하는 기업은 규모가 상대적으로 작다. 규모가 작은 기업은 주주권이 상대적으로 집중되어 있어서 기관 투자자에게 가격조작을 당하기 쉽다(曹凤岐, 董秀良, 2006). 따라서 해당 가격변동 폭이 크게 나타난다.

<표17>에서 당첨률(ZQL)의 회귀계수는 예측한 것과 같이 통계적으로 유의한 부의 관계를 갖는 것으로 나타났다. 3대 거래시장에 있어 창업시장의 당첨률이 상대적으로 낮으며 투자자들이 IPO 주식에 대한 수요가 발행수량보다 훨씬 초과했다. 이것은 창업시장의 상장기업들이 대부분 하이 테크놀로지 기업이거나 발전 잠재력이 뛰어난 중소형 회사이기 때문이다. 투명도가 충분하지 않아서 투자자들이 상장되기 전에 이러한 회사의 발전 전망에 대해 정확한 판단을 내리기 어려워진다.

<표17>에서 본 것처럼 발행일에서 상장 일까지의 기간(DT)은 예측한 바와



같이 시장초과수익률과 정의 관계로 나타났으면 회귀계수는 매우 유의하게 나타났다. 기간이 길수록 IPO 저평가 정도가 크다. 공모 일에서 상장 일까지의 기간은 창업시장 저평가율에 영향을 미치는 중요한 지표이다.

<표16>에서 나타낸 것처럼 본 논문에서 일시정지 전에 공모가순이익비율(PE)이 시장초과수익률과 정의 관계로 나타났으며 회귀계수는 유의하게 나타났다. <표13>에서 볼 수 있는 듯이 중소시장 공모가순이익비율의 평균값은 상대적으로 높아 평균값은 39.98%이다. 주가순이익비율은 발행가격을 어느 정도 결정할 뿐만 아니라 상장회사의 상장가치도 반영할 수 있고 투자자의 투자열정도 반영한다(杨育生, 2009). 이와 같이 공모가순이익비율은 일시정지 전에 시장초과수익률에 영향을 미치는 중요한 지표라 할 수 있다.

<표15>, <표16>에서 나타낸 것처럼 시장분위기(MF)은 예측한 바와 같이 시장초과수익률과 정의 관계로 나타났으며 회귀계수는 매우 유의하게 나타났다. 이것은 시장의 분위기가 투자자에 대해 미치는 영향이 크고 투자자가 투자를 결정할 때 시장 분위기의 영향을 쉽게 받는다는 뜻이다. 시장이 활기를 띠는 때는 투자자가 낙관적이며 빈번하게 거래를 하고 높은 IPO 저평가율을 일으킬 수 있다; 시장이 하락세일 때, 투자자가 비관적이며 IPO 저평가율도 따라서 하락한다(刘永文, 楼蔚, 2010). 시장분위기는 주도시장과 중소시장에 영향을 미치는 중요한 지표이다.



## 제 5 장 결론

### 제 1 절 연구결과의 요약

본 연구는 중국 IPO7번째 일시정지(2008년9월16일부터 2009년6월29일까지) 전 후 상하이증권거래소와 선진거래소에서 상장한 A주 신주를 표본으로 선정했다. 중국 IPO주식의 저가발행 정도를 실증분석 해본 결과 그 정도가 최근으로 올수록 줄어들고는 있지만 선진 국과와 비교했을 때 여전히 매우 높은 수준으로 유지되고 있음을 확인했다.

IPO7번째 일시정지와 일시정지동안 실행된 신주발해체제개혁을 중심으로 신주발행체제개혁과 IPO 7번째 일시정지가 IPO저평가율에 미친 영향을 분석하고 신주의 발행에 있어 어떤 요인들이 신주 상장 첫날 높은 초과수익률에 영향을 주는 지를 실증분석을 통해 검증도 해 보았다. 분석한 결과가 다음과 같다:

일시정지 전의 경우 당첨률은 시장초과수익률과 유의한 부의 관계를 가졌고 공모가순이익비율, 거래회전률, 시장분위기는 시장초과수익률과 유의한 정의 관계를 가졌으며 공모가격, 자기자본이익률, 발행일에서 상장일까지의 시간간격은 유의한 상관관계를 가지지 않음을 확인할 수 있었다.

일시정지 후의 경우 공모가격, 자기자본이익률, 시장분위기는 시장초과수익률과 유의한 부의 관계를 가졌고 거래회전률, 발행일에서 상장일까지의 시간간격은 시장초과수익률과 유의한 정의 관계를 가졌으며 공모가순이익비율, 당첨률은 유의한 상관관계를 가지지 않음을 확인할 수 있었다.

논문은 각 거래 시장의 IPO저평가율에 대해 회귀분석을 진행해서 기업이 상장하는 거래 시장이 다르면 해당 IPO저평가수준에 영향을 미친다는 사실



을 증명했다. 그 다음 주도시장, 중소시장, 창업시장에 대해 각각 회귀분석을 진행해서 각 거래시장의 IPO저평가율에 영향을 미치는 요인들을 찾아보았다. 분석한 결과가 다음과 같다:

주도시장의 경우 IPO 7째 일시정지 전/IPO 7째 일시정지 후 D1은 시장초과수익률과 유의한 부의 관계를 가졌고 거래회전률과 시장분위기는 시장초과수익률과 유의한 정의 관계를 가졌으며 공모가격, 공모가순이익비율, 당첨률, 자기자본이익률, 발행일에서 상장일까지의 시간간격 유의한 상관관계를 가지지 않음을 확인할 수 있었다.

중소시장의 경우 공모가격과 IPO 7째 일시정지 전/IPO 7째 일시정지 후 D1은 시장초과수익률과 유의한 부의 관계를 가졌고 공모가순이익비율과 거래회전률, 시장분위기는 시장초과수익률과 유의한 정의 관계를 가졌으며 당첨률, 자기자본이익률, 발행일에서 상장일까지의 시간간격 유의한 상관관계를 가지지 않음을 확인할 수 있었다.

창업시장의 경우 당첨률은 시장초과수익률과 유의한 부의 관계를 가졌고 거래회전률, 발행일에서 상장일까지의 시간간격은 시장초과수익률과 유의한 정의 관계를 가졌으며 공모가격, 공모가순이익비율, 자기자본이익률, 시장분위기는 유의한 상관관계를 가지지 않음을 확인할 수 있었다.



## 참고문헌

### <중국문헌>

曹凤岐, 董秀良 (2006), 我国IPO定价合理性的实证分析[J] 财经研究, 32 (6): 4-14.

陈工孟, 高宁 (2000), 中国股票一级市场发行抑价的程度与原因[J], 金融研究, (8).

陈思 (2009), 关于我国A股市场IPO抑价率与公司质量关系的实证分析[J], 决策与信息, (2): 155-156.

董林林 (2008), A股主板与中小企业板抑价率的实证研究, 西南财经大学, 硕士研究生毕业论文.

谷秀娟 (2009), IPO重后前后影响其抑价率相关因素的比较分析, 金融理论与实践, 第12期 (总第365期), 95-97.

靳云汇, 杨文 (2003), 新股抑价现象的实证分析[J], 统计研究, (3): 49-53.

韩德宗, 陈静 (2001). 中国IPO定价偏低的实证研, (4): 29-35.

郝丽娜 (2010), 我国创业板IPO发行定价机制研究, 兰州大学, 硕士学位论文.

蒋顺才, 胡果柳, 邓鑫 (2006), 中国A股IPO抑价率很高的一个新证据, 湖南大学学报, (社会科学版) 第20卷, 第五期, 60-65.

蒋顺才, 蒋永明 (2005), 我国新股发行制度变迁与IPO高抑价的实证研究, 海南大学学报, 23(3): 337-34.

姜欣 (2012), 我国创业板市场IPO抑价研究, 中国海洋大学, 研究生学位论文.



- 金燕华, 迟文杰 (2008), 我国A股IPO抑价现象统计描述及分析, 山西财经大学学报, 第30卷, 第2期: 69—74.
- 李建超, 周焯华 (2005), 中小企业板IPO抑价现象实证研究[J], 软科学, (5).
- 李金栋, 王建中 (2010), 创业板IPO抑价现象研究, 财会通讯 • 综合, 第十期 (中), 15-16.
- 刘晓明, 胡文伟, 李湛 (2009), 中国股票市场IPO折价实证研究, 管理科学, 第22卷, 第四期, 87-96.
- 刘煜辉, 熊鹏 (2005), 股权分置、政府管制和中国IPO抑价, 经济研究, 第5期, 85-95.
- 刘永文, 楼蔚 (2010), 2006年IPO重开后上证综指与沪市IPO抑价关系的实证分析, 贵州财经学院学报, 第五期 (总第148期), 53-57.
- 娄正华 (2009), IPO抑价现象的原因及对策研究, 财会研究, 第17期, 54-55.
- 李忠文, 修世宇 (2006), 中国资本市场新股IPO折价程度及原因探究, 中国会计评论, 4(2): 174-188.
- 梁志隆 (2010), 以市场气氛假说检验全流通时期A股IPO抑价现象的实证分析, 内蒙古大学学报(哲学社会科学版), 第42卷, 第1期.
- 马富强 (2011). 新股发行制度改革后定价效率的实证分析, 山东大学, 硕士学位论文.
- 任伯强, 张一力, 易晓文 (2001), 影响新股申购收益因素的分析, 金融研究, 第4期 (总250期), 88-96.
- 石劲 (2009), IPO抑价现象: 理论假说与证据综述, 当代财经, 第五期 (总第294期), 122-128.
- 沈芝峰, 陈雪颖 (2002). 我国首次公开发行股票实证研究, 厦门大学学报(哲学社会科学版), 第2期: 79—101.



- 魏建, 马富强 (2011), 新股发行体制改革前后定价效率的实证分析, 山东经济, (3): 94-100.
- 王琳 (2013), IPO发行抑价现状及其原因实证, 合作经济与科技, 4月号下 (总第463期), 64-65.
- 王散激 (2010), 创业板IPO抑价问题实证研究, 经营管理者, 第22期, P41.
- 王业成 (2010), 我国创业板市场与主板市场关系实证研究, 桂林理工大学, 硕士研究生学位论文.
- 谢金楼 (2010), 全流通背景下A股IPO抑价研究[J], 金融与经济, (2): 70-72.
- 叶刚 (2010), 中国创业板市场IPO定价效率研究: 基于创业板上市公司抑价现象的实证分析 [J], 时代金融, (3): 20-22.
- 徐倩 (2009), 我国投资者行为与IPO抑价相关分析, 财政与金融, 生产力研究, 17: 43-45.
- 杨丹, 王莉 (2001), 中国新股发行抑价: 一个假说的检验, 复旦学报, 社会科学版, 5: 85-90.
- 杨育生 (2009), 沪深股市IPO抑价因素分析[期刊论文]-全国商情·经济理论研究, (23), 47-48
- 周尘 (2008), 从股票发行与上市价格的影响因素看我国股市IPO抑价现象的原因[J], 商业经济, (9): 71-72.
- 周德才, 徐在亮, 陈燕权 (2005), IPO抑价理论综述、评价及在中国的应用, 中国物价, 3: 24-27.
- 张庆鹏 (2009), 我国股票IPO现状及评价, 科技经济市场, 经济研究, 第12期.
- 张宜生 (2012), 论我国新股发行机制对IPO抑价的影响及改进建议, 华东理工大学, 硕士专业学位论文.
- 卓贤 (2003), 中国IPO抑价与发行方式的实证分析[J], 会计之友, (11): 15- 16.



## <국외문헌>

강효석 (1990), 기업공개시 공모주 가격결정에 관한 연구, 재무연구, 3호 157-176.

Allen Franklin, Gerald R. Faulhaber (1989), Signaling by Underpricing in the IPO Market [J] Journal of Financial Economics, 23 ( 2): 303-324.

Baron D. P (1982), A Model of the Demand for Investment Banking Advising and Distribution Services for New Issue[J] Journal of Financial, 37: 955-976.

Baron D. P., Holmstrom B (1980), The Investment Banking Contract for New Issue under Asymmetric Information: Delegation and the Incentive Problem[J] Journal of Finance, 25 (5):1115-1138.

Beatty Randolph, Jay Ritter (1986), Investment Banking, reputation, and the Underpricing of Initial Public Offerings[J] Journal of Financial Economics , 15 ( 3 ) : 213- 232.

Booth, J. R., L. Chua (1996), Ownership Dispersion, Costly Information and IPO Underpricing[J] Journal of Financial Economics , 41 ( 2 ) : 291 - 310.

Chowdhry, B. and A. Sherman (1996), International differences in oversubscription and underpricing of IPOs, Journal of Corporate Finance, 2, 359-381.

Fama, Eugene F., (1970), Efficient Capital Markets: A Review of





- Theory and Empirical Work, *Journal of Finance* 25: 383-417.
- Ibbotson, R. G. (1975), Price performance of common stock new issues [ J ] *Journal of Financial Economics*, ( 2 ) : 235- 272.
- Loughran Tim, Jay Ritter, Kristina Rydqvist (1994), Initial Public Offerings: International Insights[J], *Pacific-Basin Finance Journal*, 2:165-199.
- Reilly, F. K. and K. Hatfield (1969), Investor Experience with New Stock Issues[J], *Financial Analysts Journal*.
- Ritter, J. R. (2003), Differences between European and American IPO Markets. *European Financial Management*, Vol. 9, No. 4, 421 - 434.
- Rock K. (1986), Why New Issues are Underpriced[J] *Journal of Financial Economics* , 15 ( 1 ) : 187- 212.
- Stoll, Hans R., and Anthony J. Curley (1970), Small business and the new issues market for equities, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 5, 309-322.
- Tinic, S M. (1988), Anatomy of Initial Public Offerings of Common Stock[J] *Journal of Finance* , 43 ( 3 ) : 789- 822.
- Welch, I. (1989), Seasoned Offerings, Imitation Costs, and the Underpricing of Initial Public Offerings[J] *Journal of Finance*, (44): 421-449.
- Welch, I. (1992), Sequential Sales, Learning, and Cascades[J] *Journal of Finance*, 47:695-732.



# ABSTRACT

## An Empirical Research on IPO Underpricing in China's Share Security Market

ZHANG JUYAN

Department of Business Administration

The Graduate School of Hankuk

University of Foreign Studies

The study of IPO mainly focuses on three phenomenon, that are: 1 IPO Hot Issue Market, 2 Long Run Underperformance of IPOs, IPO Underpricing. IPO Underpricing is most commonly studied. IPO Underpricing is a universe phenomenon around the global word. Different country has different degree of IPO Underpricing, China is a relative new market, as a developing country, Chinese IPO Underpricing not only exist, but also is relative higher. And Higher IPO make market unable to optimize allocation of resources, and may cause the stock market turbulent, so IPO Underpricing is a very important in Chinese market.



Chinese stock market has a lot of unique characteristic, for example, according to the different scope of invertors, Chinese stock market can depart into A-share market, B-share market, H-share market; According to different publish issue, listing conditions and risk feature, Chinese A-share market can classified into Main Board Market, Small and Medium Enterprises Market and Growth Enterprises Market; Chinese stock market has just born in 30 years, and it has undergo eight times of pause and restart, IPO's pause always followed by IPO's price distribution system changing, and it is the biggest change in all the Price Distribution System Change. So in order to analyses Chinese IPO Underpricing, it must depend on the characteristic of Chinese stock market.

This dissertation adopts multi-linear-regression method to find the Indicator variables which may influence the IPO Underpricing, and then analyses the result. This dissertation discusses how IPO reforming impacts the IPO Underpricing, and contribute to the reforming of IPO and the completion of Issuance Market. Then we do regression on each market, and study if each market also has IPO Underpricing. We also focus on the comparison of factors in different market.

The study contributes to efficiency of the IPO and the health of the Chinese stock market. And at the same time, the study is important when investors make investment decision.

