

중국 회사채시장 신용위험 증가의 배경과 영향*

선임연구위원 김필규

최근 중국 최대 부동산개발업체 중 하나인 헝다그룹의 채무불이행 가능성이 제기되면서 중국 회사채시장에 대한 우려가 높다. 중국 회사채시장은 정부의 육성 정책과 기업 및 금융기관의 자금조달 수요 증가에 힘입어 아시아에서 가장 큰 규모로 부상하였다. 그러나 신용채권시장이 확대됨에 따라 2015년부터 일부 회사채의 부도가 발생하기 시작하였고, 2018년부터는 민영기업 회사채 부도가 증가하였으며, 2020년부터 국유기업이 발행한 회사채 부도가 늘어나고 있다.

이와 같이 중국 회사채시장의 부도가 증가한 것은 기업들이 차입을 통해 성장을 도모하여 레버리지가 높은 상황에서 그림자 금융 축소를 위한 규제 도입, 부도를 용인하는 정책의 변화 등이 회사채시장의 신용도에 영향을 미쳤기 때문이다. 또한 신용평가 인프라가 발전하지 않아 부동산 담보부채권의 비중이 높은 가운데 부동산가격 억제 정책도 헝다사태를 포함한 부동산 관련 산업의 부도 가능성을 높이는 요인으로 작용하고 있다.

그럼에도 불구하고 아직까지 중국의 전체 회사채 규모 대비 부도채권의 비중은 낮은 상황이다. 일부 업종을 제외한 신용채권시장 전반의 여건은 다소 개선되고 있어 대규모 연쇄부도에 따른 시스템 리스크 확산의 우려는 크지 않다. 또한 대부분의 회사채는 중국내 투자자가 보유하고 있기 때문에 회사채 부도가 해외 투자자에게 미치는 영향도 제한적이다. 다만 기업 부도 증가 등으로 신용위험이 증가하는 경우 중국 금융기관의 건전성이 악화될 가능성이 있고 이는 다른 국가에도 영향을 미칠 수 있다.

최근 중국 최대 부동산개발업체 중 하나인 헝다그룹의 채무불이행 가능성이 제기되면서 중국 회사채¹⁾시장에 대한 우려가 높아지고 있다. 중국은 간접금융 위주의 기업금융 체계의 개선을 위해 자본시장을 통한 기업금융 확대, 회사채시장의 인프라개선, 채권통(債券通) 도입을 통한 채권시장 개방 등의 정책을 추진하였다. 이러한 정부의 정책과 기업의 자금수요 증가로 중국 회사채시장은 급격한 성장을 기록하였다. 그러나 회사채시장 규모가 급격히 증가한 가운데 경기 둔화와 중국 정부의 국유기업 개혁 및 부동산가격 억제 정책 등이 맞물리면서 일부 회사채의 부도가 발생하고 있고, 대규모 회사채 발행 기업의 부실에 대한 우려가 제기되고 있다. 이에 본고에서는 중국 회사채시장의 현황을 살펴보고 신용위험 증가의 배경과 영향을 논의해 보고자 한다.

* 본고의 견해와 주장은 필자 개인의 것이며, 자본시장연구원의 공식적인 견해가 아님을 밝힙니다.

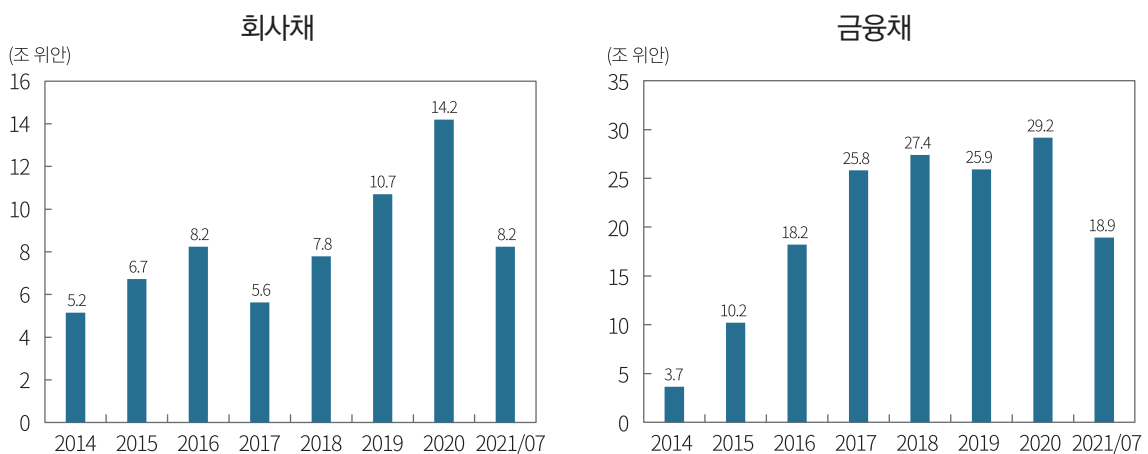
1) 중국의 신용채권은 금융기관이 발행하는 금융채, 국유기업 등이 발행하는 기업채, 주식회사가 발행하는 회사채 및 전환사채 등으로 구분하고 있다. 본고에서는 이러한 유형의 채권을 통칭하여 회사채라는 용어를 사용한다.

중국 회사채시장 현황

중국은 은행 위주의 금융체계에서 발생하는 자금 배분의 비효율을 해소하기 위해 1990년대 후반부터 채권시장을 육성하였다. 인프라 건설 등의 자금조달을 지원하기 위해 중앙과 지방 국유기업의 채권 발행을 인가하였고, 일반기업의 채권을 통한 자금조달을 허용하였다. 또한 회사채에 대한 투자자 저변 확대와 유통시장 구축을 위해 허가제로 되어 있던 은행간 채권시장 참가요건을 신고제로 전환하였고, 채권에 투자하는 펀드를 도입하는 한편 증권거래소에 채권거래 플랫폼을 마련하였다. 이와 더불어 지급결제 시스템과 신용평가제도 도입 등 회사채를 둘러싼 인프라의 발전을 도모하였다.

회사채시장을 육성하려는 정책과 기업 및 금융기관의 채권시장을 통한 자금조달 확대에 힘입어 중국의 신용채권시장은 아시아에서 가장 큰 시장으로 부상하였다. 회사채 발행은 2014년 5.2조 위안에서 2016년에는 8.2조 위안으로 증가하였다. 2017년에는 회사채 발행이 전년 대비 31.6% 감소하였다. 이는 2016년 하반기 일부 회사채 부도가 발생함에 따라 중국 정부가 은행이 보유한 회사채의 출자전환, 좀비기업 퇴출 등 기업부채 감축 정책을 추진하였기 때문이다. 그러나 2018년부터 회사채 발행이 다시 급증하여 2020년에는 14.2조 위안이 발행되었다. 금융기관이 발행하는 금융채의 경우에도 발행규모가 지속적인 증가세를 보이고 있다. 2014년 금융채 발행은 3.7조 위안을 기록한 이래 2017년에는 25.8조 위안이 발행되었고, 이후에도 연도별 변동성을 보이는 가운데 성장세가 지속되어 2020년 금융채 발행은 29.2조 위안을 기록하였다.

〈그림 1〉 중국의 신용채권 발행 추이



자료: 중국인민은행

이와 같이 중국의 신용채권시장이 급증한 것은 중국 기업들이 레버리지를 활용한 성장전략을 추진하였기 때문이다. 세계 경제의 생산 기지로 부상한 중국은 미약한 자본 축적을 보완하기 위해 대출이나 회사채와 같은 부채를 적극적으로 활용하였다. 특히 2015~2016년 저금리 상황에서 완화된 통화정

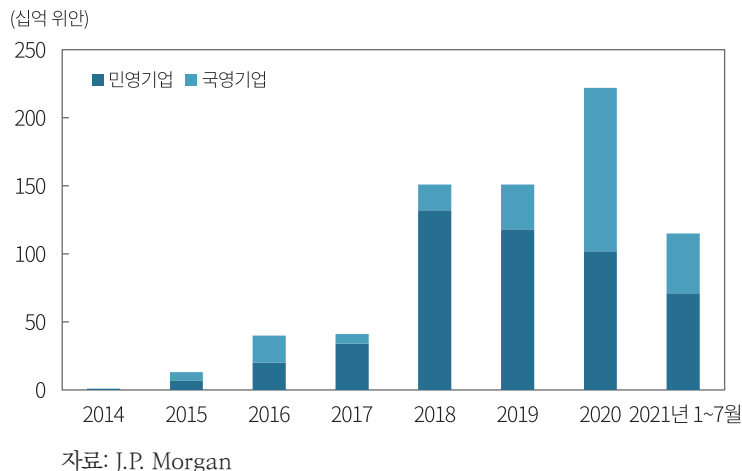
책을 추진함에 따라 기업들은 회사채를 통한 자금조달을 확대하였다. 최근에는 기 발행한 회사채의 차환이 도래하는 한편 기업의 신규 자금 수요가 증가하여 회사채 발행 증가 추세가 지속되고 있다.

부동산가격 상승도 중국 기업의 회사채 조달 확대의 주요 요인으로 작용하였다. 부동산가격 상승에 따라 부동산개발회사들은 대규모 회사채 발행을 통해 자금을 조달하여 개발사업을 확대하는 한편 다른 사업부문 진출을 통한 다각화를 도모하였다. 일반기업의 경우에도 부동산 가격이 상승함에 따라 보유한 부동산을 담보로 회사채 발행을 확대하였다. 중국은 신용평가에 대한 신뢰가 낮아서 담보부 회사채의 비중이 전체 회사채의 65%를 차지하고 있으며, 담보로 제공된 대부분의 자산이 부동산이다. 부동산가격의 상승으로 추가 차입의 여력이 증대함에 따라 담보부 회사채에 대한 의존도는 더욱 높아지고 있다.

중국 회사채시장의 신용위험 증가

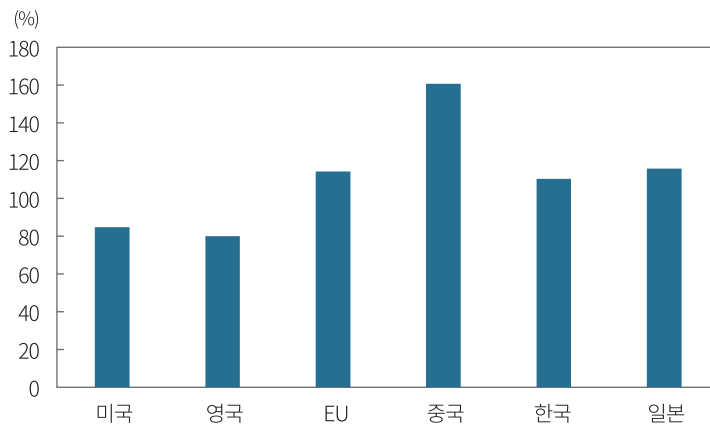
중국의 신용채권시장 확대에 따라 2015년부터 일부 기업이 발행한 채권의 부도가 발생하기 시작하였고, 2018년부터는 민영기업의 부도가 증가하였으며, 2020년에는 국유기업의 부도가 늘어나고 있다. JP Morgan의 자료에 따르면 국유기업과 민영기업을 합한 부도금액은 2017년 410억 위안에서 2018년에는 1,510억 위안, 2020년에는 2,220억 위안으로 증가 추세를 보이고 있다. 2020년 회사채 부도가 발생한 기업은 허난성 국유기업 용청석탄전력, 반도체 기업인 칭화유니, 독일 BMW의 중국 합작 파트너인 화천그룹, 부동산 회사인 타하오그룹, 항공사인 하이난항공 등 다양한 산업에 속한 기업의 부도가 발생하였다. 2021년 들어서는 중국 최대 부실채권 관리회사인 화룽자산관리공사와 중국의 2위 부동산회사인 헝다그룹의 채무불이행 가능성이 제기되어 중국 회사채시장을 위축시키고 있다.

〈그림 2〉 중국 회사채 부도 추이



이와 같이 최근 회사채시장의 신용위험이 크게 증가한 것은 중국 기업이 과도한 레버리지로 재무 건전성이 낮아지고 있기 때문이다. 중국의 GDP 대비 기업부채 비중은 주요국 중에 가장 높은 수준을 기록하고 있다. 이와 같이 기업부문의 부채가 크게 증가한 가운데 미중 무역분쟁, 코로나19 사태로 인한 수요 위축 등으로 한계기업이 증가하였고, 과거 급격히 늘어난 회사채 만기가 집중적으로 몰리면서 기업의 부도가 늘어나고 있다.

〈그림 3〉 주요국의 GDP 대비 기업부채 비중



주 : 2020년 기준
 자료: BIS

금융기관의 신용위험 관리를 강화한 규제 변화도 회사채 부도 증가의 한 요인으로 작용하였다. 중국 정부는 그림자금융의 급증과 금융기관의 신용위험 증가에 대응하여 2018년 자산관리규제안을 도입하였다. 금융기관의 금융리스크 축소 및 경영건전성 제고를 위해 금융기관의 부외거래를 축소하고, 비표준화된 신용자산의 투자를 제약하는 규제를 도입하였다. 특히 과잉설비산업의 구조조정을 촉진하기 위해 경영 지속이 어려운 기업의 퇴출을 유도하고, 부채의 자본전환을 통해 기업 재무구조를 개선하며, 기업부문의 디레버리징을 유도하는 정책을 추진함에 따라 일부 수익성이 낮은 한계기업이나 공급과잉 산업에 속한 기업의 차환 및 신규조달에 영향을 미쳐 부도가 증가하는 결과를 초래하였다.

중국 정부가 부도기업을 용인하고 이를 국유기업의 구조조정 및 개혁의 계기로 활용하고 있는 점도 회사채 부도가 증가하는 원인이 되고 있다. 과거 중국 국유기업은 정부나 지방정부가 암묵적인 보증을 제공하여 대규모로 자금을 차입하고, 이를 인프라 건설 등에 활용하면서 중국 경제의 성장을 견인하였다. 그러나 과도한 투자로 인한 자원의 비효율적 배분과 도덕적 해이의 문제가 발생함에 따라 중국 정부는 국유기업의 암묵적 보증 기대를 차단하고, 부도를 허용하여 국유기업의 옥석가리기를 추진하고 있다. 이에 따라 정부의 암묵적인 지원에 근거하여 높은 신용등급으로 채권을 발행한 일부 국유기업이 발행한 채권의 부도가 발생하고 있다.



한편 부동산 담보부채권의 비중이 높은 가운데 부동산가격을 억제하려는 정부의 정책이 헝다사태를 포함한 부동산 관련 산업이 발행한 회사채의 적시 상환에 영향을 미치고 있다. 최근 부동산가격 급등에 따른 부작용이 커지자 중국 정부는 부동산 개발기업의 신규 차입을 규제하고 상업은행의 부동산 대출 집중관리제를 도입하는 등 다양한 부동산 및 부동산 금융의 규제²⁾강화 조치를 도입하였다. 이러한 부동산 규제의 강화에 따라 회사채를 통해 대규모 자금을 조달한 부동산 개발회사가 재무적인 곤경에 처하고 있고, 부동산담보부 회사채를 발행한 기업도 차환 등에 제약을 받고 있다.

취약한 신용평가 시스템을 비롯한 회사채를 둘러싼 인프라 부족은 투자자의 회사채시장의 신뢰도 저하에 영향을 미치고 있다. 중국은 4개³⁾의 자국 신용평가사가 신용평가산업을 주도하고 있다. 신용평가에 대한 규제체계가 적절하게 마련되지 않은 상황에서 신용평가사 간의 영업 경쟁과 발행자 우위의 신용평가시장의 특성으로 기업의 신용도에 대한 정확한 평가가 이루어지지 못하고 신용등급이 부풀려지는 문제가 지속되었다. 이러한 상황에서 높은 신용등급을 받은 국유기업들이 회사채 발행을 확대함으로써 도덕적 해이와 좀비기업의 양산이라는 결과를 초래하였다. 특히 높은 신용등급을 받은 일부 국유기업의 부도로 인해 회사채시장과 신용평가사에 대한 신뢰가 하락하고 투자자의 혼란이 가중되는 문제가 발생하고 있다.

향후 전망

최근 중국의 회사채 부도 증가는 기업 신용에 대한 선별기능이 적절하게 작동하지 않은 상황에서 기업들의 부채 조달이 확대되고, 대외 환경과 규제가 변화함에 따라 일부 한계기업이 부실화된 결과라고 판단된다. 향후에도 대외적인 요인에 따라 일부 기업의 부도는 지속될 가능성이 있다. 미중 무역갈등의 확산, 공급망 붕괴에 따른 인플레이션 부담 및 대외투자 축소 등으로 향후 중국 기업의 경영 여건이 더욱 나빠질 수 있기 때문이다.

그러나 아직까지 전체 회사채 규모 대비 부도채권의 비중은 낮은 상황이다. 일부 업종을 제외한 중국 기업의 펀더멘털은 전반적으로 견고한 상황이고, 코로나19 사태에서 벗어나 회복하고 있는 세계 경제의 여건과 내수 확대정책 등으로 시장 여건도 개선되고 있어 대규모 기업의 연쇄부도와 같은 시스템 리스크 확산의 우려는 크지 않은 것으로 보인다. 특히 중국 정부는 경제 개혁과 더불어 금융시장의 안정화에 중점을 둔 정책을 추진하고 있어 기업의 연쇄 부도가 발생할 경우 그동안 자제한 시장개입을 할 여지도 있다. 다만 시장여건이 악화되어 점진적인 기업부채 완화 정책이 추진되고, 시장개입이나 암묵적 보증이 다시 도입되는 경우 부실기업을 정리하고 기업의 레버리지를 줄이는 방향성이 흔들리

2) 중국 부동산 대출 규제의 자세한 내용은 김은화, 2021, 최근 중국의 회사채 디폴트 현황과 전망, 자본시장연구원 『자본시장포커스』 2021-18호 참조

3) 자국내 신용평가사로 Chengxin International Credit Rating, China Lianhe Credit Rating, Dagong Global Credit Rating, Shanghai Brilliance Credit Rating이 있다.

게 되어 장기적으로는 중국의 신용채권시장에 신뢰도를 떨어뜨릴 가능성이 있다.

대부분의 회사채는 중국 금융기관이 보유⁴⁾하고 있기 때문에 중국의 회사채 부도 증가가 해외 투자자에게 미치는 영향은 제한적이다. 단기적으로 대규모 신용위험 증가 등으로 회사채시장에서 위기가 발생할 가능성은 적은 상황이지만 장기적으로 중국의 기업 신용위험에 대한 모니터링은 지속할 필요가 있다. 절대적인 신용채권 규모가 크게 증가한 중국의 상황을 볼 때 대내외 여건이 악화되어 기업 부도가 크게 증가할 경우 회사채시장의 주요 투자자인 은행과 펀드 등의 부실화 가능성을 배제할 수 없다. 세계 경제에서 중국의 영향력이 커진 상황에서 부도 증가로 인한 금융기관의 신용위험 증가는 글로벌 시장에도 영향을 미칠 가능성이 있다. 헝다그룹의 부실 가능성에 일시적으로 전세계 금융시장이 흔들린 것도 중국의 신용채권시장이 급격히 성장하였기 때문이다. 대규모 부실의 가능성은 적지만 여전히 일부 산업의 위험은 존재하기 때문에 중국의 신용시장에 대한 지속적인 관찰이 필요한 시점이다.

4) 중국의 전체 채권 잔액중 외국인인 비중은 2021년 1월 기준 3.4%이지만 대부분이 국채와 금융채이며 회사채의 비중은 2% 미만으로 파악된다.

IPO 공모주의 수익률 추이와 시사점*

선임연구위원 이석훈

코로나19 이후 IPO 시장은 IPO 공모주에 대한 투자 열기가 높고 IPO 건수가 많은 hot market의 모습을 보이는 가운데, 공모주의 상장 후 거래가 매우 활발하다. 본고는 2003년부터 2018년까지 상장한 IPO 공모주의 상장 첫날 수익률과 상장 후 3년 누적초과수익률을 분석하였다. 연도별 현황을 분석한 결과, 2010년대 들어오면서 IPO 기업들의 상장 후 3년 수익률은 이전보다 크게 향상되었을 뿐 아니라 시장수익률보다 높았다. IPO 공모주의 누적초과수익률을 분석한 결과, hot market인 시기에 상장하는 IPO 공모주들이 상장일에 다소 높게 평가받는 경향을 보이고 있고 이에 따라 장기수익률이 저조할 수 있는 것으로 나타났다. 이러한 결과로 비추어 볼 때, IPO 시장이 이전보다 향상된 성과를 보이고 있지만 hot market일 때 투자자들은 공모주에 대해 막연한 낙관이나 기대보다는 면밀한 평가와 분석을 기반으로 투자할 필요가 있어 보인다.

코로나19 이후, 개인들의 주식투자 열기가 높아졌고 이에 따라 IPO 공모주도 많이 주목받고 있다. 특히 이러한 관심은 상장 전 청약에 그치지 않고 상장 후 매매회전율로 이어져 나타나고 있다. 실제로 청약경쟁률과 매매회전율 모두 코로나19 이후 약 1.5~2배 상승하였다. 언론에서도 최근 IPO 공모주의 청약경쟁률뿐 아니라 상장 후 수익률에 대해 크게 다루고 있다. 본고는 2003년부터 2018년까지 상장한 IPO 공모주의 상장 첫날 수익률과 상장 후 3년 누적초과수익률을 분석해보고 이를 통해 시사점을 찾고자 한다.

IPO 공모주 수익률의 연도별 현황

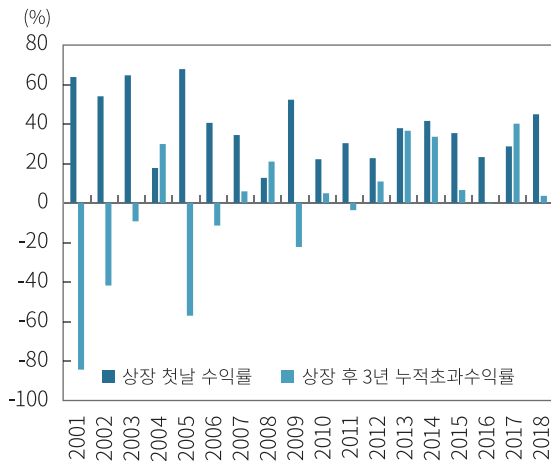
<그림 1>에서 볼 수 있듯이, 상장 첫날 수익률의 평균이 50%를 초과한 해가 2000년대(2000-2009)에는 절반이었지만¹⁾ 이후 2019년까지 나타나지 않았다. 이 기간 IPO 시장은 20~40%의 상장 첫날 수익률을 유지하고 있었다. 이 때문에, 2020년과 2021년 평균 53.8%와 48.1%의 상장 첫날 수익률은 직전인 2010년대(2010~2019)와 비교할 때 예외적인 모습이다. 상장 첫날 수익률이 상장일 투자자들의 높은 관심과 매수에서 비롯된다는 점에서, 최근 2년간의 IPO 시장은 지난 10년 사이 볼 수 없었던 hot market으로 보인다.

* 본고의 견해와 주장은 필자 개인의 것이며, 자본시장연구원의 공식적인 견해가 아님을 밝힙니다.

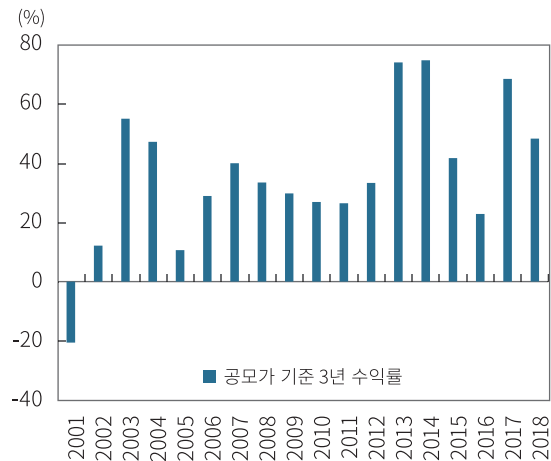
1) 다만, 2000년대 높은 상장 첫날 수익률은 풋백옵션제도로 인해 주관회사들이 저가로 발행하는 경향에서 비롯된 점도 있다.

〈그림 1〉의 연도별 현황을 보면 2011년 이후 IPO 공모주의 3년 누적초과수익률²⁾이 양(+)인 것으로 나타났다. 이는 IPO 공모주의 장기수익률이 동기간 KOSPI 수익률보다 높았음을 의미한다. 또한 2000년대 많은 해에서 음(-)이었던 것과 비교하면 이러한 수익률은 이전보다 크게 향상된 것이기도 하다. 앞서 논의한 상장 첫날 수익률을 함께 고려하면, 2000년대에는 상장 첫날 수익률이 높았지만 이후 3년 수익률이 저조하였고 2010년대에는 그 반대의 현상이 나타난 것이다. 따라서 상장 첫날 수익률을 포함한 3년 누적초과수익률을 추가로 검토해 보았다. 분석 결과, 상장 첫날 수익률을 반영하더라도 IPO 공모주의 3년 누적초과수익률은 2000년대보다는 2010년대에 더 높았다(〈그림 2〉 참조). 이러한 결과로 볼 때, 지난 10년 IPO 시장에는 이전보다 양질의 기업들이 참여하고 있는 것으로 보인다.

〈그림 1〉 상장 첫날 수익률과 상장 후 3년 누적초과수익률의 연도별 현황



〈그림 2〉 상장 첫날 수익률을 포함한 3년 누적초과수익률의 연도별 현황



주: 개별 공모주의 3년 누적초과수익률은 상장 후 3년 동안의 월별 초과수익률(=공모주 수익률-KOSPI 수익률)을 합산하여 구함, 연도별 3년 누적초과수익률은 해당연도 개별 공모주의 3년 누적초과수익률을 평균하여 구함

IPO 공모주의 누적초과수익률 분석

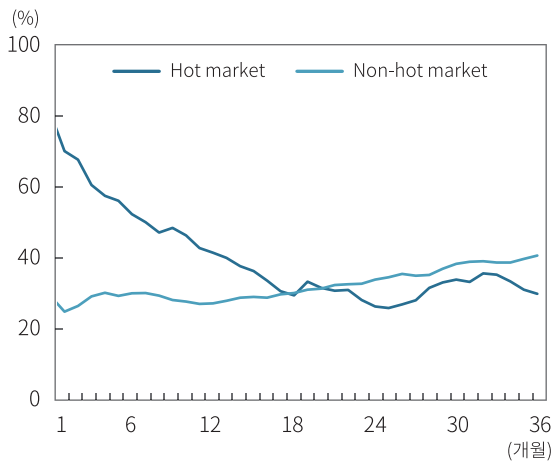
〈그림 1〉을 살펴보면 IPO 공모주의 상장 첫날 수익률이 높은 연도일수록 상장일 이후 3년 누적초과수익률이 더 낮은 경향을 볼 수 있다. 이러한 점을 고려하여, IPO 시장의 hot market 여부 또는 상장 첫날 수익률에 따라 3년 누적초과수익률이 어떠한 특징을 보이는지 분석하였다. 이를 위해 예외적인 기간에 해당할 수 있는 2001~2002년(IT 버블 시기) 자료와 REITs 및 SPAC 상장을 제외한 2003년부터 2018년까지 총 966건의 IPO 공모주를 대상으로 검토하였다.

저자는 상장 첫날 수익률이 평균 60%(분기 기준 상위 20% 분위)를 초과하고 IPO 건수가 13건(분기 기준 중위값)을 초과한 분기를 hot market인 것으로 분류하고 그 외 분기를 non-hot market으로 하였다. 즉 IPO 공모주에 대한 투자 열기가 높고 IPO 건수가 대체로 많았던 분기를 hot market으로

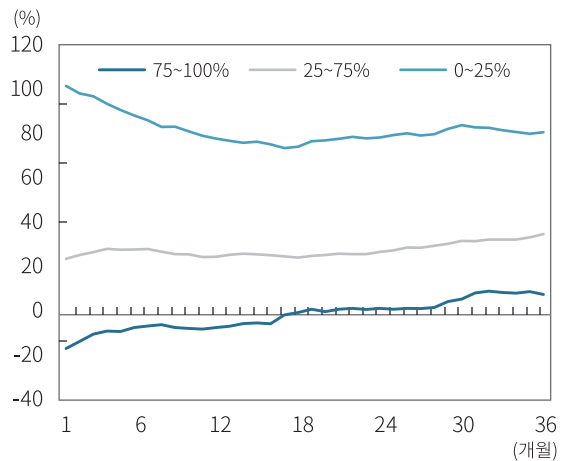
2) 상장 후 3년 누적초과수익률은 상장 후 3년 동안의 월별 초과수익률(=공모주 수익률-KOSPI 수익률)을 합산하여 구하였다.

보았다. Hot market이었던 시기에 상장한 IPO 공모주의 상장 첫날 수익률은 평균 81.1%였고 이후 3년 누적초과수익률은 -50.7%이었다. Non-hot market이었던 시기에는 각각 29.7%와 11.5%로 나타나 hot market 시기의 수익률과 대조적인 모습을 보였다. Hot market 시기에 상장한 IPO 공모주의 3년 누적초과수익률은 상장 첫날 수익률을 포함하면 30.5%로 non-hot market 시기(41.2%)보다 낮았다. 즉 hot market 시기에 IPO 공모주의 공모가는 non-hot market 시기의 IPO 공모주보다 상장일 주가를 기준으로 낮았지만 3년 후의 주가를 기준으로 오히려 높게 책정된 것이다. 시계열적으로 볼 때, hot market 시기에 상장한 IPO 공모주의 누적초과수익률은 상장 직후부터 주가가 하락하면서 1년 6개월이 지난 시점에 non-hot market 시기의 IPO 공모주와 비슷해지는 것으로 나타났다.

〈그림 3〉 Hot market 여부에 따른
누적초과수익률의 추이



〈그림 4〉 상장 첫날 수익률에 따른
누적초과수익률의 추이



〈그림 4〉는 개별 IPO 공모주의 상장 첫날 수익률 분위별 상장 후 3년 누적초과수익률을 보여주고 있다. 상장 첫날 수익률 기준 상위 25%, 25~75%, 75~100% 분위로 IPO 공모주를 구분한 결과, 상위 25% 분위에서만 상장 후 주가가 하락하는 것으로 나타났다. 다만 이들의 3년 누적초과수익률은 -28.7%로 hot market 시기의 IPO 공모주(-50.7%)보다 주가의 하락 정도가 작았다. 상위 25% 분위의 IPO 공모주 중 hot market 시기 상장 여부에 따라 어떠한 차이가 있는지 분석한 결과, 상장 첫날 수익률은 hot market과 non-hot market 시기에 각각 109%와 114%로 유사하였으나 상장 후 3년 누적초과수익률은 -66.2%와 -4.6%로 큰 차이를 보였다. 더욱이 이러한 특징은 25~75%와 75~100% 분위의 IPO 공모주에서도 똑같이 볼 수 있다(〈표 1〉 참조). 즉 hot market인 시기의 IPO 공모주들은 상장일에 주가가 높게 형성된 후 하락하는 경향을 보이지만 hot market 시기에 상장하지 않았다면 상장일에 높은 수익률을 보였더라도 상장 후 3년 사이 IPO 공모주의 주가가 거의 하락하지 않았다. 따라서 상장 후 IPO 공모주의 수익률이 하락하는 현상은 hot market과 관련이 높다고 판단된다.

〈표 1〉 상장 첫날 수익률의 분위별 IPO 공모주의 hot market 여부에 따른 수익률 비교

		Hot market	Non-hot market
상위 25% 분위 IPO	상장 첫날 수익률	114.1%	109.0%
	3년 초과수익률	-66.2%	-4.6%
	표본 수	83	128
25~75% 분위 IPO	상장 첫날 수익률	38.5%	29.2%
	3년 초과수익률	-30.9%	11.0%
	표본 수	60	454
75~100% 분위 IPO	상장 첫날 수익률	-12.4%	-11.8%
	3년 초과수익률	-6.5%	21.3%
	표본 수	2	239

이상과 같이 본고는 hot market 시기의 IPO 공모주들이 상장 당시 다소 높게 평가받는 경향이 있음을 확인하였다. 생각건대, 그 원인은 다음과 같다고 본다. 기(既) 상장기업들과 같이, IPO 공모주는 예상되는 미래의 현금흐름을 통해 평가받는다. 그러나 IPO 공모주에 대한 평가는 기(既) 상장기업들과 달리 공모자금을 기반으로 한 신규 투자와 이에 따른 성장 잠재력에 대한 투자자들의 기대에 따라 달라질 수 있다. 특히 IPO 기업에 대한 이러한 기대는 향후 시장 전망이나 투자 여건의 변화에 따라 크게 높아지거나 낮아질 수 있다. 연구 문헌에 따르면 IPO 공모주는 시장수익률의 변동에 매우 민감한 주식으로 베타가 2에 달한다는 평가도 있다. 즉 시장수익률이 1% 상승(하락)하면 공모주의 수익률은 대체로 2% 상승(하락)한다는 것이다. Hot market인 시기에는 시장 전반에 걸쳐 주가가 높고 미래에 대한 전망도 밝은 시기이다. 따라서 이러한 시기에 상장한 IPO 기업일수록 상장 당시 기대치가 과도하게 높았을 가능성이 있고 시장의 변화로 투자 열기가 식을 때 이들의 수익률도 그만큼 더 크게 하락할 수 있다.

시사점

2010년대 들어와 IPO 기업들의 장기수익률이 이전보다 향상되어 동기간 시장수익률보다 높아졌으나, hot market인 시기에 상장하는 IPO 공모주의 경우 상장일에 다소 높게 평가받는 경향으로 인해 이후 장기수익률이 저조할 수 있는 것으로 나타났다. 최근 IPO 시장이 hot market의 모습을 보이는 가운데, 개인투자자들의 공모주 거래가 매우 활발하다. 본고의 분석 결과로 볼 때, hot market인 시기에 투자자들은 공모주에 대해 막연한 낙관이나 기대보다는 면밀한 평가와 분석을 기반으로 투자할 필요가 있어 보인다.

플랫폼 기업에 대한 글로벌 규제 강화 기조 확산

- 플랫폼 기업들의 비약적 성장으로 시장지배력 남용, 불공정거래, 독점 등의 문제가 발생되고, 이에 따라 플랫폼 기업들에 대한 제재 필요성이 제기
- 미국 및 중국에서는 플랫폼 기업의 독점 행위 제재를 위한 법률 제정 및 지침 발표 등 규제가 구체화되고, 한국 또한 플랫폼 산업 규제를 위한 다수의 법안이 발의되는 등 세계적으로 규제 기조가 강화되는 추세
- 플랫폼 기업들에 대한 규제 강화로 건전한 플랫폼 경제 발전 촉진 등 긍정적 효과가 기대되나 단기적으로 기업 가치에 부정적인 영향을 주는 것은 불가피할 것으로 판단

- 디지털 전환의 가속화, 코로나19로 인한 비대면 거래의 급증 등으로 플랫폼 기업들이 급속하게 성장
 - 플랫폼에 대한 일치된 정의는 없으나 통상 상호의존성을 지닌 생산자와 소비자 그룹을 효율적으로 연결시킴으로써 가치를 창출하는 사업 모델(business structure)을 의미
 - 현 시점에서 플랫폼은 크게 1) 광고 수익 기반 플랫폼(Google, Facebook, Twitter, Snapchat, 네이버 등), 2) 거래 및 매치메이킹 플랫폼(Uber, Airbnb 등 공유 플랫폼 및 Amazon, 네이버 등 온라인 거래 플랫폼), 3) OS 및 앱 스토어 플랫폼(iOS Appstore, Android PlayStore 등)으로 구분이 가능¹⁾
 - 네트워크 및 모바일 기술이 급격하게 발전함에 따라 플랫폼 기반 사업을 전개 및 확장하는 기업들이 증가
 - 글로벌 시가총액 상위 10대 기업 중 플랫폼 기업의 수는 2010년말 애플, 마이크로소프트 등 2개에 불과했으나, 2021년 10월 애플, 마이크로소프트, 알파벳, 아마존, 페이스북, 텐센트 등 6개로 증가하였으며, 이들의 시가총액 합산액은 8.3조달러에 달하는 규모
 - 스타트업에서도 플랫폼 기업의 약진이 돋보이는데, 2020년 전체 유니콘 스타트업 중 57.9%가 플랫폼 기업이며 특히 아시아에서는 86.1%의 유니콘이 플랫폼 기업인 것으로 조사²⁾

1) 정보통신정책연구원, 2021. 9. 30, 메타버스 시대의 디지털 플랫폼 규제.

2) 정보통신정책연구원, 2021. 5. 10, 온라인 플랫폼의 부상과 정책적 시사점.

- 플랫폼 기업들의 비약적 성장으로 시장지배력 남용, 불공정거래, 독점 등 다양한 문제가 발생되고, 이에 따라 플랫폼 기업들에 대한 제재 필요성이 제기
 - 플랫폼 기업은 자사 플랫폼에 대한 거래의존도를 남용하여 불공정한 거래 조건을 부과하고 과도한 경제적 이익을 취할 유인을 가짐
 - 실제 플랫폼 이용 사업자에게 과도한 수수료를 부과하거나, 제품 가격 결정 간섭, 자사 거래 우선 배송 강요 등과 같은 행위가 발생하고 있는 것으로 조사³⁾
 - 또한 대형 플랫폼 기업의 서비스와 경쟁관계에 있는 중소기업체들의 경우, 공정한 경쟁을 통해 소비자의 선택을 받을 기회가 제한되면서 특정 플랫폼 기업과 그 자회사들이 생태계 전반을 독식하게 될 위험도 존재⁴⁾

- 미국은 구글, 애플, 페이스북, 아마존 등 대형 플랫폼 기업의 독점 행위를 제재하기 위한 법률을 제정하고, 플랫폼 기업들에 비판적 입장을 보유한 인사들을 중용하는 등 적극적인 플랫폼 규제를 시행 중
 - 2020년 10월 미국 하원 사법위원회 산하 반독점 소위원회가 발표한 ‘디지털 시장의 경쟁 조사’ 보고서⁵⁾를 통해 4대 플랫폼 기업 GAFA(Google, Apple, Facebook, Amazon)가 시장 내 독점적 지위를 남용하고 있다고 밝히며, 이러한 행위 제재를 위한 입법 추진을 권고
 - 보고서의 후속 조치로 2021년 6월 11일 민주당과 공화당 공동으로 플랫폼 기업을 규제하기 위한 패키지 법안(A Stronger Online Economy: Opportunity, Innovation, Choice)을 발의하였고, 동 법안은 6월 25일 법제사법위원회를 통과⁶⁾
 - 해당 법안은 총 5개의 개별 법안이 묶인 형태로, 플랫폼 기업의 독점 행위를 직접적으로 규제하는 4개의 법안과 미국 경쟁당국의 예산 확충을 목적으로 하는 1개의 법안(기업인수합병 신청비용 현대화에 관한 법률)으로 구성
 - 이용자 수와 시가총액 등을 기준으로 미국 연방거래위원회(Federal Trade Commission: FTC) 및 법무부(Department of Justice: DOJ)가 규제 대상을 지정하며, 해당 기준에 따르면 규제 대상은 사실상 구글, 애플, 페이스북, 아마존 등 대형 플랫폼 기업으로 한정

3) 한국법제연구원, 2019. 9. 25, 2019년 전자상거래 불공정거래행위 현황과 판매자인식 실태조사.

4) 한국행정연구원, 2021. 4. 23, 온라인플랫폼 거래에서의 공정경제 생태계 구축을 위한 입법 방향과 쟁점.

5) House Committee on the Judiciary, 2020. 10. 2, Investigation of competition in digital market.

6) Congressman David Cicilline, 2021. 6. 11, House Lawmakers Release Anti-Monopoly Agenda for “A Stronger Online Economy: Opportunity, Innovation, Choice”.

미국 플랫폼 기업 규제 법안의 주요 내용

구분	내용
미국 온라인시장의 혁신 및 선택에 관한 법률 (American Innovation and Choice Online Act)	- 규제 대상 플랫폼 기업은 자사의 제품·서비스·사업에 대해 특혜 제공 금지 - 타 사업자의 제품·서비스·사업을 배제하고 불이익을 주는 행위 금지
플랫폼 경쟁 및 기회에 관한 법률 (Platform Competition and Opportunity Act)	- 규제 대상 플랫폼 기업이 상업 또는 상업에 영향을 미치는 활동에 종사하는 기업을 인수하는 것을 불법으로 규정 (해당 기업인수가 반경쟁적이지 않음을 기업이 증명할 경우 예외적으로 허용)
플랫폼 독점 종식에 관한 법률 (Ending Platform Monopolies Act)	- 규제 대상 플랫폼 기업이 플랫폼 운영 이외에 해당 플랫폼을 통해 제품·서비스를 판매 및 제공하는 행위를 불법적 이해상충으로 규정
경쟁 및 호환 촉진을 위한 서비스 전환 지원 법률 (Augmenting Compatibility and Competition by Enabling Service Switching(ACCESS) Act)	- 일반적으로 사용되는 기계독해가 가능한 형식으로 투명하고 제3자가 접근 가능한 인터페이스를 유지 - 상호호환성 인터페이스에 영향을 줄 수 있는 사항을 변경하고자 하는 경우에는 FTC의 사전 승인이 필요 - 규제 대상 플랫폼 기업과 플랫폼 이용 사업자는 개인정보보호와 보안 외의 목적으로 이용자 데이터를 수집, 활용, 공유 금지

자료: American Innovation and Choice Online Act, Platform Competition and Opportunity Act, Ending Platform Monopolies Act, Augmenting Compatibility and Competition by Enabling Service Switching Act

- 바이든 정부는 최근 플랫폼 기업들에 비판적인 입장을 가진 인사들을 기용함으로써 강력한 규제 의지를 피력
 - 2021년 3월 플랫폼 기업의 독과점화를 우려하는 팀 우(Tim Wu) 교수를 국가경제위원회(National Economic Council) 특별 고문으로 합류시키고, 2021년 6월 대형 플랫폼 기업의 독과점 관행에 지속적으로 문제 제기를 해 온 리나 칸(Lina Khan)을 FTC 위원장으로 지명
 - 또한, 2021년 7월 반독점 관련 소송을 주로 담당해온 변호사 조너선 칸터(Jonathan Kanter)를 DOJ 반독점국장으로 임명

□ 중국은 플랫폼 기업의 반독점 규제에 관한 지침을 발표하고, 알리바바 등 대형 플랫폼 기업의 시장 지배력 남용 행위에 대해 과징금을 부과하는 등 규제를 본격화

- 중국 정부는 플랫폼 기업의 불공정행위에 대한 규제의 필요성을 여러 차례 강조했으며, 2021년의 중점업무 중 하나로 ‘반독점 규제 강화 및 자본의 무질서한 확장 방지’를 제시⁷⁾
 - 이와 같은 정부의 규제 강화 의지를 반영하여 경쟁당국은 2020년말부터 대형 플랫폼 기업의 불공정행위에 대한 규제를 착수
- 2021년 2월 중국 국무원 반독점위원회가 ‘플랫폼 경제 분야에 관한 반독점 지침(关于平台经济领域的反垄断指南)’⁸⁾을 발표하고, 발표 당일부로 즉시 시행

7) 대외경제정책연구원, 2021. 2. 26, 중국, 온라인 플랫폼에 대한 반독점 규제 가이드라인 발표.

8) 중국시장감독관리총국(SAMR), 2021. 2. 7, 国务院反垄断委员会关于平台经济领域的反垄断指南.

- 해당 지침은 총 6장, 24조로 구성되어 있으며 '시장 지배적 지위'와 '남용 행위'에 대한 판단 기준을 확정하고 플랫폼의 가격 담합, 독점 거래, 시장 지배적 지위를 남용한 강제 매매, 빅 데이터와 알고리즘 기술을 활용한 경쟁 저해행위 금지 등을 명시

중국 플랫폼 경제 분야 반독점 지침의 주요 내용

구분	내용
판단 기준	- 시장 지배적 지위 및 남용 행위에 대한 판단 기준 확정 - 시장 지배적 지위는 경영자의 시장점유율과 시장통제력, 기타 경영자의 의존도, 타 기업의 시장진입 난이도 등에 의해 판단
규제 내용	- 판매자에게 독점적 거래를 요구하거나 쇼핑 이력 및 신상정보를 바탕으로 고객에게 이중적 가격을 제시하는 등 플랫폼의 경쟁제한·독점적 거래 행위를 규제 - 알고리즘을 가격 담합 도구로 악용하거나 판매업체의 가격, 판매량 등 민감 정보를 불법 수집 및 거래하는 등 빅데이터와 알고리즘 기술을 활용한 경쟁 저해 행위를 엄격하게 대응 - 시장 지배적 지위를 남용한 강제매매, 가격조작 행위 금지 - 플랫폼의 보조금 남발 금지 - 경영자 집중 신고 및 관련 심사 규제 강화

자료: KOTRA⁹⁾

- 2021년 4월 중국시장감독관리총국(State Administration for Market Regulation: SAMR)은 '플랫폼 내 기업에 독점 판매 강요' 등 시장지배적 지위 남용 행위로 알리바바에 182억위안(약 3조원)의 과징금을 부과
 - 2019년 알리바바 매출액의 4%에 해당하는 금액이며, 중국 내 반독점 규제 위반 행위로 부과된 과징금 중 최대 규모¹⁰⁾
 - 알리바바에 이어 텐센트(2020년 매출 대비 2~4%), 메이투안(4%) 등에도 상당 수준의 과징금이 부과될 전망¹¹⁾
- 또한, 알리바바와 텐센트 등 34개 플랫폼 기업의 주요 경영진을 소환해 독점적 행위 위반 사항 등에 대해 자체 조사하고 시정 조치를 취하라고 지시¹²⁾

□ 한국 또한 대형 플랫폼 기업의 과도한 사업 확장에 대한 비판이 제기됨에 따라 규제 방안을 논의 중이며, 최근 금융당국이 금융플랫폼의 일부 서비스를 '금융소비자보호법' 위반 행위로 판단하는 등 규제가 강화되는 모습

- 국내 대표 플랫폼 기업인 카카오는 2021년 상반기 기준 158개의 계열회사를 보유하고 있으며, 이는 2014년말(36개) 보다 4배 넘게 늘어난 수치

9) KOTRA, 2021. 2. 23, 中 2월 7일부 '플랫폼 경제 반독점 가이드라인' 시행.

10) KOTRA, 2021. 9. 23, 중국, 인터넷산업 규제 강화 동향.

11) 한국은행, 2021. 6. 4, 중국 빅테크 기업 반독점 규제 강화.

12) Global Times, 2021. 4. 13, Chinese regulators summon 34 platforms to meeting, ordering them to self-scrutinize irregularities.

- 카카오는 대리운전, 스크린골프 등 다양한 영역으로 사업을 확장하고 있는 가운데, 산업 생태계를 구성하는 기존 중소기업체들이 많은 사용자를 보유한 대형 플랫폼 기업과의 경쟁에서 우위를 점하기가 쉽지 않아 골목상권을 침해한다는 비판이 제기
- 2021년 10월말 기준 국회에서는 플랫폼 산업을 규제하려는 법안이 9건 발의된 상태이며, 본격적인 입법 논의가 진행 중

한국 플랫폼 관련 입법발의안 주요 내용

의안명	제안자	제안일	내용
온라인플랫폼 통신판매중개거래의 공정화에 관한 법률안	송갑석의원 등	2020.7. 13	- 플랫폼 사업자는 수수료의 부과기준을 정하거나 판매촉진행사를 실시할 때 플랫폼 이용사업자를 차별하는 행위 등을 금지
온라인 플랫폼 이용자 보호에 관한 법률안	전혜숙의원 등	2020.12.11	- 플랫폼 사업자가 플랫폼 이용사업자에게 제공하는 서비스를 제한 및 중단하거나 계약 내용을 변경 또는 해지하는 경우, 사전에 구체적인 사유 및 내용을 통지 - 이용자가 플랫폼을 이용하는 과정에서 생성된 정보를 플랫폼 사업자는 자사의 영업활동에 부당하게 이용 금지
온라인 플랫폼 중개거래의 공정화에 관한 법률안	김병욱의원 등	2021.1.25	- 기존 거래상 지위 남용행위 금지 조항을 플랫폼 산업의 특성에 맞게 구체화 - 부당한 차별행위, 특정 결제방식 강제행위, 플랫폼 중개서비스 제공 제한·중단·거절행위 등을 불공정거래행위로 규정
온라인 플랫폼 중개거래의 공정화에 관한 법률안	민형배의원 등	2021.1.27	- 플랫폼 사업자의 거래계약서 서면 발급 의무 - 불공정거래행위 규정
온라인 플랫폼 중개거래의 공정화에 관한 법률안	정부	2021.1.28	- 플랫폼 거래계약서 교부 의무 - 플랫폼 사업자의 사전통지 의무 - 플랫폼 사업자의 불공정거래행위 기준 마련 - 플랫폼 사업자와 이용자 사이의 분쟁 조정 - 공정거래위원회의 위반행위조사 및 처리, 실태조사 - 플랫폼 사업자의 손해배상책임
온라인 플랫폼 중개거래의 공정화에 관한 법률안	배진교의원 등	2021.3.8	- 중개계약 체결 시 수수료 부과기준, 광고비 산정 기준 등을 포함한 계약서 교부 의무 - 거래계약 갱신 시 이전 계약보다 불이익하게 변경 금지 - 불공정거래행위 규정 및 위반 시 과징금 부과
온라인 플랫폼 중개서비스 이용거래의 공정화에 관한 법률안	성일종의원 등	2021.3.15	- 플랫폼 중개서비스 이용 거래계약서 서면 교부 의무 - 플랫폼 사업자는 계약 해지하려는 경우 사전통지 - 플랫폼 사업자의 불공정거래행위에 대한 기준 마련
플랫폼 중보자 보호 및 지원 등에 관한 법률안	장철민의원 등	2021.3.18	- 「근로기준법」, 「고용보험법」 등 타 법률과의 상호성을 고려하며, 플랫폼 중보자에 더 이익이 되는 법률을 적용
온라인 플랫폼 중개거래의 공정화에 관한 법률안	민병덕의원 등	2021.4.20	- 플랫폼 사업자가 중개서비스 공급을 제한, 중단, 해지하는 경우, 내용 및 이유를 사전 통지 - 공정한 거래를 저해하는 불공정거래행위 금지 - 사업자 간 분쟁 조정에 관한 사항을 규정

주 : 2021년 10월 31일 조회 기준
 자료: 의안정보시스템

- 금융위원회는 2021년 9월 7일 일부 금융플랫폼의 서비스가 단순 광고대행이 아닌 금융소비자 보호법 상 중개행위에 해당한다고 판단하고, 위법 소지에 대해 시정할 것을 요구¹³⁾
 - 이에 따라 9월 25일부터 카카오페이, 네이버파이낸셜 등 주요 금융플랫폼은 펀드, 연금 등 금융상품 비교, 추천 등의 서비스를 중단

□ 플랫폼 기업들에 대한 규제 강화로 건전한 플랫폼 경제 발전 촉진 등 긍정적 효과가 기대되나 단기적으로 기업 가치에 부정적인 영향을 주는 것은 불가피할 것으로 판단

- 대형 플랫폼 기업의 독점 견제 조치, 규제 강화 등의 여파로 애플, 카카오, 네이버 등 각국 대표 플랫폼 기업의 주가가 큰 폭으로 하락한 바 있음
 - 9월 7일 금융위원회의 금융플랫폼에 대한 금융소비자보호법 적용 결과 발표 이후 카카오와 네이버의 주가는 2거래일 연속 하락(9월 7일 대비 9일 기준 카카오 -16.6% 및 네이버 -10.2%)
 - 9월 10일 미 캘리포니아주 오클랜드연방법원이 애플의 앱스토어 운영 관행에 대한 소송에 자사 앱스토어가 아닌 다른 경로를 통해 외부 결제를 할 수 없도록 막는 애플의 조치가 반경쟁적인 행위라고 판결함에 따라 애플의 주가가 전일대비 3.3% 급락

선임연구원 장효미

13) 금융위원회, 2021. 9. 7, 온라인 금융플랫폼의 건전한 시장질서 확립을 위해 관련 금융소비자보호법 적용사례를 전파했습니다, 보도자료.

중국의 새로운 거래소 설립과 상장유치를 위한 정책 추진 현황

- 최근 중국은 혁신기업을 대상으로 하는 베이징증권거래소 개설을 발표했으며, CDR 활용 확대와 기술기업의 해외 상장을 제한하는 방안도 검토 중
- 중국의 자국기업에 대한 상장유치를 위한 움직임은 그동안 지속되어 왔던 미·중 금융 갈등이 심화되면서 미국 증권시장에서의 중국기업에 대한 견제가 더욱 강화된데 기인
- 최근에도 미국에서 중국기업 블랙리스트가 추가되는 등 중국기업에 대한 상장 심사 강화로 미국 증시 입성은 더욱 까다로워질 것으로 예상되는 가운데 중국 정부의 제재가 더해지면서 자국기업에 대한 상장유치 노력은 지속될 것으로 전망

- 최근 중국은 혁신기업을 대상으로 하는 베이징증권거래소 개설을 발표하였고, 중국예탁증서(Chinese Depository Receipt: 이하 CDR)의 활용 확대 및 기술기업의 해외 증시 상장을 제한하는 방안을 검토할 것임을 밝힘
 - 중국 정부는 2021년 9월 혁신 중소기업을 대상으로 하며, 상하이, 선전증권거래소와는 차별화되는 베이징증권거래소의 개설을 발표함¹⁾
 - 베이징에는 현재 장외거래시장인 NEEQ(National Equities Exchange And Quotations, 新三板)²⁾가 운영 중인데, 이중 우량 기업들로 구성된 정선층(精选层)만을 대상으로 일부 상장요건을 갖춘 69개 기업이 먼저 베이징증권거래소로 이전상장될 예정임
 - 혁신 중소기업을 대상으로 한다는 점에서 상하이증권거래소의 STAR market(科创板)과 선전증권거래소의 ChiNext(创业板)와 유사하지만 상장요건에는 차이가 있음

1) Chinadaily, 2021. 9. 2, New stock exchange to open in Beijing.

2) 2012년 개설된 NEEQ는 2021년 10월 기준 7,174개 기업이 등록되어 있으며, 기업규모와 특성에 따라 수익성이 좋거나 혁신성이 높은 기업인 '정선층(精选层)', 정선층의 요건을 충족하지 않지만 관리가 잘 이루어지고 있는 혁신 기업인 '혁신층(创新层)', 정선층과 혁신층에 속하지 않는 기업들인 '기초층(基础层)'으로 구분됨

STAR market, ChiNext, 베이징증권거래소 비교

	STAR market	ChiNext	베이징증권거래소
대상	혁신 기술기업	혁신 기술기업	혁신 기술기업
상장제도	등록제	심사제	등록제
상장요건	<p>다음 요건 중 한 개 이상 충족</p> <ul style="list-style-type: none"> · 시가총액 10억위안, 최근 2년 흑자 및 누적 순이익 5,000만위안 또는 매출액 1억위안 이상 · 시가총액 15억위안, 최근 1년 매출액 2억위안, 최근 3년 R&D 투자금액이 누적 매출액의 15% · 시가총액 20억위안, 최근 1년 매출액 3억위안, 최근 3년 영업활동으로 인한 현금흐름 유입액이 1억위안 이상 · 시가총액 30억위안, 최근 1년 매출액이 3억위안 이상 · 시가총액 40억위안, 기타 성장성 및 기술 요건 충족 	<p>다음 요건 중 한 개 이상 충족</p> <ul style="list-style-type: none"> · 최근 2년 누적 순이익이 1,000만위안 이상 · 최근 1년 흑자 및 매출액이 5,000만위안 이상 	<p>기본 요건</p> <ul style="list-style-type: none"> · 12개월 이상 연속적으로 NEEQ에 등재된 기업 · 최근 사업연도말 기준 순자산이 5,000만위안 이상 · 100만주 이상 공모 · 상장 후 최소 자본금 3,000만위안 · 상장 후 최소 200명의 주주 및 총 자본금의 25%를 일반주주가 보유 <p>다음 요건 중 한 개 이상 충족</p> <ul style="list-style-type: none"> · 시가총액 2억위안, 최근 2년 누적 순이익 1,500만위안 이상, 가중 평균 자기자본이익률 8% 이상 또는 최근 1년 순이익이 2,500만위안 이상 · 시가총액 4억위안, 최근 2년 평균 영업이익 1억위안, 최근 2년 30%의 영업이익률, 영업활동으로 인한 현금유입액이 있는 경우 · 시가총액 8억위안, 최근 1년 영업이익 2억위안 이상, R&D 투자가 영업이익의 8% 이상 · 시가총액 15억위안 추정, 최근 2년 R&D 투자금액 5,000만위안 이상
가격 제한폭	상장일 이후 5거래일 간 가격 제한폭 없음 그 이후에는 ±20%	상장일 ±44% 그 이후에는 ±10%	상장일 이후 ±30%
개인 투자자 요건	50만위안 이상의 증권 자산을 보유하고 투자 경력 2년 이상	투자 경력 2년 이상	50만위안 이상의 증권 자산을 보유하고 투자 경력 2년 이상

자료: 각 거래소 규정 참조

- 또한 중국의 기술기업들이 자국에서 CDR 발행을 통해 상장할 수 있도록 상하이거래소에 이어 선전증권거래소에도 도입하는 것에 대해 검토 중임³⁾
 - CDR은 해외 상장된 중국기업 또는 비상장기업의 주식이 중국 본토에서 CDR 발행 형식으로 거래될 수 있는 제도로 2018년 6월 상하이거래소에 처음으로 도입함
 - 이어서 CDR 활용 확대를 위해 발행기준을 점차 완화하고 있는 추세이며, 2021년 6월에는 선전증권거래소에도 CDR 도입을 검토 중임을 밝힘
- 최근에는 중국 규제당국이 민감한 개인 데이터를 많이 보유한 기술기업의 해외 상장을 금지하는 새로운 규정 도입을 검토 중인 것으로 나타남⁴⁾
 - 국가 보안 문제로 인해 인터넷, 통신, 교육 부문 등 기술 기업의 해외 상장을 제한하는 방안에 대해 논의 중이며 해외 상장 시 중국 규제당국의 승인을 받는 메커니즘을 구축할 예정임

□ 이처럼 중국의 자국기업 상장유치를 위한 방안 마련의 움직임은 그동안 지속되어온 미·중 갈등이 심화되면서 미국의 중국기업에 대한 감독 및 제재 강화의 영향에 기인함

- 미국과 중국 간의 갈등은 2018년 보복 관세를 부과하는 무역갈등부터 시작되어 화웨이 및 계열사에 대한 미국 기술이 활용된 물품의 수출 제한으로 인해 절정에 다다랐으며, 이후에도 중국기업을 겨냥한 법안 발의 및 증시 퇴출 등으로 금융갈등은 더욱 심화됨
- 2020년 12월 미국에서는 미국 회계감사기준을 준수하지 않은 외국기업을 퇴출시키고 외국 정부의 통제를 받지 않는다는 사실을 증명해야 하는 「외국기업책임법(The Holding Foreign Companies Accountable Act: 이하 HFCAA)」이 통과됨⁵⁾
 - HFCAA에 의하면 상장기업회계감독위원회(PCAOB)의 3개년 연속 회계감리 기준을 통과해야 하고 특정 사업이 해외 정부기관에 소유 혹은 통제되지 않는다는 것을 입증할 의무가 추가됨
 - 기존에는 2013년 체결한 양해각서에 의해 미국 PCAOB가 중국 증권감독관리위원회(CSRC)로부터 회계감사 자료를 받아 검토할 수 있었기 때문에 HFCAA의 통과는 사실상 중국기업이 타겟이 됨
- 또한 미국 국방부는 중국군이 소유하거나 통제하는 중국기업을 블랙리스트 기업으로 지정하고 있고, 지정된 기업에 대해서는 지정일로부터 365일동안 미국 개인 및 법인의 투자를 제한함
 - 2020년 6월 처음으로 중국군과 관련 있는 중국기업 블랙리스트를 작성하기 시작하여 이에 대한 미국인의 투자를 금지하는 ‘Executive Order 13959’를 발표하고 올해 1월 세부요건을 구체화하여 8월부터 시행함
- 2021년 7월에는 SEC가 중국기업에 대한 IPO 심사를 강화할 예정이라고 발표하며 요구하는 정보 공시를 하지 않는 기업에 대해서는 IPO 절차를 보류⁶⁾

3) China Banking News, 2020. 10. 27, Shenzhen the Stage for Further Chinese Depository Receipt Reforms as China Drives Capital Market Internationalisation.

4) WSJ, 2021. 8. 27, China Plans to Ban U.S. IPOs for Data-Heavy Tech Firms.

5) PUBLIC LAW 116-222.

6) SEC, 2021. 7. 30, Statement on Investor Protection Related to Recent Developments in China; Reuters, 2021. 7. 31, U.S. SEC says Chinese IPO hopefuls must provide additional risk disclosures.

- 중국에 본사를 둔 기업을 대상으로 중국 정부의 영향력 위험과 지배구조에 대한 추가 공시를 요구함

미국의 중국기업에 대한 제재 조치 현황

시기	내용
2020년 5월	· 연방공무원저축계정(Thrift Savings Plan: TSP)의 중국 주식 투자 중단 · 외국기업책임법(The Holding Foreign Companies Accountable Act) 통과
2020년 7월	중국의 홍콩보안법 시행 이후 금융시장에서 해외 국가들과의 연결통로로 활용된 홍콩의 특별 지위를 철회
2020년 11월	Executive Order 13959에서 2021년 1월 11일부터 중국군 관련 기업에 대한 투자를 금지
2020년 12월	· 미국 재무부의 해외자산관리국(Department of the Treasury's Office of Foreign Assets Control: OFAC)은 새로운 제재 리스트인 NS-MBS(Non-SDN Menu-Based Sanctions List)를 도입 · 미국 산업안보국(Bureau of Industry and Security: BIS)은 수출관리규정(Export Administration Regulations: EAR) 규정에 의거한 군사최종사용자(Military End User: MEU) 지정을 도입
2021년 1월	Executive Order 13959가 발효되면서, 투자자에게 2021년 11월 11일까지 중국군 관련 기업에 투자했던 자금 회수 요구
2021년 3월	SEC는 외국기업책임법의 일부를 잠정적으로 도입하기 시작
2021년 7월	SEC는 IPO가 진행 중인 중국기업에 추가 공시를 요구하고 IPO 등록 절차를 보류

자료: 대외경제정책연구원(2021)⁷⁾ 및 기사 참조

□ **최근에도 미국에서 중국기업 블랙리스트가 추가되는 등 중국기업에 대한 상장 심사 강화로 미국 증시 입성은 더욱 까다로워질 것으로 예상되는 가운데 중국정부의 제재가 더해지면서 자국기업 상장 유치 노력이 지속될 것으로 전망됨**

- 바이든 정부 출범 이후에도 트럼프 행정부와 같이 중국에 대한 강경한 기조를 유지하고 있고 수출 및 수입, 투자제재 등을 지속하고 있으며, 중국기업의 상장폐지도 이어지고 있음
 - 2020년 8월에는 미국의 국가 안보, 경제 위협을 방지하기 위해 사용자 정보를 수집할 수 없도록 중국의 모바일 앱 틱톡과 위챗의 모기업인 바이트댄스와 텐센트와의 거래를 금지하는 행정 명령에 서명하며 제재 조치를 가했고 2021년 들어서는 NYSE에서 중국군과 관련이 있는 정보통신기업 여러 곳이 상장폐지됨
 - 최근에도 정보통신기업을 포함하여 59개 중국기업을 블랙리스트로 추가 지정하여 미국 기업 및 개인의 해당 기업에 대한 주식 매매를 금지함
- 중국 기술기업들은 자국 거래소보다 벨류에이션이 높고 상장규정이 유연한 해외 증시에 상장하는 것을 선호해왔으나 미국 및 중국 정부의 제재 강화에 따라 미국 거래소 상장 제한이 더욱 심화될 것으로 예상됨

7) 대외경제정책연구원, 2021, 미국 바이든 행정부의 대중국 정책 전망과 시사점.



- 그동안 중국 기술기업들은 풍부한 자금조달 가능성으로 인해 해외 상장을 선호해 왔으나 미·중 금융갈등이 심화된 이후 대표적인 기술기업인 알리바바, 징둥닷컴 등 미국에 상장된 기업이 홍콩에 2차 상장을 하며 점차 회귀하는 추세임
- 향후에도 미국의 제재 강화로 중국정부의 자국 내 상장을 유치하기 위한 노력이 지속될 것으로 예상되는 가운데, 한편으로는 중국기업의 국내외 상장이 활발하게 이루어지기 위해서는 거래소 수나 방법을 늘리기보다 투자자가 안전하다고 느낄 수 있도록 투명성을 강화해야 한다는 주장도 제기됨⁸⁾

선임연구원 홍지연

8) WSJ, 2021. 9. 3. Chinese Stocks Need Better Rules, Not a New Exchange.