

중국기업의 해외 IPO가 경영성과에 미치는 영향

A Study on the Effects of Overseas IPO Chinese on Company's Performances

전 호 진* Ho-Jin Jeon

| 목 차 |

I. 서론	IV. 실증분석 결과
II. 중국기업의 해외상장 발행 유인요인	V. 요약 및 결론
III. 연구자료, 방법론 및 가설설계	참고문헌
	Abstract

국문초록

미국 상장 전·후 기업가치의 대용변수인 Tobin'Q의 변화를 살펴본 결과 유의한 결과는 많이 얻을 수 없었으나 상장 후의 Tobin'Q는 상장 전에 비해 하락하는 모습을 보였다. 상장 후 매출과 순이익과 관련한 경영성과의 변화에 대해서는 상장 후의 매출액 증가율이 상장 전에 비해 점차 떨어지는 것으로 나타났다. 반면에 영업이익률과 순이익률에 대해서는 대기업의 경우 상장 후에 오히려 상승하는 모습을 보였으나 중소기업의 경우에는 상장 후 지속적으로 하락하는 모습을 보였다. 부채비율과 관련하여서는 상장 이후 점차 하락하는 특징을 보였다. 매출 대비 순이자 지출 비율의 경우 중소기업의 경우 상장 후 이자 지급 비율이 다소 하락하는 특징을 보였다. ROE와 관련하여서는 상장 이전에 비해 크게 하락하는 특징을 보였다. ROI의 경우에도 ROE와 비슷한 특징을 보여 중소기업의 ROI가 상장 후 크게 하락하는 결과를 보였다. 당좌비율 역시 유동비율과 비슷한 결과를 도출하고 있다.

<주제어> 미국상장, 경영성과, 기업가치, 중국기업, IPO효과

* 서울사이버대학교 세무회계학과 조교수

I. 서론

중국의 주식시장은 1990년대 초 국유기업의 개혁을 위한 다각적인 방안 모색과 함께 자본시장 형성과 활성화 필요성의 증가로 초기 자본시장인 상하이(上海), 선전(深圳)증권 거래소를 개장하게 된다.

그러나 세계의 공장으로서의 역할을 하던 중국기업들은 많은 자본의 필요성 증가에도 불구하고 개장된 지 얼마 되지 않은 중국내 주식시장으로 부터의 자본 조달에는 한계에 직면할 수밖에 없어 다른 대안을 모색하게 된다.

이에 대한 대안으로 해외상장을 모색하게 되었으며 2014년에는 알리바바(阿里巴巴), 시나웨이보(新浪微博) 등 중국기업들이 미국에 상장을 하며 미국 투자자들에게 많은 관심을 받았으며 알리바바(阿里巴巴)의 경우 상장과 함께 시가총액 2,314억 달러를 모집하였다.

이러한 알리바바(阿里巴巴)의 시가총액 2,314억 달러는 뉴욕증권 거래소 시가총액 순위 14위를 차지함으로써 페이스북(Facebook) 보다도 높은 시가총액을 보유하게 되었으며 마윈(馬雲)회장은 중국 1위의 갑부로 올라서게 된다.

또한, 상장 당일 38%의 주가상승률을 보여 미국 투자자들에게 있어 중국기업의 투자 유인 요인이 큰 것을 인지할 수 있다.

이처럼 중국기업들의 미국 상장이 크게 증가한 이유로는 글로벌 금융시장 대비 중국 자본시장의 작은 규모와 자국내 IPO의 복잡한 단계, 상장까지의 오랜 시간 소요 등으로 자국 내 본토 상장을 꺼리게 되었다.

또한, 알리바바(阿里巴巴)와 같은 IT, 인터넷 기업들의 경우 상장 당시 실질적인 경영 성과 보다는 미래의 수익 창출 가능성을 기준으로 기업의 가치를 평가해야함에도 불구하고 자국 내 상장을 위해서는 실질적인 재무성과를 제시하도록 요구하고 있다. 반면에 미국 나스닥 시장의 경우 중국 본토 거래소에 비해 IPO에 있어 높은 수준의 경영성과를 요구하지 않기 때문에 미국 상장을 선호하는 경향이 뚜렷해지고 있다.

그러나 미국 주식시장 상장이 중국기업에 있어 긍정적인 영향만을 미치는 것은 아니다. 최근 미국 IPO 이후의 수익률을 살펴보면 대체로 미국 내 평균 주가수익률보다 높게 나타나고 있어 중국기업의 저가 발행에 대한 논의가 끊이지 않고 있다.

지난해 중국 모바일 게임 부위다룬 (捕鱼达人, Fishing Joy)의 선풍적인 영향을 미친 추콩테크놀로지는 미국 상장 준비를 하며 공모금액을 1억5천만 달러 이상을 모집하는 것으로 추진했으나 중국기업에 대한 나스닥의 저평가로 상장이 무산된 경험이 있다.

이처럼 중국기업에 대한 현황과 사업 환경에 대한 이해 부족, 회계 불신에 의한 저평가 등으로 중국기업의 미국 상장에 다소간의 한계가 있는 것이 현실이다.

그러나 중국기업의 해외 상장에 따른 대규모 자금 조달 가능성 증가, 기업의 국제 인지도 상승, 지배구조 개선, 종업원의 기업 충성도 증가와 같은 많은 장점으로 인해 지속적인 해외상장이 이루어지고 있다.

이처럼 해외 상장에 따른 여러 이점은 해당 기업의 장기적인 성과와 기업 가치에 긍정적인 영향을 미칠 가능성이 높다.

따라서 본 연구에서는 실질적으로 중국기업의 자본시장 성숙도가 높은 미국 주식시장 상장이 해당 중국기업의 장기적인 경영성과와 기업가치에 미치는 영향 등을 분석하기 위해 실증분석을 실시하려 한다.

중국 주식시장의 지속적인 주가상승과 세계의 공장으로서 중국의 지위 상승에 따라 국제 글로벌 투자자들은 포트폴리오 구축에서 중국 투자처를 제외할 수 없는 상황이다.

그러나 신뢰도 측면에서 중국 주식시장은 아직 선진 금융시장과 대비하여 많은 투자 제한이 있어 글로벌 투자자들의 중국 주식투자의 대안으로 해외상장 중국 주식에 대한 투자를 고려하고 있는 상황이다.

이에 본 연구를 통해 미국 상장 중국 주식시장의 경영성과 및 기업가치 영향력을 살펴봄으로써 국내 기관투자자 뿐만 아니라 글로벌 투자자들의 투자 가이드라인을 제시할 수 있을 것으로 사료된다.

Ⅱ. 중국기업의 해외상장 발행 유인요인

1. 중국 주식시장과 해외 IPO

1990년대 초 중국 정부는 국유기업 개혁의 일환으로 상하이와 선전에 주식시장을 개장하게 된다. 초창기 중국의 주식시장은 시장규모가 선진 금융시장에 비해 크지 않았기 때문에 기업 규모가 큰 중국의 대형 국유기업의 경우 기업규모에 맞는 거대 자금을 유치하기 위해 해외 금융시장을 모색할 수밖에 없었다. 이러한 거대 국유기업의 해외 상장 모색이 중국기업의 해외상장의 기원이며 이러한 기원은 1992년 화천자동차(華晨汽車)가 미국 주식시장에 주식예탁증서(depository receipts)¹⁾ 형식의 ADR을 상장한 것이 최초의

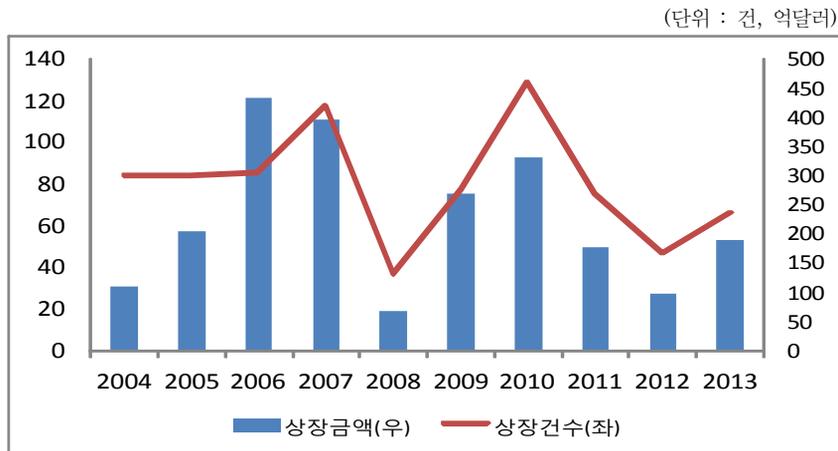
1) 주식예탁증서(DR)은 상장 장소에 따라서 미국시장의 ADR(American DR), 유럽시장의 EDR(European

해외시장으로 알려져 있다.

2001년 중국의 WTO 가입 결정으로 급격한 경제 성장과 함께 중국기업들은 자국 내 금융시장의 한계로 충분한 자금을 조달하지 못해 성장에 한계를 느낄 수밖에 없었다. 이에 중국기업들은 <그림 1>에서 볼 수 있는 것처럼 2004년 이후 해외시장 건수가 급격하게 증가하기 시작했다.

중국기업의 해외시장 건수의 증가는 2008년 글로벌 금융위기 발생 전까지 증가 추이를 보였으며 금융위기 이후 일시적으로 주춤하는 모습을 보였으나 2009년 다시 증가하는 모습을 보였다.

<그림 1> 중국기업의 해외시장 추이



자료 : 중국 清科研究中心

급격한 중국기업의 해외시장 증가로 인해 중국 당국은 자국 내 경기위축, 자본시장의 확대 어려움, 국내 자산의 해외 유출, 정부 세수의 감소 등을 이유로 해외시장 기준을 크게 강화하려는 움직임을 보이고 있다.

또한 해외 시장의 제한과 함께 국내 자본시장의 활성화를 위해 심천거래소에 중소기업, 창업판을 개설하여 중소기업 기반 및 IT 기업을 본국 주식시장에 유치하려는 노력을 가속화 하고 있다.

그럼에도 불구하고 상장 절차의 복잡성, 상장까지의 오랜 시간 소요 등으로 성장성이 높은 기업들은 해외 시장에 더 많은 관심을 보이고 있는 실정이다.

DR) 및 글로벌시장을 대상으로 한 GDR(Global DR)로 구분되며, 본 연구에서는 자료 구득이 용이한 ADR을 대상으로 분석한다.

김경원·최준환(2008)에 따르면 대체로 대형국유기업의 경우 홍콩 주식시장 상장 비율이 높으며 중소 민간기업의 경우 싱가포르시장, 첨단 IT 산업의 경우 미국시장에 주로 상장하는 것으로 나타났다.

특히, 해외상장과 관련하여 그간 중국기업들은 홍콩 거래소를 통해 많은 상장을 추진하였으나 중국 본토 주식시장과 마찬가지로 까다로운 상장 규정 등으로 미국 주식시장에서의 상장을 추진하는 경우가 최근 들어 더욱 증가하고 있다.

또한, 미국 금융시장의 경우 오랜 역사와 큰 시장 규모에 따라 중국 금융시장에 비해 많은 투자자들이 상존하고 있어 미국 상장 중국기업들의 경우 낮은 자본 조달 비용으로 대규모의 자금 모집이 가능하며 이는 궁극적으로 기업의 비용절감 요인으로 작용할 수 있다.

투자 활성화와 관련하여서는 미국 금융시장의 경우 엄격한 회계 규정 준수를 강제하고 있어 그간 중국기업의 회계자료에 대해 불신을 제거할 수 있는 장점이 있다.

기업과 제품의 이미지 측면 역시 전 세계 각국의 기업과 제품이 경쟁하는 미국시장에 상장함으로써 기업과 제품에 대한 신뢰도를 높여 궁극적으로 글로벌 판매 다양화에 긍정적인 영향을 미칠 수 있다.

이처럼 미국상장에 대한 긍정적인 요인 등으로 중국 당국의 해외 상장 억제책에도 불구하고 중국기업들의 미국 상장 추이가 시간이 지남에 따라 지속적으로 증가하는 흐름을 보이고 있다.

중국기업의 미국상장과 관련하여서는 초기에는 전통적으로 국유기업의 해외상장 추진 사례가 많았다. 이러한 국유기업의 경우 대체로 기업의 규모가 크며 정부의 통제 아래 안정적인 수익구조를 보이는 경우가 많아 뉴욕증권거래소(NYSE) 시장에 상장하는 경우가 많았다.

그러나 최근에는 기업규모가 크지 않은 IT, 서비스 업종 등의 첨단산업 군의 민간기업 상장이 점차 증가하고 있다. 알리바바(阿里巴巴)와 같은 인터넷 서비스 첨단기업의 경우 2004년 이후 NASDAQ 상장이 급증하고 있으며 이러한 추이는 앞으로도 지속될 것으로 사료된다.

이외의 중국기업의 해외상장 사례는 대형 국유주 중심의 홍콩시장, 소형 민간 위주의 싱가포르 시장, 한국주식시장에는 2007년 11월 원단 염색 업종의 화풍집단이 DR형태로 최초 국내 유가증권시장에 상장했다. 그러나 국내 투자자의 외면과 해당 기업의 문제 등으로 퇴출 및 관리종목에 편입되면서 최초 상장 시점에서의 중국기업 투자 열풍은 어느 정도 진정된 상태이다.

최근에는 중국기업의 퇴출에도 불구하고 몇몇 기업은 새롭게 상장을 추진하고 있으며

곧 상장될 것으로 보도되고 있다. 이처럼 중국기업의 해외 주요시장에 대한 상장은 앞으로도 지속될 것으로 판단되며 이에 따라 이러한 해외상장 중국기업에 대한 투자에 있어 면밀한 투자 분석이 필요할 것으로 판단된다.

2. 해외상장 효과 및 동기와 관련한 기존연구

해외상장과 관련한 공모 기업들의 경우 해외상장에 따른 다양한 효과와 동기로 상장을 추진하고 있다.

대체로 해외상장 중국기업의 경우 해외상장의 가장 큰 이유로 장기적으로 안정적인 자금조달을 목적으로 해외상장을 고려하는 경우가 많다. 중국 금융시장의 경우 선진 금융시장에 비해 규모가 크지 않으며 이에 따라 글로벌 투자자들로 부터의 자금 조달이 쉽지 않게 된다. 또한, 상장까지의 복잡한 절차와 단계로 인해 상장 대기 기간이 길어지며 이에 따라 성장을 위한 지속적인 투자가 필요한 첨단 중국기업의 경우 자금 경색의 위험에 노출되어질 수 있다.

이에, 첨단 인터넷, IT 기업의 경우 선진 금융시장에서의 해외 상장을 고려할 수밖에 없는 현실이다.

선진 금융시장에서 해외상장에 성공하는 경우 해당 중국기업들은 유동성이 풍부한 자금시장에서 자금을 조달함으로써 자본 조달 비용을 낮출 수 있다.

이는 실질적으로 해당 기업의 경영성과에 긍정적인 영향을 미칠 가능성이 높게 된다. 그러나 이와는 상반된 결과를 보이는 연구 역시 존재한다. Ting and Lau(2006)는 2003년 기준 해외상장 중국기업 237개를 대상으로 해외상장 시장의 선택이라는 주제로 분석한 결과 중국기업들은 미국 상장보다는 홍콩 상장을 선호한 것으로 나타났다. 그러한 이유로는 홍콩에 상장하는 것이 미국에 상장하는 것보다 더 우수한 정보환경을 얻을 수 있으며 외부자금의 조달에 있어 역시 홍콩시장 시장이 더 유리함을 나타내고 있다.

시장의 규모 이전에 해외상장 기업의 특수성이 해외상장 지역을 선정하는 것으로 나타내고 있다. 그러나 실질적으로 2004년 이후에는 미국 상장이 크게 증가하고 있어 기존 연구의 결과와는 상이한 흐름을 보이고 있다.

실질적으로 중국기업의 해외상장 특히, 미국상장에는 중국 자본시장의 시장규모가 선진금융시장에 비해 활성화되지 않은 이유가 주를 이루고 있다.

Kent(2000)는 개도국에 있어 해외 교차상장과 주식시장의 발전과 관련한 연구에서 시장분배효과에 관한 연구 결과를 제시했다. 연구 결과에 따르면 개도국 기업은 선진국에 비해 작은 유동성을 보이는 국내 자본시장을 벗어나 높은 유동성의 해외 선진금융시장

에 상장함으로써 재무적 성과를 높일 수 있음을 나타내고 있다.

또한, 선진 해외 금융시장에 상장함으로써 기업 홍보효과와 함께 해외시장 점유율을 확대할 수 있어 기업 경쟁력 제고에 긍정적인 영향을 미침을 나타내고 있다.

Michael and Mittoo(2007)는 기업의 해외상장 이유와 상장 후의 결과 등을 다각적으로 분석하였다. 그의 연구에 의하면 해외 상장으로 기업의 미래 예측 가능성과 주식 유동성 확대를 기대할 수 있으며 다양한 주주기반과 낮은 자본 조달비용으로 인해 낮은 비용으로 자본조달이 가능하며 해당 기업의 글로벌 비즈니스 전략에도 긍정적인 영향을 미침을 나타내고 있다.

해당 기업의 기업가치와 관련하여서는 대체로 해외 상장 이전의 기업 성과는 높게 나타났으며 상장 이후에는 기업의 가치가 하락하는 것으로 나타났다.

Stapleton and Subrahmanyam(1977)는 해외상장에 따라 해당 기업의 위험 감소는 결과적으로 기업의 주가 상승요인이 되며 이러한 긍정적인 영향은 시간이 지남에 따라 수익률이 하락함을 나타내고 있다. Usha(2003)의 연구에서 역시 미국상장 캐나다 기업을 대상으로 상장 전·후의 시장성과를 분석하여 상장 이후 해당 기업의 주가와 유동성에 긍정적인 결과를 나타냈으나 시간이 지남에 따라 점차 하락함을 나타냈다.

Gordon et al(1987)는 외국자본시장에 대한 교차 상장과 관련하여 해당기업은 교차 상장을 통해 국제자본시장에서 거래비용, 정보비용, 각국의 상이한 법률 구조와 같은 다양한 장벽이 국제자본 흐름을 방해한다고 하더라도 교차상장의 이점이 더 크다는 것을 나타내고 있다.

이러한 교차상장의 이점과 관련하여 특히, 개도국 기업의 선진국 자본시장 교차상장의 경우 국내에서의 자본조달 비용보다 해외에서 더 낮은 비용으로 자본조달이 가능하다는 점은 교차상장의 최대 이점임을 나타내고 있다.

이러한 낮은 자본조달 비용은 해당 교차 상장 기업에 긍정적인 영향을 미침을 나타내고 있다.

이러한 교차 상장과 관련하여 Darius(1999)는 35개국의 181개 교차 상장 기업을 대상으로 교차상장에 따른 주가 변동에 대한 분석을 실시한 결과 상장 시장에 따라 차이를 보였으나 선진국 주식시장에 교차 상장하는 경우 주식시장에서 호의적인 반응을 도출하는 결과를 살펴볼 수 있었다.

Yakov and Mendelson(1986)는 해외상장 기업의 자산가격의 호가 스프레드를 분석하였다. 해외상장 기업은 해외상장에 의해 높은 유동성을 바탕으로 한 자본조달 비용을 낮출 수 있으며 이는 결국 해당 기업의 주가에 긍정적인 영향을 미침을 나타내었다.

이처럼 선진 금융시장에 교차 및 신규 상장함으로써 해당 기업은 유동성이 높은 자본

시장에서 낮은 자본 조달 비용으로 대규모의 자금을 유치할 수 있으며 이는 해당 기업에 긍정적인 영향을 미친다는 연구가 주를 이루었다.

기업 신뢰도와 관련하여서는 중국기업의 경우 상장 초기 차이나 디스카운트의 현상이 일반화 되었다. 이러한 디스카운트 이유로 상장 과정에서부터 회계작성의 신뢰도 하락, 부실한 기업 검증 등으로 투자자들의 신뢰를 얻지 못하는 경우가 많았으며 기업 지배구조 역시 체계적이지 않으며 외부 회계 감사에도 부정적인 경우가 많았다.

이러한 특징으로 인해 중국의 지속적인 경제 성장에도 불구하고 중국기업의 주식이치는 그간 적절한 가치를 인정받지 못해왔다.

이러한 중국기업의 신뢰도와 관련하여 Rene(1999)는 외국기업의 해외 상장과 관련하여 외국기업이 IPO 조건이 엄격하고 까다로운 미국 주식시장에 상장하는 경우 상장에 따른 미국증권거래위원회(SEC; Securities and Exchange Commission)의 엄격한 조건을 충족해야함을 강조했다.

이러한 조건을 충족한 미국상장 외국기업의 경우 대리인 비용을 낮출 수 있으며 투자자들에게 대한 신뢰도를 높일 수 있는 기회가 되기 때문에 결국 해외상장 기업에 있어 투자자를 유인하는 요인이 될 수 있으며 이는 해당 기업에 긍정적인 영향을 미침을 나타내고 있다.

해외교차 상장이나 신규상장에 대한 긍정적인 요인을 제시한 연구가 그간 많이 보고되고 있으나 해외상장이 반드시 긍정적인 요인만 있는 것은 아님을 나타내는 연구 역시 몇몇 제시되어 왔다.

국내 주식시장 이외에 해외 주식시장에 교차 상장됨으로써 양시장의 환경 변화에 주가 변동성이 상승할 가능성이 높아지며 해외 주식시장의 회계, 감사 등의 요건 충족을 위해 지속적인 비용이 발생할 수 있음은 교차상장의 부정적인 영향이 될 수 있다.

III. 연구자료, 방법론 및 가설설계

1. 연구자료 및 연구방법론

과거 높은 경제 성장률에도 불구하고 투자의 위험성으로 인해 중국 주식들은 기업가치 대비 적정한 시장 평가를 받지 못했다. 그러나 최근에는 중국기업들이 미국 주식시장에 상장함으로써 투자자들의 높은 관심을 받고 있으며 중국기업에 대한 가치와 주가 흐름에 대한 연구가 점차 증가하고 있는 실정이다.

최근 해외상장 중국기업에 대한 연구 흐름은 대체로 상장 후의 주가 흐름 등에 대한 연구가 주를 이루고 있다. 그러나 실질적으로 해외상장이나 교차상장의 동기를 살펴보면 장기적인 기업가치 및 경영성과에 대한 장점 때문에 해외 상장을 고려하는 경우가 많은 것이 현실이다.

그러나 중국기업에 대한 관심 증가에도 불구하고 실질적인 해외 상장 중국기업에 대한 경영성과 및 기업가치에 대한 연구를 실시한 경우가 없어 본 연구에서는 중국기업의 해외상장이 실질적으로 해당 기업의 경영성과 및 기업가치에 어떠한 영향을 미쳤는지를 살펴보려 한다.

본 연구의 연구 자료로는 2014년 말 기준 중국기업 중 미국의 NYSE, NASDAQ, AMEX에 기 상장한 기업 중 상장 전·후의 재무자료를 획득할 수 있었던 171개의 기업을 대상으로 분석을 실시하였다.

연구 분석 기간으로는 중국 당국이 심천증권거래소에 대한 신규상장을 허가하지 않음에 따라 중국기업들의 해외 상장이 증가하기 시작한 2000년과 중국의 WTO 가입을 계기로 중국기업에 대한 글로벌 투자자들의 관심이 증가했던 2001년을 기준으로 연구기간의 산정을 2000년에서 2014까지를 연구 기간으로 산정하였다.

기업의 경영성과 지표와 기업가치의 산정에 활용된 재무와 관련한 자료는 Thomson Financial Datastream 데이터베이스에서 산출하였다. 중국기업의 미국 상장 현황이나 추이와 같은 정보는 清科研究中心를 참조하였다.

2. 연구방법론 및 가설의 설계

그간 중국기업의 해외상장 효과와 관련한 연구에서는 상장 후의 IPO 효과 분석이나 주가 변동성과 관련한 연구가 주를 이루었다. 그러나 중국기업의 해외 상장과 관련한 실

질적인 기업의 경영성과 및 기업가치와 관련한 실증 연구는 그리 많지 않은 것이 현실이다.

이에 본 연구에서는 실질적으로 미국 상장 중국기업이 상장 전·후 어떠한 경영성과 및 기업가치의 변화가 있었는지를 실증분석하려 한다.

대체로 기존 IPO 효과와 관련한 연구에서는 상장 전 1개월 이내 상장 후 최대 1-2개월의 주가 흐름 분석이 주를 이루었다. 그러나 본 연구에서는 실질적인 경영성과를 분석하기 위해 상장 전 1년과 상장 후 1년-3년까지의 중장기적인 경영성과 및 기업가치의 차이가 있었는지를 분석하였다.

실질적인 상장 전·후의 차이가 있는지를 분석하기 위해 각 변수 간 T-test를 활용한 event 분석을 실시하였다.

다양한 분석 요인을 살펴보기 위해 분석의 대상을 세분화하였다. 우선, 전체 기업을 대상으로 미국상장 전·후 차이를 분석하였다. 또한, 대체로 재무적 안정도가 높은 대기업과 그렇지 못한 중소기업 간의 차이가 있을 것으로 판단되어 분석 대상 기업 중 시가총액 기준 기업규모 상위 30%의 기업을 대기업 대상으로 분석을 하였으며 하위 30%의 중소기업을 대상으로 역시 분석을 실시하였다.

마지막으로 실질적으로 국영 기반의 대기업과 중소기업 간의 차이가 상장 전·후에 어떠한 변화를 보이는지를 다각적인 변수를 활용하여 살펴보았다.

본 연구에서 활용한 변수로는 해당기업의 전반적인 가치를 나타낼 수 있는 기업가치의 대용변수로 Tobin'Q를 활용하였다.

Tobin'Q는 김정수, 김우택, 박상수, 장대홍(1996)²⁾의 한국상장기업을 위한 토빈의 Q추

$$2) \text{Tobin}Q = \frac{\text{자산의시장가치(기업의총시장가치)}}{\text{자산의대체원가}} \text{ or } \frac{\text{주식의시장가치} + \text{부채의시장가치}}{\text{자산의대체비용}}$$

주식의 시장가치=보통주 가격(C)와 우선주 가격(P)를 각각 발행주식

수($N_c N_p$)로 곱하여 산출한다. $SV(\text{주식의 시장가치}) = (C \times N_c) + (P \times N_p)$

대체로 부채의 시장가치는 부채의 장부상의 가치와 만기, 이자비용, 적용이자를 조정하여 산출하였다. 또한, Tobin'Q의 산출에 있어 상장 전년도 주식 가치는 산출이 불가능하여 부득이 상장 시점을 기준으로 하여 시가총액을 산정

자산의 대체원가(RC)=CASH+INTAN+INVEST+INV+BUILD+EQUIP+LAND

CASH=현금, 현금성 유가증권 등의 당좌자산의 장부가

INTAN=무형고정자산의 장부가

INVEST=시가 변동액을 조정한 대체원가의 장부가

INV=재고자산의 대체원가

BUILD=건축 및 구조물의 대체원가

EQUIP=기타 유형고정자산의 대체원가

LAND=토지소유의 대체원가

정에서 제시한 방법으로 토빈의 Q를 활용하였다.

해당기업의 기업가치와 관련하여서는 해외상장의 경우 장기적인 자본조달 비용의 하락에 따른 비용절감 요인, 기업의 브랜드 이미지 제고, 대리인 비용의 하락 등으로 투자자 유인 요인이 될 수 있을 것으로 판단된다.

이러한 투자자 유인 요인은 장기적으로 해당기업의 총 시장가치를 상승하는데 긍정적인 영향을 미칠 가능성이 높다. 그러나 해당기업의 기업규모에 따라 상이한 결과를 도출할 가능성이 높다.

가령, 해외 상장의 효과는 이미 기업 브랜드나, 해외 인지도가 높은 기업의 경우에는 상장이 직접적으로 기업가치의 상승으로 이어질 가능성은 적을 것으로 사료된다. 반면에 IT, 인터넷과 같은 소규모 기업에 있어서는 기업가치 상승 요인이 될 수 있을 것으로 사료된다.

따라서 해외상장이 기업가치에 미치는 영향과 관련하여서는 대규모의 기업 보다는 중소기업에 더 큰 영향을 미칠 것으로 사료된다.

해외 상장의 또 다른 주요 목적으로는 선진 주식시장에 상장함으로써 제품에 대한 인지도 상승과 기업 브랜드 제고에 따른 폭넓은 판매시장을 얻을 수 있다는 장점에서 상장을 고려하는 경우가 많다.

따라서 본 연구에서는 실질적으로 해외상장이 기업의 매출관련 변수에 어떠한 영향을 미치는지를 분석하기 위해 매출액증가율, 영업이익 증가율, 순이익 증가율을 변수로 활용하였다.

해외상장에 따른 기업 브랜드 이미지 증가 등으로 매출, 영업이익, 순이익에 대해 긍정적인 영향을 미칠 것이라는 의견이 지배적이었다.

그러나 기존연구에서는 예상과는 다른 결과가 도출되었다. Michael and Mittoo(2007)의 연구에서는 상장 전보다 상장 후 기업가치가 하락함을 실증분석을 통해 제시하고 있으며 대체로 해외 상장 기업들은 높은 경영성과 직후 상장을 추진하며 이는 상장 시점에 기업평가에 긍정적인 영향을 미친다. 그러나 상장 이후 성과가 크게 떨어지는 결과를 도출하였다.

이처럼 해외 상장을 고려하는 중국기업의 경우에도 기업의 가치를 높게 평가 받기 위해 최고의 경영성과를 이룬 시점에 상장을 시도할 가능성이 높다. 또한, 해외상장을 고려하는 기업의 경우 매출이나 순익 측면에서 오버슈팅(overshooting)할 가능성이 높게 된다.

이렇게 상장 전 높게 평가된 기업가치나 경영성과는 상장 후 과거 평균에 수렴하는 방향으로 하락할 가능성이 높게 된다.

또한 중국기업의 회계에 대한 불신이 존재하는 상황에서 2012년에는 미국 주식시장에

우회 상장한 중국의 목재회사 시노포이스트(sinoforest)에 대한 경영성과와 해당 기업의 자산가치를 나타내는 회계정보가 크게 부풀려 있다는 주장을 미국의 투자펀드 회사들이 SEC에 고소한 사건이 있다.

이러한 투명하지 않은 회계정보의 조작은 상장 평가 시 기업 경영성과 자료 등의 회계자료 작성 시 부풀려 작성하려는 유인이 다소 있을 것으로 사료되며 이는 상장 후 경영성과가 하락하는 요인이 될 것으로 판단된다.

중국기업이 해외상장을 추진하는 가장 큰 이유로는 낮은 조달비용으로 대규모의 자금 조달이 가능하기 때문이다. 중국 주식시장의 경우 선진 금융시장에 비해 글로벌 투자자들의 비중이 작으며 상장에도 많은 절차와 제도 등으로 상장까지 오랜 기간이 소요되기 때문이다.

미국 주식시장에 상장하는 대부분의 중국기업의 경우 IT, 인터넷을 기반으로 하는 중소기업의 비중이 높다. 이러한 기업들의 경우 실질적으로 우량한 경영성과를 제시할 수 없으나 사업의 추진에는 많은 자본의 소요가 필요한 상황에서 중국 자본시장에서는 뚜렷한 경영성과 제시 없이는 자본의 조달이 쉽지 않은 것이 현실이다.

반면에 미국의 NASDAQ 시장의 경우 중국 자본시장 보다는 낮은 조달비용으로 대규모의 자금을 조달하는데 적합한 환경을 가지고 있어 NASDAQ에 대한 중국기업의 상장이 점차 증가하고 있는 실정이다.

이에 본 연구에서는 실질적인 자본조달 비용이 낮아지는지를 살펴보기 위해 기업규모 대비 이자 지출 비용과 부채 비율을 변수로 활용하였다.

추가적으로 투자효율성 요인 분석을 위한 미국상장 중국기업의 실질적인 투자 효율성 분석하기 위해 변수로 ROE, ROI를 활용하였다.

미국 NASDAQ 상장 중국 중소기업들의 경우 중국 주식시장 상장 기업에 비해 낮은 자본 조달비용으로 대규모의 자금조달이 가능하다. 그러나 투자된 자본의 수익률이 지속적으로 상승해야만 장기적인 기업의 성장을 예상할 수 있다. 미국 투자자들 역시 자본의 효율성이 얼마나 좋은가에 따라 향후 투자를 망설이기 때문에 기업의 장기적인 생존은 투하자본에 대한 수익률이 얼마나 안정적이며 높은가에 달려있다고 볼 수 있다.

최근 글로벌 경기가 둔화됨에 따라 세계 글로벌 기업들은 단순한 사업의 확장 보다는 내실경영에 초점을 맞추고 있다. 이러한 내실경영의 정도를 ROE, ROI를 통해 유추해 볼 수 있을 것으로 판단된다.

기업의 안정성과 관련하여 중국 국영기업의 경우에는 기업의 안정성 측면에서 큰 문제가 제기되지 않았으나 미국 상장 중국기업의 상당수를 차지하는 중소 IT, 인터넷 기반 기업의 경우 안정성 면에서 투자자들은 가장 큰 우려를 보이고 있다.

중국기업의 미국상장 뿐만 아니라 한국에 상장되었던 중국기업의 경우 적지 않은 기업이 이미 상장 폐지되는 결과를 보였다.

이에 따라 기업의 안정성의 중요성이 더욱 부각되는 상황에서 본 연구에서는 해당기업의 상장 전·후 안정성에 어떠한 변화가 있는지를 살펴보기 위해 매출액 대비 현금흐름, 유동비율, 당좌비율을 살펴보려한다.

이러한 기업 경영성과 및 안정성, 수익성 등의 지표를 다각적으로 살펴봄으로써 중국기업의 미국상장 전·후의 변화를 비교 분석할 수 있을 것으로 판단된다.

IV. 실증분석 결과

1. 중국기업의 미국 상장 전·후 기업가치 변화

중국기업의 해외상장과 관련하여 가장 중요한 상장 요인으로는 낮은 자본비용으로 대규모의 자금을 모집하는데 그 목적이 있다고 볼 수 있다. 또한, 선진 금융시장에 상장함으로써 기업의 브랜드 이미지, 고객에 대한 제품의 다양한 노출은 실질적으로 해당기업의 경영성과에 긍정적인 영향을 미칠 수 있으며 장기적으로 해당기업의 기업가치를 상승시키는 요인이 될 것으로 사료된다.

또한, 그간 높은 경제성장률에도 불구하고 중국 자본시장에 대한 불확실성, 투자 환경의 미흡, 다양한 투자 제한조치, 환율 변동 등의 위험 등이 글로벌 투자자들에 있어 중국 주식에 대한 투자를 망설이게 하는 주요한 요인이 되었다.

그러나 중국주식이 미국 시장에 상장됨으로 인해 중국 주식에 대한 투자 위험을 크게 낮출 수 있어 글로벌 투자자들의 관심이 집중되고 있는 상황이다. 이러한 미국 상장 중국기업들의 글로벌 투자자 유인 요인은 장기적인 기업가치 상승요인이 될 수 있다.

그러나 중국기업에 대한 막연한 투자 유인성 등으로 인해 상장 초기 주가의 오버슈팅(overshooting)가능성이 높으며 이는 시간이 지남에 따라 원래의 가치로 수렴하는 경향이 강할 것으로 판단된다.

2014년 9월 중국 최대 전자상거래 업체인 알리바바(阿里巴巴)의 경우 공모가 68달러에서 채 1달도 되지 않아 120달러까지 상승했으나 최근에는 80달러까지 하락하는 모습을 보여 미국 상장 중국기업의 전형적인 현상을 보이고 있다.

이처럼 미국 상장 중국기업의 상장 후 주가의 하락은 실질적으로 해당 기업 자산의

시장가치를 하락 시킬 수 있으며 이는 기업가치의 대용변수인 Tobin'Q의 하락으로 이어질 수 있다.

미국 상장 전·후의 기업가치의 대용변수인 Tobin'Q의 변화는 <표1>, <표2>, <표3>에서 살펴보면 대체로 유의한 결과를 획득할 수는 없었다.

다만, 대체로 상장 후 시간이 지남에 따라 상장 시점 대비 하락하는 모습을 보여 결국 상장 후 주가의 지속적인 하락이나 자산의 가치 하락이 Tobin'Q의 하락을 유도했음을 유추해 볼 수 있다.

<표4>에 따르면 대기업과 중소기업 간의 차이는 상장 시점에 비해 시간이 지남에 따라 점차 줄어들어 대기업 기업가치의 하락폭이 중소기업에 비해 크다는 것을 확인할 수 있었다.

장강상학원(长江商学院, CKGSB)의 천룡 교수의 기고에 의하면 미국 상장 중국기업의 성과와 관련하여 상장 이후 1년경과 시 수익률 면에서 동종 업계대비 대략 10%의 손해를, 3년경과 시 16%의 손실이 발생하는 것으로 제시하고 있다.

이러한 결과로 미루어 볼 때 미국의 주식시장에 상장하는 중국기업의 기업가치는 일정기간까지는 기업가치에 긍정적인 영향을 미치지 않음을 확인할 수 있었다.

2. 중국기업의 미국 상장 전·후 경영성과 변화

중국기업의 미국 주식시장 상장의 주요 목적 중 기업이나 자사 브랜드 인지도의 국제화를 통해 매출 성과에 긍정적인 영향을 예상하는 경우가 많다.

이러한 해외상장이 실질적으로 해당 중국기업의 매출과 이익에 긍정적인 영향을 미쳤는지를 살펴보기 위해 상장 전·후 간의 매출액 증가율, 영업이익 증가율, 순이익 증가율의 차이를 살펴보았다.

매출액 증가율과 관련하여서는 <표1>, <표2>, <표3>에서 살펴볼 수 있는 것과 같이 상장 후 매출액 증가율이 하락하는 유의한 결과를 도출할 수 있었다. 대기업과 중소기업 간의 차이는 <표4>에서와 같이 대기업 보다는 중소기업의 매출액 증가율이 더욱 하락하는 방향으로 결과가 도출되었다.

영업이익률과 순이익률과 관련하여서는 매출액 증가율과 같이 유의한 결과를 많이 도출할 수는 없었으나 매출액 증가율과는 다소 상이한 결과가 도출되었다. <표2>와 <표3>에서와 같이 대기업의 경우 매출액 증가율은 다소 하락했음에도 불구하고 영업이익률과 순이익률은 상장 후 시간이 지남에 따라 상승하는 모습을 보였다.

반면에 중소기업의 경우 <표3>과 같이 상장 전에 비해 상장 후 지속적으로 하락하는

모습을 보였으며 <표4>의 대기업과 중소기업 간의 차이는 대기업의 경우 시간이 지남에 따라 지속적으로 상승한 반면 중소기업은 하락함으로써 차이가 점차 커지는 현상을 보였다.

이러한 결과와 관련하여 Michael and Mittoo(2007)의 연구와 같이 최고 성과 시점에 해외상장을 추진하며 상장 후에는 매출이나 순이익 측면에서 오버슈팅(overshooting)된 성과가 평균으로 수렴한다는 의견과 같이 중소기업의 경우 상장 후 급격한 영업이익률과 순이익률 하락이 이루어 졌다. 반면에 대기업의 경우 상장 후 안정적인 영업이익률과 순이익률의 상승을 보여 경영성과에 있어 안정적인 흐름을 보이며 해외 상장이 해당 기업의 경영성과에 긍정적인 영향을 미침을 유추해 볼 수 있다.

더 나아가 해외상장 중국기업의 경우 장기적인 투자 대안을 모색하는 경우 변동성이 큰 중소기업 보다는 재무적 안정성이 높은 대기업에 대한 투자가 유리한 것으로 판단된다.

3. 중국기업의 미국 상장 전·후 자본조달비용 변화

중국주식시장의 경우 선진 금융시장에 비해 낮은 유동성, 다양한 규제와 제한에 따라 글로벌 투자자들의 참여가 많지 않은 것이 현실이다.

이에 따라 중국기업들은 높은 성장률 유지를 위한 많은 자본의 유치가 필요한 상황에서 자국 내의 자본 시장에서의 한계로 인해 해외상장을 고려하게 된다.

중국 내 자본 시장에 비해 미국과 같은 선진 자본시장을 이용하는 경우 낮은 자본조달 비용으로 대규모의 자금 유치가 가능하기 때문에 장기적인 기업성장을 유지할 수 있게 된다.

이에 실질적으로 미국 상장이 중국기업의 자본 조달비용과 조달규모에 대해 살펴보기 위해 이자지급비율과 부채비율을 변수로 하여 상장 전·후의 차이가 있는지를 살펴보았다.

부채비율과 관련하여서는 상장 이후 점차 하락하는 모습을 보였다. 이러한 결과에 대해 자기자본이 증가함에 따라 부채비율이 감소할 수 있으며 부채 총액이 감소함에 따라 부채 비율이 감소할 수도 있다.

그러나 실질적으로 해외 상장에 따른 자기자본의 증가가 확실한 상황에서 부채비율이 하락할 것으로 예측된다. <표4>에서 살펴보면 대기업의 경우 상장 2년차부터 부채비율이 급격히 하락함을 살펴볼 수 있었다.

매출 대비 순이자 지출 비율과 관련하여서는 유의한 결과는 많이 도출할 수 없었으나 대기업의 경우에는 일관된 결과를 도출할 수 없었다. 반면 중소기업의 경우 상장 후 이자지급 비율이 다소 하락하는 것으로 나타났다.

이러한 결과로 미루어 볼 때 해외상장이 즉각적으로 자본 조달 비용을 낮춘다고는 볼 수 없으나 중소기업의 경우에는 상장 후 이자지급 비율이 낮아지는 결과로 미루어 볼 때 다소 간의 자본 조달 비용을 낮출 수 있음을 유추해 볼 수 있다.

4. 중국기업의 미국 상장 전·후 수익성 변화

해외 상장으로 많은 자본을 모집한다고 하더라도 자금에 대한 운용이 적절하지 못할 경우 해당 기업은 장기적으로 생존할 가능성이 높지 않다. 반면에 경영자가 모집된 자본을 합리적으로 투자하여 이익 창출이 증가하는 경우 해당 기업에는 성장 동력이 될 수 있으며 투자자들에게는 기업에 대한 신뢰를 줄 수 있게 된다.

이에 해당 기업의 이익창출 능력과 적정한 투자가 이루어지고 있는지를 살펴보기 위해 ROE, ROI를 살펴보았다.

ROE와 관련하여서는 상장 전에 비해 상장 후 크게 하락하는 모습을 보였다. 이러한 결과는 해당 기업의 이익창출 능력이 떨어졌다고 보다는 자기자본의 증가율이 높기 때문에 ROE가 하락한 것으로 판단된다.

이러한 결과는 <표2>의 대기업을 경우 유의한 결과가 없는 반면 중소기업에는 상장 후 ROE의 하락이 뚜렷하여 중소기업의 경우 해외 상장에 따라 자기자본 증가율이 대기업 보다는 크게 증가한 것이 원인으로 판단된다.

ROI 역시 대기업 보다는 중소기업의 ROI가 상장 후 크게 하락하는 특징을 보였다. 투자 수익률의 경우 해당기업의 경영성과 측정에 기준이 되는 지표로 중소기업의 경우 자본의 증가가 실질적인 수익의 증가로 이어지지 않는다는 것을 확인할 수 있었다.

<표4>에서와 같이 해외상장 이전에는 대기업과 중소기업 간의 투자 수익률에 있어 차이가 없었으나 상장 후 시간이 지남에 따라 수익률의 차이가 점차 커졌다.

이러한 결과로 미루어 볼 때 대기업을 경우 상장 전·후 간에 투자 수익률에 차이가 없는 일관된 결과를 보였으나 중소기업의 투자 수익률이 상장 후 크게 하락함을 살펴볼 수 있어 투자 효율성 측면에서 부정적인 특징을 보였다.

5. 미국 상장 전·후 안정성 변화

중국의 높은 성장성에도 불구하고 기업의 안정성 측면에서 신뢰하지 못하는 글로벌 투자자들이 많기 때문에 대 중국기업에 대한 투자를 망설이는 요인이 될 수 있다.

이러한 특징은 최근 한국에 상장한 중국기업의 상장폐지 건수가 증가하는 것을 보면 기업의 안정성이 얼마나 중요한 지를 인식할 수 있다.

기업의 안정성은 선진금융시장에 상장한다고 해서 안정성이 향상된다고는 볼 수 없으나 미국의 경우 상장을 위해서는 엄격한 SEC 규정을 준수해야하기 때문에 미국 상장 기업의 경우 중국 본토의 기업에 비해 투자자들의 높은 신뢰를 얻을 수 있을 것으로 사료된다.

이에 실질적으로 미국 상장 중국기업의 안정성이 상장 후 상승했는지를 살펴보기 위해 매출액 대비 현금흐름, 유동비율과 당좌비율을 살펴보았다.

매출액 대비 현금흐름과 관련하여 대기업의 경우 상장 후가 상장 전에 비해 다소 상승한 반면 중소기업의 경우 상장 후 오히려 하락하는 모습을 보였다.

실질적인 기업의 파산과 관련하여 지급능력을 알 수 있는 유동비율과 관련하여서는 대기업의 경우에는 유의한 결과를 도출할 수 없었으나 중소기업의 경우에는 상장 전에 비해 상장 후 유의하게 상승하는 모습을 보여 중소기업의 경우 상장 후 재무 유동성이 크게 확대된 것으로 판단된다.

이러한 결과는 당좌비율 역시 중소기업의 경우 상장 후 유의하게 증가하는 결과를 도출함으로써 유동성 측면에서 매우 건전하게 바뀌었음을 살펴볼 수 있었다.

대체로 미국 상장 중국기업의 안전성과 관련하여서는 대기업의 경우에는 유의한 결과를 도출할 수가 없었다.

반면에 기업규모가 작은 중소기업의 경우 유동비율과 당좌비율 측면에서 미국 상장 이후 상승하는 특징을 보였으며 상장 이후 시간이 지남에 따라 더욱 상승하는 특징을 보였다.

결과적으로 중소기업에 있어서는 미국 상장이 해당 기업의 안정성 측면에서 호의적인 영향을 미침을 살펴볼 수 있었다.

〈표 1〉 미국 상장 중국기업 상장 전·후 경영변수 간 T-test 분석

Tobin' Q	투자 수익률	미국상장 이전 평균(A)		미국상장 이후 평균(B)	A-B 평균 차이	T- value
Tobin'Q	1,803	+1y		1,726	0,0764	0,33
		+2y		1,639	0,163	0,55
		+3y		1,481	0,321	1,47
$\Delta Sales$	0,9177	+1y		0,487	0,429	3,32***
		+2y		1,077	-0,16	-0,2
		+3y		0,387	0,53	3,68***
Rate of operating profits	12,069	+1y		11,825	0,244	0,09
		+2y		10,251	1,818	0,65
		+3y		11,395	0,674	0,24
Net profits	7,951	+1y		11,721	-3,769	-1,29
		+2y		9,666	-1,714	-0,59
		+3y		8,194	-0,242	-0,08
Debt ratio	0,944	+1y		0,543	0,401	0,96
		+2y		0,320	0,624	1,96**
		+3y		0,4876	0,457	1,35
이자지급비율 (순이자/MV)	0,012	+1y		0,0105	0,0014	0,21
		+2y		0,0128	-0,0008	-0,12
		+3y		0,017	-0,005	-0,72
ROE	19,107	+1y		13,109	5,997	1,59
		+2y		11,897	7,209	1,95**
		+3y		10,724	8,383	2,21**
ROI	11,827	+1y		11,224	0,603	0,12
		+2y		10,643	1,183	0,23
		+3y		8,984	2,842	0,53
Cash flow/ Sales	17,951	+1y		12,908	5,042	0,8
		+2y		16,255	1,696	0,6
		+3y		15,473	2,477	0,72
Current ratio	3,186	+1y		3,398	-0,212	-0,48
		+2y		3,387	-0,201	-0,41
		+3y		3,449	-0,263	-0,52
Quick ratio	2,797	+1y		2,814	-0,017	-0,04
		+2y		2,794	0,003	0,01
		+3y		2,868	-0,07	-0,14

※ 유의수준 ***, **, *은 각각 1%, 5%, 10%의 유의수준을 나타냄

〈표 2〉 미국 상장 중국기업 상장 전·후 경영변수 간 T-test 분석(대기업)³⁾

투자 수익률 Tobin' Q	미국상장 이전 평균(A)		미국상장 이후 평균(B)	A-B 평균 차이	T- value
Tobin'Q	2.5823	+1y	2.4381	0.144	0.24
		+2y	2.5806	0.0018	0.0001
		+3y	2.105	0.4773	1
$\Delta Sales$	0.8503	+1y	0.5831	0.2673	1.05
		+2y	0.4622	0.3881	1.92*
		+3y	0.4039	0.1165	2.11**
Rate of operating profits	11.071	+1y	13.633	-2.562	-0.45
		+2y	14.323	-3.252	-0.58
		+3y	17.022	-5.951	-1.2
Net profits	6.5267	+1y	12.28	-5.753	-1.11
		+2y	13.562	-7.036	-1.49
		+3y	12.704	-6.177	-1.34
Debt ratio	1.2025	+1y	1.3217	-0.119	-0.1
		+2y	0.425	0.7775	1.35
		+3y	0.435	0.7675	1.34
이자지급비율 (순이자/MV)	0.0048	+1y	0.0042	0.0006	0.07
		+2y	0.0088	-0.004	-0.56
		+3y	0.0118	-0.007	-0.92
ROE	20.992	+1y	18.708	2.283	0.32
		+2y	17.874	3.117	0.46
		+3y	19.549	1.4428	1.21
ROI	20.713	+1y	14.147	6.565	0.73
		+2y	17.071	3.641	0.4
		+3y	15.283	5.4304	0.61
Cash flow/ Sales	20.904	+1y	23.019	-2.115	-0.37
		+2y	24.444	-3.539	-0.61
		+3y	25.961	-5.057	-0.71
Current ratio	4.1654	+1y	3.1831	0.9823	0.98
		+2y	2.7524	1.413	1.41
		+3y	2.8674	1.298	1.31
Quick ratio	3.8269	+1y	2.7109	1.116	1.14
		+2y	2.3571	1.469	1.5
		+3y	2.4583	1.3686	1.41

3) 미국상장 중국기업 샘플 중 기업규모(시가총액) 기준 상위 30%

〈표 3〉 미국 상장 중국기업 상장 전·후 경영변수 간 T-test 분석(중소기업)⁴⁾

투자 수익률 Tobin' Q	미국상장 이전 평균(A)		미국상장 이후 평균(B)	A-B 평균 차이	T- value
Tobin'Q	1.136	+1y	1.2033	-0.067	-0.25
		+2y	1.0297	0.1063	0.37
		+3y	0.9894	0.1466	0.52
△ Sales	0.9219	+1y	0.2706	0.6512	2.33**
		+2y	0.1194	0.8025	2.86***
		+3y	0.4788	0.4431	1.22
Rate of operating profits	14.914	+1y	10.936	3.978	0.75
		+2y	5.0003	9.9138	1.86*
		+3y	7.0628	7.8513	1.56
Net profits	13.369	+1y	12.633	-9.088	0.15
		+2y	4.763	8.6059	1.64*
		+3y	3.8297	9.5392	1.96**
Debt ratio	0.2442	+1y	0.165	0.0792	0.41
		+2y	0.1356	0.1087	0.55
		+3y	0.5535	-0.309	-0.99
이자지급비율 (순이자/MV)	0.0364	+1y	0.026	0.0104	0.47
		+2y	0.0229	0.0135	0.67
		+3y	0.0224	0.0139	0.66
ROE	23.36	+1y	12.465	10.895	1.54
		+2y	6.0552	17.305	2.43**
		+3y	5.8548	17.506	2.66**
ROI	17.281	+1y	9.94	7.3408	1.02
		+2y	5.3283	11.952	1.61
		+3y	4.246	13.035	1.8*
Cash flow/ Sales	17.183	+1y	11.207	5.975	0.89
		+2y	7.998	9.184	1.63*
		+3y	1.4994	15.683	2**
Current ratio	2.2588	+1y	3.8224	-1.564	-2.27**
		+2y	3.7321	-1.473	-2.05**
		+3y	4.3697	-2.111	-2.3**
Quick ratio	1.7158	+1y	2.7655	-1.05	-1.91*
		+2y	2.6232	-0.907	-1.59
		+3y	3.4015	-1.686	-2.01**

4) 미국상장 중국기업 샘플 중 기업규모(시가총액) 기준 하위 30%

〈표 4〉 미국 상장 중국기업 상장 전·후 경영변수 간 T-test 분석

투자 수익률 Tobin' Q		상위30% 기업 평균(A)	하위30% 기업평균(B)	A-B 평균 차이	T- value
Tobin'Q	-1y	2,5823	1,136	1,4463	3,33***
	+1y	2,4381	1,2033	1,2347	2,37**
	+2y	2,5806	1,0297	1,5509	1,93*
	+3y	2,105	0,9894	1,1156	2,98***
$\Delta Sales$	-1y	0,8503	0,9219	-0,072	-0,21
	+1y	0,5831	0,2706	0,3124	1,64*
	+2y	0,4622	0,1194	0,3428	2,69***
	+3y	0,4,39	0,4788	-0,075	-0,3
Rate of operating profits	-1y	11,071	14,914	-3,843	-0,63
	+1y	13,633	10,936	2,6964	0,55
	+2y	14,323	5,0003	9,3222	1,9*
	+3y	17,022	7,0628	9,9592	2,64**
Net profits	-1y	6,5267	13,369	-6,842	-1,22
	+1y	12,28	12,633	-0,354	-0,08
	+2y	13,562	4,763	8,7994	2,03**
	+3y	12,704	3,8297	8,874	2,27**
Debt ratio	-1y	1,2025	0,2442	0,9583	1,55
	+1y	1,3217	0,165	1,1567	1,12
	+2y	0,425	0,1356	0,2894	2,02**
	+3y	0,435	0,5535	-0,119	-0,45
이자지급비율 (순이자/MV)	-1y	0,0048	0,0364	-0,032	-1,92*
	+1y	0,0042	0,026	-0,022	-1,61
	+2y	0,0088	0,0229	-0,014	-1,28
	+3y	0,0118	0,0224	-0,011	-0,83
ROE	-1y	20,992	23,36	-2,368	-0,25
	+1y	18,708	12,465	6,243	1,19
	+2y	17,874	6,0552	11,819	2,55**
	+3y	19,549	5,8548	13,695	3,18***
ROI	-1y	20,713	17,281	3,4321	0,29
	+1y	14,147	9,94	4,2071	1,06
	+2y	17,071	5,3283	11,743	2,57**
	+3y	15,283	4,2463	11,036	2,86***
Cash flow/ Sales	-1y	20,904	17,183	3,7217	0,61
	+1y	23,019	11,207	11,812	1,89*
	+2y	24,444	7,9987	16,445	3,06***
	+3y	25,961	1,4994	24,462	2,91***
Current ratio	-1y	4,1654	2,2588	1,9067	1,83*
	+1y	3,1831	3,8224	-0,639	-0,96
	+2y	2,7524	3,7321	-0,98	-1,43
	+3y	2,8674	4,3697	-1,502	-1,75*
Quick ratio	-1y	3,8269	1,7158	2,1111	2,08**
	+1y	2,7109	2,7655	-0,055	-0,1
	+2y	2,3571	2,6232	-0,266	-0,47
	+3y	2,4583	3,4015	-0,943	-1,16

V. 요약 및 결론

지난 해 중국 최대 전자상거래 업체 알리바바(阿里巴巴)가 미국 주식시장에 상장하며 미국 투자자들에게 많은 관심을 받은 바 있다. 2008년 글로벌 금융위기를 제외하면 2004년 이후 중국의 많은 기업들이 해외상장을 추진하였으며 그 결과 해외상장 중국기업들의 수가 급격하게 증가하는 모습을 보였다.

이러한 현상은 중국 자본시장에서의 대규모 자본 조달이 쉽지 않으며 자본을 조달한다 하더라도 선진 금융시장에 비해 높은 자본 조달비용으로 인해 큰 부담으로 작용할 가능성이 높다. 이에 중국기업들은 낮은 자본조달 비용으로 대규모 자금을 모집하기 위해 미국과 같은 선진 금융시장에서의 상장을 추진하게 되었다. 또한, 중국의 지속적인 경제 성장률에도 불구하고 글로벌 투자자들에게 있어 중국 본토 기업의 투자에는 회계의 불투명, 많은 투자 제한 조치, 환위험 등의 다양한 위험으로 인해 투자가 쉽지 않은 상황이었다.

그러나 미국과 같은 선진 금융시장에서의 상장은 많은 투자자를 유인하는 요인이 될 수 있으며 기업이나 브랜드의 인지도 측면에서도 많은 긍정적인 역할을 할 수 있을 것으로 사료된다.

이와 같이 중국기업들은 해외 금융시장에 상장함으로써 기업의 성장에 발판을 마련하려는 노력이 점차 증가하는 상황에서 본 연구에서는 실질적으로 중국기업이 미국 주식시장에 상장함으로써 기업가치 및 경영성과에 어떠한 변화가 있었는지를 살펴보았다.

미국 상장 전·후 기업가치의 대용변수인 Tobin'Q의 변화를 살펴본 결과 유의한 결과는 많이 얻을 수 없었으나 상장 후의 Tobin'Q는 상장 전에 비해 하락하는 모습을 보였으며 시간이 지남에 따라 지속적으로 하락하는 모습을 보였다.

대기업과 중소기업 간에는 대기업의 Tobin'Q가 상장 후 더욱 많이 하락하는 모습을 보였다. 이러한 결과는 상장 후 주가의 하락이 Tobin'Q의 하락을 유도했음을 유추해볼 수 있었다.

상장 후 매출과 순이익과 관련한 경영성과 변화에 대해서는 상장 후의 매출액 증가율이 상장 전에 비해 점차 떨어지는 것으로 나타났다. 반면에 영업이익률과 순이익률에 대해서는 대기업의 경우 상장 후에 오히려 상승하는 모습을 보였으나 중소기업의 경우에는 상장 후 지속적으로 하락하는 모습을 보였다.

중소기업의 이러한 결과는 Michael and Mittoo(2007)의 연구에서와 같이 중국기업들은 경영성과가 가장 좋은 시점에 상장을 추진하며 이에 따라 매출이나 순이익의 측면에서

상장 시 오버슈팅(overshooting)된 성과가 상장 후 다시 평균에 수렴하는 것으로 판단된다.

반면에 대기업의 경우 상장 후 안정적인 영업이익률과 순이익율의 상승 추이를 보인 것과 관련하여서는 중소기업 보다는 상장 전부터 안정적인 경영성과와 재무구조 흐름을 보여 상장 후에도 큰 변화는 없었을 것으로 사료된다.

오히려 기업 및 제품의 인지도 측면에서 긍정적인 영향을 미쳤을 것으로 판단되며 이는 장기적으로 우량한 경영성과를 유지하는 원동력이 되었을 것으로 판단된다.

해외 상장의 주요 목적이기도 한 자본 조달비용 및 자본조달과 관련하여서는 본 연구에서는 부채비율과 매출 대비 순이자 지출 비율을 활용하였다.

우선, 부채비율과 관련하여서는 상장 이후 점차 하락하는 특징을 보였다. 이러한 부채 비율의 감소 원인으로는 실질적으로 부채 총액이 감소한 요인일수도 있지만 자기자본 비율의 증가가 원인일 수도 있다. 해외 상장의 경우 자기자본의 증가가 부채비율의 하락 원인이 되었을 가능성이 더 높을 것으로 사료된다.

매출 대비 순이자 지출 비율의 경우 대기업의 경우에는 일관된 결과를 도출 할 수 없었으나 중소기업의 경우 상장 후 이자 지급 비율이 다소 하락하는 특징을 보였다.

이러한 특징으로 미루어 볼 때 해외 상장이 단기간에 자본 조달비용을 낮춘다고는 볼 수 없으나 중소기업에 있어서는 어느 정도 자본 조달 비용을 낮출 수 있을 것으로 생각 된다.

해외상장에 따른 중국기업의 투자 수익성과 관련하여서는 ROE와 ROI 변수를 활용하였다. ROE와 관련하여서는 상장 후가 상장 이전에 비해 크게 하락하는 특징을 보였다. 이러한 결과의 원인으로 자기자본 투자에 따른 수익성이 하락했다기 보다는 자기자본의 증가율이 높아진 것이 원인이었을 것으로 판단된다.

특히, 상장 후 ROE의 하락이 뚜렷했던 중소기업의 경우 해외 상장에 따른 자기자본의 증가율이 대기업에 비해 더욱 높았을 것으로 사료된다.

ROI의 경우에도 ROE와 비슷한 특징을 보여 중소기업의 ROI가 상장 후 크게 하락하는 결과를 보였다.

이러한 결과로 미루어 볼 때 대기업에 비해 중소기업의 경우 자본의 증가가 실질적인 수익의 증가로 이어지지 않음을 유추해 볼 수 있다.

마지막으로 미국 상장 전·후 간의 안정성과 관련하여서는 매출액 대비 현금흐름과 유동비율, 당좌비율을 기준으로 살펴본 결과 매출액 대비 현금 흐름은 상장 후 대기업은 다소 상승한 반면 중소기업은 오히려 하락하는 모습을 보였다.

해당 기업의 실질적인 파산위험에 대한 지급능력을 나타낼 수 있는 유동비율의 경우 대기업의 경우 일관된 결과를 도출할 수 없었다. 반면에 중소기업의 유동비율은 상장 후

유의하게 증가하는 특징을 보여 재무 유동성 측면에서 상장 전에 비해 어느 정도 건실해졌다고 판단해 볼 수 있다.

당좌비율 역시 유동비율과 비슷한 결과를 도출하고 있다. 중소기업에 있어 상장 후 당좌비율이 유의하게 증가하여 재무적 유동성이 크게 확대된 것으로 판단된다. 결과적으로 미국 상장 중국기업의 경우 해외 상장이 중소기업에 있어서는 어느 정도 안정성에 기여하는 것으로 예측해 볼 수 있다.

본 연구 분석에 있어서는 미국 상장 중국기업의 기업가치나 경영성과 영향 요인을 상장 3년 후까지 살펴보았다. 분석의 정교함을 고려해 봤을 때 상장 이후 3년 이상의 장기적인 표적 분석이 필요할 것으로 판단된다.

또한, 미국 상장의 경우만을 살펴보기 보다는 해외상장건수가 가장 많은 홍콩이나 이외의 싱가포르 주식시장 상장의 경우 추가 분석할 경우 해외상장 효과에 대한 정확도를 높일 수 있을 것으로 판단된다.

참고문헌

- 김경수·김우택·박상수·장대홍(1996), “한국상장기업을 위한 토빈 Q의 추정,” 「한국경제의 분석」, 한국금융연구원, pp.147-169.
- 김경원·최준환(2008), “중국기업의 해외상장 연구,” 「전문경영인연구」, 제11권 2호, pp.44-62.
- 전호진(2011), “러시아 신용위험이 ADR 가격결정요인에 미치는 영향,” 「동북아경제연구」, 제23권 4호, pp.125-164.
- Darius, P. M.(1999), “The market reaction to international cross-listings: evidence from Depositary Receipts”, *Journal of Financial Economics*, Vol. 51, No 1, pp.103-123.
- Gordon, J. A., C. S. Eun and S. Janakiraman.(1987), “Asset Pricing and Dual Listing on Foreign Capital Markets: A Note”, *The Journal of Finance*, Vol. 42, No. 1, pp.151-158.
- Kent, H.(2000), “International Cross-Listing and Stock Market Development in Emerging Economies”, *International Review of Economics & Finance*, Vol. 9, No. 2, pp.101-122.

- Michael, R. K and U. R. Mittoo.(2007), “What Companies Need to Know About International Cross-Listing”, *Journal of Applied Corporate Finance*, Vol. 19, Issue 4, pp.60-74.
- Rene, M. S.(1999), “Globalization of Equity Markets and the Cost of Capital”, *NBER Working Paper*, No. 7021.
- Stapleton, R. C. and M. G. Subrahmanyam.(1977), “Market Imperfections, Capital Market Equilibrium and Corporation Finance”, *The Journal of Finance*, Vol. 32, No. 2, pp.307-319.
- Ting, Yanga. and S. T. Lau.(2006), “Choice of foreign listing location: Experience of Chinese firms,” *Pacific-Basin Finance Journal*, Vol. 14, No. 3, pp.311-326.
- Usha, R. M.(2003), “Globalization and the value of US listing: Revisiting Canadian evidence”, *Journal of Banking & Finance*, Vol. 27, No. 9, pp. 1629-1661.
- Yakov, A. and H. Mendelson.(1986), “Asset pricing and the bid-ask spread”, *Journal of Financial Economics*, Vol.17, No. 2, pp.223-249.

A Study on the Effects of Overseas IPO on Chinese on Company's Performances

Ho-Jin Jeon

Abstract

This paper analyzes the firms value and the business performance before and after Chinese firms got listed in the U.S.

First of all, it was separated into term before U.S listed and after listed, and looked whether there was any change in the Tobin'Q.

After listed, as time went on Tobin'Q decreased more. In terms of net sales growth rate, it dropped significantly after U.S IPO.

Operating profits and net profits rate increased more after being listed in large corporation, but in small corporation cases, it produced an opposite effect on debt ratio and net interest cost. Interest burden continued to fall after being listed in small corporation, and it couldn't find the investment profitability, nor could it utilize ROE, ROI variable.

ROE, ROI continued to fall after being listed, but current ratio and quick ratio increased significantly in small corporation.

From this results, we can infer that the financial liquidity showed signs of improvement after being listed.

〈Key Words〉 U.S Listing, Business Performance, Firms Value, China Firms, IPO Effect