

중소기업진흥공단 보증 P-CBO Pool에 편입된 중소기업의 재무적 특성과 기업가정신

박명수*, 최명길*

*중앙대학교 창업학과 박사과정

e-mail:nicecredit@paran.com

Financial Performance and Entrepreneurship in the Pooled Small and Medium Companies of the Primary CBO Guaranteed by the Small and medium Business Corporation

Myung-Su Park*, Myeong-Gil Choi*

*Dept of Entrepreneurship, Chung-ang University

요 약

본 연구에서는 중소기업진흥공단이 보증한 P-CBO pool에 편입된 중소기업들의 재무적 특성을 기준으로 중소기업의 재무적 특성과 기업가정신의 관련성을 분석하였다. 중소기업진흥공단의 혁신성 위주의 선정기준과 투기등급 업체의 위험감수성에 기반하여 중소기업진흥공단 P-CBO 편입 중소기업의 경우 재무적 특성과 기업가정신 관련성이 클 것으로 해석하였다. 또한 설문을 통한 기업가정신과 재무적 성과에 관한 기존연구를 바탕으로 P-CBO 편입 중소기업의 재무적 특성이 일반 중소기업의 재무적 특성과 차별적일 것이라고 예상하였다. 주요 재무적 변수를 중심으로 2000년~2005년까지 보증된 중소기업진흥공단 P-CBO 편입업체와 유사한 신용평가등급(투기등급) 수준을 보이는 일반중소기업의 재무적 특성을 비교하였다. 연구 결과 P-CBO 편입 중소기업과 일반중소기업간에는 재무적 특성을 기준으로 한 유의적인 차이를 발견하지 못했다. 다만 P-CBO 편입 일반중소기업의 설립 후 경과연수는 유의적인 차이를 보였다. 향후에는 설문 위주의 기업가정신과 재무적 성과에 대한 연구와 더불어 설문 결과 및 재무적 특성을 실증적으로 상호 비교하고 나아가 이를 바탕으로 한 시계열적인 연구가 필요하다.

1. 서론

으로 이루어져야 한다.

1.1. 연구동기 및 목적

기업은 기업가에 의해 설립되어 성장, 성숙, 쇠퇴, 소멸의 단계를 필연적으로 거친다. 기업을 창업하는 기업가는 기회와 위험에 대한 판단을 끊임없이 요구받고 있다. 또한 국가와 금융기관을 비롯한 이해관계자들은 일자리 창출과 자원의 최적배분을 통한 경제발전과 연계되어 있는 기업의 흥망성쇠가 주된 관심사이다.

기업의 지속성과 국가의 경제발전에 있어 기업가정신의 중요성이 부각되고 있다.(Thurik 등, 2002) 따라서 국내기업의 대부분을 차지하고 있는 중소기업의 기업가정신에 대한 관심이 높아지고 있다.

중소기업의 기업가정신은 어떻게 측정되고 관리되어지며, 지속성의 근간이 되는 재무적 성과와 기업가정신과의 관계에 대한 논의와 실증연구가 지속적

1.2. 연구범위 및 분석방법

기업가정신과 재무적 성과에 관한 기존연구는 대부분 기업가를 상대로 한 설문에 의한 것이었다. 반면 설문을 통하여 기업가정신이 높은 기업에 있어 실제 재무적 성과는 어떤 지에 대한 세부적인 연구는 부재한 실정이다. 재무적 성과에 대한 측정방법이 다양하고 종단적인 연구가 현실적으로 힘들다는 사실에 기인한 것으로 판단된다. 이에 따라 기업가정신이 높을 것으로 판단되는 일반중소기업의 재무적 특성에 대한 사전적 연구가 필요한 시점이다.

따라서 2001년 이후 혁신형 중소기업을 중심으로 선정하여 중소기업진흥공단이 보증한 P-CBO pool 편입 중소기업과 이와 동일한 재무적 특성(신용평가등급)을 가지고 있다고 판단되는 일반중소기업체와의 재무적 특성이 유의적으로 차이가 있는지를 분석하

였다.

2. 이론연구

2.1. 중소기업과 기업가정신

기업은 설립한 창업자에 의해 미션과 비전, 지향하는 기업가치가 결정된다. 하지만 기업의 성장경로를 따라 기업은 개인 창업자의 수준을 넘어 조직적으로 발전하게 된다.

기업의 기업가정신은 회사가 기업가적으로 행동하는 능력(Stevenson & Jarillo, 1990)이다. 기업차원의 기업가정신은 혁신성(Innovativeness), 위험감수성(Risk-taking), 진취성(Proactiveness) 등으로 측정된다. 한편 기업의 기업가정신이 표출되는 형태는 크게 두 가지로 구분된다. 첫째 새로운 기업을 설립하거나 기업 내에서 신사업을 추가하는 것이다(corporate venturing). 둘째는 기존 기업내의 조직을 변경하거나 사업구조를 전략적으로 변화시키는 것이다. (Phan 등, 2009)

이러한 기업은 성장과 생존을 위해 지속적인 자원을 필요로 한다. 자원의 획득 활동 중에 외부채입을 통한 성장지향은 혁신성과 위험 감수성이라는 기업가정신을 표출하는 행태 중의 하나이다.

2.2. 기업가정신과 재무적성과

기업의 기업가정신의 효과는 기업의 재무적성과에 긍정적인 영향을 미치고, 그 기간이 길수록 효과가 더 크게 나타난다. 또한 적대적인 기업환경에서 운영되는 기업에게 더 효과적이다. (Zahra & Covin, 1995) 또한 기업의 기업가정신은 기업가적 지향성과 정보활용을 통해 기업의 성과로 연결된다(Kurato 등 2001, Keh 등 2007.

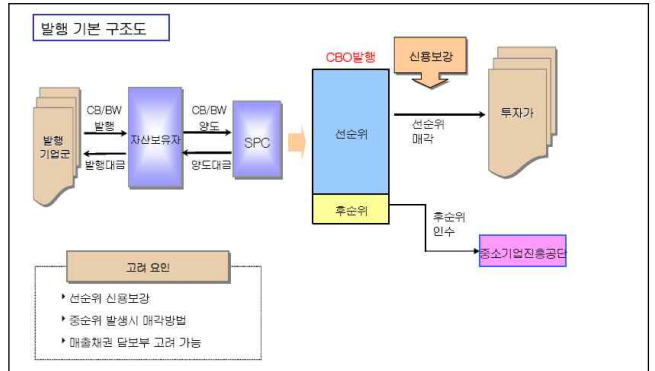
중소기업의 재무적 특성은 기업의 부실가능성을 예측하는 주요 지표로 활발히 연구되고 있다.(Pompe 등, 2005) 특히 기업가정신이 높은 기업일 수록 시장점유율 증가율이 높고 매출액 대비 순이익률(Return on sales)과 ROA(Return on assets) 등 수익성이 양호하다.(Akatan 등, 2008) 다만 이러한 재무적 특성에 대한 판단은 규모 및 변화수준을 기반으로 한 설문자의 주관적인 판단에 주로 근거하여 연구되어져 왔다.

2.3. 중소기업진흥공단의 P-CBO와 기업가정신

CBO(Collateralized Bond Obligation)는 기업의 자

금조달을 위하여 회사채를 기초 대상자산으로 하여 발행하는 자산유동화증권을 의미한다. Primary CBO는 기업이 신규 발행한 BBB~B등급의 채권을 기초 대상자산으로 하여 유동화전문회사(SPC)가 CBO를 발행하여 기업에 자금을 조달하는 금융기법이다. 그 동안 다양한 방법에 의한 CBO 발행이 시도되었으며, 보증주체도 신용보증기금에서 기술신용보증기금, 중소기업진흥공단 등으로 다양화되었다.

[그림1] 중소기업진흥공단 CBO발행 구조도



출처: CBO의 사례분석 및 개선방안(정상민, KDB, 2005년)

다른 CBO에서는 투자등급(BBB급 이상) 또한 편입하는 반면 중소기업진흥공단은 투기등급인 BB급 이하로 한정하여 편입하고 있다. 중소기업진흥공단은 2000년 이후 2008년까지 총15차에 걸쳐 보증 형태로 P-CBO를 발행하였다. 2000년~2005년간 11회차를 집중하여 발행(보증)하였으며, 1회차를 제외하고 대부분 평균 신용평가등급이 투기등급인 B급이었다.

2000년부터 2005년까지 중소기업진흥공단을 통한 중소기업의 정책자금 지원은 총 28,045건에 달하며, 혁신형 창업기업과 기술집약형 기업을 대상으로 중점 지원하였다.(두석만, 2007) 혁신형 중소기업은 혁신활동을 통해 고부가가치를 창출하는 중소기업으로 벤처기업, 이노비즈기업, 경영혁신혁신형 중소기업 등이 있다. 따라서 본 연구에서는 중소기업진흥공단이 보증한 P-CBO pool 편입업체는 혁신성이 높은 기업으로 해석하였다.

또한 P-CBO의 기본이 되는 회사채는 일정한 기일마다 이자를 상환하고 만기에 원금을 상환해야 하는 법적 부채이다. 회사채 원리금을 적기상환하지 못하면 부실기업으로 판별되어 정상적인 금융 및 경영활동을 할 수 없다. 이에 따라 중소기업진흥공단 보증 P-CBO에 편입된 중소기업을 위험감수성이 높

은 기업으로 간주하였다.

3. 연구가설 및 실증분석

3.1. 분석방법 및 가설

3.1.1. 분석방법

기업의 재무적 성과를 측정하는 지표는 다양하나, 본 연구에서는 Akatan(2008)의 연구에서 제시된 시장점유율 증가 및 수익성 지표를 중심으로 분석하였다.

자료입수의 제약으로 인하여 시장점유율 증가 대신 매출액 증가율을, 수익성 지표는 당기순이익률(매출액 대비 당기순이익)과 ROA(당기순이익/자기자본)를 적용하였다. 또한 정상 및 부실 기업 분류에 유의적인 차이를 보이는 이자보상배율(박명수, 2001)을 추가하였다.

3.1.2. 가설

본 연구에서는 중소기업진흥공단이 발행하는 P-CBO의 편입 대상 기준을 감안할 경우 편입대상 중소기업은 혁신성과 위험감수성이 일반중소기업 보다 높을 것으로 판단하였다. 따라서 본 연구는 중소기업진흥공단 보증 P-CBO 편입대상 중소기업의 2007년 재무데이터를 기준으로 비교 대상이 되는 일반중소기업과 재무적 특성을 비교하면 유의한 차이를 보일 것으로 가정하였다.

3.2. 실증분석

3.2.1. 분석 변수

상기 분석대상 기업의 재무자료는 2007년을 기준으로 하였으며, 조기 부실화(폐업)된 기업의 경우 최종 재무제표 입수년도를 기준으로 하여 처리하였다. 또한 중소기업의 특성을 감안하여 설립경과연수에 따라 재무적 특성이 차이가 있는 지를 추가적으로 검토하였다.

[표 2] 주요 재무적 변수

- 매출액증가율(당기매출액/전기매출액-1)
- 당기순이익률(당기순이익/매출액)
- ROA[당기순이익/(전기자기자본+당기자기자본)*0.5]
- 이자보상배율(영업이익/이자비용)

이는 중소기업의 경우 설립경과연수에 따라 성장 및 생존율에 차이를 보인 신용보증기금의 연구결과를 추가적으로 확인하고자 한데 따른 것이다.(신용

보증기금, 2008) 실증은 SPSS를 통한 t-test를 수행하여 분석하였다.

3.2. 실증결과

3.2.1. 표본

표본은 2000년 이후 2005년까지 중소기업진흥공단 P-CBO편입대상 업체 346개사(나이스디앤비 재무데이터 기준, 자료 미입수 제외, 부실기업 88개사 포함)를 선정하였다.

[표 3] 집단통계량

| | 집단 | N | 평균 | 표준편차 | 평균의 표준오차 |
|--------|------------|-----|-----------------|-----------------|----------------|
| 매출액증가율 | P-CBO | 346 | 0.029 | 0.465 | 0.025 |
| | 일반중소(투기등급) | 100 | 0.335 | 4.022 | 0.402 |
| 순이익률 | P-CBO | 346 | 0.311 | 2.533 | 0.136 |
| | 일반중소(투기등급) | 100 | 11.406 | 92.069 | 9.209 |
| ROA | P-CBO | 346 | 0.188 | 2.883 | 0.155 |
| | 일반중소(투기등급) | 100 | 0.050 | 0.847 | 0.085 |
| 이자보상배율 | P-CBO | 346 | 2.080 | 29.799 | 1.604 |
| | 일반중소(투기등급) | 100 | 0.550 | 3.446 | 0.345 |
| 경과연수 | P-CBO | 344 | 15.497 | 10.412 | 0.561 |
| | 일반중소(투기등급) | 100 | 24.180 | 13.468 | 1.347 |
| 종업원수 | P-CBO | 344 | 114,378 | 117,575 | 6,339 |
| | 일반중소(투기등급) | 100 | 145,770 | 153,632 | 15,363 |
| 매출액 | P-CBO | 251 | 56,087,979,227 | 65,701,810,016 | 4,147,061,476 |
| | 일반중소(투기등급) | 64 | 93,205,066,531 | 156,249,162,309 | 19,531,145,289 |
| 자본금 | P-CBO | 346 | 6,274,405 | 10,563,596 | 567,902 |
| | 일반중소(투기등급) | 100 | 33,558,340 | 124,615,711 | 12,461,571 |
| 순이익 | P-CBO | 250 | 1,032,406,420 | 8,468,473,252 | 535,593,276 |
| | 일반중소(투기등급) | 64 | 308,388,172 | 19,337,094,413 | 2,417,136,802 |
| 총자산 | P-CBO | 251 | 54,338,560,104 | 60,241,238,993 | 3,802,393,289 |
| | 일반중소(투기등급) | 64 | 114,968,756,281 | 221,017,190,797 | 27,627,148,850 |
| 자기자본 | P-CBO | 251 | 17,016,691,677 | 26,040,975,644 | 1,643,691,808 |
| | 일반중소(투기등급) | 64 | 36,616,483,516 | 47,242,567,896 | 5,905,320,987 |

비교 대상으로는 일반중소기업 중 투기등급 업체 100개사(대기업/금융 제외, 중소기업진흥공단 P-CBO 중복 제외, 부실기업 20개사 포함)를 선정하였다. 투기등급 업체는 국내신용평가 3사(한신정평가, 한국기업평가, 한국신용평가)가 평가한 기업의 회사채 신용평가등급 중 중소기업진흥공단 P-CBO 편입기업의 평균 신용평가등급과 같은 투기등급(BB급~C급, 투자등급은 AAA급~BBB급) 업체를 대상으로 선정하였다.

P-CBO pool 편입 중소기업의 경우 중소기업진흥공단의 혁신성 위주의 선정기준과 투기등급 업체의 위험감수성으로 기업가정신이 높을 것으로 예상하였다. 또한 설문을 통한 기업가정신과 재무적 성과에 관한 기존연구를 바탕으로 재무적 특성이 일반기업과 차별적일 것이라고 예상하였다. 2000년~2005년간 중소기업진흥공단에 의해 보증된 P-CBO의 편입업체와 투기등급을 보유하고 있는 일반중소기업의 재무특성을 비교하였다.

3.2.2. 결과

[표4] P-CBO 편입 중소기업과 일반중소기업(투기등급)과의 독립표본 검정

| | Levene의 등분산 검정 | 평균의 동일성에 대한 t-검정 | | | | | | | | |
|---------|----------------|------------------|------|--------|---------|-----------|---------|----------|-----------------|--------|
| | | F | 유의확률 | t | 자유도 | 유의확률 (양쪽) | 평균차 | 차이의 표준오차 | 차이의 95% 신뢰구간 하한 | 상한 |
| 매출액 증가율 | 동분산 가정 | 10.875 | .001 | -1.386 | 444 | .166 | -0.306 | 0.221 | -0.739 | 0.128 |
| | 동분산 미가정 | | | -.759 | 99.766 | .450 | -0.306 | 0.403 | -1.105 | 0.494 |
| 순이익률 | 동분산 가정 | 18.100 | .000 | 2.261 | 444 | .024 | 11.175 | 4.943 | 1.460 | 20.891 |
| | 동분산 미가정 | | | 1.213 | 99.043 | .228 | 11.175 | 9.210 | -7.099 | 29.450 |
| ROA | 동분산 가정 | .675 | .412 | -.816 | 444 | .415 | -0.238 | 0.232 | -0.812 | 0.336 |
| | 동분산 미가정 | | | -1.349 | 443.878 | .178 | -0.238 | 0.177 | -0.585 | 0.109 |
| 이자보상배율 | 동분산 가정 | 1.365 | .240 | .880 | 443 | .379 | 2.630 | 2.988 | -3.243 | 8.502 |
| | 동분산 미가정 | | | 1.603 | 373.705 | .110 | 2.630 | 1.641 | -0.597 | 5.856 |
| 경과연수 | 동분산 가정 | 16.803 | .000 | -6.843 | 442 | .000 | -8.683 | 1.269 | -11.177 | -6.189 |
| | 동분산 미가정 | | | -5.951 | 135.214 | .000 | -8.683 | 1.459 | -11.569 | -5.797 |
| 종업원 수 | 동분산 가정 | 12.089 | .001 | -2.184 | 442 | .030 | -31.392 | 14.377 | -59.648 | -3.137 |
| | 동분산 미가정 | | | -1.889 | 134.456 | .061 | -31.392 | 16.620 | -64.262 | -1.478 |

연구 결과 재무적 특성을 기준으로 한 P-CBO 풀 편입업체와 일반기업과의 유의적인 차이를 발견하지 못했다.(ROA와 이자보상배율은 등분산 가정, 기타는 등분산 미가정) 다만 P-CBO편입업체의 비재무적특성인 설립 후 경과연수는 유의적인 차이를 보였다. 이는 우리나라 중소기업이 설립 후 약 4년까지 창업단계에 속하며, 설립 후 약 10년까지는 성장단계, 설립 후 10년이 지나면 성숙단계로 접어든다는 신용보증기금의 연구 결과와 연결된다.(신용보증기금, 2008)

4. 결론

4.1. 연구결과 및 한계

본 연구에서는 중소기업진흥공단이 발행한 P-CBO 풀에 편입된 중소기업들의 재무적 특성을 기준으로 중소기업의 재무특성과 기업가정신의 관련성을 분석하였다. P-CBO풀 편입 중소기업의 경우 중소기업진흥공단의 혁신성 위주의 선정기준과 투기등급 업체의 위험감수성으로 기업가정신이 높을 것으로 예상되었다. 또한 설문을 통한 기업가정신과 재무적 성과에 관한 기존연구를 바탕으로 재무적 특성이 일반기업과 차별적일 것이라고 예상하였다. 중소기업진흥공단을 통하여 2005년까지 발행된 P-CBO의 편입업체와 일반 중소기업(투기등급)의 재무특성을 비교하였다. 연구결과 P-CBO 편입 중소기업과 일반중소기업간에 재무적 특성을 기준으로 한 유의적인 차이를 발견하지 못했다. 다만 비재무적 특성 요소인 설립후경과연수와 종업원수는 P-CBO pool 편입 중소기업이 일반중소기업에 비해 더 낮은 수준이라는 점이 유의적으로 분석되었다.

우리나라 중소기업을 대상으로 한 기업가정신과 기업의 재무적 성과에 관한 실증분석을 한 세부적인 선행연구가 미진한 실정이다. 본 연구에 앞서 국내 전체 기업을 대상으로 한 기업가정신과 재무적 특성

과의 비교연구가 선행되어야 하나, 중소기업진흥공단 보증 P-CBO 편입 중소기업과 일반중소기업(투기등급)에 한정하는 분석이 선행된 한계가 있다. 비교 대상이 되는 일반중소기업 또한 신용평가등급을 보유한 업체로 국한되었다. 따라서 신용평가등급 보유 기업과 신용평가등급 비보유 기업간의 재무적 특성에 대한 비교연구 또한 추가적으로 이루어져야 한다. 또한 재무적 특성의 비교 기준이 되는 주요 재무적 변수에 대한 보다 다양한 개발이 필요하다.

4.2. 시사점

본 연구의 많은 한계점에도 불구하고 기존 설문지 위주의 기업가정신과 재무적 성과 연구와 더불어 설문 결과와 대상기업의 재무적 특성과의 결과를 실증적으로 비교하는 연구와 이를 바탕으로 한 시계열적인 연구가 이루어진다면 기업가정신과 재무적 성과에 관한 연구가 보다 활발해 질 것으로 본다.

참고문헌

- [1] 유동운, “기업가정신의 역사와 현대적의미” 자유기업원, CFE Report, 2009.
- [2] 두석만, “중소기업 정책자금 사업별 지원효과 분석-중소기업진흥공단 지원기업을 중심으로”, 호서대학교 석사논문, 2007.
- [3] 강동수, “중소기업의 부실현황 및 구조조정방안”, 한국개발연구원, 연구보고서 2004-8,2004.
- [4] KODIT경제연구소, “중소기업 성장·성숙 및 생존 특성에 관한 연구”, 신용보증기금, KODIT REPORT 2008-9호
- [5] 정상민, “CBO의 사례분석 및 개선방안”, 조사연구, KDB, 2005.
- [6] 박명수, “이자보상배율 기준 적정차입금 산정의 유의성 검증”, 연세대학교, 2000.
- [7] Hean Tat Keh, , Thi Tuyet Mai Nguyen, Hwei Ping Ng, “The effects of entrepreneurial orientation and marketing information on the performance of SMEs”, Journal of Business Venturing 22 (2007) 592 - 611
- [8] Paul P.M. Pompea, Jan Bilderbeek, “The prediction of bankruptcy of small- and medium-sized industrial firms”, Journal of Business Venturing 20 (2005) 847 - 868
- [9] Bora Aktan, Cagri Bulut, “ Financial

Performance Impacts of Corporate Entrepreneurship in Emerging Markets: A Case of Turkey”, *European Journal of Economics, Finance and Administrative Sciences* ISSN 1450-2275 Issue 12 (2008)

- [10] Covin. J. G., and Slevin, D. P.(1991), "A conceptual model of entrepreneurship as firm behavior", *Entrepreneurship :Theory and Practice*, 16(1) : pp. 7-24.
- [11] Hean, K., Thi, M. N., and Hewi, N.(2007), "The effects of entrepreneurial orientation and market information on the performance of SMEs", *Journal of Business Venturing*, Vol. 22, pp. 592-611.
- [12] Stevenson, Howard H., and J., Carlos Jarillo(1990), "A paradigm of entrepreneurship: entrepreneurial management", *Strategic Management Journal*, 11(Summer Special Issue), pp. 7-27.
- [13] M.A. Carree and A.R. Thurik(2002), *The Impact of Entrepreneurship on Economic Growth*, in *International Handbook of Entrepreneurship Research*, edited by Zoltan Acs and David Audretsc..