

중국 중소기업의 자본구조 결정요인

양진도*, 박희정, 강호정
배재대학교 경영학과*

Determinants on the Capital Structure of Small and Medium Sized Enterprises in China

Yang Zhen Tao*, Hee-Jung Park, Ho-Jung Kang
Dept. of Business Administration, Pai Chai University*

요약 중국의 전체 산업 중 기업 수를 토대로 볼 때 중소기업이 차지하는 비중은 99%이고, 종업원 수는 80%를 차지하며, 중국 국내총생산(GDP)의 60%를 차지하고 있어 중국 내 중소기업은 중국의 경제성장에 매우 중요한 영향을 미치고 있다. 이러한 시점에서 본 논문은 중국 심천증권거래소에 상장된 기업들 중 제조업에 속하는 45개 중소기업들을 대상으로 다중회귀분석을 이용하여 자본구조가 어떠한 요인들에 의하여 결정되는지를 확인하고자 하는데 연구목적이 있다. 본 연구결과를 요약하면 다음과 같다. 첫째, 성장성은 부채비율에 1% 유의수준에서 유의적인 정(+)의 영향을 미치는 것으로 나타났다. 둘째, 수익성은 부채비율에 1% 유의수준에서 부(-)의 영향을 미치는 것으로 나타났다. 셋째, 기업규모는 부채비율에 영향을 미치지 않는 것으로 나타났다. 넷째, 담보가치, 비부채성 절세효과는 부채비율에 약한 정(+)의 영향을 미치는 것으로 나타났으나 통계적으로 유의하지 않았다. 본 연구는 투자자들에 대한 정보제공과 중국 중소기업의 재무구조 개선을 위한 기초자료로 활용될 수 있다는 점에서 의의가 있다.

주제어 : 중소기업, 자본구조, 부채비율, 성장성, 수익성, 기업규모, 담보가치, 비부채성 절세효과

Abstract The proportion of small and medium sized enterprises based on the number of corporations in China is 99%, the number of employees is 80%, and the proportion of GDP is 60%. These facts show that small and medium sized enterprises have an very significant effect on the economic growth of China. However, most of the researches conducted so far have studied large corporations, thus, there are relatively insufficient researches on the determinant of the capital structure of small and medium sized enterprises. Therefore, the purpose of this paper is to confirm the factors that determine the capital structure of small and medium sized enterprises in China. To achieve this purpose, we performed multiple regression method to 45 small and medium sized manufacturing enterprises listed on the Shenzhen Stock Exchange of China. Results of this study are as follows. First, the growth appeared to have a significant positive effect to the debt ratio in 1% significance level. Second, the profitability appeared to have a significant negative effect to debt ratio in 1% significance level. Third, the firm size appeared to have no effect on the debt ratio. Fourth, the secured value and tax shield effect by non-debt appeared to have a weak positive effect on the debt ratio, however these variables showed statistical insignificant.

Key Words : Small and Medium Sized Enterprise, Capital Structure, Debt Ratio, Growth, Profitability, Firm Size, Secured Value, Tax Shield effect by Non-Debt

Received 27 August 2013, Revised 30 September 2013
Accepted 20 November 2013
Corresponding Author: Ho-Jung Kang(Pai Chai University)
Email: hjkang66@pcu.ac.kr

© The Society of Digital Policy & Management. All rights reserved. This is an open-access article distributed under the terms of the Creative Commons Attribution Non-Commercial License (<http://creativecommons.org/licenses/by-nc/3.0>), which permits unrestricted non-commercial use, distribution, and reproduction in any medium, provided the original work is properly cited.

1. 서론

중국의 전체 산업 중 기업 수를 토대로 볼 때 중소기업이 차지하는 비중은 2011년 기준 99%이고, 종업원 수는 80%를 차지하며, 중국 국내총생산(GDP)의 60%를 차지하고 있어 중국 내 중소기업은 중국의 경제성장에 매우 중요한 영향을 미치고 있다. 중국 중소기업은 기술발전과 경쟁력제고 및 국제수지 개선에 있어서 핵심적인 역할을 수행하고 있으며, 다양한 업종과 높은 고용효과로 인해 국민경제에서 차지하는 중요성이 크다.

중국에서는 양적 및 질적 척도에 의해 중소기업을 정의하고 있는데, 공업화신식화부, 국가통계국, 국가발전개혁위원회, 재정부에 의하면 2011년 기준 공업 분야의 중소기업은 임직원 1천명 미만 혹은 연간판매 실적 4억 위안 미만의 기업을 뜻한다. 이 조건에 해당하는 중소기업 중, 중형 기업은 임직원 3백명 이상, 연간 판매 실적 2천만 위안 이상, 소형 기업은 임직원 20명 이상, 연간 판매 실적 300만 위안 이상, 미소형 기업은 임직원 20명 이하, 연간 판매 실적 300만 위안 이하의 기업으로 구분하고 있다. 중국 중소기업은 국영기업 수가 차지하는 비중이 낮고, 노동집약적이며, 지역 간 중소기업의 수와 발전도에 있어 많은 편차를 나타내고 있다. 중국 중소기업은 자금조달 방식의 다양화라는 측면에서 미흡한 점이 있으며, 은행대출이 주를 이루고 있는데, 은행대출의 어려움 때문에 민간 자본시장을 통한 자금조달 방식이 보편화되어 있는 실정에 있다.(대외경제정책연구원, 2008)

중국의 중소기업이 중국경제에서 차지하는 역할과 중요성을 고려해볼 때 중소기업에 대한 연구가 필요하고, 그 가운데에서도 자본구조는 중요한 논제중의 하나이다. 중소기업의 자본구조는 대기업의 자본구조와 차이가 있고, 중소기업의 자본구조를 결정하는 요인 또한 대기업의 자본구조를 결정하는 요인과 상이할 가능성이 존재한다. 현재까지 중국기업의 자본구조 관련 연구들은 주로 대기업에 초점을 맞추고 있으며, 중소기업에 초점을 맞춘 연구들은 그리 많지 않은 편이다. 그동안 중국의 중소기업의 자본구조 결정요인들에 관한 기존연구들은 2004년부터 2006년까지의 자료를 대상으로 하고 있어 최근의 글로벌 금융위기 등 환경 변화를 제대로 반영하고 있지 못하고 있으며, 자본구조를 결정할 것으로 예상되는 변수를 달리함에 따라 자본구조에 영향을 미치는 유의적인

변수의 경우에도 약간의 차이가 존재한다. 이에 반하여 본 연구는 2011년 자료를 이용하여 최신의 변화를 반영하고, 자본구조를 결정할 것으로 예상되는 변수선정 시 기존연구들을 검토하여 공통적으로 사용한 변수를 우선적으로 선정하고, 관련 기존연구를 참조하여 중국 중소기업의 자본구조에 중요한 영향을 미칠 것으로 예상되는 새로운 변수인 담보가치를 추가하였다는 점에서 차별적 공헌점이 있다. 중국 내 중소기업이 중국 경제의 핵심적인 역할을 수행하고 있는 현시점에서 본 연구의 목적은 중국 심천증권거래소에 상장된 기업들 중 제조업에 속하는 45개 중소기업들을 대상으로 다중회귀분석을 이용하여 자본구조가 어떠한 요인들에 의하여 결정되는지를 파악하는 것이다. 본 연구결과는 투자자들에 대한 정보제공과 중국 중소기업의 재무구조 개선을 위한 기초자료로 활용될 수 있다는 점에서 의의가 있다.

2. 선행연구 고찰

양승만(2001)은 1981년부터 2000년까지의 시계열자료를 이용하여 100개 기업들을 대상으로 자본구조결정 요인에 대한 실증분석을 수행하였다. 실증분석 결과 자산의 담보가치, 성장성, 유동성은 재무레버리지와 정(+)의 관계가 있는 반면 수익성과 활동성은 부채비율과 부(-)의 관계를 가지는 것으로 나타났다.

龔斌(2008)은 중국 심천거래소에 상장된 기업 중 2005년부터 2007년까지 3년간의 자료가 있는 44개 중소기업을 한정하여 기업규모, 성장성, 수익성, 지급능력, 비부채성 절세효과, 운영능력 등 7개 변수가 부채비율에 미치는 영향을 분석하였다. 실증분석 결과 기업규모, 성장성, 운영능력은 부채비율에 정(+)의 영향을 미치며, 수익성, 지급능력, 비부채성 절세효과는 부채비율에 부(-)의 영향을 미치는 것으로 나타났다.

高俊山와 李占雷(2008)은 2004년부터 2006년까지 중국 심천거래소 SME 보드에 상장된 102개 기업을 대상으로 기업규모, 수익성, 비부채성 절세효과, 성장성, 유형자산 비율, 운영능력이 부채비율에 미치는 영향을 분석하였다. 실증분석 결과 수익성, 비부채성 절세효과는 부채비율과 부(-)의 관계가 있는 반면, 기업규모, 유형자산 비율, 운영능력은 부채비율과 정(+)의 관계를 가지는 것

로 나타났다.

송원희(2010)는 중북지역 제조업에 속하는 287개 기업 대상으로 현금흐름, 담보가치, 무형자산투자율이 부채비율에 미치는 영향을 분석하였다. 실증분석 결과 현금흐름, 무형자산투자율은 부채비율에 부(-)의 영향을 미치는 반면, 담보가치는 부채비율에 정(+)의 영향을 미치는 것으로 나타났다.

馬麗娜와 岳曉(2012)는 1999년부터 2010년까지 중국 상해와 심천거래소에 상장된 521개 기업을 대상으로 수익성, 성장성, 기업규모, 비부채성 절세효과 등이 부채비율에 미치는 영향을 분석하였다. 실증분석 결과 비부채성 절세효과, 수익성은 부채비율에 부(-)의 관계, 기업규모는 부채비율에 정(+)의 영향을 미치는 것으로 나타났다.

3. 실증연구 설계

3.1 연구가설

龔斌(2008), 高俊山와 李占雷(2008), 馬麗娜와 岳曉偉(2012)의 연구결과에 의하면 기업규모가 부채비율에 정(+)의 영향을 미침을 발견하였다. 기업규모가 클수록 투자규모가 크고, 경영다각화가 이루어지게 되므로 부채를 통한 자본조달이 증가하게 된다. 따라서 이들 선행연구에 기초하여 다음과 같이 연구가설을 설정한다.

가설 1 : 기업규모는 부채비율에 정(+)의 영향을 미칠 것이다.

龔斌(2008), 馬麗娜와 岳曉偉(2012)의 연구결과에 의하면 성장성이 부채비율에 정(+)의 영향을 미침을 보였다. 기업이 성장을 하기 위해서는 많은 투자가 필요한데, 중소기업은 내부자본이 상대적 부족하기 때문에 부채를 더 활용할 것으로 기대된다. 따라서 이들 선행연구에 기초하여 다음과 같은 연구가설을 설정한다.

가설 2 : 성장성은 부채비율에 정(+)의 영향을 미친다.

양승만(2001), 龔斌(2008), 高俊山와 李占雷(2008), 馬麗娜와 岳曉偉(2012)의 연구결과에 의하면 수익성이 부채비율에 부(-)의 영향을 미침을 확인하였다. 수익성이 높은 기업일수록 내부자금이 상대적으로 충분하며 신규 투자를 위해 이를 먼저 사용함으로써 부채를 덜 사용할 것

이다. 따라서 이들 선행연구에 기초하여 다음과 같이 연구가설을 설정한다.

가설 3 : 수익성은 부채비율에 부(-)의 영향을 미친다.

송원희(2010)는 담보가치가 부채비율에 정(+)의 영향을 미침을 발견하였다. 기업의 담보가치가 클수록 금융기관에서 대출을 받기가 더 용이하다. 이는 기업의 담보가치가 크게 되면 이에 기초하여 금융기관으로부터 차입이 용이해질 것이고, 이는 부채비율의 증가로 이어지게 된다. 따라서 이들 선행연구에 기초하여 다음과 같이 연구가설을 설정한다.

가설 4 : 기업담보가치는 부채비율에 정(+)의 영향을 미친다.

龔斌(2008), 高俊山와 李占雷(2008), 馬麗娜와 岳曉偉(2012)의 연구결과에 의하면 비부채성 절세효과가 부채비율에 정(+)의 영향을 미침을 발견하였다. 비부채 절세수단을 가진 기업일 경우 부채의 세금감면효과를 이용하려는 유인이 감소함으로써 부채를 덜 사용하게 된다. 따라서 이들 선행연구들에 기초하여 다음과 같이 연구가설을 설정한다.

가설 5 : 비부채성 절세효과는 부채비율에 의해 부(-)의 영향을 미친다.

[Table 3.1] Forecasting sign of variables

variable	firm size	growth	profitability	secured value	tax shield effect by non-debt
forecasting sign	+	+	-	+	-

3.2 연구방법

설정된 연구가설을 검증하기 위하여 다중회귀분석을 이용하며, 다중회귀모형은 다음과 같다.

$$Y = \alpha + \beta_1 X_1 + \beta_2 X_2 + \beta_3 X_3 + \beta_4 X_4 + \beta_5 X_5 + \epsilon$$

3.2.1 변수의 측정

가. 종속변수(Y): 종속변수는 부채비율로 측정한다.

$$\text{부채비율} = \frac{\text{총부채}}{\text{총자산}}$$

나. 독립변수

1) 기업규모(X_1): 기업규모는 총자산에 자연로그를 취하여 측정한다.

$$\text{기업규모} = \ln(\text{총자산})$$

2) 성장성(X_2): 총자산증가율로 측정한다.

$$\text{총자산증가율} = \frac{\text{당기말 총자산} - \text{전기말 총자산}}{\text{전기말 총자산}}$$

3) 수익성(X_3): 매출액영업이익률로 측정한다.

$$\text{매출액영업이익률} = \frac{\text{영업이익}}{\text{매출액}}$$

4) 담보가치(X_4): 비유동자산 비율로 측정한다.

$$\text{비유동자산비율} = \frac{\text{비유동자산}}{\text{총자산}}$$

5) 비부채성 절세효과(X_5): 감가상각비를 총자산으로 나누어 측정한다.

$$\text{비부채성 절세효과} = \frac{\text{감가상각비}}{\text{총자산}}$$

3.2.2 표본의 선정 및 자료수집

본 연구는 2011년 말 현재 심천증권거래소에 주식번호 002인 SME 보드에 상장된 701개 기업들 중(즉, 유통주 1억 위안 이하의 기업) 다음에 해당되는 기업은 제외하였다.

가. 2년 동안 손실을 입거나 경영상태가 부실한 상장기업(ST 기업) 5개

나. 제조업에 속하지 않는 기업 123개

다. 시간이 지나서 이미 중국 중소기업 분류기준에 속하지 않는 기업 528개

이들 요건을 충족한 표본기업은 45개 기업이었다. 이들 기업들에 대한 자료는 國泰安에서 수집하였으며, 자료처리는 SPSS 18.0을 이용하였다.

4. 실증분석 결과

4.1 기술통계량

[Table 4.1]은 표본기업의 최소값, 최대값, 평균, 표준편차를 제시하고 있다. 표본기업의 평균을 살펴보면 부채비율은 19.14%, 기업규모는 881,489,069위안, 총자산증가율은 9.28%, 매출액영업이익율은 13.13%, 고정자산비율은 19.36%, 비부채성 절세효과는 13.2%로 나타났다.

[Table 4.1] Descriptive statistics of sample firm

	minimum value	maximum value	average	standard deviation
debt ratio	.022393	.752219	.19144573	.150736501
firm size	254,956,995	2,503,089,084	881,489,069	441,786,475
increasing ratio of total asset	-.15863	.91745	.0928722	.18425501
ratio of operating margin to sales	-.444701	.374589	.13137856	.129289679
ratio of non-current asset	.08367	.497031	.19360618	.126428625
tax shield effect by non-debt	.0041268	.98614	.13209664	.20462806

4.2 상관관계 분석

상관관계 분석결과는 [Table 4.2]에서 보는 바와 같이 성장성은 부채비율과 1% 유의수준에서 정(+)의 상관관계를 보여주고 있으며, 수익성은 부채비율과 1% 유의수준에서 유의적인 부(-)의 상관관계를 보여주고 있다. 독립변수간의 다중공선성 문제는 없는 것으로 나타났다.

[Table 4.2] Pearson's correlation coefficient

	Y	X ₁	X ₂	X ₃	X ₄	X ₅
Y	1					
X ₁	-.181	1				
X ₂	.610***	.085	1			
X ₃	-.657***	.246	-.421***	1		
X ₄	.169	-.415***	.030	-.009	1	
X ₅	.083	-.327**	-.014	.080	.176	1

Y: debt ratio

X₁: firm size, X₂: growth, X₃: profitability, X₄: secured value

X₅: tax shield effect by non-debt

***: significant at 1% level, **: significant at 5% level

4.3 다중회귀분석

[Table 4.3] Result of multiple regression analysis

dependent variable: debt ratio	standardized coefficient	t-value	p-value
constant	.198	3.564***	.001
firm size	-.005	-.039	.969
growth	.400	3.453***	.001
profitability	-.495	-4.081***	.000
secured value	.132	1.173	.248
tax shield effect by non-debt	.103	.940	.353
adjusted R ²	.601		
F-value	11.737***		.000

***: significant at 1% level, **: significant at 5% level

[Table 4.3]에서 보는 바와 같이 회귀모형은 1% 유의수준에서 통계적으로 유의한 것으로 나타났다. 성장성은 부채비율에 1% 유의수준에서 정(+)의 영향을 미치는 것으로 나타났고, 수익성은 부채비율에 1% 유의수준에서 유의적인 부(-)의 영향을 미치는 것으로 나타나 연구가설2와 연구가설3이 채택되었으며 이러한 연구결과는 기존연구들과 일치한다. 기업규모는 부채비율에 영향을 미치는 것으로 나타났고, 담보가치와 비부채성 절세효과는 부채비율에 정(+)의 영향을 미치는 것으로 나타났으나 통계적으로 유의하지 않게 나타나 龔斌(2008), 高俊山와 李占雷(2008), 송원희(2010), 馬麗娜와 岳曉偉(2012)의 연구결과들과 다름을 보였다. 기업규모가 부채비율에 영향을 미치지 못한 이유는 중국 중소기업의 경우 부채조달 능력에 있어 기업규모에 따라 큰 차이가 없는 것으로 사료된다. 담보가치와 비부채성 절세효과가 부채비율에 유의적으로 영향을 미치지 못한 이유는 부채조달 시 중국 중소기업의 특성 상 이들 변수보다는 성장성과 수익성에 많은 영향을 받기 때문인 것으로 사료된다.

4. 결론

중국 중소기업은 기술발전과 경쟁력제고 및 국제수지 개선에 있어서 핵심적인 역할을 수행하고 있으며, 다양한 업종과 높은 고용효과로 인해 국민경제에서 차지하는

중요성이 크다. 중국의 중소기업이 중국경제에서 차지하는 역할과 중요성을 고려해볼 때 중소기업에 대한 연구가 필요한 시점에서 본 연구는 중국 심천증권거래소에 상장된 기업들 중 제조업에 속하는 45개 중소기업들을 대상으로 다중회귀분석을 이용하여 자본구조가 어떠한 요인들에 의하여 결정되는지를 파악하였다. 본 연구결과는 다음과 같다. 첫째, 성장성은 부채비율에 1% 유의수준에서 유의적인 정(+)의 영향을 미치는 것으로 나타났다. 둘째, 수익성은 부채비율에 1% 유의수준에서 부(-)의 영향을 미치는 것으로 나타났다. 셋째, 기업규모는 부채비율에 영향을 미치지 않는 것으로 나타났다. 넷째, 담보가치, 비부채성 절세효과는 부채비율에 약한 정(+)의 영향을 미치는 것으로 나타났으나 통계적으로 유의하지 않았다. 본 연구결과는 성장성이 높은 중소기업일수록 성장에 필요한 투자여력을 확보하기 위해 부채를 적극적으로 이용하려는 것을 실증적으로 뒷받침하고 있음을 알 수 있다. 또한 수익성이 높은 중소기업의 경우 자원 조달 측면에서 부채보다는 내부자금과 민간자본시장을 통한 자금조달이 이루어지고 있음을 알 수 있다. 본 연구의 한계점으로는 첫째, 중국 심천거래소에 상장된 제조업에 속하는 중소기업에 한정하여 연구가 이루어졌기 때문에 연구결과를 일반화하기 어려운 측면이 존재한다. 둘째, 중국 중소기업의 자본구조를 결정하는 요인으로 본 연구에서 고려한 기업규모, 수익성, 성장성, 담보가치, 비부채성 절세효과 외에 다른 추가적인 변수가 있을 수 있는데 본 연구에서는 이를 고려하지 못했다. 그럼에도 불구하고 본 연구결과는 투자자들에 대한 정보제공과 중국 중소기업의 재무구조 개선을 위한 기초자료로 활용될 수 있다는 점에서 의의가 있다. 향후 연구방향으로는 상해증권거래소에 상장된 중소기업들을 포함하고, 자본구조에 영향을 미치는 추가적인 변수를 고려할 필요가 있다.

REFERENCES

- [1] KIEP, Current issue of the Chinese Economy, 2008.
- [2] Seung-Man Yang, An empirical study on the long-term determinant of capital structure. Master's thesis, Chongjoo University. 2001.
- [3] Gong Bin, An empirical study on the influencing

factors of capital structure to the listed small and medium-sized enterprises. Master's thesis, Capital university of economics and business. 2008.

- [4] Gao Junshan, Li Zhanlei, The factors influencing the choice of the basic structure of small and medium sized enterprises. Enterprise economy, (1), 2008.
- [5] Won-Hee Song, An empirical study on the capital structure of small and medium sized enterprises. Master's thesis, Kookmin University. 2010.
- [6] Ma Lina, Yue Xiaowei, A study on Influencing factors to capital structure for small and medium sized enterprises in China. Business management, (1), pp. 41-47, 2012.
- [7] <http://www.szse.cn/main/sme/>

양 진 도(Yang, Zhen Tao)



- 2013년 8월 : 배재대학교 대학원 경영학과(경영학석사)
- 관심분야 : 기업재무, 투자론

박 희 정(Park, Hee Jung)



- 2005년 2월 : 배재대학교 대학원 경영학과(경영학석사)
- 2009년 2월 : 배재대학교 대학원 경영학과(경영학박사)
- 2009년 3월 ~ 현재 : 배재대학교 경영학과 강사
- 관심분야 : 기업재무, 투자론

· E-Mail : parkheejung98@hanmail.net

강 호 정(Kang, Ho Jung)



- 1993년 2월 : 서울대학교 대학원 경영학과(경영학석사)
- 2000년 2월 : 서울대학교 대학원 경영학과(경영학박사)
- 2003년 3월 ~ 현재 : 배재대학교 경영학과 교수
- 관심분야 : 기업재무, 투자론

· E-Mail : hjkang66@pcu.ac.kr