

글로벌화를 위한 중국 정부지원금이 기업 경영성과에 미치는 영향

황이* 김성환** 김진산***

| 목 차 |

- | | |
|-----------------|----------|
| I. 서론 | IV. 실증분석 |
| II. 선행 연구 | V. 결론 |
| III. 자료 및 연구방법론 | |

| 논문요약 |

본 연구는 2008년 1월 1일부터 2018년 12월 31일까지 중국의 상하이 증권거래소 및 선전증권거래소에 상장된 중국 기업(19,547개 기업-연)을 대상으로 중국 정부의 기업에 대한 수출보조금과 그로 인한 글로벌화가 기업의 장단기 재무적 성과에 미치는 영향을 일반회귀분석 대신에 라그랑지 승수검정과 하우스만 검정을 거쳐 고정효과 패널분석을 통해 연구하였다. 연구 결과, 중국 기업의 글로벌화는 기업의 수익성에 유의한 음(-)의 영향을 미치며, 이러한 현상이 주로 해외직접투자자로 인한 것임을 알 수 있었다. 둘째, 수출 자체는 기업의 수익성에 유의한 양(+)의 영향을 미치지만 수출보조금은 수혜 당해연도에만 일시적으로 유의한 양(+)의 영향을 미치고, 이후 2년간 수익성에 유의하게 음(-)의 영향을 미치는 것으로 나타났다. 이는 중국 기업이 보조금을 받아 수익성을 개선하는 것보다 국제 교역시장에서 수익성 악화를 무릅쓰고 출혈적 경쟁을 지속하며 시장을 확대하는 전략을 구사하는 것으로 추론할 수 있다.

▪ 주제어: 정부보조금, 수출, 해외직접투자, 수익성, 중국

* 제1저자: 경북대학교 경영학부 석사과정
 ** 공동저자: 경북대학교 경영학부 교수
 *** 교신저자: 경북대학교 경영학부 부교수

I. 서론

최근 미국과 중국, 선진국과 개발도상국 등 부국과 빈국, 강대국과 약소국 간 첨예한 경제전쟁은 세계무역기구(World Trade Organization, 이하 WTO) 수장을 뽑는 과정이나 2020년도 미국 대선의 중요한 이슈로 자리잡고 있음을 알 수 있다. 이는 무엇보다 기업을 통한 국가의 경쟁력 제고, 일자리 창출에 있어서 무엇보다 중요한 것이 수출과 해외직접투자 등 국제 간 교역이 중요한 역할을 하고 있기 때문이다. 이른바 일자리 뺏기 싸움이 가장 핵심적인 원인인 셈이다.

국제교역에 있어서 국가 간 불공정한 관행이나 불평등한 행위들을 방지하고, 과도한 관세나 수출입 물량 제한 등을 상당한 수준으로 감소시키기 위하여, 1948년도에 “관세 및 무역에 관한 일반 협정(General Agreement on Tariffs and Trade, 이하 GATT)”을 체결하였다. GATT 전문(Preamble)에 따르면, 국제무역에 있어서 공정한 무역을 위하여 관세와 관련한 무역장벽을 교역 당사자 간 호혜의 원칙에 의하여 축소하는 것을 목적으로 하고 있다.

1948년 GATT가 발효되었을 때 보조금(subsidy) 및 상계 조치에 관한 규정은 매우 제한적이고 간단하였다. 이후 1960년도에는 GATT 가맹국들이 모두 모든 형태의 보조금을 제한하는 선언에 동참하였다. 1994년도에 발효된 우루과이 협정은 보조금 및 상계 조치에 대한 구속력 있는 합의에 서명하였다. 그러나 “보조금 및 상계 조치에 관한 합의”는 보조금 문제에 대한 WTO 회원국 간의 차이를 종식시키지 못하였다. 1995년 GATT가 폐지되고, WTO가 설립된 이후 세계 각국, 특히 개발도상국은 무역 개방보다 반덤핑 및 상계 법 제정에 더욱 적극적이었다.

국가 경제발전 이론이나 무역이론에서 학자들은 정부보조금(government subsidy)이 경제나 경쟁에 미치는 영향 측면에서 이론적인 접근이나 실증분석을 시도해 왔다. 기업에 대한 보조금을 통하여 각국 정부는 특정 산업이나 기업을 선택적으로 지원하게 되고 (Jung & Feng 2020), 이러한 보조금을 받은 기업은 인위적으로 비용을 절감하고 경쟁력을 높이게 되며, 국가 간 경쟁에서 특정 국가의 고용을 늘리고, 경제성장을 촉진한다.

그러나, 이러한 특정 국가의 기업에 대한 선택적 지원은 해당 국가 내부

의 산업구조와 경쟁구조를 왜곡하기도 하지만, 국제 간 경쟁력을 강화함으로써 GATT나 WTO체제의 가장 심각한 왜곡문제를 유발해 오고 있다. 특히, 중국과 같은 대규모 수출국에서의 정부보조금은 중국기업의 수출과 경영성과를 제고하는 측면도 있지만(Hu et al. 2019), 수입국에서 보조금을 받은 수출 제품과 동류 제품 간의 불평등한 경쟁을 유발하며, 자원분배를 왜곡한다. 결과적으로 보조금을 받은 기업에 대해서도 경쟁의 압력과 혁신의 동기를 줄이고, 경쟁기업에 대하여 치명적인 악영향을 미친다.

한편 중국과 같은 사회주의 국가에서 기업이 정부지원금에 지속적으로 의존하는 ‘연성예산제약(Soft Budget Constraints: SBC)’이 만연할 가능성이 있다(Kornai 1979, 1980). 즉, 사회주의적인 경제에서는 국가가 가부장적인 역할을 하므로 기업과 국민의 국가 의존도 문제가 심각하며, 이러한 문제점을 극복하기 위하여 도입된 시장경제하에서도 인센티브 부족으로 부실과 은닉을 통하여 기업의 부실화와 예산 낭비만을 초래하고 부정하던 자본주의 경제로 전환할 수밖에 없었다.

이러한 문제들로 인하여 중국 정부는 정부기업들에 대하여는 정부 보유 지분을 매각하는 민영화(privatization)를 적극적으로 추진하였으며, 다른 대부분의 사회주의 국가에서 빠르게 민영화가 진행되었다(單東 2004; 劉小玄 2000). 정부 보조금은 기업의 혁신 활동을 촉진한다는 긍정적 측면과 정부와 기업 간의 정보비대칭(information asymmetry)으로 인한 도덕적 해이를 초래하고 방만한 경영으로 인하여 장기적으로 경쟁력을 저하할 수 있다는 부정적 측면으로 크게 나누어진다.

본 연구는 선행연구와 다음과 같은 차이점을 지닌다. 우선 대부분의 선행 연구는 전반적인 정부보조금의 효과를 진단하는 반면, 최근 쟁점이 되는 중국 기업의 수출과 해외시장개척 등과 관련한 세계시장에서 공정성이 문제가 되는 보조금만을 대상으로 수출과 해외직접투자 기업의 재무적 성과를 진단한다. 또한, 연구 대상을 수출보조금의 단기 및 장기효과를 진단한다. 마지막으로, 기업의 해외진출과 국제경쟁력 강화를 위한 수출보조금을 받은 기업과 그렇지 않은 기업의 성과를 진단한다.

본 연구의 결과는 최근 문제가 되는 중국 기업의 국제교역 시장에서의 교란의 장기 지속여부를 가늠하는 자료로 사용할 수 있다. 이를 통해 자유경

쟁을 해치는 정부의 간섭을 차단하는 측의 논리 혹은 근거로 사용될 수 있을 것이다. 또한, 국내 기업들에 대한 보조금 지급의 효율성을 높이고, 수혜 기업의 도덕적 해이가 일어나는지를 검토함으로써 정부보조금 지급에 대하여 합리적인 정책 판단을 위한 자료를 제시하고자 한다.

한편, 연구방법론상 기존 연구처럼 일반회귀분석에서 기업특성과 시계열적 특성을 더미 변수를 도입하는 대신 계량경제학(econometric)적 방법론인 브루쉬 페이지의 라그랑지 승수검정(Breusch Pagen Lagrange Multiplier test), 하우스만 검정(Hausman test), 다중공선성 검정(VIF test) 등을 통해 고정효과 패널 분석(fixed effects panel regression)을 이용하고 있다. 특히, 기업의 수익성과 정부보조금 등 간의 내생성과 인과관계를 검정하기 위하여 2단계 회귀분석 등을 실시함으로써 연구결과의 신뢰성을 제고하기로 한다.

본 연구는 다음과 같이 구성된다. 우선, 지금까지의 서론에 이어 제Ⅱ장에서는 본 연구의 주제와 관련된 선행연구들을 정리한다. 제Ⅲ장에서는 연구에 사용된 기업과 기업의 특성별 분석자료를 살펴보고 연구에 필요한 주요한 가설과 연구모형 등 연구방법론을 정의한다. 제Ⅳ장에서는 중국 기업에 대한 중국 정부의 수출보조금 문제에 대하여 실증분석을 한다. 그리고 V장에서는 실증분석 결과를 정리하고 시사점을 도출한 뒤 한계점을 토론한다.

Ⅱ. 선행 연구

1. 정부보조금에 관한 연구

정부보조금은 주로 시장실패가 일어나는 부문에 대한 국가의 보완적 조치로 도입되었다(Pigou 1932). Frye & Shleifer(1996)는 보조금이 기업 수익성의 증가율을 높이고 긍정적인 외부 효과를 최대한 활용한다는 사실을 발견하였다. 외부 거시 환경에 대한 전반적인 압력이 증가할 때 정부가 기업의 어려움을 극복할 수 있도록 지원하는 가장 효과적인 수단은 보조금이다. Tongeren(1998)은 정부의 기업에 대한 투자보조금이 기업의 투자를 유발하진 않지만 기업의 채무상환 능력을 제고한다고 하였다. 이와 달리 Tzelepis

& Skuras(2004)는 정부보조금이 총자산수익률(ROA)에 통계적으로 유의하지 않은 양(+)의 영향이 존재한다고 하였다.

대부분의 국가는 자국기업에 대하여 다양한 지원 노력을 하며, 이러한 지원을 통하여 고용창출과 경제성장을 도모한다고 주장하였다(노경호 외 2014). 그렇지만 정부보조금을 효율적 활용하는 기업과 국가들이 지속적으로 성장가능하다고 하였다(김영환 외 2017).

Barro(1999)는 정부의 재정투자 지출을 통하여 민간기업의 혁신활동을 촉진시키며 생산성이 단기적으로 개선할 수 있다고 하였다. Czarnitzki & Hussinger (2004)도 정부의 연구개발 지원금을 통하여 수혜기업이 자체 연구개발 투자를 활성화하고, 특허출원 등 기업의 혁신 역량을 강화한다고 하였다. Jung & Feng(2020)은 정부 보조금은 경제성이 확보되지 않아서 민간 부문에서 꺼리는 녹색 기술(green technology) 분야에 투자한다고 하였다.

반면, Jensen(1986)은 정부보조금의 효율성은 어느 정도까지는 긍정적이지만 일정 수준을 넘어서면 오히려 비효율성을 야기하여 궁극적으로 조직의 성과를 저해시킨다고 주장하였다. 많은 후속연구에서 정부보조금의 비효율성을 지적하고 있다(Schwarz & Clements 1999). Svensson(2011)과 Arslan-Ayaydin et al.(2014) 등은 정부보조금 집행에 대한 모니터링이 불가능하기 때문에 기업과 정부 간의 정보 비대칭, 도덕적 해이, 비효율적 자금집행 등의 문제가 존재한다고 하였다. Hewitt-Dundas & Roper(2010)는 아일랜드와 북아일랜드에 있어서 정부보조금을 통하여 기업의 연구개발(Research and Development: R&D)을 촉진하고 생산에 긍정적인 영향을 미칠 수 있음을 발견하였다. 최환석·김양민(2016)은 정부보조금이 기업의 도덕적 해이(moral hazard)를 유발하여 기업의 장기 성과에 부정적인 영향을 미칠 것이라는 연구와 기업이 정부보조금을 효율적이고 합리적으로 활용함으로써 단기적으로 기업의 성장과 수익성을 개선한다는 연구결과를 보고하고 있다.

2. 중국정부의 보조금에 관한 연구

李稻葵(1992)는 사회주의 체제하에서 정부나 은행이 기업에 보조금을 지원하는 근본적인 이유는 국유재산이기 때문이라고 하였다. 국유재산 체제하

에 정부, 은행과 기업이 공동책임하에 자금을 차입하기 때문에 정부가 불가피하게 부실에 빠진 기업에 보조금을 지원해야 한다고 주장하였다.

林毅夫(1999)는 정부기업에 대한 정부의 정치적인 부담이 크기 때문에 정부가 지속적으로 보조금을 지원한다고 하였다. 이러한 정부의 정치적 부담을 아는 경영진이나 직원들에 의하여 기업경영이 방만하게 되고, 결과적으로 정부의 간섭으로 경영부실을 촉진시키는 원인이 되었다는 빌미를 제공할 수도 있다고 하였다.

鄭江淮 外(2001)는 정부가 기업에 지속적으로 보조금 지원을 하는 이유가 자금제공자인 정부나 금융기관과 기업간 정보의 비대칭성 때문이라고 하였다. 정보의 비대칭 문제가 해결되면 정부보조금 문제도 해결될 수 있다고 주장하였다.

李濤(2005)는 정부보조금과 정부 지분율이 기업가치에 미치는 영향을 실증적으로 분석하였는데, 정부 지분율이 높을수록 기업가치에 부정적인 영향을 미치는 반면, 정부보조금에 대하여는 기업가치에 미치는 영향이 통계적으로 유의하지 않다고 하였다.

劉所祥·孫良媛(2006)은 중국정부의 농업부문 대한 보조금을 연구하였는데, 정부보조금이 농업부문의 효율성을 개선하지 못한다고 하였다.

한편, 張繼袖·陸宇建(2007)는 대주주지분율과 정부보조금이 기업의 수익성에 미치는 영향에 대하여 연구하였으며, 기업에 대한 정부보조금이 기업의 단기 수익성을 제고하지만, 장기 수익성에 부정적인 영향을 미친다고 하였다.

唐清泉·羅党論(2007)은 제조 기업의 성과에 대한 정부 보조금의 긍정적인 효과가 상장 기업의 경제적 이익을 향상시키지는 않았지만 세금 기여를 크게 증가시킨다고 하였다. 정보의 비대칭과 도덕적 해이로 인해 일부 기업은 보조금에 의존하고 기업의 발전 능력이 부족하여 보조금이 기업 성과에 대한 촉진 효과가 크게 감소한다는 것이다.

孔東民·李天賞(2014)은 중국에서의 정부보조금이 정부기업에 비해 민간기업의 성과에 더 긍정적인 영향을 미치며, 민간기업의 자금조달 제약을 더 효과적으로 완화함으로써 시장경제 활성화에 보다 중요한 역할을 한다고 주장하였다.

吳成頌 外(2015), 趙璨 外(2015)는 각각 정치적 연대와 영합적 행위의 관

점에서 연구한 결과 정치 관련 기업이 보조금을 더 많이 받으면서도 오히려 실적 상승을 억제하고, 기업이 정부 수당을 많이 받아내기 위해 영합적 행위를 하는 등 수익성이 떨어지는 기업에 영합해 정부 수당의 효과가 떨어진 것으로 나타난다고 하였다. 정부 보조금 사용의 효율성은 회사 내부 자본관리의 영향을 받는데, 보조금을 받은 기업은 보조금으로 손실을 보상할 유인이 있으며, 그럼에도 불구하고 생산 및 운영 조건이 크게 개선되지 않는다는 점이다. 孔東民 外(2013), 羅棟梁·陳芬(2016)은 기업 부채가 기업이 받는 보조금과 긍정적인 관계가 있으며 기업 부채가 기업 보조금 효율성 개선을 방해한다고 하였다.

김성환 외(2010)는 1993년부터 2008년까지 중국 상하이와 선전거래소에 상장된 제조기업을 대상으로 정부보조금이 정부보조금의 효과를 제외하면 단기적으로도 기업의 경영성과에 부정적인 영향을 미친다고 하였다. 김성환·김진산(2011)은 1999년부터 2008년 사이에 중국 상하이와 선전 거래소에 상장된 중국기업을 대상으로 중국 국유기업 민영화 이후 정부보조금이 기업의 경영성과에 미치는 영향을 진단하였다. 정부보조금을 통하여 기업의 연성예산제약(SBC)을 유발하여 정부지원이 직접적으로 기업의 수익성을 증가시켜야 함에도 불구하고 기업의 전체 수익성을 감소시키지만 반대로 기업의 부실위험을 단기적으로 개선시킨다고 하였다. 그러나 장기적으로 부실기업의 수익성을 더욱 악화시키고, 기업의 부실위험도 더욱 심화시키는 것으로 나타났다.

魏子華 外(2015)은 정부보조금이 기업의 경영성과에 매우 긍정적인 영향을 미치며, 특히 강성 예산제약과 과도한 투자가 있는 기업의 경우 보조금이 긍정적인 효과를 보인다고 하였다. 楊得前·劉仁濟(2017)는 기업의 재정적으로 위험한 시기에 세금지원보다 정부보조금이 기업성과에 더 긍정적인 영향을 미친다고 하였다. 정부 보조금은 기업이 재정 지원 및 신호 전송을 통해 혁신적인 연구개발 활동을 적극적으로 수행하도록 유도하고 기업의 비즈니스 경쟁력을 높이고 생산 효율성을 향상시킬 수 있다. 하지만 Hu et al.(2019)는 중국에서 정부 보조금의 효과를 살펴보았는데, 기업의 투자 효율성에 부정적인 영향을 끼침을 발견하였다.

修愛琴·陳蔚(2016), 万倫來·郭冬亮(2016), 楚有爲(2018)는 각각 정치적 연계와 시장 진입장벽 사회적 자본투자 관점에서 연구한 결과, 정치적 연계가

있고 진입장벽이 높은 업종과 사회적 자본투자를 하는 기업은 더 높은 보조금을 받아 혁신적인 연구개발 활동을 촉진하고 기업의 생산성을 획기적으로 높이는 정책적 효과를 거둘 수 있었다. 보조금 대상자의 선택과정에서 효과적인 감독이 부족으로 인한 보조금 불일치에 편차가 발생하여 비효율적인 사용으로 기업성과 향상을 억제한다고 하였다.

<표 1> 주요 변수의 기존 선행 연구와 예상부호

연구자	연구결과
Barro(1999)	정부지출(미국) ~ 생산요소 생산성: 양(+)
Almus & Czarnitzki(2003)	정부보조금(독일) ~ 혁신활동: 양(+)
곽수근·송혁준(2003)	정책자금 ~ 경영성과(ROE, ROA): 음(-)
송혁준 외(2006)	정책자금 ~ 순이익증가율 당기: 관련성 없음, 차기: 양(+)
김기완(2008)	정부보조금 ~ 노동생산성: 효과가 명확하지 않음 경상이익율: 명확하지 않음
오상영 외(2009)	정부보조금 ~ 사업성과, 기술성과, 정책만족: 양(+)
유영중·황성수(2009)	정책자금 ~ 수익성(ROA, ROE): 양(+) 생산성(자본생산성, 부가가치생산율): 양(+)
이의영 외(2009)	정부보조금 ~ 노동생산성: 양(+) 중요소생산성: 양(+)
김성환 외(2011)	정부보조금 ~ 토빈Q: 양(+)
최대승(2014)	정부보조금 ~ 노동생산성 (당기, 전기) 전체: 양(+), 대기업: 영향없음, 중소기업: 양(+)
이윤하(2017)	정부연구개발자금 ~ 벤처기업 R&D 기술혁신 성과: 양(+)
李壽(2005)	정부보조금 (중국) ~ 기업가치 (유의성 없음)
吳成頌 外(2015), 趙璨 外(2015)	정치관련 정부보조금(중국) ~ 수익성: 음(-) 기업 효율성 개선: 음(-)
孔東民 外(2013), 羅棟梁·陳芬(2016)	정부보조금(중국) ~ 기업 부채: 양(+) 기업 효율성 개선: 음(-)
孔東民·李天賞(2014)	정부보조금(중국) ~ 수익성: 양(+)
楊得前·劉仁濟(2017)	정부보조금(중국) ~ 기업성과(ROA): 양(+)
修愛琴·陳蔚(2016), 万倫來·郭冬亮(2016), 楚有爲(2018)	정부보조금(중국) ~ 혁신활동: 양(+)
魏子華 外(2015)	정부보조금(중국) ~ 혁신활동: 양(+)

<표 1>은 한국 데이터를 이용하여 주요 변수의 기존 선행연구와 예상부호인 한국 정부보조금과 관련된 주요연구이다. 한국에 있어서의 기업에 대한 정부보조금이 기업의 성과에 양(+)의 영향을 미친 것으로 나타났다(오상영 외 2009; 유영중·황성수 2009; 최대승 2014).

본 연구는 선행연구와 달리 최근 이슈가 되고 있는 중국기업의 해외수출과 해외시장개척 등과 관련한 보조금만을 대상으로 수출과 해외직접투자 기업의 재무적 성과를 진단한다. 또한, 연구 대상을 보조금의 단기 및 장기효과를 진단한다. 특히, 기업의 해외진출과 국제경쟁력 강화를 위한 수출보조금을 받은 기업과 그렇지 않은 기업의 성과를 진단함으로써 최근 문제가 되고 있는 중국기업의 국제교역시장에서의 교란의 장기 지속여부를 가늠하는 자료로 제시하고자 한다.

Ⅲ. 자료 및 연구방법론

1. 표본 선정

본 연구의 대상기간은 2008년 1월 1일부터 2018년 12월 31일까지이며, 중국의 상하이(上海)와 선전(深圳) 거래소에 상장된 기업을 대상으로 한다. 표본의 선정 기준은 다음과 같다.

- ① 중국 예사금융(銳思金融, RESSET) 데이터베이스 및 중국증권시장회계연구(China Stock Market & Accounting Research: CSMAR) 데이터베이스에서 자료를 수집하였다.
- ② 본 연구에서는 금융업 등 일반적으로 사용되는 회계기준을 적용받지 않는 산업에 속한 기업을 제외하였다.
- ③ 회귀분석 결과에 심각한 오류를 유발하는 극소수의 이상치 데이터는 제외하였다.
- ④ 전기자료를 계산에 사용하는 변수가 있어 2년 이상 재무정보가 연속적으로 제공되지 않은 기업은 제외되었다.

<표 2>에는 2008년부터 2018년까지 연도별로 연구에 사용된 중국의 상장 기업을 글로벌 기업과 비글로벌 기업으로 구분한 기업의 수와 비중을 나타내고 있다. 연구 대상기간 중 해당연도에 수출실적이 있거나 해외수출, 해외 직접투자 또는 해외시장개척 등의 명목으로 보조금을 지급받은 기업을 글로벌 기업으로 정의하였다.

연구분석 기간 중 중국의 상장된 글로벌 기업은 전체 상장기업의 약 49.7%를 차지하였다. 2008년도에는 글로벌 기업 비중이 전체 상장기업의 약 22.4%를 차지하였으며, 2010년도에는 40.3%를 차지하였으나, 2016년도에는 60.23%, 2018년도에는 62.82%를 차지하는 등 2008년부터 2018년까지 중국 상장기업의 글로벌화가 지속적으로 진행되고 있음을 확인할 수 있다.

<표 2> 표본기업의 연도별 분포 현황

연도별	기업수	글로벌	비중(%)	비글로벌	비중(%)
2008	1,119	251	22.43	868	77.57
2009	1,216	455	37.42	761	62.58
2010	1,444	582	40.30	862	59.70
2011	1,603	699	43.61	904	56.39
2012	1,688	894	52.96	794	47.04
2013	1,733	937	54.07	796	45.93
2014	1,825	959	52.55	866	47.45
2015	2,017	1,175	58.25	842	41.75
2016	2,155	1,298	60.23	857	39.77
2017	2,353	1,469	62.43	884	37.57
2018	2,394	1,504	62.82	890	37.18
합계	19,547	10,223	49.73	9,324	50.27

2. 변수, 가설 및 실증분석 모형

(1) 변수설정

수출보조금의 영향을 진단하기 위하여 기업을 정부 보조금 수혜기업과 비수혜 기업으로 구분하여 상대적으로 비교하기 위하여 기업의 수익성을 나

타내는 총자산순이익률(ROA)을 종속변수로 사용한다. 산출식은 [당기순이익(t)/전기 자산총액(t-1)]이다. 설명변수로 수출보조금인 해외시장개척보조금비율(Gmkt_SubR)은 [해외시장보조금(t)/총자산(t-1)]로 측정하고, 글로벌기업더미변수(Global_D)은 수출/해외투자가 있으면 1, 아니면 0으로 측정하며, 총자산 대비 해외직접투자비율(FDIR)은 해외직접투자기업의 [해외직접투자 지출액(t)/총자산(t-1)]으로 측정하며, 수출비율(ExportR)은 총자산 대비 수출액 비율 [수출액(t)/총자산(t-1)]로 측정한다. 또한 통제변수로 사용하는 해외직접투자 해외 자회사의 수익성(FDI_ROA)은 [당기순이익(t)/전기 자산총액(t-1)]로 나타낸다. 위안 화(貨) 환율(ForexR)은 위안/미 달러 연도별 평균환율이 있다. 정부기업 더미변수(Govt_D)는 중국 정부 소유 기업이면 1, 아니면 0으로 나타내고, 외국기업 더미변수(Foreign_D)는 외국인 소유 기업이면 1, 아니면 0으로 나타낸다. 최대주주지분율(Largest_H)은 [최대주주 주식수(t)/총보통주식수(t)]로 나타내고, 부채비율(DebtR)은 [부채총액(t)/자산총액(t)]으로 나타낸다. 유형비율(TangR)은 [유형고정자산(t)/자산총액(t)]으로 나타내고, 기업규모[Ln(Asset)] 관련 변수는 자산의 자연로그 값 [Ln(자산총액, 단위: 위안)]으로 나타낸다.

(2) 가설 설정

중국 정부의 기업에 대한 수출보조금이 기업의 성과(ROA)에 미치는 영향에 대하여 선행연구 중 중국 정부보조금이 기업의 성과(ROA)에 양(+)의 영향을 미친다는 연구는 孔東民·李天賞(2014), 楊得前·劉仁濟(2017) 등이 있다. 반면에 중국 정부보조금이 기업의 성과(ROA)에 음(-)의 영향을 미치는 연구는 吳成頌 外(2015), 趙璨 外(2015)가 있다. 정부의 보조금 지급에 따른 기업의 수익성이 제고된다는 선행연구에 따라 다음과 같은 가설을 세운다.

가설 1: 중국 정부의 기업에 대한 수출보조금은 기업의 성과(ROA)에 양(+)의 영향을 미친다.

가설 1-1: 중국 정부의 기업에 대한 수출보조금은 기업의 장기 성과(ROA)에 양(+)의 영향을 미친다.

기업의 글로벌화 수준과 기업의 재무적 성과 간에는 서로 다른 연구결과가 제시되고 있다. 우선 긍정적인 결과를 제시한 연구를 보면 Grant(1987), Qian(2000), 정두식(2012)과 김성환(2015) 등의 연구들이 존재한다. 반대로 글로벌화가 기업의 성과(ROA)에 음(-)의 영향을 미친다는 연구는 Collins(1990)와 Michel & Shaked(1986) 등이 있다. 이에 따라 보다 최근의 연구결과를 바탕으로 글로벌화의 진전에 따라 기업의 재무적 성과가 긍정적이라는 선행연구에 따라 다음과 같은 가설을 세운다.

가설 2: 중국 기업의 글로벌화는 기업의 성과(ROA)에 양(+)의 영향을 미친다.

가설 2-1: 중국 기업의 글로벌화는 기업의 장기 성과(ROA)에 양(+)의 영향을 미친다.

해외직접투자와 관련하여 기업의 수익성에 미치는 영향을 살펴보기로 한다. 해외투자를 통해 기업의 성과(ROA)에 긍정적인 영향을 미친다는 연구로는 Grant(1987), Qian(2000), 정두식(2012)과 김성환(2015) 등이 있다. 해외직접투자의 긍정적인 효과에 대한 일반적인 연구결과를 토대로 다음과 같이 가설을 세운다.

가설 3: 중국 기업의 해외직접투자는 기업의 성과(ROA)에 양(+)의 영향을 미친다.

가설 3-1: 중국 기업의 해외직접투자는 기업의 장기 성과(ROA)에 양(+)의 영향을 미친다.

기업의 수입이 재무적 성과에 미치는 영향에 대한 연구도 많지만 본 연구 목적상 소개를 생략한다. 김미나 외(2015)는 한국의 경우 수출증대로 기업의 수익성이 개선된다고 보고하고 있다. 이에 따라 기업의 수출이 기업의 수익성을 개선한다고 판단하고, 다음과 같이 연구가설을 설정한다.

가설 4: 중국 기업의 수출은 기업의 성과(ROA)에 양(+)의 영향을 미친다.

가설 4-1: 중국 기업의 수출은 기업의 장기 성과(ROA)에 양(+)의 영향을

미친다.

(3) 실증분석 모형

수출보조금과 글로벌화의 수익성에 미치는 단기 효과를 진단하기 위하여 가설 1 내지 가설 4를 검증하기 위하여 다음 식(1)을 나타냈다. 단순화를 위해 모형과 변수에 대하여 단기 연도표시는 아랫첨자(t)로 표시하고, 전기 연도표시는 아랫첨자($t-1$)로 표시하였으며, 기업표시는 아랫첨자(i)로 표시하였다.

실증분석 모형 1: 단기효과

$$\begin{aligned}
 ROA_{i,t} = & \beta_0 + \beta_1 Gmkt_SubR_{i,t} + \beta_2 Global_D_{i,t} + \beta_3 FDIR_{i,t} \\
 & + \beta_4 ExportR_{i,t} + \beta_5 FDI_ROA_{i,t} + \beta_6 ForexR_{i,t} \\
 & + \beta_7 Govt_D_{i,t} + \beta_8 Foreign_D_{i,t} + \beta_9 Largest_H_{i,t} \\
 & + \beta_{10} DebtR_{i,t} + \beta_{11} TangR_{i,t} + \beta_{12} Ln(Asset)_{i,t} \\
 & + \mu_i + \lambda_t + \epsilon_{i,t}
 \end{aligned}
 \tag{1}$$

- ROA: 총자산순이익률. [당기순이익(t)/전기 자산총액(t-1)]
- Gmkt_SubR: 해외시장개척보조금비율. [해외시장보조금(t)/총자산(t-1)]
- Global_D: 글로벌 기업더미변수. 수출/해외투자가 있으면 1, 아니면 0
- FDIR: 총자산 대비 해외직접투자비율. [해외직접투자액(t)/총자산(t-1)]
- ExportR: 수출비율. 총자산 대비 수출액 비율. [수출액(t)/총자산(t-1)]
- FDI_ROA: 해외투자 수익성. [당기순이익(t)/전기 자산총액(t-1)]
- ForexR: 위안 화(貨) 환율. 위안/미 달러 연도별 평균환율
- Govt_D: 정부기업 더미변수. 중국 정부 소유 기업이면 1, 아니면 0
- Foreign_D: 외국기업 더미변수. 외국인 소유 기업이면 1, 아니면 0
- Largest_H: 최대주주지분율. [최대주주 주식수(t)/총보통주식수(t)]
- DebtR: 부채비율. [부채총액(t)/자산총액(t)]
- TangR: 유형비율. [유형고정자산(t)/자산총액(t)]
- Ln(Asset): 기업규모. 자산의 자연로그값. [Ln(자산총액, 단위: 위안)]
- μ_i : 기업별 고정효과, λ_t : 연도별 효과, $\epsilon_{i,t}$: 연도별·기업별 추정 오차

가설 1-1 내지 가설 4-1의 수출보조금과 글로벌화의 수익성에 미치는 장기 효과를 진단하기 위하여 실증분석 식(2)를 고정효과 모형으로 다음과 같

이 나타냈다. 여기서 아랫첨자 i 는 기업 i 를 의미하며, $t-j$ 는 해당연도 t 로부터 j 년도 이전을 의미한다. 결과적으로 각 설명변수에 대하여 시점으로부터 j 년도 이후에 종속변수인 기업의 수익성에 미치는 영향을 진단한다.

실증분석 모형 2: 기간별 장기효과

$$\begin{aligned}
 ROA_{i,t} = & \beta_0 + \beta_1 Gmkt_SubR_{i,t-j} + \beta_2 Global_D_{i,t-j} + \beta_3 FDIR_{i,t-j} \\
 & + \beta_4 ExportR_{i,t-j} + \beta_5 FDI_ROA_{i,t} + \beta_6 ForexR_{i,t} \\
 & + \beta_7 Govt_D_{i,t} + \beta_8 Foreign_D_{i,t} + \beta_9 Largest_H_{i,t} \\
 & + \beta_{10} DebtR_{i,t} + \beta_{11} TangR_{i,t} + \beta_{12} Ln(Asset)_{i,t} \\
 & + \mu_i + \lambda_t + \epsilon_{i,t}
 \end{aligned} \tag{2}$$

IV. 실증분석

1. 기초통계량 분석

본 절에서는 연구에 사용된 기업의 특성변수에 관한 평균, 중위수, 표준편차, 최솟값, 최댓값 등의 기초 통계량을 <표 3>에 나타내고 있다. 대상 기업의 수익성(ROA)의 평균은 약 4.06%이며, 설명변수인 해외시장개척보조금 비율(Gmkt_SubR), FDI 혹은 수출여부에 따른 글로벌 기업 더미변수(Global_D), 해외직접투자비율(FDIR) 및 수출비율(ExportR)은 각각 약 0.001%, 52.3%, 55.9%, 8.2% 수준으로 나타났다.

통제변수로 도입된 해외직접투자 수익성(FDI_ROA)의 평균은 약 5.2%이다. 위안 화의 미 달러 대비 평균환율(ForexR)의 전체 평균은 약 6.5위안이고 정부기업 더미변수(Govt_D)와 외국인 기업 더미변수(Foreign_D)의 평균은 약 36.5%, 3.93%로 나타났는데 이는 전체 기업 중에서 차지하는 정부기업과 외국인 기업의 비중을 의미한다.

평균값을 기준으로 최대주주지분율(Largest_H) 약 35.0%, 부채비율(Debt_R) 약 43.1%, 유형비율(Tangible_R)의 약 87.9%로 나타났다. 자연로그값으로 산출된 자산총계(Ln_Asset)의 평균은 약 21.0이다.

<표 3> 기초통계량 분석

변수명	관측수	평균	중위수	표준편차	최솟값	최댓값
ROA	19,547	0.0406	0.0318	0.0701	-0.4773	0.4937
Gmkt_SubR	19,547	0.00001	0.0000	0.0003	0.0000	0.0285
Global_D	19,547	0.5230	1.0000	0.4995	0.0000	1.0000
FDIR	19,547	0.5591	0.2521	0.7292	0.0000	4.9976
ExportR	19,547	0.0821	0.0000	0.1848	0.0000	2.8571
FDI_ROA	19,547	0.0520	0.0000	0.1002	-0.5595	0.3980
ForexR	19,547	6.5181	6.6118	0.2567	6.1424	6.9480
Govt_D	19,547	0.3653	0.0000	0.4815	0.0000	1.0000
Foreign_D	19,547	0.0393	0.0000	0.1944	0.0000	1.0000
Largest_H	19,547	34.9641	32.8800	15.3676	0.2900	99.0000
DebtR	19,547	0.4305	0.4348	0.2314	0.0000	0.9889
TangR	19,547	0.8789	0.9549	0.2258	0.0000	1.0000
Ln(Asset)	19,547	21.0236	21.8547	5.0940	0.0000	30.9632

2. 상관관계 분석

<표 4>에는 본 연구에서 사용된 대부분의 변수들에 대하여 1:1 관계에 대한 피어슨 상관계수(Pearson's pairwise correlation coefficient)를 보여준다. 종속변수인 총자산순이익률(ROA)을 기준으로 살펴보면 해외시장개척 보조금 비율(Gmkt_SubR)은 총자산순이익률(ROA)에 대하여 1% 수준에서 유의한 음(-)의 상관관계를 보여주고 있다. 글로벌 기업더미(Global_D)는 총자산순이익률(ROA)에 대하여 양(+)의 상관관계를 갖지만 유의하지 않다. 총자산 대비 해외직접투자비율(FDIR), 수출비율(ExportR) 및 해외투자 수익성(FDI_ROA)은 총자산순이익률(ROA)에 대하여 모두 1% 수준에서 유의한 양(+)의 상관관계를 보인다.

통제변수인 위안 화 환율(ForexR)은 총자산순이익률(ROA)에 대하여 유의하지 않는 음(-)의 상관관계를 보인다. 또한 정부기업 더미변수(Govt_D)와 부채비율(Debt_R)은 총자산순이익률(ROA)에 대하여 모두 1% 수준에서 유의한 음(-)의 상관관계를 보인다. 그러나 외국기업 더미변수(Foreign_D), 최대주주지분율(Largest_H), 유형비율(TangR)과 자산총계(Ln_Asset)는 총자산순이익률(ROA)에 대하여 유의한 양(+)의 상관관계를 보인다.

<표 4> 피어슨(Pearson) 상관관계

구분	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)	(11)	(12)
Gmkt_SubR	-0.025 ^a	1.000										
Global_D	0.001	0.081 ^a	1.000									
FDIR	0.031 ^a	0.098 ^a	0.732 ^a	1.000								
ExportR	0.115 ^a	0.103 ^a	0.424 ^a	0.496 ^a	1.000							
FMarginR	0.044 ^a	0.062 ^a	0.496 ^a	0.336 ^a	0.229 ^a	1.000						
ForexR	-0.003	-0.031 ^a	0.133 ^a	-0.074 ^a	-0.023 ^a	-0.031	1.000					
Govt_D	-0.058 ^a	-0.023 ^a	-0.124 ^a	-0.030 ^a	-0.058 ^a	-0.033 ^a	0.048 ^a	1.000				
Foreign_D	0.019 ^a	-0.014 ^a	-0.019 ^a	-0.023 ^a	0.012	-0.003	-0.010 ^a	-0.154 ^a	1.000			
Largest_H	0.100 ^a	-0.003 ^a	-0.042 ^a	0.025 ^a	-0.004	0.020 ^a	-0.017 ^a	0.191 ^a	0.075 ^a	1.000		
DebtR	-0.181 ^a	0.006	0.036 ^a	0.090 ^a	0.037 ^a	-0.022 ^a	0.014 ^a	0.275 ^a	-0.049 ^a	0.0285 ^a	1.000	
TangR	0.100 ^a	0.028 ^a	0.205 ^a	0.185 ^a	0.093 ^a	0.146 ^a	-0.013 ^a	0.045 ^a	0.000 ^a	0.042 ^a	0.437 ^a	1.000
Ln(Asset)	0.140 ^a	0.010	0.226 ^a	0.159 ^a	0.088 ^a	0.097 ^a	-0.015 ^a	0.100 ^a	-0.022 ^a	0.041 ^a	0.539 ^a	0.838 ^a

- 1. (1), (2), (3) 등은 각각 ROA, Gmkt_Sub, Global_D 등의 순서로 나타냄.
- 2. a, b 및 c는 각각 1%, 5% 및 10% 수준(양쪽)에서 유의함을 나타냄

3. 집단평균 차이분석

<표 5>에는 보조금 수혜기업과 보조금 비수혜기업으로 분류하여 기업의 특성변수에 대한 평균의 차이를 검정한 것이다. 먼저, 본 연구에서 종속변수로 사용한총자산순이익률(ROA)은 보조금 비수혜기업이 보조금 수혜기업보다 평균 0.4p% 정도 높은 것으로 나타났으며, 그 차이가 1% 수준에서 통계적으로 유의한 것으로 나타났다. 설명변수인 글로벌 기업더미(Global_D), 해외직접투자비율(FDIR), 수출비율(ExportR) 및 해외투자 수익성(FDI_ROA)의 집단 간 평균차이가 각각 28.4%, 34.8%, 8.6%, 3.6%로 나타났으며, 1% 수준에서 통계적으로 유의한 것으로 나타났다.

통제변수를 살펴보면 위안 화 환율(ForexR), 정부기업 더미변수(Govt_D)와 외국기업 더미변수(Foreign_D)는 보조금 비수혜기업에서 각각 4.7%p, 4.8%p, 1.5%p 정도 더 높으며, 그 차이가 1% 수준에서 통계적으로 유의한 것으로 나타났다. 또한 부채비율(Debt_R), 유형자산 비율(TangR)과 자연로

그로 산출된 자산총계(Ln_Asset)는 보조금 비수혜기업에서 각각 3.6%p, 3.2%p, 112.4%p 정도 높은 것으로 나타났으며, 1% 수준에서 유의하게 나타났다. 최대주주지분율(Largest_H)은 보조금 비수혜기업에서 41.5%p 정도 높지만 통계적으로 유의성이 없는 것으로 나타났다.

<표 5> 집단 평균 차이분석: 보조금 수혜기업 vs. 보조금 비수혜 기업

변수명	보조금 수혜기업 (A)	비수혜기업 (B)	차이 (A-B)	t 통계량
ROA	0.037	0.041	-0.004	-2.909 ***
Global_D	0.755	0.471	0.284	31.429 ***
FDIR	0.843	0.496	0.348	26.197 ***
ExportR	0.152	0.066	0.086	25.510 ***
FDL_ROA	0.082	0.045	0.036	19.829 ***
ForexR	6.480	6.527	-0.047	-9.908 ***
Govt_D	0.326	0.374	-0.048	-5.379 ***
Foreign_D	0.027	0.042	-0.015	-4.221 ***
Largest_H	34.625	35.04	-0.415	-1.459
DebtR	0.401	0.437	-0.036	-8.319 ***
TangR	0.852	0.885	-0.032	-7.733 ***
Ln(Asset)	20.104	21.229	-1.124	-11.960 ***

▪ ***는 1% 수준(양쪽)에서 유의함을 나타냄

4. 회귀분석

본 연구는 일반적인 최소자승법(Ordinary Least Squares model: OLS)과 패널분석(panel regression model) 중에서 브루쉬 페이건의 라그랑지 승수 검정(Breusch Pagan Lagrange multiplier test: LM 검정)을 통하여 후자를 선택하고, 하우스만 검정(Hausman test)을 적용하여 랜덤효과 패널분석(Random Effects Panel Regression Model: REM) 대신 고정효과 패널분석(Fixed Effect Panel Regression Model: FEM)을 기본모형으로 선택하였다.

(1) 중국정부의 수출보조금이 기업의 재무적 성과에 미치는 영향

본 절에서는 우선 가설 1부터 가설 4까지의 검정과 관련하여 수출보조금 비율(Gmkt_SubR), 글로벌 기업 더미변수(Global_D), 해외직접투자 비율

(FDIR) 및 수출비율(ExportR)이 기업의 수익성(ROA)에 미치는 효과를 진단하였으며 그 결과를 <표 6>에 나타내고 있다. 전체 기업을 수출보조금 수혜여부에 따라 정부의 수출보조금을 받은 기업과 수출보조금을 받지 않은 기업으로 구분하여 분석하였으며, F검정 결과 모두 1% 수준에서 유의하고 R^2 값이 각각 0.155, 0.192, 0.149이며, 분산팽창계수(VIF)검정에서 최댓값이 4.66로 기각 수준보다 낮아 모형이 적합하다고 판단한다.

고정효과 모형의 결과에 따라서 설명변수인 기업더미(Global_D)는 종속 변수인 총자산순이익율(ROA)에 대하여 전체 기업, 보조금을 받은 기업과 보조금을 받지 않은 기업에서 1% 수준에서 유의한 음(-)의 영향을 끼친다. 또한 총자산 대비 해외직접투자비율(FDIR)은 총자산순이익율(ROA)에 대하여 전체 기업, 보조금을 받은 기업과 그렇지 않은 기업에서 양(+)의 양형을 미치지만 통계적으로 유의하지 않은 것을 나타냈다. 수출비율(ExportR)은 총자산순이익율(ROA)에 대하여 전체 기업, 보조금을 받은 기업과 보조금을 받지 않은 기업에서 모두 음(-)의 영향을 미치지만 전체 기업과 보조금을 받지 않은 기업에서 통계적으로 유의하지 않은 것으로 나타났으며, 보조금을 받은 기업에서 1% 수준에서 유의하게 나타냈다. 해외시장개척보조금(Gmkt_SubR)은 종속변수인 총자산순이익율(ROA)에 대하여 전체 기업과 보조금을 받은 기업에서의 1% 수준에서 유의한 양(+)의 영향을 주었다.

통제변수인 해외투자 수익성(FDI_ROA)은 총자산순이익률(ROA)에 대하여 전체 모형에서 1% 수준에서 유의한 양(+)의 영향을 미치는 것을 확인할 수 있다. 위안/미달러 평균환율(ForexR)은 총자산순이익율(ROA)에 대하여 전체 모형에서 현저하지 않은 결과를 나타냈다. 그리고 정부기업 더미변수(Gov_D)와 외국기업 더미변수(Foreign_D)는 총자산순이익율(ROA)에 대하여 전체 기업과 보조금을 받지 않은 기업에서 1% 수준에서 유의하게 음(-)의 나타났지만 보조금 수혜기업에서는 유의하지 않은 것으로 나타났다.

최대주주 지분율(Largest_H)과 자연로그로 산출된 기업규모(Ln_Asset)는 총자산순이익율(ROA)에 대하여 전체 모형에서 1% 수준에서 유의한 양(+)의 관계가 나타났으며, 부채비율(Debt_R)과 유형자산 비율(TangR)은 총자산순이익율(ROA)과 전체 모형에서 1% 수준에서 유의한 음(-)의 관계가 있는 것으로 나타났다.

<표 6> 중국 정부의 수출보조금이 기업의 재무적 성과에 미치는 영향

종속변수	전체 기업		보조금을 받은 기업		보조금을 받지 않은 기업	
	계수	t 통계량	계수	t 통계량	계수	t 통계량
ROA						
Global_D	-0.012	-3.89***	-0.010	-2.93***	-0.012	-5.96***
FDIR	0.002	0.90	0.001	0.60	0.000	0.44
ExportR	-0.001	-1.02	-0.017	-2.67***	-0.002	-0.32
Gmkt_SubR	7.047	4.74***	4.016	2.60***		
FDI_ROA	0.038	6.43***	0.051	4.49***	0.036	4.92***
ForexR	0.001	0.87	0.006	1.71*	0.001	0.39
Govt_D	-0.012	-3.52***	-0.010	-0.91	-0.013	-3.39***
Foreign_D	-0.024	-4.83***	-0.010	-0.69	-0.026	-4.64***
Largest_H	0.001	11.19***	0.001	2.99***	0.001	10.17***
DebtR	-0.127	-30.41***	-0.114	-10.33***	-0.130	-27.57***
TangR	-0.085	-14.22***	-0.122	-7.38***	-0.083	-12.34***
Ln(Asset)	0.008	26.1***	0.007	11.28***	0.008	23.34***
관측수	19,574 (2,525)		3,566 (1,094)		15,981 (2,476)	
R ²	Within	0.1005	0.1566		0.0934	
	Between	0.2093	0.1248		0.1950	
	Overall	0.1406	0.1688		0.1355	
F 검정	158.39***		38.06***		126.44***	
LM 검정	3,219.39***		403.37***		2,247.92***	
하우스만 검정	214.00***		68.36***		149.55***	
VIF 검정	1.02-4.66		1.03-3.75		1.01-4.13	

▪ 1. ***와 *는 각각 1%와 10% 수준(한쪽)에서 유의함을 나타냄. 2. 브루쉬 페이건의 라그랑지 승수검정(Breusch Pagen Lagrange Multiplier test), 하우스만 검정(Hausman test)을 통하여 채택한 고정효과 패널분석(fixed effects panel regression) 결과만을 제시함

(2) 중국 정부의 수출보조금이 기업의 장기 재무적 성과에 미치는 영향

본 절에서는 가설 1-1부터 가설 4-1까지 수출보조금비율(Gmkt_SubR), 글로벌 기업 터미변수(Global_D), 총자산 대비 해외직접투자비율(FDIR), 수출비율(ExportR)에 대하여 당해 연도부터 연차별로 모형 1-1, 모형 1-2, 모형 1-3, 모형 1-4와 모형 1-5로 구분하여 장기 수익성(ROA)에 미치는 효과

를 진단하였으며 그 결과를 <표 7>에 나타내고 있다. F검정 결과 모두 1% 수준에서 유의하고 R^2 값이 각각 0.197, 0.177, 0.167, 0.160, 0.149이며, 분산 팽창계수(VIF) 검정에서 최댓값이 4.92로 기각 수준보다 낮아 모형이 적합하다고 판단한다.

<표 7> 중국 정부의 수출보조금이 기업의 장기 재무적 성과에 미치는 영향

종속변수	당해 연도 1-1		1년 후 1-2		2년 후 1-3		3년 후 1-4		4년 후 1-5	
	계수	t 통계량	계수	t 통계량	계수	t 통계량	계수	t 통계량	계수	t 통계량
Global_D	-0.012	-3.89 ***	-0.012	-3.87 ***	-0.009	-2.70 ***	-0.019	-5.67 ***	-0.016	-4.53 ***
FDIR	0.002	0.60	-0.002	-0.60	-0.003	-1.30	-0.007	-3.60 ***	-0.006	-2.74 ***
ExportR	-0.001	-1.02	0.001	0.76	0.001	0.96	-0.001	-3.87 ***	-0.003	-2.74 ***
Gnkt_SubR	7.047	4.74 ***	-5.481	-2.69 ***	1.530	0.69	-2.038	-0.46	-4.863	-0.97
FDL_ROA	0.008	6.43 ***	0.027	6.96 ***	0.005	2.56 ***	0.027	3.62 ***	0.003	1.61
ForexR	0.001	0.87	0.006	3.57 ***	0.002	0.87 ***	0.004	1.83 *	0.003	1.64
Govt_D	-0.012	-3.52 ***	-0.016	-4.58 ***	-0.017	-4.78 ***	-0.015	-4.08 ***	-0.017	-4.39 ***
Foreign_D	-0.024	-4.83 ***	-0.028	-5.43 ***	-0.032	-5.87 ***	-0.025	-4.48 ***	-0.025	-4.27 ***
Largest_LH	0.001	11.19 ***	0.001	16.07 ***	0.001	14.31 ***	0.001	13.64	0.001	12.84 ***
DebtR	-0.127	-3.04 ***	-0.143	-3.29 ***	-0.148	-3.06 ***	-0.147	-2.924 ***	-0.153	-2.935 ***
TangR	-0.005	-1.422 ***	-0.003	-0.868 ***	-0.008	-8.29 *	-0.005	-8.69 ***	-0.000	-6.33 ***
Ln(Asset)	0.008	2.61 ***	0.007	2.291 ***	0.007	2.147	-0.004	2.078 ***	0.007	1.884 ***
관측수	19,574 (2,525)		18,234 (2,463)		15,667 (2,052)		14,799 (1,998)		13,634 (1,866)	
R^2	Within	0.1005	0.1031		0.0931		0.0917		0.0899	
	Between	0.2093	0.2442		0.1746		0.1865		0.1782	
	Overall	0.1406	0.16224		0.1380		0.1346		0.1368	
F 검정	158.39***		151.01***		115.82***		107.58***		96.83***	
LM 검정	3,219.39***		3,182.35***		2,568.75***		2,283.00***		2,158.13***	
하우스만 검정	214.00***		152.49***		130.38***		98.16***		116.73***	
VIF 검정	1.02-4.92		1.02-4.63		1.01-4.26		1.02-4.16		1.00-4.07	

1. ***와 *는 각각 1%와 10% 수준(한쪽)에서 유의함을 나타냄. 2. 브루쉬 페이건의 라그랑지 승수검정(Breusch Pagen Lagrange Multiplier test), 하우스만 검정(Hausman test)을 통하여 채택한 고정효과 패널분석(fixed effects panel regression) 결과만을 제시함

설명변수인 기업더미(Global_D)는 종속변수인 총자산순이익율(ROA)에 대하여 모든 연차모형에서 1% 수준에서 유의한 음(-)의 영향을 주었다. 총자산 대비 해외직접투자비율(FDIR)과 수출비율(ExportR)은 총자산순이익율(ROA)에 대하여 당해 연도(모형 1-1), 모형 1-2, 모형 1-3에서 통계적으로 유의하지 않은 결과를 나타냈으며, 모형 1-4와 모형 1-5에서 1% 수준에서 유의한 음(-)으로 나타났다. 해외시장개척보조금(Gmkt_SubR)은 종속변수인 총자산순이익율(ROA)에 대하여 당해 연도(모형 1-1)에서 1% 수준에서 유의한 양(+)의 영향을 주었지만 모형 1-2에서 1% 수준에서 유의한 음(-)으로 나타났으며, 모형 1-3, 모형 1-4과 모형 1-5에서 현저하지 않은 결과를 나타냈다.

V. 결론

본 연구는 2008년 1월 1일부터 2018년 12월 31일까지의 중국 상하이(上海) 및 선전(深圳) 거래소에 상장된 기업을 대상으로 중국 정부의 수출보조금과 그로 인한 글로벌화가 기업의 장단기 재무적 성과에 미치는 영향을 고정효과 패널 회귀분석을 통하여 살펴보았다. 주요한 연구결과는 다음과 같다.

첫째, 중국 기업의 글로벌화는 기업의 당기 수익성에 유의한 음(-)의 영향을 미치는 것으로 나타났다. 보조금 수혜여부와 관계없이 유의한 음(-)의 영향을 미치는 것으로 나타났으며, 보조금을 받지 않는 기업에 대하여 더욱 심각한 연구결과를 제시하고 있다. 이러한 영향은 최소 4년 이상 지속되는 것으로 나타나 매우 심각한 현상으로 볼 수 있다.

둘째, 중국 기업의 해외직접투자는 보조금을 받지 않는 대부분의 기업에 대하여 당기 수익성에 유의한 음(-)의 영향을 미치는 것으로 나타났다.

셋째, 중국 기업의 수출은 기업의 당기 수익성에 유의한 양(+)의 영향을 미치는 것으로 나타났다. 보조금 수혜여부와 관계없이 유의한 양(+)의 영향을 미치는 것으로 나타났으며, 선행연구의 결과와도 일치한다. 이러한 연구결과는 전체적으로 중국 기업의 글로벌화가 크게 확대되는 측면에서 매우 중요한 의미를 지닌다고 할 수 있다.

넷째, 중국 정부의 기업에 대한 수출보조금은 단기적으로 유의한 양(+)
의 영향을 미치는 것으로 나타났으며, 이러한 영향은 차년도부터 2년간 기업의
수익성에 유의한 음(-)의 영향을 미치는 것으로 나타나서, 정부보조금을 이
익의 증가항목으로 회계처리 함에 따라 일시적으로 수익성이 개선되는 것처
럼 보이며, 장기적으로 도덕적 해이를 유발하여 기업의 재무적 성과를 악화
시키는 요인으로 작용하고 있음을 알 수 있다.

본 연구에서는 중국의 개방과 산업화 과정에서 수출주도형 경제정책을
펴면서 국제 교역시장에서 많은 보조금을 지급하는 것으로 알려져 있으며,
글로벌 시장에 진출하는 기업도 점차 늘고 있는 상황이다. 이런 관점에서
무역관행상 불공정 경쟁 수단인 수출보조금의 기업의 수익성에 미치는 부정
적인 영향만큼 수출보조금을 통한 일시적 경영자금 지원은 국제 시장에서
치열한 경쟁을 하는 다른 국가나 기업들에 큰 위해요소로 작용할 수 있음
을 알 수 있다.

이러한 현상은 중국과 같이 인구가 많은 반면 상대적으로 내수시장이 활
성화되지 않은 상태에서 최근 심화되는 국제 경쟁 환경과 교역환경 때문에
기업들이 정부보조금을 받고서도 기업의 수지가 악화되는 상황을 맞고 있음
을 알 수 있다.

본 연구는 기업에 대한 중국 정부의 수출시장 보조금이 기업의 수익성에
미치는 영향을 진단한 면에서 전반적인 기업에 대한 보조금을 다른 다른 연
구들과 차별화된다고 할 수 있으며, 긍정적인 영향과 부정적인 영향을 제시
하는 대부분의 선행연구와 달리 적어도 중국 정부의 수출보조금에 한해서는
보조금 자체가 이익의 증가항목으로 처리되는 당해연도에만 일시적으로 수
익성을 개선하는 것으로 나타나며, 이후부터는 성과를 악화시키는 것으로
나타나서 국제 무역시장에서 중국 기업이 보조금을 받고서도 출혈 경쟁을
하는 것으로 판단할 수 있다. 또한 중국 기업의 글로벌화가 수출을 통해서
는 수익성이 개선되지만 해외로의 직접투자로 수지가 악화되는 상황임을 알
수가 있었다.

다만 본 연구 결과를 보조금 수혜기업을 대상으로 정보의 비대칭이나 경
쟁역량 측면에서 해석하기에는 다소 무리가 있다고 판단된다.

| 참고문헌 |

- 곽수근·송혁준 (2003). “경제상황 및 산업특성에 따른 회계정보의 주가관련성의 차이에 관한 연구.” 『회계정보연구』, 제21권, pp. 1-24.
- 김기완 (2008). “정부 R&D 보조금의 기업성과에 대한 효과분석.” 『정책 연구 시리즈』, 7호, pp. 1-63.
- 김성환·김진산 (2011). “연성예산제약이 상장기업 부실에 미치는 영향-중국기업을 대상으로 한 사례 연구.” 『국제회계연구』, 제37권, 제37호, pp. 67-94.
- 김성환·김진산·류아기 (2011). “중국 국유기업 민영화가 기업가치에 미치는 영향.” 『한국산업경영학회 동계학술대회 자료집』, 한국산업경영학회, pp. 58-91.
- 김성환·유옥광·김미나 (2010). “정부보조금이 중국기업의 성과에 미치는 영향.” 『경영학연구』, 제61권, 제61호, pp. 373-395.
- 김영환·이정우·장필성 (2017). “[중소기업 R&D 정책 특집 시리즈 ③] 해외 주요국의 중소기업 R&D 지원 정책과 시사점.” 『STEPI Insight』, 제214권, pp. 1-35.
- 노경호·이창원·임호순 (2014). “중소기업 생산성향상 방안에 관한 연구.” 『한국경영학회 통합학술발표 논문집』, 한국경영학회, pp. 2080-2112.
- 송혁준·김이배·오웅락 (2006). “중소기업에 대한 정책자금 지원이 경영성과 개선에 미치는 영향.” 『중소기업연구』, 제28권, 제4호, pp. 65-80.
- 유영중·황성수 (2009). “중소기업 정책자금 지원의 성과분석.” 『상업교육연구』, 제23권, 제1호, pp. 219-238.
- 이의영·김경환·신범철 (2009). “기술개발 지원 정책이 기업성과에 미치는 효과.” 『e-비즈니스연구』, 제10권, 제4호, pp. 367-389.
- 정두식 (2012). “해외직접투자 기업의 재무성과에 관한 연구-중국직접투자기업을 중심으로.” 『국제회계연구』, 제43권, 제43호, pp. 321-340.
- 최대승 (2014). “기업연구개발투자에 대한 실증분석 연구.” 서강대학교 박사학위논문.
- 최환석·김양민 (2016). “마중물 또는 눈먼 돈: 정부 연구개발 지원금이 연구개발 투자와 기업 혁신에 미치는 영향.” 『경영학연구』, 제45권, 제6호, pp. 1833-1857.
- Almus, M. and D. Czarnitzki (2003). “The Effects of Public R&D Subsidies on Firms’ Innovation Activities.” *Journal of Business & Economic Statistics*, Vol. 21, No. 1, pp. 226-236.
- Arslan-Ayaydin, Ö., D. Barnum, M. Karan and A. Ozdemir (2014). “How is Moral Hazard Related to Financing R&D and Innovations?” *European Research Studies*, Vol. 17, No. 1, pp. 111-131.
- Barro, R. (1999). “Determinants of Democracy.” *Journal of Political Economy*.

- Vol. 107. No. S6, pp. s158-s183.
- Czarnitzki, D. and K. Hussinger (2004). "The Link between R&D Subsidies, R&D Spending and Technological Performance." *Centre for European Economic Research Discussion paper*, pp. 4-56.
- Frye, T. and A. Shleifer (1996). "The Invisible Hand and Grabbing Hand." *NBER Working Paper Series*. No. 5856.
- Grant, R. (1987). "Multinationality and Performance among British Manufacturing Companies." *Journal of International Business Studies*. Vol. 18, pp. 79-89.
- Hewitt-Dundas, N. and S. Roper (2010). "Output Additionality of Public Support for Innovation: Evidence for Irish Manufacturing Plants." *European Planning Studies*. Vol. 18, pp. 107-112.
- Hu, J., H. Jiang and M. Holmes (2019). "Government Subsidies and Corporate Investment Efficiency: Evidence from China." *Emerging Markets Review*. Vol. 41, pp. 107-112.
- Jensen, M. (1986). "Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers." *American Economic Review*. Vol. 76, pp. 323-329.
- Jung, S. and T. Feng (2020). "Government Subsidies for Green Technology Development Under Uncertainty." *European Journal of Operational Research*. Vol. 286. No. 2, pp. 726-739.
- Kornai, J. (1979). "Resource-Constrained versus Demand-Constrained Systems." *Econometrica*. Vol. 47. No. 4, pp. 801-819.
- Kornai, J. (1980). "'Hard' and 'Soft' Budget Constraint." *Acta Oeconomica*. Vol. 25. No. 3, pp. 231-245.
- Michel, A. and I. Shaked (1986). "Multinational Corporations vs. Domestic Corporations: Financial Performance and Characteristics." *Journal of International Business Studies*. Vol. 17, pp. 89-100.
- Pigou, A. (1932). "The Effect of Reparations on the Ratio of International Interchange." *The Economic Journal*. Vol. 42. No. 168, pp. 532-543.
- Svensson, R. (2011). "Publicly-funded R&D Programs and Survival of Patents." *Applied Economics*. Vol. 45, pp. 1343-1358.
- Tongeren, W. (1998). "Microsimulation of Corporate Response to Investment Subsidies." *Journal of Policy Modeling*. Vol. 20. No. 1, pp. 55-75.
- Tzelepis, D. and D. Skuras (2004). "The Effects of Regional Capital Subsidies on Firm Performance: An Empirical Study." *Journal of Small Business and*

Enterprise Development. Vol. 11, pp. 121-129.

- 孔東民·劉莎莎·王亞男 (2013). “市場競爭、產權与政府補貼.” 『經濟研究』. 2期, pp. 55-67.
- 孔東民·李天賞 (2014). “政府補貼是否提升了公司績效与社會責任?” 『證券市場導報』. 6期, pp. 26-31.
- 單東 (2004). “民營化: 經濟調整的戰略選擇.” 『經濟學家』. 2期, pp. 41-46.
- 唐清泉·羅党論 (2007). “政府補貼動机及其效果的實証研究——來自中國上市公司的經驗証据.” 『金融研究』. 6期, pp. 149-163.
- 羅棟梁·陳芬 (2016). “地方政府負債、政府補助与企業績效.” 『經濟問題』. 10期, pp. 85-91.
- 劉小玄 (2000). “中國工業企業的所有制結構對效率差異的影響: 1995年全國工業企業普查數據的實証分析.” 『經濟研究』. 5期, pp. 21-34.
- 劉祚祥·孫良媛 (2006). “逆向淘汰、財政補貼与農業的低效率發展——基于湘北農村的調查研究.” 『財資研究』. 5期, pp. 39-45.
- 李濤 (2005). “國有股權、經營風險、預算軟約束与公司業績: 中國上市公司的實証發現.” 『經濟研究』. 7期, pp. 77-89.
- 李稻葵 (1992). “公有制是軟預算約束發生的必要條件.” 『經濟研究』. 11期, pp. 22-45.
- 万倫來·郭冬亮 (2016). “政府補貼、市場進入壁壘對民營企業績效的影響——基于中國民營上市公司的實証研究.” 『工業技術經濟』. 9期, pp. 92-99.
- 楊得前·劉仁濟 (2017). “稅式支出、財政補貼的轉型升級激勵效應——來自大中型工業企業的經驗証据.” 『稅務研究』. 7期, pp. 87-93.
- 吳成頌·錢春麗·張禮娟 (2015). “政府補貼對制造企業績效的影響.” 『商業研究』. 4期, pp. 9-16.
- 魏志華·趙悅如·吳育輝 (2015). “財政補貼: “餡餅”還是“陷阱”?——基于融資約束 VS. 過度投資視角的實証研究.” 『財政研究』. 12期, pp. 18-29.
- 張繼袖·陸宇建 (2007). “控股股東、政府補助与盈餘質量.” 『財經問題研究』. 4期, pp. 41-47.
- 鄭江淮·何旭強·王華 (2001). “上市公司投資的融資約束: 從股權結構角度的實証分析.” 『金融研究』. 11期, pp. 92-99.
- 趙璨·王竹泉·楊德明等 (2015). “企業迎合行爲与政府補貼績效研究——基于企業不同盈利狀況的分析.” 『中國工業經濟』. 7期, pp. 130-145.
- 楚有爲 (2018). “社會資本投資、政府補貼与研發投資——基于民營上市公司的研究.” 『財經論叢』. 2期, pp. 69-77.
- 佟愛琴·陳蔚 (2016). “政府補貼對企業研發投入影響的實証研究——基于中小板民營上市

94 아태연구 제28권 제1호 (2021)

公司政治聯系的新視角.”『科學學研究』. 7期, pp. 1044-1053.

| 논문투고일 : 2021년 01월 26일 |

| 논문심사일 : 2021년 02월 26일 |

| 게재 확정일 : 2021년 03월 04일 |

| ABSTRACT |

The Effects of Government Subsidies for Globalization on The Profitability of Chinese Firms

Yi Huang, Sunghwan Kim and Jinsan Kim

(School of Business Administration, Kyungpook National University)

In this study, we investigate the effects of government subsidies and the globalization thereof on the short and long term financial outcomes of the Chinese firms listed on the Shanghai and Shenzhen stock exchanges from January 1, 2008 through December 31, 2018. We employed the fixed effect panel regression models in the study and main research results are as follows:

Firstly, the globalization of the Chinese firms have significant negative effects on their short term profitability. The negative effects are irrespective of whether the firms received government subsidies and are even more significant in case of the firms without government subsidies since it turns out that the effects last for longer than four years.

Secondly, the OFDI(Outward Foreign Direct Investment) of the Chinese firms has negative effects on their short term profitability for most firms without government subsidies.

Thirdly, the exportations of the Chinese firms have positive effects on their short term profitability. The effects are irrespective of whether the firms received government subsidies, which are also consistent with the results from previous studies.

Fourthly, the government subsidies for the exporting firms have positive effects on their profitability in the corresponding year only and it turns out that they have even negative effects for the next two years.

We focus on the effects of the specific subsidies for exporting firms in

order to support their globalization and maybe with unfair supports by the Chinese government on their profitability. The government subsidies enhance the profitability of the exporting firms in the corresponding year but worsen them in the subsequent years, which reveals the side-effects of the government subsidies possibly causing moral hazards and harming the fair competitions of the firms concerned in the global markets.

- Key words: Government Subsidy, Exportation, FDI, Profitability, China