

중국 국유기업개혁 효과 분석: 상장기업의 소유제 형태별 수익성 측면에서

이 준 업 | 인하대학교 국제통상학부 부교수

본 논문에서는 중국의 589개 상장기업의 1998-2002년 기간동안의 경영성과의 분석을 통하여 1990년대 후반 이후 강도 높게 진행된 국유기업개혁의 효과를 분석하였다. 본 논문의 분석결과에 의하면 국유기업의 수익성은 1990년대 후반 이후 상대적으로 개선되었으나 비국유기업의 수익성을 능가할 정도로 경영성과가 개선되지는 않은 것으로 파악된다. 또한 계량검증결과에 의하면 상장기업의 소유제 형태, 소유권 집중도, 지역구분 등이 기업수익성을 결정하는 중요한 변수로서 국유기업이고, 소유권이 분산되어 있을수록, 중서부 지역일수록 수익성이 떨어지는 것으로 나타난다. 특히 소유제 형태와 관련하여 국유기업을 다시 지방정부 소유의 국유기업과 중앙정부 혹은 국유 대형기업 소유의 국유기업으로 세분화하여 분석한 결과 일반적으로 지방정부 소유의 국유기업의 수익성이 떨어지는 현상을 발견하였다. 이를 통하여 지방정부에 의한 정책간섭을 줄이는 방향으로의 국유기업개혁이 이루어져야 한다는 정책적 함의를 도출할 수 있다.

주제어: 중국 상장기업, 수익성, 소유제 형태, 국유기업개혁

I. 서론

개혁·개방 시작된 이래 1978년부터 2003년까지 25년간 중국은 연평균 경제성장률 9.5%의 고속성장을 지속하였다. 이러한 중국경제의 고속성장 추세는 향후에도 일정기간 동안 지속되어질 것으로 예상되어진다. 그것은 중국 경제성장의 동력이 지속될 것으로 예상되기 때문이다. 즉, 대외경제적 측면에서는 중국제품의 가격경쟁력과 기술수준을 추격할 만한 뚜렷한 경쟁자가 부상하지 않는 상태에서 중국제품에 대한 해외수요는 감소하지 않을 것이고 중국경제 내부적으로는 고급전자제품, 자동차, 주택 등에 대한 대중소비 및 농촌지역의 도시화가 내수시장을 견인하고 또한 중국시장을 선점하고자 하는 다국적기업의 직접투자 또한 국내수요를 견인하는 중요한 요인으로 작용할 것으로 예상되기 때문이다. 이와 더불어 WTO 가입에 따른 개방과 시장경제체제로의 지속적인 개혁을 통한 경제체제의 전체적인 효율성 증대는 일부 경쟁력 취약부분의 손실을 상쇄할 수 있을 것이다.

그러나 이와 같은 중국경제에 대한 낙관적인 전망은 국유기업의 저효율성, 적자 문제 등의 해결을 보장한 상태에서만 가능할 수 있으리라 판단된다. 1980년대 중반부터 중국정부의 수차례에 걸친 개혁조치에도 불구하고 국유기업의 비효율성과 이로 인한 대량적자의 누적, 부실기업의 양산은 시종일관 해결되지 못하였다. 이러한 이유로 국유기업의 비효율성 문제는 중국경제의 장기적인 성장을 저해하는 가장 큰 문제점으로 인식되어 왔다.

그런데 1990년대 중반 이후 중복투자로 인한 일반제품의 공급과잉과 경기 침체상황을 겪으면서 국유기업의 부실문제는 더욱 악화되어 더 이상 그 해결을 미룰 수 없는 심각한 경제문제로 대두되었다. 이에 1997년 말에 개최된 중국공산당 제15차 1중 전회에서 당시 주용기 총리는 ‘국유기업개혁 3년 목표’를 제시하기에 이른다. 국유기업개혁의 새로운 목표와 정책을 제시할 당시인 1997년 말 중앙정부가 직접 관리하는 16,800여 개의 國有大重型 기업에서 6,599개의 기업이 적자를 기록하여 등 대략 전체 국유기업의 1/3 정도

가 적자상태에 직면하여 있었다. 국유기업개혁 3년 목표는 1998-2000년의 3년의 기간 동안 국유기업의 적자문제를 기본적으로 해결한다는 것을 내용으로 하며 국유기업의 효율성 증대를 위하여 소유지배구조의 개혁과 더불어 채무조정, 이자율 경감, 기술개조투자지원 등 정부차원에서의 국유기업에 대한 대대적인 지원을 한다. 주목할 점은 당시 국유기업개혁과 더불어 국유상업은행에 대한 개혁이 동시에 진행됨으로서 국유기업 비효율성의 중요한 요인 중 하나인 'soft loan' 문제의 해결까지 시도되었다는 점이다.

그런데 최근까지 발표된 중국 국유기업개혁 관련 연구에서는 1990년대 후반 이후에 가속화된 국유기업개혁의 성과에 대한 연구를 찾아보기가 힘들다. 또한 이제까지의 중국 국유기업개혁에 대한 연구는 주로 국유기업과 기타 소유제 형태 기업간의 경영성과를 비교하는 것이었다. 본 논문에서는 기존 연구에서 연구결과가 많이 축적되지 않은 1990년대 후반 이후의 국유기업과 기타 소유제 형태 기업간의 수익성의 차이를 고찰하여 봄으로써 1997년 말부터 강도 높게 진행된 국유기업개혁의 효과를 명시적으로 분석하고자 한다. 또한 기존의 연구에서 소유제 형태를 단순히 국유기업, 사영기업, 외자기업, 집체기업 등으로 구분하는 것에서 탈피하여 지방 및 중앙정부 혹은 기업이 소유하는 국유기업으로 분류하여 봄으로써 명목적으로는 국가소유이나 실제 운영상에서 많은 차이가 있으리라 예상되는 국유기업 내부의 서로 다른 소유제 형태가 가지는 경제학적 의미를 분석하고자 한다.

이를 위하여 2장에서는 먼저 국유기업개혁 및 상장기업에 대한 기존연구를 정리하며 3장에서는 1990년대 후반 이후 이루어진 국유기업개혁 조치들을 설명한다. 4장에서는 본 논문에서 사용된 기업자료에 대한 설명과 이 자료를 사용하여 소유제 형태에 따른 국유기업 및 비국유기업의 경영지표들의 변화를 비교 고찰하고자 한다. 5장에서는 수익성과 소유제 형태에 대한 계량 분석결과를 설명하며 마지막으로 결론 및 정리를 한다.

II. 기존 연구동향

현재까지의 중국 국유기업에 대한 연구는 주로 개혁·개방 이후 국유기업의 생산성 및 수익성의 변화를 고찰함으로써 국유기업개혁의 효과를 평가하고자 하였다. 개혁·개방 초기인 1980년부터 1990년 초까지는 주로 경영권의 이양, 기업자율성의 제고, 내부유보이윤의 증대, 경영책임제 등의 도입을 통하여 국유기업 소유지배체제의 근간을 변화시키지 않은 한도 내에서 기업 활력의 증대와 이를 통한 효율성 증대를 도모하였다. 주로 총요소생산성으로 측정되어지는 생산성 변화에 대하여서는 대부분의 학자들이 이 기간에 이루어진 국유기업개혁이 생산성의 증대에 긍정적인 영향을 미쳤다는 점에 대하여 동의하고 있다(Chen et al., 1988; Jefferson et al., 1992; World bank, 1992; Groves et al., 1994; Gordon and Li, 1995; Li, 1997). 물론 이와 상반되게 최소한 1984-1988년 기간동안에 국유기업의 총요소생산성 증대는 이루어지지 않았다는 연구결과도 있다(Woo et al., 1994). 그러나 대부분의 기존 연구결과에 의하면 비록 국유기업의 생산성 증대가 향진기업 및 사영기업 등 비국유소유제 형태 기업에 비하여 떨어지기는 하지만 개혁개방 이전과 비교하여 대략 2-5% 정도의 총요소생산성의 증대가 있었으며 이는 상당부분 기업자율성 제고, 이윤유보를 통한 적극성증대에 기인하였다고 평가한다. 이러한 연구결과를 통하여 국유기업의 사유화가 반드시 효율성 증대의 전제조건일 필요는 없다는 예로 인용되기도 한다(Stiglitz, 1994).

그러나 생산성에 대한 연구결과와는 상반되게 국유기업 수익성에 대한 기존연구에서는 국유기업개혁효과가 매우 미비한 것으로 분석되었다. Zhang (1997)은 기업경영의 의사결정권과 이윤유보가 국가로부터 기업내부자에게로 이양됨으로 인하여 기업경영자와 노동자로 하여금 효율성제고와 이윤증대의 강력한 동기를 부여하게 하였다. 그러나 정보 비대칭성과 높은 감독비용으로 인하여 경영자가 비용을 과대계상하고 매출은 축소 보고하여 국가 상납이윤을 경영자가 침탈함으로써 인하여 국유기업의 생산성 증대와 공식적으

로 공표되는 기업수익성의 감소라는 모순되는 현상이 나타날 수 있다고 주장한다. 또한 그는 국유기업개혁이 진전됨에 기업의부환경이 더욱 투명해지고 이로 인하여 국유기업 상급관리기관의 행정관료가 그 행정적 지위를 이용하여 기업으로부터 경제적 지대를 획득하기가 더욱 어려워지며 이에 따라 관료와 경영자가 기업지분을 인수, 국유기업을 사유화하는 경향이 관찰된다고 한다. 또한 이러한 관료 및 경영자에 의한 국유기업의 사유화는 기존에 국유기업의 효율성을 저해하는 핵심적인 요인인 위탁-대리인 문제의 해결을 가능케 한다고 주장한다.

Qi et al.(2000)은 상해증권거래소 상장기업의 1991-1996년 데이터를 사용하여 다음과 같은 계량모형을 통하여 국유지분이 수익성에 미치는 영향을 분석하였다. 이들은 다음과 같은 계량 모형을 통하여 국유지분 혹은 법인지분의 따른 상장기업의 수익성을 분석하였다.

$$ROE = a + b_1 STATE(or LPSHARE) + b_2 ASHARE + b_3 FOREIGN + r_1 LSIZE + r_2 DER + \sum_{j=92}^{96} d_j DYR + \sum_{k=1}^4 \lambda_k DIND_k + e$$

위 식에서 STATE, LPSHARE, ASHARE, FOREIGN은 각각 국유지분, 법인지분, A주 지분, 외국인지분을 나타내며 LSIZE는 총자산의 log값이고, DER은 부채비율, DIND는 산업분류를 의미한다. 위 계량분석에서 기업규모, 부채비율, 산업 및 거시경제환경 등의 변수를 통제된 상태에서 ROE로 측정되는 개별기업의 수익률은 국유지분의 증대에 따라 감소하며 반대로 법인지분의 증가에 따라 수익률이 제고됨을 보여줌으로써 국유기업의 수익성 결정에 있어서 소유지배구조가 주요한 요인으로 작용하고 있음을 보였다. 이 연구결과에 의하면 1991-1996년 동안 국유기업의 수익성은 비국유기업 및 법인소유 기업에 비하여 현저히 떨어지는 것으로 나타난 국유기업 경영성과의 개선효과가 전혀 이루어지지 않은 것으로 평가된다.

Zhang et al.(2001)는 상해지역 2,000개 기업의 1996-1998년의 개별기업 데이터로 Data Envelopment Analysis를 이용하여 개별기업의 효율성 지수를 구한 다음 이를 종속변수로 하여 소유제 형태가 기업효율성에 미치는 영

향을 계량검증 하였다. 이들에 의하면 외자기업이 가장 높은 효율성 지수를 나타내고 있으며 국유기업은 집체기업과 더불어 가장 낮은 효율성을 나타내고 있다. 또한 소유제 형태는 산업, 시장경쟁 등의 요인에 비하여 기업효율성에 더욱 지배적인 영향을 나타내고 있는 것으로 나타난다.

Zhang et al.(2002)은 Zhang et al.(2001)과 같은 기업자료 및 효율성 산출방법을 사용하였으나 중국 기업의 효율성에 있어서 X-효율성, 사회보장부담, 연성제약대출(soft loan) 등이 중요한 설명변수가 되며 국유기업이 효율성 제고가 있었음에도 불구하고 수익률은 개선되지 못하는 원인으로 국유기업의 상대적으로 과중한 사회보장부담, 상대적으로 높은 자본집약도 등을 제시하였다. 또한 상기 연구에서 수익성 지표로 당기순이익에 기초한 ROA보다는 법인세와 이자비용을 포함한 조정된 총자산수익률을 사용하는 경우 국유기업의 상대적 수익성은 현저히 개선되어지는 현상이 나타남을 보여줌으로써 당기순이익이 기업간 수익률 비교지표로 사용되는 것은 국유기업의 수익률을 과소평가할 가능성이 있다고 주장한다.

Holz(2002)는 국유기업의 상대적으로 열악한 수익률은 국유기업에 부과된 상대적으로 높은 세율과 국유기업의 상대적으로 높은 자본집약도에 기인한다고 주장한다. 즉, 개혁·개방 이후 국유기업과 비국유기업의 수익률 저하는 비슷한 추세를 나타내며 감소하고 있으며 국유기업의 자기자본수익률(ROE)은 비국유기업에 비하여 매우 낮은 수준이지만 세금을 고려한 자기자본당 사회적 수익률은 국유 및 비국유기업간에 별다른 차이가 없다. 또한 국유기업의 상대적으로 높은 자본집약도를 고려하여 자기자본수익률이 아닌 매출 대비 수익률로 국유 및 비국유기업의 수익성을 비교할 경우 두 기업형태간의 차이는 더욱 축소된다. 그런데 국유기업이 상대적으로 높은 세율이 부과된 것은 상대적으로 독점적인 산업분야에 있는 국유기업으로부터 중앙정부의 세수를 손쉽게 거두어드리고자 하는 정책과 밀접한 관련성을 가지고 있다.

Jefferson et al.(2003)은 1994-1999년의 22,000개 대중형 국유기업의 전체통계를 사용하여 국유기업 개혁의 효과를 분석하였다. 이들의 연구에 의하면 이 기간동안에 이루어진 회사제로의 개혁으로 인하여 대중형 기업에서 차지하는 국가소유지분은 2/3에서 1/2로 감소하였다. 생산성 측면에서는 국유

기업 및 집체기업의 생산성이 가장 떨어지는 것으로 나타나고 있다. 그러나 일반적인 예상과는 달리 평균적으로 국유기업의 수익성이 사영기업에 비하여 높은 것으로 나타나고 있는데 이러한 현상의 원인으로 국유기업의 상대적으로 높은 국내시장에서의 독점력과 사영기업에 비하여 상대적으로 낮은 수출비중에 기인하는 것으로 분석하였다.

상술한 바와 같은 중국 국유기업에 대한 수익성에 기존연구는 주로 1980-1990년 중반까지 이루어진 국유기업의 개혁효과 분석에 집중되어 있으며 국유기업 개혁효과를 평가하는데 있어서 국유기업을 포함한 서로 다른 소유제 형태 기업간의 기업수익성을 비교한다. 이러한 연구결과를 종합하면 1990년대 중반까지 국유기업의 은 기타 소유제 형태 기업에 비하여 떨어지는 것으로 나타나며 이러한 국유기업의 저하는 일정 정도 국유기업의 내부적 경영메커니즘의 문제에 기인하기도 하며 다른 한편으로는 국유기업에게 상대적으로 불리한 사회보장제도, 세제 등 외부적 경영 환경에 기인하는 것으로 나타난다.

III. 1990년 후반 이후 중국 기업개혁정책

이 장에서는 1990년대 후반 이후의 국유기업의 적자문제를 해결하기 위한 기업개혁정책을 중심으로 하여 개혁·개방 이후 최근까지 이루어진 국유기업 개혁과정에 대하여 간략하게 논술하고자 한다.

중국 국유기업개혁은 중국 각 부분의 개혁과정에서의 일반적 특징인 점진적 개혁을 그대로 따른다. 구체적인 개혁 조치에 따라 국유기업개혁과정을 세분화하여 살펴볼 수 있지만 인센티브제도 도입 및 개선에 국한된 개혁조치가 이루어진 1978-1990년대 초반과 그 이후 주식제의 도입, 소유권구조 개혁의 두 시기로 구분할 수 있다.¹ 첫 번째 시기를 다시 세분화하여 1978-

1. 이근·한동훈(2000: 119-146)은 내부자 통제에 의한 국유자산유실의 문제를 분석하면서 인센티브제도의 개선에 국한한 초기 개혁의 경우 다층적 대리구조에 의한 이중담

1986년 기간의 ‘권한의 하향이양과 이윤유보’ 시기와 ‘경영책임제(承包制)’의 시기로 구분할 수 있다. 1978-1986년 기간에는 선행된 농업개혁과 대외 개방에 따른 경제성장의 경험하에서 조심스럽게 국유기업의 개혁이 시도되었으며 그 주요한 방법은 ‘권한의 하향이양과 이윤유보’이다. 즉, 상급기관이 보유한 기업경영에 관련된 여러 권한을 기업경영자에게 이양함과 동시에 경영성과에 따라 보다 많은 이윤을 기업내부에 유보할 수 있게 하여준 것이다. 이 시기 기업의 경영자율권의 확대와 이윤유보로 인하여 기업경영자 및 노동자의 적극성이 제고되고 생산성의 제고를 가져온 것으로 평가된다. 그러나 기업외부환경을 이루고 있는 가격체제에 있어서는 여전히 2중 가격제가 실시되고 있는 상황에서 기업이윤수준은 기업의 경영성과를 정확히 반영할 수 없다. 이처럼 기업경영성과를 평가할 수 있는 외부환경의 개혁이 이루어지지 않은 상태에서 기업내부자와 외부관리자간의 비대칭적 정보의 문제는 기업내부자로 하여금 기업이윤을 보다 쉽게 침탈가능하게 한다. 따라서 경영자의 자율권 확대와 이윤유보를 통한 국유기업의 생산성 향상은 제고로 이어지지 못하며 오히려 이윤의 형태로 국유자산에 대한 침탈이 이루어지게 된다.

1987-1991년 기간에는 ‘경영책임제(承包制)’가 도입되어 국유기업에 대한 소유와 경영의 분리를 시도한다. ‘권한의 하향이양과 이윤유보’로 인하여 국유기업에 의한 상납이윤 감소와 이로 인한 재정적자의 문제가 대두되었다. 이에 따라 기업경영자와 노동자의 적극성을 훼손하지 않으면서 안정적인 이윤상납을 위한 개혁의 필요성이 대두되었다. 이러한 필요성에 의하여 ‘경영책임제(承包制)’가 도입되었다. 경영책임제는 기업경영자와 주관부서가 협상을 통하여 상납이윤을 결정하며 초과이윤에 대하여서는 기업내부유보를 인정한다. 경영책임제는 주로 3-5년간의 기간에 재계약이 이루어지기 때문에 기업이윤을 과도하게 창출하기 위한 단기적 행동의 문제가 발생하며 기업주관 부문과의 담판과정에서 행정적인 간섭과 부패 등의 문제가 발생한다.

합으로 인한 국유자산의 유실이 발생하였고 재산권 개혁이 이루어진 그 이후의 시기는 내부자 통제에 의한 국유자산 유실로 분석하였다. 반면에 蔡昉·林毅夫(2003: 162-165)은 초기의 권한의 하향이양과 이윤유보 시기와 국가와 기업간의 소유와 경영의 분리를 시도한 청부경영책임제 시기 및 1992년 이후의 현대기업제도 시기로 구분한다.

1992년부터는 주식제의 도입 및 소유권 구조에 대한 개혁에 착수한다. 이 시기 개혁의 주요 방법은 ‘현대기업제도’로의 개혁이며 “재산권 명확, 권한과 책임의 명확, 정치와 기업의 분리, 과학적인 관리”를 핵심개념으로 하는 현대기업제도는 궁극적으로 중국정부가 추구하는 국유기업개혁의 최종목표라고 할 수 있으며 이의 구체적 형태라고 할 수 있는 유한책임회사, 주식회사제도의 개조가 모든 국유기업에게 강조되어 진다.

이 시기에는 소유권 구조의 개혁과 더불어 국유기업에 대한 구조조정이 강도 높게 진행된다. 이는 1990년대 중반 이후 국유기업의 적자문제가 매우 심각하게 나타나 더 이상 그 해결을 미룰 수 없는 당면관제로 대두되기 때문이며 이에 따라 1996년에는 대중형 기업을 중점적으로 개혁하고 소형기업은 시장원칙에 맡겨(抓大放小) 인수·합병, 파산, 매각 등을 적극적으로 추진하는 개혁조치가 실시된다. 또한 1997년부터는 대중형 국유기업에 대한 개혁이 더욱 강화된다. 이는 현대기업제도 개혁노선의 연장선상에서 국유기업의 부실문제를 해결하고자 하는 중앙정부의 적극적인 지원에 의한 것으로 이 시기 가장 중요한 정책은 1997년 말 중국공산당 제15차 1중전회에서 제기된 ‘국유기업개혁 3년 목표’에 의한 적극적인 부실 국유기업에 대한 회생작업이다. 이 목표에 의하여 1998-2000년 기간동안 국유기업의 적자문제를 해결을 위하여 많은 조치들이 이루어졌으며 이러한 조치의 결과 국유기업개혁 3년 목표는 중국정부의 공식적인 발표로는 성공적으로 완수된 것으로 평가된다.²

국유기업개혁 3년 목표는 그 이전의 개혁과 근본적으로 다른 성격을 가지고 진행되었는데 첫째, 이전의 개혁과 달리 국유기업 경영자와 노동자에게 보편적으로 3년 목표에 의한 정책적 지원이 국유기업에 대한 마지막 지원으로 인식되어졌다는 점이다. 즉, 3년 유예기간 동안에 수익성의 제고를 통하여 회생될 수 없는 기업은 도산되어질 수밖에 없다는 인식이 기업경영자와 노동자에게 효과적으로 인식되어졌으며 그 동안 국유기업개혁이 국유기업에 가져야 했던 역사적 부담으로 인하여 희석되어질 수 없다는 신호를 당사자들

2. 1997년 16,800개 대중형 국유기업 중에서 6,599개 기업이 적자상태였으나 2000년 말 적자기업수는 2,000여 개로 줄어든 것으로 보고되었다(국가경무위 주임 盛華仁, 『全國 經貿工作會議 報告』, 2000년 12월).

에게 분명히 전달했다는 것이다.

둘째, 국유기업개혁 3년 목표는 주로 대중형 국유기업의 적자문제의 해결에 초점이 맞추어져 진행되었다, 국유 소형기업의 경우 시장원칙에 의하여 경쟁력이 없는 기업의 파산, 인수·합병에 행정적 제한을 두지 않았다. 대중형 국유기업의 경우 기술개조, 부채조정, 유희 노동력 해고³ 사업영역의 조정 등을 통하여 적극적으로 회생시키기 위하여 노력하였다. 또한 대중형 국유기업을 회사제로의 개조, 주식회사제로의 개조, 상장 등을 통하여 현대기업제도에 부합하는 명확한 소유지배구조를 확립하고자 하였다.

셋째, 국유기업 3년 목표는 국유상업은행의 개혁과 보조를 맞추어 진행되었다는 점이다. 즉, 과거 국유기업 자금조달창구로서 기능하고 있는 국유상업은행의 예산연성제약과 이로 인한 연성대출(soft loan)의 문제가 해결되지 않은 상태에서의 국유기업의 개혁은 그 현실적인 실효성에 한계가 있을 수밖에 없다. 그런데 이 시기에는 국유상업은행의 경영메커니즘에 대하여서도 근본적인 개혁조치가 이루어지기 시작하였다. 국유기업개혁과 관련된 대표적인 국유상업은행 개혁조치로는 자산관리공사의 설립을 통하여 4대 국유상업은행이 가지고 있던 1995년 이전의 부실채권 1조 3,939억 위안을 인수한 것이다. 이러한 부실채권의 인수를 통하여 과거 부실과의 단절을 도모하는 동시에 새로운 추가부실에 대하여서는 해당 은행장 혹은 대출담당직원에게 매우 엄격한 대출책임제를 적용함으로써 국유기업 부실의 직접적인 관련을 가지고 있는 국유상업은행 부실문제를 동시에 해결하고자 하였다는 점이다. 국유상업은행의 부실채권의 처리과정에서 4개 자산관리공사의 실사와 경제무역위원회의 심사를 통하여 회생가능성이 높고 규모가 580개 기업, 4,030억 위안에 대하여서는 출자전환이 이루어졌다.

3. 국유기업 유희 노동자에 대한 실질적인 정리, 해고조치인 下崗 정책은 1996년부터 도입된다. 이 정책에 의하여 국유 제조업 기업에 고용된 4,400만 명 노동자 중에서 600만 명이 해고되었다(Rawski, 2002).

IV. 기업개혁성과에 대한 개괄적 분석

1. 분석대상 기업

중국의 주식시장은 1990년 상해증권거래소, 1991년 심천증권거래소가 개장한 이래 급속한 성장을 거듭하였으며 2002년 말 현재 1,224개의 기업이 상장, 거래되고 있다. 본 장에서는 상장기업 데이터를 사용하여 1997년 이후 강화된 중국의 국유기업개혁의 효과를 살펴보고자 한다.

상장기업의 데이터를 사용한 것은 중국 국유기업 연구에 있어서 개별기업의 시계열적으로 일관성 있는 데이터를 구하는 것이 힘들고, 공표된 데이터 또한 그 신뢰성에 있어서 많은 의문이 있기 때문이다. 상장기업의 경우에도 분식회계 등으로 문제를 일으키는 기업사례가 보고되고 있지만 1990년대 말 이후 강화된 회계기준을 고려할 때, 일반적인 국유기업에 비하여서는 상대적으로 자료의 신뢰성이 높다고 할 수 있다.

본 논문에서는 1998-2002년 기간 동안 상해 및 심천증권거래소의 A주식에 상장된 기업의 연도별 회계보고서에서 추출한 기업별 데이터를 사용하였다.⁴ 구체적인 분석대상 기업은 전체 1,224개 기업 중에서 신규상장, 상장폐지 기업을 제외하여 1998-2002년 기간 동안 지속적으로 A주식시장에 상장되어 있는 기업을 선택하였다. 또한 데이터 처리과정에서의 왜도문제(skewness)를 제거하기 위하여 일부기업을 제외하였다.⁵ 이와 같은 방법으로 최종적으로 589개 기업을 분석대상으로 하였다.

본 논문에서는 소유제 형태별 기업개혁의 효과를 살펴보기 위하여 상장기업을 소유제 형태별로 분류하였다. 특히 국유기업을 다시 세분류하여 실제로

-
4. B주식에만 상장된 기업은 제외하였으며 소수의 증권회사, 보험회사, 은행 등 금융기관은 회계처리방식의 차이로 인하여 제외하였다.
 5. 각 년도별로 $Q1-3IQR < ROE < Q1+3IQR$ 을 기준으로 하여 왜도현상(skewness)을 제거하였다. 이와 같은 심각한 이상치(extreme outlier)를 하나라도 가지고 있는 기업은 대상기업에서 제외하였다.

국유기업의 경영관리를 담당하고 있는 경영주체에 따른 수익성 차이를 분석하고자 하였다. 주지하는 바와 같이 중국의 국유기업은 20여년의 개혁과정을 거치면서 매우 복잡하고 규범화되지 않은 소유구조를 가지고 있다.⁶ 따라서 Qi et al.(2000)의 연구에서와 같이 국유기업을 단순히 국가주, 국유법인주 등의 비율만으로 소유제 형태를 이해하기에는 상당한 무리가 따른다고 생각된다. 국유기업의 소유구조를 명확하게 살펴보기 위하여 이 논문에서는 1대주주를 기준으로 상장기업의 실제 대주주를 추적하였다.⁷ 이러한 소유제 분류를 통하여 현행 중국 상장기업의 소유제 분류형태의 문제점을 해결하는 동시에, 기업경영성과와 관련되어 있을 것으로 예상되는 의미있는 소유제 형태로의 분류가 가능하다. 즉, 중국의 상장기업을 크게 민간인이 1대주주인 사영기업, 외국기업 혹은 외국인이 1대주주인 외자기업, 사회단체가 소유하고 있는 집체기업, 국유기업으로 구분한다.

국유기업은 다시 세분류하여 1대주주를 다른 기업이 다시 소유하고 있는 다층적 소유구조를 가졌는가 여부와 지방정부 혹은 대중형 국유기업 및 중앙부처가 소유하고 있는가에 따라 구분하였다.⁸ 이에 따라 이 논문에서는 개별 기업을 실제 소유자에 근거하여 최종적으로 그림1과 같은 소유제 형태로 분류하였다.

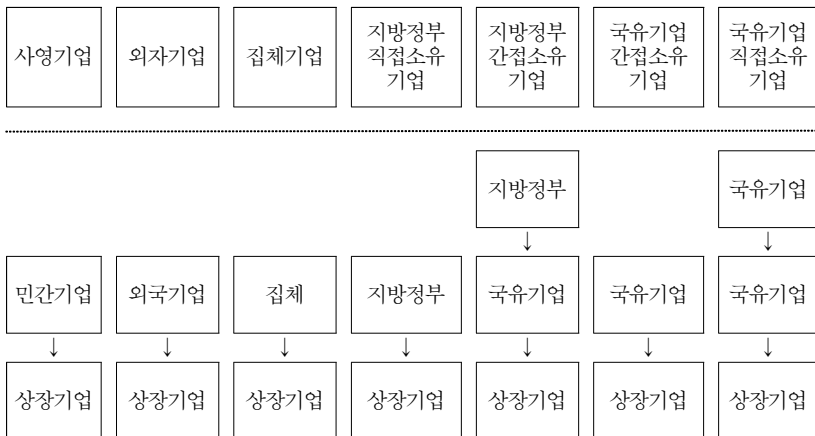
1998년과 2002년 기간 동안 소유제 형태의 변화를 비교해 보면 첫째, 전체 589개 기업 중 80% 이상의 기업이 국유기업인 것을 알 수 있다. 즉, 현

-
6. 그런데 현재 상장기업의 주식지분은 국가주, 국유법인주, 국내법인주, 외국인지분, 개인투자자지분 등으로 분류된다. 현행 분류기준은 매우 간단할 뿐만 아니라 종종 이미 사영기업에게 매각된 국유지분도 출자자의 원지형태에 따라 국가주로 인식하는 경우도 있다. 예를 들어 최근 화제가 된 甬成功(주식코드 000517) 사례의 경우 이미 사영기업에게 국유법인지분을 모두 매각하였음에도 사영기업지분의 원시형태에 따라 국유법인지분으로 보고하고 있다. 또한 국가주, 국유법인주의 경우 해석상의 차이로 인하여 같은 주식에 대하여 연도별로 다른 정의를 하고 있다. 따라서 현행 소유제 분류기준은 지나치게 간단하며 정확하지 않은 경우가 많기에 상장기업의 소유제 형태 연구에 있어서는 적합하지 않을 가능성이 높다.
 7. 대부분 기업별 연도보고서의 주요 주주 및 실제 주주를 구분하여 보고하고 있다.
 8. 현행 중국 상장기업의 국유주주는 크게 다음과 같다. ① 국유자산경영회사, 산업별 지주회사, ② 집단기업으로 일반적으로 회사제 개조이전의 모회사이며 많은 경우 국유주식의 授權經營單位, ③ 중앙행정부처의 기업주관부문으로 비교적 소수임, ④ 지방재정국, ⑤ 매우 드문 경우로 지방정부, 성정부 직접소유 기업.

재 상장기업의 대다수를 차지하고 있는 것은 국유기업으로 기타 소유제 기업은 상장에 이르기에는 아직 기업규모 등 측면에서 국유기업에 비하여 열악한 것으로 판단된다. 둘째, 1998년도와 비교하여 2002년도에는 국유기업의 수가 503개에서 478개로 감소하였다. 이 기간 중 대상 기업이 동일하다는 점에서 국유기업 수의 감소는 국유기업이 지분매각 등을 통하여 다른 형태의 소유제 기업으로 변하였다는 것을 의미한다. 셋째, 같은 기간 중 사영기업은 67개에서 90개로 증가하였다는 점에서 상술한 국유기업의 감소가 국유기업에서 사영기업의 지분매각이었음을 알 수 있다(표 1 참고). 이러한 현상은 90년대 후반 이후 중국 개혁조치를 통하여 이 떨어지는 국유기업의 적극적인 매각조치 및 이와 관련되어 당시에 유행한 인수, 합병 열풍과 관련이 있을 것으로 판단된다.

분석대상 기업을 지역별, 산업별로 분류하면 다음의 표 2와 같다. 일반적인 예상과는 달리 비교적 낙후한 중서부 지역을 주요 활동지역으로 하는 기업도 상당히 많은 것을 알 수 있다. 또한 경제중심지인 상해에 상대적으로 많은 상장기업이 밀집되어 있음을 알 수 있다.

그림 1. 소유제 형태 분류



<표 1> 소유제 형태별 분류

(단위: 개, %)

소유제	사영기업	외자기업	집체기업	지방정부 직접소유 기업	지방정부 간접소유 기업	국유기업 직접소유 기업	국유기업 간접소유 기업	총계
1998년	67 (11.4)	8 (1.4)	11 (1.9)	83 (13.6)	159 (27.0)	179 (30.4)	82 (13.9)	589 (100)
2002년	90 (15.3)	6 (1.0)	15 (2.5)	56 (9.5)	160 (27.2)	171 (29.0)	91 (15.5)	589 (100)

<표 2> 지역별, 산업별 분류

제조업, 비제조업	경쟁산업, 비경쟁산업	동부 및 중서부지역
제조업: 335개 비제조업: 356개	경쟁산업: 374개 비경쟁산업: 315개	동부연안: 327개 북경: 28개 상해: 89개 광둥: 66개 중서부지역: 262개

주 1: 제조업은 경공업 및 중공업, 경쟁산업은 시장 진입이 비교적 자유로운 산업을 의미하며 비경쟁산업은 공공설비, 중화학공업, 통신, 방송 산업 등 경쟁시장의 형성이 힘든 산업임.

1대주주의 지분을 살펴보면 중국 상장기업의 1대주주 지분율은 1998-2002년 기간동안 약간 감소하는 추세를 보이고 있으나 평균적으로 40%를 넘어 매우 높은 상태임을 알 수 있다. 그런데 주식시장에서 거래가 가능한 A, B주는 대략 전체주식의 1/3 정도로 이들 주식 대부분이 개인투자자에게 분산 소유되고 있는 상황을 고려하면 1대주주의 지분율이 평균 40%를 넘어서는 것은 1대주주가 사실상 독점적인 소유권을 가지고 있다고 할 수 있다 (표 3 참고). 소유제 형태별로 소유권의 집중도를 살펴보면 비국유기업이 상대적으로 분산된 소유권을 가지고 있음을 알 수 있다. 특히 외자기업의 경우 가장 낮은 1대주주 지분율과 허핀달 지수(Herfindahl Index)⁹를 가지고 있어

9. 소유권의 집중도를 나타내는 지수로 사용되며 이 논문에서는 10대주주의 지분율을 제공하여 합산하였다.

상대적으로 분산된 소유권 구조를 가지고 있음을 알 수 있다. 국유기업중에서 지방정부가 직접 소유한 국유기업의 경우 1대주주 즉, 지방정부의 지분이 여타 국유기업과 비교하여 비교적 낮은 것을 알 수 있다. 이 또한 흥미로운 현상으로서 지방정부의 경우 소유 기업의 상장 이후 일부 지분의 매각을 통하여 단기간에 자금조달하려는 경향이 강하기 때문이라고 추측된다.

<표 3> 소유제 형태별 1대주주 평균 지분율 및 소유권집중도

(단위: %)

소유제	사영기업	외자기업	집체기업	지방정부	지방정부	국유기업	국유기업	평균	
				직접소유 기업	간접소유 기업	직접소유 기업	간접소유 기업		
1998년	1대주주 지분율	40.31	25.89	40.82	40.60	49.07	51.92	51.25	47.58
	허핀달 지수	0.22	0.12	0.21	0.20	0.29	0.31	0.31	0.27
2002년	1대주주 지분율	33.19	28.02	33.72	37.61	45.74	47.81	46.28	43.25
	허핀달 지수	0.16	0.12	0.21	0.18	0.25	0.27	0.26	0.23

2. 상장기업의 경영지표 변화

이 장에서는 589개 상장기업을 소유제 형태별 경영지표의 변화를 통하여 국유기업개혁의 효과를 살펴본다. 먼저 상술한 바와 같이 상장기업을 소유제 형태별로 세분화한 경우 이들 기업의 1998-2002년 기간 동안의 자기자본수익률(ROE)의 추세를 살펴봄으로써 다음과 같은 현상을 파악할 수 있다(표 4 참고).

첫째, 1997년 이후 소유제 형태에 관계없이 수익성 저하 현상이 나타나고 있다. 이는 1990년대 중반 이후 계속된 중국의 경기침체 상황을 반영한다.

둘째, 모든 기간에 있어서 사영기업의 자기자본수익률이 기타 소유제 형태

에 비하여 높은 수준을 유지하고 있다. 국유기업이 사영기업에 비하여 경영 효율성이 떨어지는 일반적 현상이 상장기업의 경우에도 나타나고 있다.

셋째, 흥미롭게도 외자기업은 자기자본수익률이 가장 낮은 상태를 유지하다가 2002년에 들어서 수익성이 급격히 제고되어 기타 소유제 형태 기업과 비교하여 가장 높은 수준을 기록한다. 물론 이 논문에서 분석대상으로 하는 외자기업수가 6-8개에 불과하여 성급한 일반화에는 무리가 있으나 최소한 상장된 외자기업의 경우 일반적인 인식과는 달리 비교적 낮은 수익성을 유지하여 왔으며 이는 외자기업의 중국시장 진입에 상당 정도의 적응기간을 필요로 한다는 추측을 가능케 한다.

넷째, 집체기업의 경우 1998-1999년 기간 동안 가장 높은 자기자본수익률을 유지하였으나 2000년 이후 급격히 감소하여 2002년에는 가장 낮은 수준을 나타낸다. 이러한 현상은 집체기업의 소유권 구조가 명확하지 않고 이들 집체기업이 주로 경쟁산업 분야에 속해있다는 산업적 특색으로 인하여 경기 불황과 같은 위기상황에의 적응능력이 떨어져서 일어나는 현상이라고 판단된다.

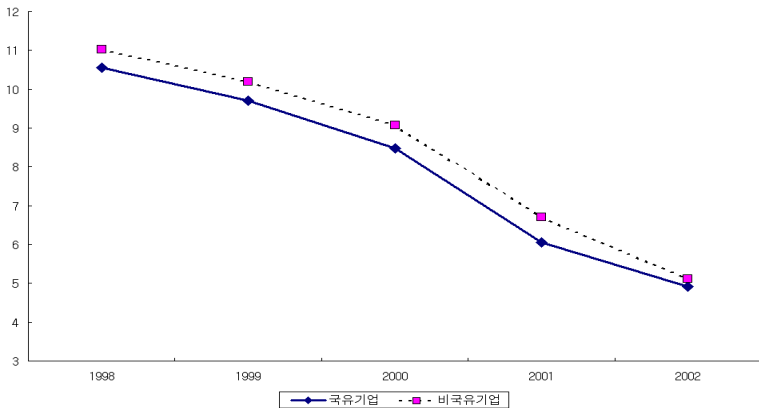
<표 4> 소유제 형태별 총자산수익률(ROA) 및 자기자본수익률(ROE) 추세

(단위: %)

소유제형태		사영기업	외자기업	집체기업	지방정부 직접소유	국유기업 직접소유	지방정부 간접소유	국유기업 간접소유
ROA	1998	7.16	3.95	9.45	5.61	6.64	6.18	6.60
	1999	6.08	3.10	8.74	4.66	5.82	5.35	6.16
	2000	5.00	3.47	5.80	4.24	5.02	4.21	5.37
	2001	3.60	1.61	3.87	2.99	3.17	3.32	3.23
	2002	2.25	3.00	2.80	2.42	2.46	2.61	2.84
ROE	1998	12.28	7.92	12.68	10.28	10.90	10.16	10.27
	1999	11.40	7.85	13.60	8.88	9.80	9.15	10.21
	2000	9.80	7.40	9.10	8.17	8.91	7.69	9.07
	2001	7.76	3.78	6.37	5.72	5.82	6.51	5.61
	2002	5.26	5.49	4.17	4.89	4.72	5.00	5.29

대상 기업을 국유기업과 비국유기업으로 분류하여 자기자본수익률의 추세를 간단히 살펴보면 국유기업의 수익성이 상대적으로 낮은 현상은 개선되고 있지 않다(그림 2 참고). 그러나 국유기업의 상대적 수익률 저하 현상은 소폭의 개선효과가 나타나서 2002년에는 비국유기업과 같은 수준에 근접한다. 즉, 1990년 중반 이후 국유기업 수익성 제고를 위한 강도 높은 개혁정책들이 이루어졌지만 그 효과는 상당한 기간의 시차를 두면서 일정 정도 영향을 미친 것으로 판단된다.

그림 2. 국유, 비국유기업의 자기자본수익률 추세



국유기업의 소유권 형태가 수익성에 미치는 영향을 보다 구체적으로 살펴보기 위하여 먼저 지방정부 직접소유 기업과 지방정부가 간접적으로 소유하고 있는 기업을 합쳐서 지방정부 소유기업으로 분류하고 대형 국유기업 및 중앙 행정부처가 직간접적으로 소유하고 있는 기업을 기업 소유의 국유기업으로 분류하였다. 또한 계층적 소유구조가 수익성에 미치는 영향을 살펴보기 위하여 지방정부 직접소유 국유기업과 국유기업 직접소유 국유기업을 단층적 소유구조의 국유기업으로, 지방정부 간접소유 국유기업과 국유기업 간접소유 국유기업을 다층적 소유구조의 국유기업으로 분류하여 그 추세를 살펴보았다(그림 3, 4 참고). 이를 통하여 다음과 같은 현상을 발견할 수 있다.

첫째, 국유기업 분류방법에 상관없이 국유기업의 수익성은 사영기업에 비교하여 떨어지나 상대적으로 수익성 저하 현상이 완만하게 진행되는 현상을 발견할 수 있다. 물론 거시경제적 변화, 수출 및 내수시장의 독과점 구조, 사영기업의 경영외적 비용의 증가 등 다른 요인들이 국유기업의 상대적 수익성 개선에 영향을 미쳤으리라 예상되지만 1990년대 후반의 국유기업개혁 또한 이러한 수익성 개선의 주요한 요인 중 하나라고 판단된다. 이러한 국유기업의 상대적 수익성 개선효과가 실제로 의미있는 현상인지를 90년대 초반과 국유기업의 수익성과 비교하여 보기 위하여 먼저 Qi et al.(2000) 연구결과를 살펴보면 동 연구에서는 1991-1886년 기간동안 국유지분이 많은 기업일 경우 수익성이 현저히 저하된다는 사실을 발견하였으며 또한 Lee(2004)에서 1995-2001년 기간동안 상장기업에 대한 수익성의 추세를 분석한 결과 1995-1998년까지 국유기업이 비국유기업에 비하여 수익성이 현저히 떨어지는 현상이 지속되나 그 이후의 시기에서는 국유기업의 상대적 수익성이 개선된 것으로 나타나는 연구결과와 서로 부합하는 결과라고 할 수 있다.

둘째, 국유기업을 계층적 측면에서 분류하여 수익률을 비교하는 경우 두 집단간의 뚜렷한 차이를 발견할 수 없다. 이러한 현상은 국유기업 상층부의 소유구조가 다층적이거나 단층적인 것이 에는 특별히 영향을 미치는 요인이 되지 못함을 의미한다(그림 3 참고).

셋째, 반면에 그림4의 국유기업의 추세에서 지방정부가 실제적으로 관리하는 국유기업이 2001년을 제외하면 기업 소유의 국유기업에 비하여 상대적으로 수익성이 현저히 떨어지는 것으로 나타난다. 즉, 지방정부가 직·간접적으로 소유 및 관리하는 국유기업의 수익성이 가장 낮은 것으로 나타나 국유기업의 경영성과 연구에 있어서 지방정부 소유 기업과 기업 소유의 국유기업으로 분류하는 것이 보다 중요한 의미를 가질 수 있다는 추론을 가능케 한다.

지방정부 소유의 국유기업의 경우 기업 효율성에 대한 고려보다는 상장기업을 단지 주식시장을 통한 자금조달의 창구로 생각하는 경향이 많다. 따라서 이 경우 상장초기에 자금조달을 용이하게 하기 위한 분식회계 및 지방정

부 소유의 기타 기업을 통한 내부거래를 통하여 수익성을 포장하는 현상이 빈번하게 발생한다. 이에 반하여 기업소유의 국유기업의 경우 자회사인 상장 기업에 대한 관리가 비교적 규범화되어 있고 또한 모기업이 대부분 대형 국유기업으로서 오랜 기간 독점적 지위를 유지하여 온 기업으로서 상장기업의 사업범위 또한 모기업 사업부문의 일부분을 떼어낸 것이라는 점에서 상대적으로 높은 수익률을 유지하고 있는 것으로 판단된다.

그림 3. 계층적 소유구조별 자기자본수익률 추세

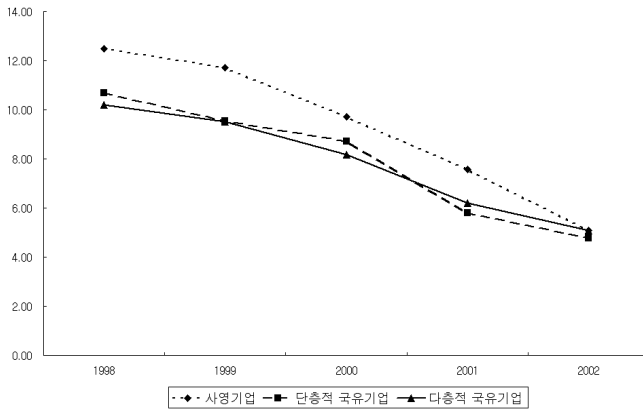
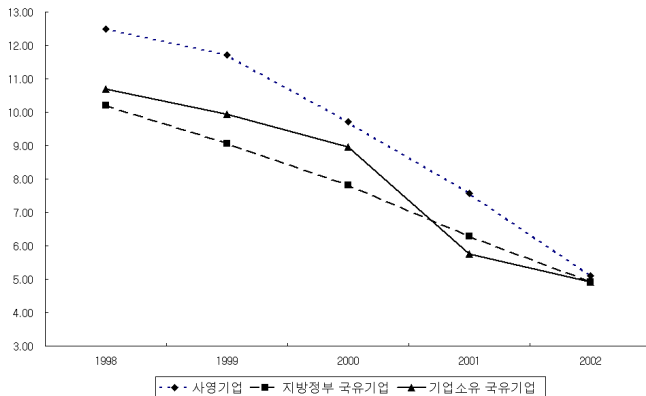


그림 4. 지방소유 국유기업과의 자기자본수익률 비교



소유제 형태별로 자기자본부채율은 다음의 표 4와 같다. 이들 통하여 다음과 같은 사실을 알 수 있다.

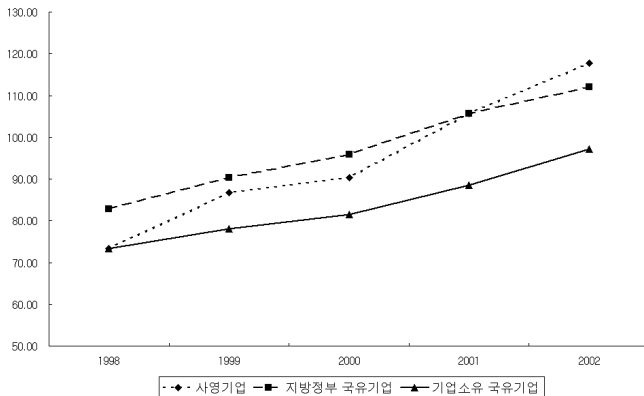
첫째, 대부분 기업의 경우 부채율이 증가하는 추세를 나타내고 있으며 이는 역시 이 기간 중의 어려운 경기상황을 반영한다.

둘째, 사영기업의 경우 절대적인 부채율 수준이 높은 그룹에 포함되며 또한 부채율의 증가 추세가 매우 빠르다. 이는 사영기업이 경기침체에 위험을 외부화하기 위하여 보다 더 외부자금 조달에 적극적이고 또한 상대적으로 경기불황에 보다 직접적으로 노출되는 산업부문에 집중 분포되어 있기 때문인 것으로 판단된다(그림 5 참고).

셋째, 지방정부 소유의 국유기업은 모든 기간에서 가장 높은 부채율을 나타내고 있으며 이는 상술한 바와 같이 이들 기업을 지방정부의 자금조달 창구로 인식하는 현상과 밀접한 관련이 있다고 판단된다.

넷째, 지방정부의 직접 및 간접 소유 기업의 부채율은 기업소유의 국유기업에 비하여 부채율 수준이 높은 것으로 나타나며 이는 지방소유 기업의 상대적으로 과중한 이자율 부담을 발생시켜 지방정부 소유 국유기업의 수익률 저하의 한 원인을 작용하고 있는 것으로 판단된다(그림 5 참고).

그림 5. 지방소유 국유기업과의 부채율 추세 비교



<표 5> 소유제 형태별 자본부채율 추세

(단위: %)

	사영기업	외자기업	집체기업	지방정부	국유기업	지방정부 간접소유	국유기업 간접소유
1998	78.32	142.18	43.40	93.98	74.36	77.03	71.12
1999	91.74	136.22	56.06	103.04	78.73	84.91	76.94
2000	95.07	163.00	58.15	102.05	82.43	93.43	79.63
2001	112.01	111.88	64.24	118.95	88.81	100.61	88.15
2002	125.06	112.26	47.40	124.87	97.22	107.38	97.33

V. 실증분석

소유제 형태별 수익률의 차이를 분석적으로 살펴보기 위하여 5개 년도, 589개 기업의 Pooling Data를 사용하여 다음과 같은 계량모형을 검증하였다.

$$\begin{aligned}
 ROA(or\ ROE) = & \alpha + \sum_{i=1}^n \beta_i D(owner)_i + \gamma_1 Debt + \gamma_2 Size + \gamma_3 D(region) \\
 & + \gamma_4 Herf + \sum_{k=1}^4 \lambda_k DIND_k + DQ_1 + DQ_2 + \sum_{j=1999}^{2002} \delta_j D(year) + e
 \end{aligned}$$

위 식에서, $Debt$ 는 자본부채비율(총부채/자기자본), $Size$ 는 기업규모로 \ln (총자산), $D(region)$ 은 기업의 주요 활동지역을 나타내는 더미로서 동부지역 성,시 소재 기업의 경우 더미값을 1로 하였다. $Herf$ 는 소유권 집중도의 대용지표인 Herfindahl Index로서 10대주주의 소유지분을 제공하여 합산하였다. $D(industry)$ 는 산업별 차이를 통제하기 위한 통제변수로 중국 상장기업을 각각 제조업, 도소매유통업, 공공설비업, 부동산 건설업, 복합기업 등으로 5가지 산업으로 구분하였다. DQ_1, DQ_2 는 상장기간을 나타내는 더미변수로 각각 상장기간이 4-5년, 6년 이상을 나타낸다.

$D(owner)$ 는 소유제 형태를 나타내는 더미변수로서 이 소유제 형태를 분류하는 방식에 따라 모형을 다음과 같이 5개로 구분하였다.

각 계량모형의 추정결과는 다음의 표 6, 표 7과 같다.

	구분	포함기업	계수
모형1	비국유기업 국유기업	사영, 집체, 외자기업 모든 국유기업	D_state
모형2	비국유기업 지방소유 국유기업 기업소유 국유기업	사영, 집체, 외자기업 지방정부 직접소유, 간접소유 국유기업 국유기업 직접소유, 간접소유 국유기업	D_local $D_non-local$
모형3	비국유기업 단층적 국유기업 다층적 국유기업	사영, 집체, 외자기업 지방정부 직접소유, 국유기업 직접소유 국유기업 지방정부 간접소유, 국유기업 간접소유 국유기업	D_direct $D_indirect$
모형4	모든 소유제 형태로 구분	사영기업 집체기업 외자기업 지방정부 직접소유 국유기업 지방정부 간접소유 국유기업 국유기업 직접소유 국유기업 국유기업 간접소유 국유기업	$D_collective$ $D_foreign$ $D_state11$ $D_state131$ $D_state13$ $D_state133$

종속변수를 총자산수익률(ROA)과 자기자본수익률(ROE)로 한 경우 분석 결과에 있어서 큰 차이는 없다. 이하에서는 총자산수익률을 종속변수로 한 계량분석결과를 기초로 하여 그 의미를 정리한다.

첫째, 중국 상장기업의 경우 비국유기업의 수익성이 국유기업에 비하여 높은 것으로 나타났다($D_state = -0.0060$). 이러한 결과로부터 최근의 강화된 국유기업 개혁의 효과에도 불구하고 국유기업의 수익성은 비국유기업을 초과할 정도까지의 효과가 나타나지는 않았다고 할 수 있다.

둘째, 지방소유 국유기업은 기업소유 국유기업에 비하여 수익성을 대략 20% 정도 떨어뜨리는 효과를 나타낸다($D_local = -0.0066$, $D_non-local = -0.0055$). 이는 국유기업경영성과의 연구에 있어서 지방소유 국유기업 및 기업소유 국유기업의 분류가 매우 중요하다는 사실을 입증하는 동시에 향후 국유기업의 개혁에 있어서 지방정부소유 국유기업을 보다 투명하고 규범화된

지주회사 소속의 국유기업으로 개조하여야 한다는 정책적 함의를 가지고 있다.

셋째, 단층적 혹은 다층적 소유형태는 국유기업 수익성에 미치는 영향에 있어서 별다른 차이를 나타내지 않는다 ($D_{direct} = -0.0062$, $D_{indirect} = -0.0059$). 즉, 대주주의 다층적 지배구조 보다는 최종적인 대주주가 누구인가 하는 점이 수익성 결정에 있어서 더욱 중요한 의미를 가진다.

넷째, 허핀달 지수는 모든 모형에 있어서 5% 유의수준에서 (+)의 추정값을 가지고 있다. 즉, 10대주주에게 소유권이 균등하게 배분된 기업과 비교하여 상대적으로 소유권이 집중된 기업일수록 수익성이 높다. 이러한 현상은 중국 상장기업의 경우 소유권이 비교적 균등하게 배분된 기업에서 기타 주주들이 1대주주의 정책실패를 견제하는 순기능을 담당하기 보다는 국유기업의 불명확한 소유구조로부터 오는 경영상의 비효율성이 더욱 지배적인 영향을 미치는 것으로 해석된다.

다섯째, 통일시장이 형성되지 못하였고 지역마다 경제성장률 및 소득수준의 차이가 큰 중국경제를 고려할 경우 기업의 주요 활동 지역 또한 수익성을 결정하는 중요한 요인으로 나타났다. 계량 검증결과 대략 5% 유의수준에서 동부지역 기업의 수익성이 경제성장률이 떨어지는 중서부 지역에 비하여 높은 것으로 나타났다.

여섯째, 일반적인 예상과는 달리 외자기업의 수익성 저하현상이 두드러지게 나타난다. 상술한 바와 같이 본 연구에 포함되는 외자기업수가 불과 6-8개에 불과하여 일반화에는 무리가 따를 수 있으나 외자기업의 수익성은 상당 기간 동안 사영기업, 집체기업 및 국유기업에 비하여 저조한 수익률을 나타내고 있으며 이러한 현상은 최근에 와서야 일부 개선되는 경향이 나타나는 것으로 판단된다.

<표 6> 총자산수익율(ROA)에 대한 계량분석 결과

	Model 1	Model 2	Model 3	Model 4
constant	0.0934*** (5.4605)	0.0951*** (5.5193)	0.0932*** (5.4309)	0.1029*** (5.9427)
D_state11				-0.0020 (-0.9427)
D_state131				-0.0028* (-1.8333)
D_state13				-0.0087 (-1.3489)
D_state133				0.0002 (0.0849)
D_collective				0.0119* (2.7644)
D_foreign				-0.0115** (-1.9787)
D_direct			-0.0062*** (-3.3645)	
D_indirect			-0.0059*** (-3.2074)	
D_local		-0.0066*** (-3.5737)		
D_non-local		-0.0055*** (-2.9882)		
D_state	-0.0060*** (-3.5395)			
Debt Ratio	-0.0112*** (-12.9474)	-0.0111*** (-12.8542)	-0.0111*** (-12.9399)	-0.0106*** (-12.2367)
Size	-0.0002 (-0.2710)	-0.00030 (-0.3575)	-0.00021 (-0.2558)	-0.00085 (-1.0358)
D_Region	0.0041*** (3.2032)	0.0041*** (3.1699)	0.0041*** (3.1817)	0.0046*** (3.4961)
Herfindahl	0.0109** (2.5437)	0.0107** (2.4847)	0.0109** (2.5344)	0.0089** (2.0885)
Adjusted R ²	0.2323	0.2422	0.2421	0.2424

주 1: ()는 t-값을 의미함.

주 2: ***, **, *는 각각 유의수준 1%, 5%, 10%에서 유의함을 의미함.

주 3: 통제변수인 $DIND_t$, DQ_1 , DQ_2 , $D(year)$ 의 계수는 보고하지 않았음.

<표 7> 자기자본수익률(ROE)에 대한 계량분석 결과

	Model 1	Model 2	Model 3	Model 4
constant	0.0936*** (3.0519)	0.0964*** (3.1192)	0.0944*** (3.0699)	0.1107*** (3.5593)
D_state11				-0.0054 (-1.3952)
D_state131				-0.0070** (-2.5191)
D_state13				-0.0060 (-0.5171)
D_state133				-0.0036 (-1.0712)
D_collective				0.0138* (1.7775)
D_foreign				-0.0230** (-2.1969)
D_direct			-0.0135*** (-4.1117)	
D_indirect			-0.0144*** (-4.3915)	
D_local		-0.0150*** (-4.4986)		
D_non-local		-0.0131*** (-3.9842)		
D_state	-0.01397*** (-4.5806)			
Debt Ratio	0.0096*** (6.2049)	0.0097*** (6.2418)	0.0096*** (6.1970)	0.0104*** (6.6795)
Size	0.0015 (1.0236)	0.0014 (0.378)	0.0015 (0.9965)	0.00034 (0.2318)
D_Region	0.0095*** (4.1117)	0.0095*** (4.0804)	0.0096*** (4.1265)	0.0101*** (4.3122)
Herfindahl	0.0130* (1.6919)	0.0126* (1.6400)	0.0131* (1.7032)	0.0077* (0.9981)
Adjusted R ²	0.1504	0.1503	0.1501	0.1474

주 1: ()는 t값을 의미함.

주 2: ***, **, *는 각각 유의수준 1%, 5%, 10%에서 유의함을 의미함.

주 3: 통제변수인 $DIND_k$, DQ_1 , DQ_2 , $D(year)$ 의 계수는 보고하지 않았음.

VI. 결 론

본 논문에서는 상장기업의 수익성을 통하여 최근까지 강도 높게 진행된 국유기업효과 분석하고자 하였다. 기존 연구결과에 의하면 국유기업의 저하는 일반적으로 관찰되어지는 현상이다. 1990년 후반에 들어서서 중국 국유기업의 낮은 수익성 및 적자문제는 중국정부가 해결해야만 하는 가장 중요한 과제로 등장하게 된다. 이 시기에 중국정부는 근본적이고도 광범위한 개혁조치를 취하게 되는데 이는 한편으로 기존에 시도되지 않았던 국유기업 소유제에 대한 개혁에까지 미치게 되며 다른 한편으로는 대중형 국유기업에 집중하여 이들의 부실문제를 해결하기 위하여 대규모의 정책적 지원을 하게 된다.

본 논문에서의 분석을 통하여 최근에 이루어진 국유기업개혁과 관련하여 다음과 같은 결론도출이 가능하다.

첫째, 거시경제적 변화, 수출 및 내수시장의 득과점 구조, 사영기업의 경영외적 비용의 증가 등 소유제 형태별 기업의 수익성에 영향을 미치는 많은 요인들에 대한 종합적인 분석이 진행되어야 하겠지만 1990년대 후반 이후 강화된 국유기업 개혁조치는 최소한 상장 국유기업의 평균적인 수익성을 기타 소유제 기업에 비교하여 상대적으로 개선시킨 하나의 중요한 요인이라고 할 수 있다. 또한 같은 기간동안 사영기업 부채율의 급격한 증가와 비교하여 국유기업의 부채율의 증가폭은 크지 않다는 점에서 경기침체의 상황에서도 국유기업의 상대적인 경영여건을 일정 정도 개선시키는데 영향을 미친 것으로 파악된다. 그러나 이러한 개혁조치에도 불구하고 국유기업의 수익성은 비국유기업에 비하여 여전히 낮은 수준을 유지하고 있다는 점에서 1990년대 후반 이후의 강화된 국유기업개혁이 국유기업의 수익성을 비국유기업 수준으로까지 개선시키지는 못한 것으로 판단된다.

둘째, 국유기업을 소유제 형태별로 다시 세분할 경우 지방정부 소유의 국유기업이 보다 더 열악한 경영성과를 나타내고 있다는 점에서 이들 지방정부 관할의 국유기업은 경영메커니즘에 있어서 많은 문제점을 가지고 있는 것으

로 추측된다. 이로부터 향후 중국의 국유기업 개혁은 이들 지방정부 소유 기업의 경영메커니즘을 좀더 규범화하여 지방정부로부터의 부작용을 최소화하는 기업경영환경을 창출하여야 한다는 정책적 함의를 도출할 수 있다.

참고문헌

- 이근·한동훈. 2000. 『중국의 기업과 경제』. 21세기북스.
- 蔡昉·林毅夫. 2003. 『中國經濟』. 中國財政經濟出版社. pp. 162-165
- Chen, Kuan, Gary H. Jefferson, Thomas G. Rawski, Hongchang Wang, and Yuxin Zheng. 1988. "Productivity Changes in Chinese Industry: 1953-1985." *Journal of Comparative Economics* 12 (December). pp. 570-591.
- Groves, Theodore, Yongmiao Hong, John Mcmillan, and Barry Naughton. 1994. "Autonomy and Incentives in Chinese State Enterprises." *Quarterly Journal of Economics* 109 (February). pp. 183-209.
- Gordon, Roger H., and Wei Li. 1995. "The Change in Productivity of Chinese State Enterprises, 1983-1987." *Journal of Productivity Analysis* 6 (April). pp. 5-16.
- Holz, Carsten A. 2002. "Long live China's state-owned enterprises: deflating the myth of poor financial performance." *Journal of Asian Economics* 13. pp. 493-529.
- Jefferson, Gary, Albert G.Z. Hu, Xiaojing Guan, Xiaoyun Yu. 2003. "Ownership, Performance, and innovation in China's Large- and Medium-size industrial enterprise sector." *China Economic Review* 14. pp. 89-113.
- Jefferson, Gary. H., Thomas G.. Rawski, and Yuxin Zheng. 1992. "Growth, Efficiency and Convergence in China's State and Collective Industry." *Econ. Develop. Cult. Change* 40 (January). pp. 239-166.
- Lee, Jun-Yeop. 2004. "Evaluation of Corporate Reform in China: Evidence on Shareholding Structure, and Profitability of Listed Firms." *Journal of Restructuring Finance* 1(2). pp. 401-415.
- Li Wei. 1997. "The Impact of Economic Reform on the Performance of Chinese State Enterprises, 1980 -1989." *Journal of Political Economics* 105 (October). pp. 1080-1106.
- Qi, Daqing, Woody Wu, and Hua Zhang. 2000. "Shareholding structure and corporate performance of partially privatized firms: Evidence from listed Chinese companies." *Pacific-Basin Finance Journal* 8. pp. 587-610.
- Stiglitz, J.E. 1994. *Whither socialism?* Cambridge, MA: MIT Press.
- Woo, Wing Thye, Wen Hai, Yinbiao Jin, and Gang Fan. 1994. "How Successful has

- Chinese enterprise reform been? Pitfalls in Opposite Biases and Focus.” *Journal of Comparative Economics* 18. pp. 410-437
- World Bank. 1992. *Reform in 1990 and the role of planning*. Washington DC: World Bank.
- Zhang, Anming, Yimin Zhang, and Ronald Zhao. 2001. “Impact of Ownership and Competition on the Productivity of Chinese Enterprises.” *Journal of Comparative Economics* 29. pp. 327-346.
- Zhang, Anming, Yimin Zhang, and Ronald Zhao. 2002. “Profitability and Productivity of Chinese industrial firms measurement and ownership implications.” *China Economic Review* 13. pp. 65-88.
- Zhang, Weiying. 1997. “Decision Rights, Residual Claim and Performance: A Theory of How the Chinese State Enterprises Reform Works.” *China Economic Review* 8. pp. 67-82.

Evaluation of Chinese Corporate Reform Based on the Profitability of Listed Companies

Lee, Jun Yeop

Associate Professor of School of International Trade and Regional Studies

Inha University

This paper studies the performance of the Chinese Corporations listed in the Shanghai and Shenzhen Stock Exchanges. We find that the latest state-owned enterprises reform (SOEs) has not been so successful in the sense that in comparison with non-SOEs, the profitability of SOEs was lower in every period. However, in the period of macroeconomic downturn, SOEs' profitability drop was less severe than other forms of company ownership. Therefore, we also can suggest that the latest reform measures had some positive effects on the profitability of SOEs.

The empirical results show that ownership forms, region, debt ratios, and ownership concentrations are the determinant factors of profitability of Chinese-listed firms. The higher the debt ratio, the more equally distributed the ownership, SOEs located in the middle-west region, their corporate profitability could be more severely deteriorated.

Especially on the profitability among different ownership forms of SOEs, we find

that in comparison with the SOEs managed by local governments, the SOEs managed by central government or larger enterprises performs well. From this fact, we can have a policy implication that the separation of local government politics from SOEs can be an effective measure of SOEs reform.

Key Words: Listed Companies in China, Profitability, Ownership Structure, SOEs' Reform