

중국과 베트남 해외직접투자와 기업가치에 관한 실증연구[†]

— 현금보유의 조절효과 분석을 중심으로 —

조국*

〈요 약〉

본 연구는 2006년부터 2015년까지 거래소에 상장된 비금융기업을 대상으로 아시아 지역의 직접투자가 기업가치에 어떠한 영향을 미치는지 실증분석한다. 또한 기업의 현금보유가 아시아 시장 직접투자와 기업가치 사이의 관계를 조절하는 효과를 규명한다.

최근 위험관리의 일환으로 기업은 현금보유량을 늘리고 있으나 현금보유가 대리인 문제를 야기하여 기업가치에 부정적인 영향이 존재한다. 이때 기업이 해외직접투자와 같은 활발한 투자활동을 감행할 경우, 적절한 자금이 적시에 공급되어 해외직접투자의 성공 가능성을 높임과 동시에 현금보유의 대리인 문제가 완화되는 효과가 발생한다. 따라서 현금보유가 해외직접투자와 기업가치 사이의 관계를 조절하는가를 살펴본다.

분석을 위하여 해외직접투자가 가장 활발하게 일어나고 있는 중국, 베트남 시장을 대상으로 한국 상장기업의 직접투자기업 개수를 설명변수로 하고, 현금보유를 조절변수로 설정하여 기업가치의 대리변수로서 토빈 큐를 종속변수로 하여 고정효과모형을 이용하여 분석하였다. 분석 결과, 중국과 베트남 직접투자는 기업가치에 양(+)의 관계를 갖는 것으로 나타났으며, 현금보유가 해외직접투자와 기업가치의 양(+)의 관계를 조절하는 것으로 나타났다.

본 논문의 실무적 함의점으로 아시아 지역 직접투자와 기업가치 사이의 관계를 파악함으로써 직접투자를 적절히 유지하는 것이 기업의 가치를 높일 수 있다는 점을 제시한다. 이와 더불어 현금보유가 해외직접투자를 시행하는 기업에 있어서 효과적 투자공급의 역할을 하게 되어 기업가치에 긍정적 영향을 미치는 것으로 제시할 수 있다.

핵심주제어: 해외직접투자, 현금보유, 기업가치, 조절효과, 중국, 베트남

I. 서론

한국기업의 해외직접투자는 적극적인 국제화 전략추구와 국내시장의 경영악화 등으로 인하여 급속히 증대되고 있다. 한국기업의 해외직접투자의 주요 진출지역은 미국, 유럽 등 선진시장뿐만 아니라 중국, 베트남 등 아시아 지역이 투자의 주요시장이 되고 있다(왕설태 외, 2012). 중국은 1992년 한중 수교 및 2001년 WTO 가입 이후 외국인 투자규제 완화로 인하여 해외직접투자가 급격히 증가하였다(정두식, 2010). 중국 시장의 변화로 인하여 중국은 한국의 최대 수출대상국이자 제1의 투자 대상국이었으나 (2011, 한국수출입은행) 현재 임금상승에 대한 생산비용의 절감효과가 감소하고 위안화 절상, 외국인 기업에 대한 세금혜택 감소로 그 매력도가 감소되고 있는 실정이다. 또한 전 세계 경제가 중국 시장에 집중되는 경우, 중국 시장의 경제적 위험이 발생 시에 자국 및 세계경제가 큰 충격을 받을 수 있는 점 때문에 최근 차이나 리스크를 피할 수 있는 대안으로 직접투자 시장이 중국에서 동남아시아 시장으로 확대되고 있다. 특히, 베트남 및 인도네시아 시장은 노동력이 풍부하며 저렴한 인건비로 인하여 직접투자로서의 매력도가 증가하고 있다(왕설태 외, 2012).

최근 글로벌 금융위기는 세계경제 및 국내경제에 영향을 미쳤다(김무성과 주용이, 2013). 미국의 양적완화 정책으로 세계 기업들은 위험관리를 위하여 현금보유량이 급증하였고(홍수용, 2014) 한국의 기업 역시 위험관리의 일환으로 막대한 양의 현금을 보유하는 추세이다(박상수, 2010). 이때 기업의 여유자본으로서 현금보유량이 늘어나면 해외시장 진출을 높일 수 있는 기회가 된다(배준우와 배종태, 2003; 남현정과 임병학, 2015). 그러나 한국시장에서 1997년 IMF 이후에 위험관리를 위하여 기업의 현금보유량이

증가되었으나, 증가한 현금보유가 투자로 연결되지 못하고, 투자 부진현상이 계속되었다(김병기, 2004).

전통적으로 현금보유에 대한 기업가치에 관한 경쟁적 가설이 존재한다. 경쟁적 가설에 대한 공통적 가정은 현금보유는 미래의 불확실성에 대비하기 위해 적정한 현금성 자산을 관리하려는 유인을 가진다는 점이며, 현금성 자산이 경영자의 자유재량권 확대의 유인으로서 작용되는지(Myers and Majluf, 1984) 혹은 투자활동을 위한 보유자본으로서의 유인을 가지는지에 따라(Opler et al., 1999) 현금보유에 관한 관점이 달라질 수 있다.

따라서 본 연구에서는 최근 위험관리 차원으로 증가한 기업의 현금보유가 해외직접투자를 활발히 하는 기업의 경우, 기업가치 향상에 기여할 수 있는가를 분석한다. 또한 이를 기초로 기업의 현금보유 및 해외직접투자에 관한 특성을 이해하고 기업가치를 높이기 위한 수단으로써 이러한 기업의 활동이 어떠한 영향을 미치는가를 조사할 것이다. 이를 위해 본 연구는 먼저 기업가치 향상의 핵심요인으로서 해외직접투자에 대한 선행연구들을 검토하고 현금보유의 조절효과를 제시할 것이다. 그리고 한국 상장기업을 대상으로 실증 분석함으로써 본 연구의 모형이 실증적 타당성을 갖는가에 관한 가설검증을 실시할 것이다.

본 연구의 결과는 학문적으로 해외직접투자와 기업가치 사이의 관계를 파악함으로써 한국 기업의 해외직접투자가 모기업의 가치에 얼마나 중요한지 증거를 제시하며 해외직접투자가 많을수록 활발한 마케팅 활동, 효율적인 시장침투 등이 일어나며, 신규시장 창출 및 위험 분산 효과 등으로 인하여 모기업의 가치가 향상되는 것으로 제시할 수 있다. 또한 해외직접투자가 현금보유의 대리인 비용을 완화하여 최근 급증한 현금

보유로 인한 문제점에 대한 정책적·실무적 시사점을 제공할 수 있는 기회를 마련할 수 있으며 해외직접투자기업에게 실무적 함의점을 제시할 수 있을 것이다.

II. 이론적 배경 및 가설개발

1. 해외직접투자의 이론적 배경

해외직접투자는 자국 내의 생산요소들을 자국 내에서 결합하여 제품을 생산하여 해외로 판매하는 사업형태인 수출에 대한 상대적인 개념으로 정의될 수 있다(서정욱, 2004). 기업이 해외시장에 진출하는 것을 기업의 국제화라 하는데, 기업의 국제화는 기업이 국내시장에서 직면하는 성장의 한계를 극복하거나, 또는 지속적인 성장을 추구하기 위한 전략적 과정으로 기업의 가치 활동을 국제적으로 확대하여 전개해 나가는 것을 의미한다(이정아와 방호열, 2008). 해외직접투자는 해외 현지시장 개척을 목표로 하는 기업에게 있어 가장 일반적인 경영전략이다. 한국 기업의 해외직접투자는 기업 경쟁력을 높이거나 산업의 구조를 고도화하는 등의 경제 전반에 걸친 긍정적인 파급효과를 가진다. 이러한 해외직접투자는 최근 국가 간 FTA로 인하여 그 중요성이 점차 증가하고 있으며 이는 다국적 기업들뿐만 아니라 기업의 성장과 시장개척을 추진하는 모든 기업에 있어 해외직접투자는 매력적인 수단이 되고 있다(정두식, 2012). 이러한 해외직접투자는 해외시장 현지의 저임금을 이용하거나, 수입관세를 회피하거나 혹은 원자재의 구매, 혹은 시장 진입을 용이하게 하여 기업의 경쟁력을 높이는 전략적 방법이 될 수 있기 때문에(김훈, 2001), 해외직접투자에 대한 다양한 연구가 시도

되고 있으며 논의되고 있다.

해외직접투자의 동기에 관한 이론적 배경은 다양하며 그중 절충이론의 경우, Dunning(1988)은 해외직접투자가 이루어지려면 첫째, 기업 독점적 우위(Ownership Specific Advantage), 둘째, 내부화 우위(Internalization Advantage), 셋째, 입지 특유의 우위(Location Specific Advantage) 등의 요건을 모두 고려해야 한다고 제시한다.

먼저 독점적 우위(Ownership Specific Advantage) 이론은 기업이 마케팅 능력, 기술 및 브랜드 등에서 경쟁우위가 있을 때, 이를 국내 시장뿐만 아니라 해외시장을 이용할 경우보다 큰 이익이 발생한다고 보는 이론이다. 외국기업으로서의 불리함을 극복하고 현지에서 경쟁해 나갈 수 있는 요소들이 있을 때 가능하다. Hyner(1976)에 따르면 기업들이 외국인 비용이 상쇄될 수 있을 정도의 독점적 경쟁우위(Monopolistic Advantage)가 있는 경우 이윤 극대화를 위해 해외직접투자를 행한다고 주장하고 있다.

다음으로 내부화 우위(Internalization Advantage)는 Buckley and Casson(1976), Rugman(1980) 등이 발전시킨 이론이다. 기업이 해외직접투자를 결정할 때 발생하는 비용으로 내부시장 분할에 따른 비용(해외지사 분할비), 커뮤니케이션 및 조정비용, 상대국의 정치적 차별화에 따른 위험, 경영자의 전문성 제고에 따르는 관리비용 등이 외부시장을 통한 독립적인 거래보다 기업 내부 거래를 통해 수행할 때, 내부거래 비용이 보다 작을 경우 해외직접투자가 이루어질 수 있다는 것이다.

마지막으로 입지우위 이론(Location Specific Advantage)은 해외직접투자가 이루어지려면 입지 특유의 우위가 있을 때 수출을 통한 국제화 전략보다 해외직접투자를 선택하게 된다는 것이다. 해외직접투자를 하고자 하는 위치(location)가 투자처로서의 매력도가 존재할 때 이는 해외

직접투자의 동기가 될 수 있다. 이런 점에서 입지우위전략으로 해외직접투자 유치 방안으로 각종 인프라, 세제 및 행정적 인센티브 등을 제공하는 경제자유구역을 지정하여 실시하기도 한다.

종합적으로 위에 제시된 이론들에 따르면 한 기업의 특유 우위, 내부화 우위, 입지 특유 우위에 의하여 해외직접투자가 결정되며 또한 다국적 망 가설에 의해서 해외직접투자의 동기가 결정되기도 한다. 이러한 우위 자원들에 따라 기업의 경쟁우위가 높아져 기업의 가치를 높일 수 있는 중요한 요인이 된다.

이들 이론이 시사하는 것은 해외투자기업들이 소유하고 있는 기업특유의 우위들이 국경을 넘어 해외시장에서 활용될 때, 기업가치가 높아질 수 있는가에 있다고 볼 수 있다. 또한 절충이론에 따르면 해외투자는 생산 효율성이나 새로운 시장의 접근 가능성, 정부규제의 회피 등의 측면에서 국내생산보다 입지 특유의 우위가 있을 때 발생한다. 따라서 이러한 우위요인을 활용한 해외직접투자는 기업가치를 증가시킬 것이다(서민교와 이가연, 2008).

지금까지의 해외직접투자에 관한 실증분석 논문에서 해외직접투자를 통한 국제화가 직접투자국의 조건에 의해 발생하는 환경적인 요인 등으로 인하여 기업가치에 미치는 영향이 다를 수 있으며 이에 대한 증거들이 제시되고 있다(Chen, Hu and Shieh, 1991; Chung, Koford and Lee, 1993). 이러한 연구는 해외직접투자가 어느 나라에서 이루어지고 있는냐에 따라 기업가치에 미치는 영향이 달라질 수 있는 것으로 제시할 수 있으며 해외직접투자국에 따른 개별적 연구 및 분석이 필요한 것으로 볼 수 있다. 따라서 한국 시장을 대상으로 해외직접투자국에 따라 해외직접투자와 기업가치 사이의 관계를 개별적으로 파악할 수 있는 연구가 필요하다.

2. 해외직접투자와 기업가치 사이의 관계

본 연구에서 제시하는 국제화 유형에 관한 이론적 구조는 앞에서 검토한 많은 국제화 이론들에 그 바탕을 두고 있으며 동시에 해외직접투자 연구에서 가장 중요한 요인으로 등장하는 기업가치 관련 연구자들의 시각을 적용한다.

해외직접투자는 시장 환경뿐만 아니라 경영환경에 따라 보다 민감한 영향을 받는 것으로 볼 수 있다. 예를 들면 해외직접투자는 FTA, 입지우위요소, 임금수준 등의 시장 환경과 더불어 법인세 등의 경영 환경까지 고려해야 하는 민감한 투자형태로 볼 수 있다. 따라서 기업이 해외직접투자를 시행하거나 해외직접투자국을 결정하고자 할 때 수출국을 결정하는 것보다 복잡한 의사결정 프로세스가 필요하며 이러한 환경에 적응하지 못할 경우 철수를 해야 하는 리스크가 존재하기도 한다(이유태와 남현정, 2016). 해외직접투자 연구에 관한 해외연구의 실증분석 결과를 보면 해외시장 진입방식의 선택에 관한 문제를 많이 다루고 있으며, 해외직접투자 기업의 현지 시장에서의 경영과 마케팅 활동, 시장침투의 정도 등이 모기업의 가치에 긍정적인 영향을 미치는 것으로 분석되고 있다(남현정과 손판도, 2016).

중국 및 동남아시아 시장은 한국의 경제에 막대한 영향을 미치는 시장으로서, 최근 들어 동남아시아 시장의 성장은 교역시장을 넘어서 해외직접투자로 연결되는 가능성을 높이고 있다. 중국경제 규모는 2010년 일본을 추월하였으며 이후 줄곧 미국에 이어 2위를 유지하고 있고 중국경제가 세계시장에 미치는 영향이 막대할 뿐만 아니라 한국경제에 미치는 영향이 보다 커지고 있다. 또한 동남아 국가에서 베트남과 인도네시

아는 경제규모가 크며 경제성장률 역시 높아 해외직접투자 시장으로서 그 영향력이 증가하고 있다(김완중, 2014).

중국 시장을 대상으로 한 연구로서 Chen, Hu and Shieh(1991)의 연구에서는 미국기업의 중국 직접투자에 대한 실증연구를 실시하였으며 미국에 모기업을 둔 다국적 기업의 중국직접투자가 신규시장을 창출 및 위협을 분산하는 효과를 제공하여 기업가치에 긍정적인 영향을 미친다는 실증결과를 제시하고 있다. 한국 다국적 기업이 중국 시장을 대상으로 중국직접투자를 실시하였을 경우, 중국직접투자가 모기업의 가치에 미치는 영향에 대한 시각은 아주 대립적이다. 1990년대 후반 이후 나타나기 시작한 중국의 공급과잉 현상으로 인하여 현재 중국 기업들은 치열한 가격 경쟁 현상을 경험하고 있으며, 중국직접투자 기업까지 막대한 손실을 겪고 있다 중국 시장의 급진적 도약으로 인하여 야기된 치열한 경쟁 상황은 중국기업뿐만 아니라 중국 시장에 투자한 한국기업의 생존에 부정적인 영향을 미치고 있을 수 있다(김완중, 2014). 그러나 이러한 부정적 환경적 요인들은 기업들의 경쟁력 제고와 산업 고도화에 긍정적인 영향을 미칠 것이며, 중국 시장을 통한 신규시장 창출, 경쟁력 향상 및 위험 분산의 효과 역시 가지게 되어 기업가치에 긍정적인 영향을 미칠 것이다.

한편 베트남의 경우, 2012년 한국과 FTA 체결 후, 교역량이 급증하였고, 해외직접투자규모 면에서도 2015년 기준, 중국, 미국, 홍콩, 오스트리아에 이어 5위에 이르는 막대한 투자국이다. 직접투자기업의 수가 2005년 12개에서 2015년 190개로 증가하고 있다(표 3 참고). 현재 베트남 시장은 최근 5년 동안 GDP 성장이 2010년 1,060달러에서 2015년 2,005달러로 GDP 성장이 2배에 이를 만큼 성장률이 아주 높으며(United Nations, 2016), 구매력 지수의 상승 등으로 인한

외적 매력도 향상되고 있는 점으로 보아 이러한 외부적 환경의 질적·양적 성장은 베트남 직접투자기업에게 긍정적 영향을 미칠 것이다.

중국과 베트남에 위치한 본 연구의 실증분석 대상기업은 생산효율성이 높으며 새로운 시장의 접근 가능성이 존재하고 또한 정부규제 회피 등의 측면에서 국내생산보다 입지특유의 우위가 있다. 특히 아시아에 위치한 국가들을 대상으로 한 해외직접투자는 해외시장 현지의 저임금, 수입관세 회피, 원자재의 구매 등의 비용 효율적인 목적을 가지고 있고, 지리적인 요인으로 인하여 시장진입이 용이하여 투자기업의 경쟁력을 높이는 전략적 방법이 되며, 이러한 점은 모기업의 기업가치에 긍정적인 영향을 미칠 것으로 제시할 수 있다.

가설 1: 한국기업의 중국 및 동남아시아 시장을 대상으로 한 해외직접투자는 모기업의 기업가치에 양(+)의 유의한 영향을 미칠 것이다.

3. 현금보유와 기업가치 사이의 관계

현금보유 수준이 증가함에 따라 기업 금융 정책은 기업 가치에 직접적인 영향을 미친다(Soltani and Ravanmehr, 2011; Yarram, 2012). 기존의 연구에서 현금보유와 기업가치 사이에 상충되는 주장이 존재한다. 먼저 하나는 현금보유는 기회비용을 야기시키고 대리인의 재량적 이익의 발생 가능성으로 인하여 기업가치에 부정적인 영향을 미친다는 시각이 있다(Dittmar and Smith, 2007; Binh et al., 2007; Pinkowitz and Williamson, 2002). 반면, 충분한 수준의 유동성이 기업의 잠재적 위험을 감소시키기 때문에 현금보유는 기업 가치를 향상시킬 수 있다고

보는 측면이 존재한다(Yarram, 2012; Luo and Hachiya, 2005).

기업의 현금보유가 기업가치를 증가시킨다는 주장에 의하면, 현금의 높은 유동성은 거래적 및 예비적 동기를 높여 이로 인한 비용절감이 가능하다(Mikkelson and Partch, 2003). 특히 정보비대칭에 노출되어 있는 기업은 자본시장으로부터 적절한 자금을 적시에 조달하기가 용이하지 않다. 기업이 유동성이 높은 현금자산을 충분히 확보하고 있지 않으면 좋은 투자안을 발견하여도 투자자금 및 유동성 부족으로 인해 투자 제약이 따르게 된다. 따라서 기업의 현금보유는 외부금융을 통한 자금조달 없이 새로운 투자기회에 투자를 가능하게 하므로 기업가치를 증가시킨다고 주장하고 있다. 또한 내부금융 보다 외부금융을 통한 자본조달은 비용을 증가시키므로 기업의 현금보유는 기업가치를 증가시킬 수 있다. 또한 기업의 현금보유는 부채지급으로 인하여 충분한 유동성을 가지지 못하는 경우에 발생하는 파산 가능성을 낮추므로 기업가치 손실을 막을 수 있다. Mikkelson and Partch(2003)는 현금 유동성이 지속적으로 높은 기업의 영업이익 성과가 높다는 것을 발견하였으며, Sibikov(2005)는 기업의 현금보유는 기업가치로서의 Tobin's Q를 높이며, 재무제약 기업에게 보다 긍정적 영향을 준다고 하였다. 그리고 Pinkowitz and Williamson(2002) 등은 장기적으로는 현금의 단위당 가치는 액면가와 동일하지만 미래 투자기회가 많거나 향후 변동성의 증가로 불확실성이 큰 기업의 경우, 현금가치가 보다 증가한다는 것을 발견하였다. Denis and Sibikov(2009)의 연구에서도 높은 수준의 현금보유는 높은 위험회피 성향을 가지며 재무적 제약에 처한 기업의 투자수준과 관련이 있음을 발견하였다.

그러나 현금보유가 대리인 비용 증가를 유발하여 기업의 가치를 감소시킨다고 보는 관점이

있다(Dittmar et al., 2003). 채무불이행 위험이 높은 기업이 보유한 현금은 주주의 부 보다는 오히려 채권자들의 부를 증가하는 것에 기여하게 되어 보유 현금에 대한 주주들의 평가가치는 감소될 수 있다. 따라서 자본시장을 통한 자금조달이 비교적 용이하거나 대리인 비용이 발생할 가능성이 높은 기업에서도 현금의 가치는 유의적으로 감소될 가능성이 있다.

현금보유는 해외직접투자의 가능성을 높이고, 적절한 투자는 경영자의 자유재량권 발생 가능성을 낮추어 기업가치의 하락을 막을 수 있는 요인이 된다. 또한 현금보유는 적절한 투자처로서의 해외직접투자의 동기를 높여 해외직접투자가 기업가치를 상승시키는 것에 기여할 수 있다. 기업의 현금보유는 외부자본조달과 투자자금에 대한 제약 없이 순현가를 증대시키는 신규투자 안에 투자하는 것을 가능하게 함으로써 기업가치를 증대시키는 원인이 된다. 또한, 현금보유는 불확실성이 높은 경영환경에서 유동성과 안정성을 확보하여 파산 가능성과 위험을 감소시키므로 기업가치에 긍정적인 영향을 줄 수 있다. 이러한 효과는 현금보유로 과대투자유인에 의한 대리인 비용의 발생, 이자소득의 높은 과세, 과다한 현금보유로 인한 기회비용의 발생 등 현금이 기업가치에 미치는 부정적 영향을 상쇄시키는 것이라 할 수 있다. 이러한 선행연구에서 제시한 이론과 실증분석에 근거하여 최근 증가한 기업의 현금보유는 기업의 가치를 감소시킬 수 있다는 문제가 제기되고 있으며, 이때 현금의 보유는 기업의 대리인 비용을 야기하기 때문에 기업가치 저하가 발생할 가능성이 있다. 그러나 기업의 현금보유는 해외직접투자로 연결될 경우, 신규투자에 대한 투자기회를 높일 수 있으며 자금을 적시에 제공할 수 있는 가능성이 높아진다. 이러한 점은 해외직접투자가 활발하게 진행시킬 수 있는 동기를 높여주며 효과적인 투자의 실행

을 가능하게 한다.

따라서 해외직접투자가 기업가치에 미치는 긍정적 영향은 현금보유에 의하여 더욱 강화시킬 수 있을 것으로 볼 수 있다.

가설 2: 현금보유는 해외직접투자와 모기업의 기업가치의 양(+)의 관계를 강화할 것이다.

III. 모형설정 및 변수측정

1. 연구모형

앞의 가설을 검증하기 위하여 본 논문에서는 다음과 같은 모형을 설정한다.

$$Firm\ Value = \alpha + \beta_1 FDI + \beta_2 FDI \times Cash + \sum_{i=3}^N \beta_i X_{i,t} + e_{i,t} \quad (1)$$

단, i 는 대상기업, t 는 해당연도를 나타냄

여기서 Firm Value는 기업 가치를 나타내는 토빈 큐(Tobin's Q)가 사용되며 FDI 변수는 해외직접투자의 대리변수로서 해외에 직접투자된 기업의 수를 나타낸다. 본 연구의 연구 대상국은 중국과 베트남이다. 그리고 기존 연구에서 제시된 통제변수로서 X벡터는 기업 가치에 영향을 주는 기업규모, 레버리지, 성장성, 자본이익률(ROE) 등이 사용된다.

2. 변수측정

앞서 제시한 가설 검증을 위하여 종속변수로 토빈 큐(Tobin's Q), 설명변수로 직접투자 된 기

업의 개수를 설정하였으며, 이 외에도 토빈 큐에 영향을 미칠 수 있는 여러 가지 변수들을 통제하였다.

2.1 토빈 큐(Tobin's Q)

토빈 큐는 기업의 시장가치(market value)를 기업의 자산대체원가(replacement cost)로 나눈 비율로 정의된다. 그러나 토빈 큐는 자산의 대체원가 및 부채의 시장가치에 대한 객관적인 측정이 어려운 단점이 존재하기 때문에 본 연구에서는 Chung and Pruitt(1994)이 제안한 대체적인 방법을 사용하였다. 기업가치 측정은 아래와 같다.

Tobin's Q: (자기자본의 시장가치+부채의 장부가치)/자산장부가치

2.2 해외직접투자(FDI)

해외직접투자에 대한 실제적 기준은 각국마다 다소 상이하게 설정되어 운용되는 등 일치되지 않고 있으나(박영철, 1995), 일반적으로 기업의 해외시장 진입방식은 1) 수출에 의한 진입방식(간접수출, 직접수출) 2) 국제계약에 의한 진입방식(국제라이센싱, 프랜차이즈, 계약생산, 관리계약, 턴키계약) 3) 해외직접투자에 의한 진입방식(합작투자, 단독투자) 등으로 크게 나누어 볼 수 있다(Root, 1987). 본 연구는 다국적 기업의 해외직접투자 방식을 해외직접투자에 한정하였으며, 투자사업 수행에 필요한 투자지분율을 중심으로(여필순, 2006) 진행하였다. 해외직접투자에 의한 진입방식으로서 상장 제조기업이 20% 이상 지분을 투자한 기업을 해외직접투자 기업으로 정의하여 연구 대상국가인 중국, 베트남, 홍콩, 인도네시아 및 싱가포르에 위치한 직접투자기업의 수를 각각 측정하였다. 인과관계의 구조상 FDI가 선행요인이고 기업가치(Tobin's q)의 변화가

결과를 가질 수 있기 때문에 FDI 변수는 전기연도의 자료를 사용하였다.

FDI_i: 한국의 상장기업이 20% 이상의 지분을 투자한 해외직접투자 기업의 수
단, i는 중국과 베트남을 나타냄,

2.3 현금보유(Cashholdings)

기업의 현금보유는 과거 경영성과에 대한 누적된 결과물이라고 할 수 있고 기업들은 해외직접투자 개척 및 유지를 위해 보유 현금을 이용한다. 현금보유는 해외직접투자의 가능성을 높이고, 효과적인 투자기회를 높임으로써 기업의 가치를 상승시킬 것이다.

Cashholdings = (현금보유-현금보유)/총자산

2.4 기업규모(ln(TA))

기존의 선행연구에서 일반적으로 많이 사용한 기업규모의 대리변수는 총자산의 로그값, 매출액의 로그값, 종업원 수 등이다. Wald(1999)은 총자산으로 규모를 측정하였으며, Johnson(1997) 등은 총자산에 로그를 취한 값으로 규모를 측정하였다. 본 연구는 기업규모의 대리변수로 총자산의 로그값을 측정하였다.

ln(TA): ln(총자산)

2.5 자산이익률(ROE)

기업자산이 얼마나 효율적으로 이용되었는가를 나타내는 지표로서 기업성과의 회계학적 측정에 근거하여 자기자본과 당기순이익을 이용하여 자본이익률을 구하고자 하였다.

ROE: 당기순이익/자기자본

2.6 성장성(Growth)

성장성 측정을 위하여 박종일(2004)은 총자산의 성장률을 사용하였으며, 유승훈·남현정(2007)은 당기매출액 대비 전기매출액을 측정하였다. 본 연구에서는 박종일(2004)의 연구에 따라 투자수요를 통제하기 위하여 당기매출액과 전기매출액의 차를 전기매출액으로 나눈 값으로 성장성을 측정하여 모형에 포함하였다.

Growth: (당기매출액-전기매출액)/전기매출액

2.7 레버리지(Leverage)

기존의 선행연구에서 일반적으로 많이 사용한 레버리지의 대리변수는 장부가치/자기자본의 시장가치(Bathala et al., 1994), 장기부채/주식의 시장가치(Burgman, 1996), 장기부채의 장부가치/(장기부채의 장부가치+자기자본의 시장가치)(Fatemi, 1984)로 측정되어졌다. 본 연구에서는 레버리지로 부채의 장부가치를 총자산의 장부가치로 나눈 값을 측정하였다.

Leverage: 부채/총자산

3. 표본기업 선정

본 연구의 연구기간을 2006년에서 2015년까지 10년간을 연구의 범위로 정하고, 한국의 상장 비금융 기업을 대상으로 연구를 실시하였다. 해외직접투자에 대한 자료를 파악하기 위하여 금융감독원의 전자공시시스템의 사업보고서의 '해외자회사에 관한 사항'에서 제공하고 있는 자료를 토대로 전수조사를 실시하여 해외 자회사 현황을 파악하였다. 이외의 재무자료는 에프엔가이드의 데이터베이스인 DataGuide에서 제공하는 자료를 이용하여 수집하였다.

IV. 실증분석

1. 한국의 FTA 현황 및 FDI 투자

본 연구에서 주목하고 있는 중국 시장과 베트남 시장이며 먼저 중국의 경우, 2015년 한국과의 FDI의 제 1의 교역대상 시장이다. 중국과의 FTA의 체결은 그 중요성이 아주 크며 해외직접 투자 등에서 가장 막강한 국가로 꼽히고 있다. 베트남과의 FTA는 2012년 협상을 시작하여 2015년 발

효되었으며(표 1 참조) 한국의 주요 교역국이자 해외직접투자국으로서 그 중요성이 증가하고 있다.

<표 2>는 한국의 상장기업이 중국 및 베트남 시장에 투자한 직접투자 기업의 수를 제시하고 있다. 2005년부터 2015년에 걸쳐 11년 기간 동안 중국과 베트남 직접투자 기업의 수는 놀라울 만큼 지속적으로 증가하고 있다 2007년에서 2008년은 글로벌 금융위기로 인하여 세계 경제가 침체기였음에도 불구하고 한국기업의 아시아 시장 직접투자는 2007년, 2008년, 그리고 2009년에도 꾸준히 증가하는 추이를 보이고 있다.

<표 1> 한국의 FTA 현황

		협상개시	서명	발효
1	칠레	1999년 12	2003. 2	2004.4.1
2	싱가포르	2004년 1	2005. 8	2006.3.2
3	EFTA(4개국)	2005년 1	2005. 12	2006.9.1
4	아세안(10개국)	2005년 2	2006. 8 (상품협정)	2007.6.1 (국가별 상이)
5	인도	2006년 3	2009. 8	2010.1.1
6	EU(28개국)	2007년 5	2010. 10	2011.7.1
7	페루	2009년 3	2011. 3	2011.8.1
8	미국	2006년 6	2007. 6	2012.3.15
9	터키	2010년 4	2012. 8	2013.5.1
10	호주	2009년 5	2014. 4	2014.12.12
11	캐나다	2005년 7	2014. 9	2015.1.1
12	중국	2012년 5	2015. 6	2015.12.20
13	뉴질랜드	2009년 6	2015. 3	2015.12.20
14	베트남	2012년 9	2015. 5	2015.12.20
15	콜롬비아	2009년 12	2013. 2	2016.07.15

출처: 관세청 홈페이지

<표 2> 한국 상장기업의 아시아 시장에 투자한 직접투자 기업의 수

년도	중국	베트남
2005	97	12
2006	98	13
2007	112	16
2008	132	26
2009	174	38
2010	536	70
2011	787	128
2012	878	140
2013	1016	161
2014	1062	181
2015	1070	190

<표 2>에서 2015년 기준 한국기업은 중국 시장에 1,070개 기업에 대하여 직접투자를 실시하고 있으며 베트남 시장을 대상으로 190개의 기업에 대하여 직접투자를 실시한 것으로 나타나고 있다. 최근 중국 시장의 임금상승으로 인하여 생산비용의 절감효과가 감소하고 위안화 절상, 세금혜택 감소로 그 매력도가 감소되고 있는 실정임에도 불구하고 여전히 아시아 시장에서 중국의 해외직접투자기업 집중도가 상당히 높다는 것을 알 수 있다.

<표 3>은 2015년 한국의 비금융 상장기업이 중국과 베트남 시장에 직접투자기업의 산업을 분류한 표이다. 해외직접투자 기업은 중국 시장

의 경우 1,062개 기업이며, 베트남 시장의 경우 181개 기업이다. 두 국가에서 제조기업의 비중이 가장 높으며 약 60%에 이르고 있다. 제조업 다음으로 서비스업이 큰 비중을 차지하고 있으며 중국의 경우, 약 24%, 베트남의 경우, 약 22%이다. 서비스업에 이어 도매 및 소매업의 비중이 세 번째를 차지하며 중국은 약 6%, 베트남은 약 7%정도이다. <표 3>의 산업분석에서 중국과 베트남 시장에서는 생산비용의 절감효과로 인한 제조기업의 비중이 가장 큰 것으로 볼 수 있으며 서비스 산업 및 도·소매 기업이 제조기업을 지원하고 보완하는 목적으로 활발히 운영되고 있는 것으로 볼 수 있다.

<표 3> 중국과 베트남 직접투자기업의 산업분류

산업분류	중국		베트남	
건설업	20	1.88%	9	4.97%
광업	0	0.00%	0	0.00%
도매 및 소매업	64	6.03%	13	7.18%
부동산 및 임대업	0	0.00%	0	0.00%
서비스업	268	25.24%	41	22.65%
숙박 및 음식점업	0	0.00%	0	0.00%
운수업	28	2.64%	6	3.31%
전기, 가스, 증기 및 수도사업	2	0.19%	0	0.00%
제조업	654	61.58%	108	59.67%
출판 및 영상, 방송통신 및 정보서비스업	36	3.39%	4	2.21%
합 계	1062	100%	181	100%

출처: 금융감독원의 전자공시시스템 (기업별로 '해외자회사에 관한 사항'에 제시된 해외직접투자 기업리스트를 모두 확인하여 파악함)

2. 기술통계량 및 상관관계 분석

앞에서 제시한 가설들을 분석하기에 앞서 본 연구의 모형에 사용된 변수들의 기초 통계량은 <표 4>에서 제시하였다. 기업가치 대용변수인 토빈 큐의 평균은 1.071이며, 최소 0.000, 최대 4.913으로 표준편차가 0.529로 기업 간 편차가 많음을 알 수 있다. 토빈 큐는 장부가치 대비 시

장가치를 나타내는 척도로서 상장기업의 주가가 장부가치에 비하여 적절하게 형성되어 있는 것으로 볼 수 있다. 중국직접투자의 평균은 0.724이며 최댓값이 59인 것으로 나타났다. 이는 상장기업 중에서 하나의 모기업이 중국에 최대 59개사를 직접투자한 것으로 볼 수 있다. 베트남은 중국에 비하여 평균값이 현저히 낮으며, 베트남의 평균은 0.121로 나타나고 있다.

<표 4> 주요변수에 대한 기술통계량

Variable	Mean	Std. Dev.	Min	Max
Tobin's Q	1.071	0.529	0.000	4.913
Cash	0.002	0.057	0.000	0.406
Leverage	1.114	1.262	0.000	13.969
Growth	0.1328	0.3256	0.3427	4.9902
Age	31.986	19.868	1	118
Size	26.579	1.510	19.884	32.761
ROE	0.037	0.260	-3.054	5.070
China	0.724	2.316	0	59
Vietnam	0.121	0.576	0	10

<표 5>에서는 기업가치의 대용변수인 토빈 큐와 사용된 변수들 간의 피어슨 상관관계가 제시되어 있다. 현금보유와 기업가치(Tobin Q)가 통계적으로 유의한 정의 상관관계를 보이고 있다(상관계수:0.073, p<001). 상호작용 변수인 FDI×Cash는 기업가치와 유의한 정의 상관관계를 보이고 있다(상관계수:0.069, p<0,001). 이는 연구가설에서 예측한 내용과 동일한 결과이며 토빈 큐에 영향을 미치는 여러 제반 변수를 고려하지

않은 분석으로 상세한 분석은 <표 6>에서 제시할 것이다. 또한 Size와 ROA가 모두 Tobin's Q와 통계적으로 유의한 정의 관계를 보이고 있으며 Age는 Tobin's Q와 통계적으로 유의한 부의 관계를 보이고 있다. 한편 독립변수 간의 다중공선성 존재 확인을 위해 분산확인대인자(Variance Inflation Factor: VIF)를 조사하였다. 분석 결과 모든 VIF 값이 10보다 작은 것으로 나타나 변수 간 다중공선성의 문제가 없는 것으로 볼 수 있다.

<표 5> 상관관계 분석

	Tobin's Q	Cash	FDI×Cash	Leverage	Growth	Age	Size	ROE	VIF
Tobin's Q	1								
Cash	0.073*** (0.000)	1							1.06
FDI×Cash	0.069*** (0.000)	-0.071*** (0.000)	1						1.14
Leverage	-0.008 (0.5009)	0.076** (0.000)	-0.043*** (0.003)	1					1.10
Growth	0.0565 (0.000)	0.006 (0.648)	0.032** (0.032)	0.037 (0.002)	1				1.03
Age	-0.0861 (0.000)	0.034** (0.021)	0.145*** (0.000)	-0.0635 (0.000)	-0.048 (0.000)	1			1.02
Size	0.0924 (0.000)	0.144*** (0.000)	-0.091*** (0.000)	0.1323 (0.000)	0.009 (0.455)	0.083 (0.000)	1		1.21
ROE	0.0399 (0.007)	0.079*** (0.000)	-0.079*** (0.000)	-0.3128 (0.000)	0.123 (0.000)	-0.067 (0.000)	0.100 (0.000)	1	1.08

주) ()는 p 값을 나타내며, ***는 1%, **는 5%, *는 10%수준에서 유의적임.

3 실증분석 결과

본 절에서는 한국의 아시아 해외직접투자국 중에서 중국, 베트남에 위치한 해외직접투자자 모기업의 기업가치에 미치는 영향을 분석하고,

기업가치에 대한 현금보유의 조절효과를 규명하고자 한다. 이를 분석하기 위하여 고정효과모형을 사용하여 각 변수 간의 관련성을 추정하였고 그 추정된 결과를 <표 6>에 제시하였다.

<표 6> 해외직접투자자 기업가치에 미치는 영향

종속변수	[Panel A] 중국 직접투자 기업 Tobin's Q	[Panel B] 베트남 직접투자 기업
상수	0.236 (1.45)	0.062 (0.40)
China	0.013** (3.04)	
Vietnam		0.052*** (2.59)
FDI×Cash	0.250** (1.98)	0.517** (3.21)
Lev	0.047 (1.28)	0.059 (1.27)
Growth	0.001*** (4.46)	0.001*** (4.21)
Age	-0.004*** (-9.24)	-0.004*** (-9.25)
Size	0.030*** (4.65)	0.038*** (7.05)
ROE	0.092*** (3.01)	0.084*** (2.95)
Obs	6192	6192
F	21.33***	25.47***
R2	0.032	0.032

주) ()는 t-값을 나타내며, ***는 1%, **는 5%, *는 10%수준에서 유의적임.

기업가치 패널분석을 실시하기 전에 F 검정을 통하여 합동회귀모형(pooled OLS)과 고정효과모형(fixed effects estimation) 중 적절한 추정법을 모색하였다. F검정은 합동회귀모형과 패널 분석 간에 적합한 분석모형을 찾아내는 분석이다. 귀무가설이 채택되면 합동회귀모형 추정을 선택하고, 귀무가설이 기각되면 고정효과모형을 선택해야 한다. F검정 결과, <표 6>의 Panel A과 Panel B에서 귀무가설이 기각되어 고정효과모형을 채택하였다. 또한 설명변수인 중국과 베트남

직접투자 변수가 연도에 따라 변하고 있기 때문에(표 2 참조) 고정효과모형의 사용이 적절한 것으로 볼 수 있다.

Panel A는 중국 직접투자자와 기업가치 사이의 관련성을 분석한 결과이며 Panel B는 베트남 직접투자자의 기업가치 사이의 관련성을 분석한 결과이다. 고정효과모형으로 추정한 결과에 의하면, 중국직접투자는 1% 수준에서 기업가치에 양(+)의 유의한 영향을 미치는 것으로 나타났으며 베트남 직접투자는 5% 유의수준 하에서 양(+)의

유의한 영향을 미치는 것으로 나타났다. 이러한 결과는 기업의 해외직접투자자 기업가치에 긍정적인 영향을 미친다고 본 Mork and Yeung (1992), Chen et al.,(1991) 등의 연구와 부합되며 이는 다국적망 가설을 지지하는 결과이다. 즉, 기업의 국제화는 본국시장 밖에 존재하는 잠재적 이익 기회를 포착할 수 있는 기회가 커진 것으로 해석되며 결과적으로 모기업의 가치를 높이는 것으로 제시할 수 있다(가설 1 채택).

중국직접투자자 모기업의 가치에 미치는 영향에 대한 시각은 아주 대립적이나, 분석 결과에서 중국직접투자자는 모기업의 기업가치에 긍정적인 영향을 미치는 것으로 나타나고 있다. 현재 중국 기업들은 치열한 가격 경쟁 현상을 경험하고 있으며, 많은 중국직접투자 기업이 막대한 손실을 겪고 있으나, 중국 직접투자기업이 신규시장 창출, 경쟁력 향상 및 위험분산의 효과 등을 통하여 기업가치에 긍정적인 영향을 미치는 것으로 보인다. 베트남의 경우, 2012년 한국과 FTA를 체결 후, 교역량이 급증하였고, 해외직접투자규모 면에서도 한국기업의 막대한 투자국이다. 베트남에서 한국기업의 직접투자 수가 급격히 증가하고 있으며 베트남의 경제성장으로 야기된 외부적 환경의 매력도 및 구매력 증가의 효과 등이 베트남 직접투자 기업의 가치를 높일 것이라고 예측하였으며, 분석 결과는 예측과 부합된다.

또한 가설 2에서 제시한 해외직접투자자와 기업가치 사이에 미치는 현금보유의 조절효과를 검증하기 위하여 교호효과 변수로서 FDI×Cash 변수를 고안하여 검증하였다. FDI×Cash 변수가 Panel A와 Panel B에서 양(+)의 계수 값을 가지고 5% 및 1% 유의수준 하에서 통계적으로 유의한 것으로 나타났다. Panel A의 FDI×Cash 변수에 대한 계수값은 0.250이며, Panel B의 FDI×Cash 변수에 대한 계수값은 0.517로 나타나

고 있으며, 베트남 투자에 있어 FDI×Cash 변수가 기업가치에 미치는 한계효과가 중국의 경우보다 큰 것을 알 수 있다. 이는 중국 시장에 대하여 베트남 시장에서 모기업의 현금보유의 효과가 더 크게 작용하는 것에 대한 간접적인 증거로 제시할 수 있다. 전체적인 결과는 현금보유가 기업가치에 조절변수로서의 역할을 하고 있다는 사실을 증명하고 있다. 즉 현금보유 변수는 기업의 해외직접투자자와 기업가치 사이의 양(+)의 영향을 강화시키는 역할을 하고 있다는 것을 나타낸다고 볼 수 있다(가설 2 채택). 현금보유는 해외직접투자자의 동기를 높이고, 가치 있는 투자의 기회를 만들어내어 기업가치를 높이며, 성과 상승에 대한 촉매제 역할을 하는 것으로 볼 수 있다.

본 연구의 결과에서 알 수 있듯이 중국 및 베트남 시장에 직접투자한 기업이 모기업의 가치를 높이며, 현금보유가 이들 관계를 보다 강화시키는 것으로 제시할 수 있다. 이와 더불어 기업가치 상승을 위하여 신흥 시장에서 투자를 위한 정부의 노력 및 규제 완화가 필요하며 기업의 해외직접투자를 위한 노력이 보다 요구된다.

V. 결 론

중국 및 베트남은 한국의 매우 중요한 수출대상국임과 동시에 주요한 투자 대상국이기도 하다(김완중, 2014). 본 연구에서는 한국 기업과 한국 경제에 막대한 영향을 미치는 중국과 베트남 직접투자국을 중심으로 해외직접투자자 모기업의 기업가치에 어떠한 영향을 미치는가를 실증 분석하고, 최근 증가한 기업의 현금보유가 기업가치에 어떠한 영향을 미치는가를 파악하였다.

중국 및 베트남 직접투자자 기업가치에 미치는 영향을 알아보기 위하여 기업가치에 영향을

미치는 요인들을 검증하였다. 해외직접투자 동기에 대한 이론적 배경과 해외직접투자자와 기업가치에 대한 선행연구를 토대로 해외직접투자자가 기업가치에 영향을 미칠 것이라는 가설을 설정하였다. 또한 최근 기업의 위험관리를 위하여 급증한 현금보유량이 해외직접투자자와 기업가치 사이의 관계를 조절할 것이라는 가설을 설정하였다. 분석을 위하여 기업가치에 관한 모형 및 가설을 설정하여 분석하였다. 이때 전통적으로 기업가치와 관련이 있는 변수들인 레버리지, 기업업력, 기업규모, 매출액성장률 및 총자본이익률을 통제변수로 구성하였다.

이를 규명하기 위하여 본 연구의 연구기간을 2006년에서 2015년까지 10년간을 연구의 범위로 정하고, 한국의 상장 비금융 기업을 대상으로 하였으며 패널 분석 결과를 요약하면 다음과 같다.

아시아 지역에 위치한 중국 및 베트남에서 이루어지고 있는 한국기업의 해외직접투자는 좋은 위치 조건 및 풍부한 노동력, 저렴한 인건비 등으로 인하여 모기업의 가치를 높이는 것에 기여할 것으로 예측하였다. 분석 결과, 중국과 베트남에 위치한 직접투자기업은 모기업의 가치에 양(+)의 영향을 미치는 것으로 나타났다. 노동력이 풍부하며 저렴한 인건비로 인하여 해외직접투자가 많을수록 활발한 마케팅 활동, 효율적인 시장침투 등이 일어나며, 신규시장을 창출 및 위험 분산 효과 등으로 인하여 모기업의 가치가 향상되는 것으로 제시할 수 있다. 중국직접투자가 기업들의 치열한 경쟁으로 인하여 가격 경쟁 현상이 발생하여 모기업의 가치에 부정적인 영향을 보일 것이라는 관점이 존재하였으나, 모기업의 가치에 긍정적인 영향을 미치고 있는 것으로 나타났다. 이러한 결과는 기존의 많은 중국 직접투자기업이 산업의 고도화에 적응하여 모기업의 기업가치에 긍정적인 영향을 미치고 있는 것으로 해석할 수 있다. 베트남의 경우, FTA 체

결 등으로 인하여 교역조건이 개선되었으며, 최근 경제성장률 및 구매력 등의 상승으로 베트남 직접투자가 모기업의 가치에 긍정적인 영향을 미치고 있음을 알 수 있다.

현금보유 조절효과 분석에서 해외직접투자자와 기업가치 사이의 양(+)의 효과를 강화할 것이라고 예측하였다. 개별기업의 현금보유와 직접투자와의 교호작용항을 추가한 모형을 대상으로 분석한 결과 교호작용항의 추정계수값이 중국과 베트남 직접투자 모두에서 유의적인 양(+)의 값을 갖는 것으로 나타났다. 즉, 현금비율 증가할 때, 직접투자가 기업가치에 더 큰 양(+)의 영향을 미치는 것을 보여 주고 있다. 순현가를 증가시킬 수 있는 투자기회가 존재하지만 내부자금이 부족하여 외부자본을 통하여 투자자금을 조달해야 하는 기업의 현금에 내부자금이 풍족한 기업의 현금보유보다 기업가치를 상대적으로 높일 것으로 제시할 수 있다. 기업의 현금 유동성 확보가 기업가치를 강화한다는 본 연구의 결과는 해외직접투자를 실시하고 있는 기업에게 보다 더 현실적인 함의점을 제공하고 있다. 특히 글로벌 금융위기라는 금융시장 환경을 반영하여 분석함으로써, 현실적인 정책적 접근을 유도할 수 있으며, 또한 양적완화로 인한 유동성 문제의 해결로서 해외직접투자는 현금보유로 인하여 발생하는 기회비용을 감소시킬 수 있다는 제시가 가능할 것이다.

자원이 부족한 한국기업은 기업의 성장을 위한 중요한 전략 중 하나로서 수출전략을 실행하여 국제화에 적극적으로 참여하고 있기 때문에 본 실증연구는 보다 큰 함의점을 갖는다. 국제화의 한 단계로서 해외직접투자에 대한 본 연구는 다양한 이론에 대한 검토를 시도하고 실증분석에 적용함으로써 다국적 기업에게 실무적 시사점을 제공하고자 하였다. 중국 시장의 경우, 중국 시장의 과도한 성장 및 이에 따른 경쟁요인

이 중국직접투자 기업에게 부정적인 영향을 미칠 것을 우려하는 목소리가 높지만, 기업 과도한 경쟁요인에도 불구하고 중국직접투자가 기업가치에 부정적인 영향을 미치지 않는 점은 중국직접투자에 적절한 투자가 지속적으로 유지될 필요가 있으며 이러한 투자가 여전히 기업의 가치를 높일 수 있다는 점을 제시할 수 있다. 베트남 직접투자의 경우, 베트남 시장의 외부 요인의 성장과 함께 구매력의 상승 등은 베트남직접투자의 성공을 높이는 주요한 원인이 되며, 베트남 시장의 적극적인 투자가 해외직접투자의 성공으로 이어질 수 있을 것으로 제시할 수 있다. 이러한 본 연구의 결과는 실무적으로 현재 직접투자를 실시하고 있는 기업과 아시아 시장으로 직접투자를 실시하고 있는 기업에게 좋은 정보를 제공하고 있다.

본 연구의 한계점으로 한국거래소의 유가증권 시장에 상장된 기업들 중 제조기업만을 분석하였으므로, 표본의 편의로 인하여 분석의 결과에 한계가 있을 수 있다. 앞으로의 연구에서 표본을 확장하여 산업별 분석을 시도해본다면, 보다 보편타당한 결과를 도출할 수 있을 것이다. 향후 업종별 분석 연구를 한다면 의미 있는 결과를 얻을 수 있을 것이다. 또한 독립변수로서 해외직접투자를 빈도변수로 측정했으나, 단순빈도는 기업가치에 미치는 FDI의 영향의 정도를 정확히 반영하기 어렵다는 한계가 존재한다. 따라서 향후 연구로서 FDI 규모변수 사용을 제시한다.

참고문헌

1. 김병기(2004), “상장기업의 현금보유수준에 관한 실증분석”, *금융공학연구*, 3(2), 147-170.
2. 김완중(2014), “중국의 동남아 경제에 대한 영향력 변화 분석 - 인도네시아를 중심으로”, *동북아경제연구*, 26(3), 1-36
3. 김훈(2001), “해외직접투자(FDI)에 대한 연구”, *경우논지*, 32, 7-31.
4. 남현정, 손판도(2016), “해외직접투자(FDI)와 기업가치 사이의 관계에 대한 실증연구: 독일과 슬로바키아의 직접투자를 중심으로”, *경상연구*, 34(2), 91-106.
5. 남현정, 임병학(2015), “기업의 수출증가에 대한 기술역량의 효과”, *무역연구*, 11(2), 449-467.
6. 박종일(2004), “이사회 구성과 기업가치”, *한국회계학회 학술연구발표회 논문집*.
7. 배준우, 배종태(2003), “우리나라 기술집약적 벤처기업의 국제화 과정과 전략”, *벤처경영연구*, 6(1), 41-47.
8. 서민교, 이가연(2008), “한국기업의 해외투자는 주주 부를 증가시키는가?” *국제경영리뷰*, 12(4), 173-193.
9. 서정욱(2004), “우리나라 자동차산업의 미국투자 입자동기 분석”, *한국경제지리학회지*, 7(1), 65-81.
10. 유승훈, 남현정(2007), “한국 다국적 기업의 자본구조 결정요인”, *대한경영학회지*, 20(6), 2777-2805.
11. 이유태, 남현정(2016), “EU 지역 해외직접투자 결정요인에 관한 연구: FTA의 조절효과를 중심으로”, *유럽연구*, 4(2), 124-157.
12. 이정아, 방호열(2008), “문화적 거리-해외시장진입방식-성과간의 관계에 관한 실증분석”, *무역학연구*, 33(1), 225-252.
13. 여필순(2006), “WTO 가입 후 한국기업의 대 중국 해외직접투자 현황과 입지특성”, *지리학연구*, 25, 56-72.
14. 정두식(2012), “해외직접투자 기업의 재무성과에 관한 연구”, *학술연구발표 논문집*, 한국국제회계학회 2012년, 92-112
15. 한국관세청 <http://www.customs.go.kr>

- /kcs/home, (2017년 3월 다운로드함)
16. 2011, 한국수출입은행
 17. Bathala, C. T., Moon, K. P. and Rao, R. P.(1994), "Managerial ownership, debt policy, and the impact of institutional holding: An agency perspective", *Financial Management*, 23(3), 38-50.
 18. Burgman, A.(1996), "An empirical examination of multinational corporate capital structure", *Journal of International Business Studies*, 27(3), 553-570.
 19. Chen, H., Hu, M. Y. and Shieh, J. C.(1991), "The wealth effect of international joint ventures: The case of U.S. investment in China", *Financial Management*, 20(4), 31-41
 20. Chung, I. Y., Koford, K. J. and Lee, I.(1993), "Stock market views of corporate multinationalism: Some evidence from announcements of international joint venture", *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 33, 275-293
 21. Chung, K. and Pruitt, S.(1994), "A simple approximation of Tobin's q", *Financial Management*, 23, 70-75.
 22. Dittmar, A., Mahrt-Smith, J. and Servaes, H.(2003), "International corporate governance and corporate cash holdings", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 38, 111 - 133.
 23. Dittmar, A. and Smith, J.(2007), "Corporate governance and the value of cash holdings", *Journal of Financial Economics* 83(3), pp. 599 - 634.
 24. Dunning, J. H.(1988), "The eclectic paradigm of international production: A restatement and some possible extensions", *Journal of International Business Studies*, 19(1), 1-33.
 25. Fatemi, A.M.(1984), "Shareholder benefits from corporate international diversification", *Journal of Finance*, 39, 1325-1344.
 26. Hyner, S.(1976), *The international operations of national firms: A study of foreign direct investment*, Cambridge, Mass: MIT Press.
 27. Johnson, S.A.(1997), "The effect of bank debt on optimal capital structure", *Financial Management*, 27(1), 47-56.
 28. Myers, S. and Majluf, N.(1984). "Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have", *Journal of Financial Economics*, 13, 187-221.
 29. Opler, T., Pinkowitz, L., Stulz, and Williamson, R.(1999), "The determinants and implications of corporate cash holdings", *Journal of Financial Economics*, 52, 3-46.
 30. Pinkowitz, L and Williamson, R. (2002), "What is a dollar worth? The market value of cash holdings", *working paper*, SSRN.
 31. Soltani, A. and Ravanmehr, N.(2011), "Corporate governance, cash holding and corporate value on the Tehran Stock Exchange", *Annual Summit on Business and Entrepreneurial Studies*, 3, 654-666.
 32. United Nations, (2016), <http://data.un.org/Search.aspx?q=vietnam>
 33. Wald, J. K.(1999), "How firm characteristics affect capital structure: An international comparison", *Journal of Financial Research*, 22(2), 161-187
 34. Yarram, S.(2012), "Corporate governance,

cash holdings and value of a firm:
evidence from Australian”, *Information*

Management and Business Review 4,
606-614.

Abstract

An Empirical Study on Foreign Direct Investment of China and Vietnam and Firm Value[†]

– Focusing on the Moderation Effect of Cash Retention –

Cho, Kook^{*}

This study examines the effect of direct investment in Asia on firm value for nonfinancial firms listed on KRX between 2006 and 2015. We also explore whether the mediating effects of cashholdings the relationship between direct investment in Asian markets and corporate value.

Recently, companies are increasing their cash holdings for risk management. Cashholdings are causing agent problems, which has a negative impact on corporate value. In this case, when the company conducts active investment activities such as foreign direct investment, it is possible to supply the appropriate funds in a timely manner, thereby cashholdings increase the possibility of success of foreign direct investment and alleviate the agent problem of cash holdings.

For the analysis, the number of directly invested firms in Korean listed firms is used as the explanatory variables for the Chinese and Vietnamese markets where foreign direct investment is the most active, and cash holding is set as the moderating variable. As a result, direct investment in China and Vietnam showed a positive (+) relationship with firm value, and cashholdings have a positive the relationship between foreign direct investment and firma value.

The implications of this paper are as follows. First, it is suggested that the direct value of direct investment can be enhanced the relationship between direct investment and firm value in Asia. In addition, it can be suggested that cash holdings play a role of effective investment supply in firms that implement foreign direct investment, positively affecting corporate value.

Key Words: Foreign direct investment, Cashholding, Firm value, Moderating effect, China, Vietman

[†] This study was supported by the Dong-A University research fund.

^{*} Assistant Professor, Graduate School of International Studies, Dong-A University, kcho@dau.ac.kr