

해외직접투자가 기업의 재무성과에 미치는 영향: 한국의 중소기업과 대기업 비교를 중심으로

맹선배 (숭실대학교 대학원 벤처중소기업학과 박사과정)*

김순철 (숭실대학교 벤처중소기업학과 강사)**

국 문 요 약

본 연구는 한국기업의 해외직접투자가 재무성과에 미치는 영향을 수익성, 안정성, 성장성, 활동성 부문으로 구분하여 실증 분석하였고, 기업 속성이 다른 중소기업과 대기업에서 각각 특징적 재무성과가 있는지 비교하였다. 해외직접투자 기업은 '한국무역투자진흥공사' 해외진출기업 Directory에서 선정하였고, 'Fn Guide' 를 활용하여 1990년부터 2021년까지의 재무자료 중 최초 투자 후 5년간의 재무자료가 완벽한 총 409개 기업(중소기업 136개, 대기업 273개)의 재무자료를 사용하였다.

분석 결과, 수익성부문에서 중소기업은 총자산영업이익률(ROA), 총매출액영업이익률(ROS)에 각각 정(+), 대기업은 각각 부(-)의 영향이 나타나 결과가 달랐다. 안정성부문에서 중소기업은 통계적 유의성이 없었으나 대기업은 부채비율(LEV)에 유의한 부(-)의 영향을 보였다. 성장성부문에서 중소기업은 총자산증가율(AGR)에 유의한 부(-)의 영향이 나타났고, 대기업은 유의한 결과가 없었다. 활동성부문에서 중소기업은 통계적 유의성이 없었으나 대기업은 총자산회전율(ATR), 고정자산회전율(FATR)에 정(+)의 영향이 있었다. 결론적으로 중소기업과 대기업의 해외직접투자는 수익성과 안정성, 성장성, 활동성의 재무성과가 서로 다르게 나타났다.

핵심주제어: 해외직접투자, 재무성과, 중소기업, 대기업

1. 서론

1990년 이후 우리나라 기업들은 무역장벽 및 관세 등 보호 무역으로 인한 수출의 어려움을 극복하고자 노력해왔으며, GATT(General Agreement on Tariffs and Trade) 체제를 대체한 1995년 WTO(World Trade Organization) 출범은 세계 무역 장벽을 감소시켜 보다 자유로운 무역으로 패러다임(paradigm)을 바꾸게 하였다. 이는 세계 경제의 성장과 발전을 촉진하는 계기가 되었다.

WTO 시대를 열면서 세계 무역이 활발하게 이루어졌으며, 이에 따라 해외직접투자도 꾸준히 늘어 2022년 말 전 세계 해외직접투자(Foreign Direct Investment; FDI) 금액은 1조 5,920억 달러¹⁾로 WTO 출범 해부터 COVID-19(Coronavirus disease) pandemic 기간을 제외한 작년까지 꾸준하게 10%가량씩 증가하였다.

우리나라도 1990년대부터 FDI 관심이 높아지면서 통계청(2023)에 따르면 FDI 금액이 1990년 11억 4,800만 달러에서 2000년 54억 1,400만 달러, 2010년 256억 4,800만 달러, 2022년 771억 6,700만 달러 등으로 매년 꾸준한 성장이 있었다. 업종

별로는 제조업과 금융보험업이 전체의 약 70%로 1990년 제조업 51.5%, 금융보험업 13.4%에서 2022년 제조업 30.6%, 금융보험업 38.5%로 재편되었으며, 여전히 제조업 비중은 매우 높게 나타나고 있다. 특히, FDI에 대한 중소기업 비중은 1990년 1억 6,500만 달러(국내 FDI 금액의 27.9%)에서 2022년 35억 8,100만 달러(국내 FDI 금액의 15.4%)로 금액 면에서 폭발적 증가가 있었고, 2022년 신규진출 법인수는 454개로 전체의 77.1%에 달하고 있어 중요한 비중을 차지하고 있다.

이렇듯 국제경제 활동에서 중요성이 높아지고 있는 FDI에 대한 학문적 관심은 초기에는 주로 해외생산(Foreign Production) 활동의 원인을 설명하는 이론을 정립하는데 그 초점이 있었다. FDI에 대한 일반 이론에는 Coase(1937), Williamson(1975), Williamson(1981), Gatignon & Anderson(1986) 등이 정립한 거래비용이론, 이에 입지요인을 반영한 Dunning(1980)의 절충이론, 외부환경요인을 중시한 Yiu & Makino(2002), Peng(2003) 등이 정립한 제도이론, 해외진출 방식에 관한 스웨덴 Uppsala대학 학자들의 Uppsala Model 등을 들 수 있다.

그리고 기업들의 해외직접투자에 관한 실증연구로는 의사결정 요인을 경영자 요인, 기업요인, 환경요인 등으로 구분한

* 주저자, 숭실대학교 대학원 벤처중소기업학과 박사과정, enterprise_m@naver.com

** 공동저자, 숭실대학교 벤처중소기업학과 강사, soon311@ssu.ac.kr

1) 유엔무역개발기구(UNCTAD)의 'World Investment Report 2023' 자료

· 투고일: 2023-11-08 · 수정일: 2023-12-10 1210 · 게재확정일: 2023-12-22

Calof & Beamish(1995), Bloodgood et al.(1996), Knight & Cavusgil(2004) 등의 연구가 있었으며, 벤처기업의 해외직접투자를 점진적 국제화와 태생적 국제화로 구분한 연구도 있었다. 이들은 대부분 설문조사를 바탕으로 비재무적 관점에서 해외직접투자에 대한 의사결정 요인과 동기, 그리고 해외 진출방식에 관한 것이었으며, 일부는 국제경제의 거시적 측면에서 국내 고용과 생산에 대한 영향이었다. 이러한 연구들은 FDI가 기업들의 수출입 규제 극복, 원료와 노동력의 안정적 확보, 신시장의 개척, 선진기술 도입, 자본의 효율적 활용 등 보다 효율적인 기업 경영활동을 추구하는 방법으로 사용되었음을 밝혀주었다. 반면, 해외 직접투자기업의 재무성과에 대한 연구는 한정된 기업 단위의 재무자료로 인해 Navaretti & Castellani(2004), Imbriani et al.(2011), 정두식(2012), 도영호(2020) 등 일부에 국한되었다.

한편, 권혁준·이옥주(1999), 이윤빈(2017) 등은 해외직접투자(FDI)가 2가지 의미로 사용되고 있으며, 국내기업이 해외에 직접 투자하는 행태(outward FDI; OFDI)와 외국기업이 국내에 직접 투자하는 행태(inward FDI; IFDI)로 구분할 수 있다고 하였다. 이에 IFDI를 외국인직접투자라 하고, OFDI와 구분하여 연구하였다.

본 연구에서는 국내기업이 해외에 직접 투자하는 행태(OFDI)의 개념으로 해외직접투자 개념을 사용하였고, 상대적으로 연구가 부족한 재무적 관점에서 FDI를 통해 재무성과가 어떻게 나타나는지 검증하기 위해 연구를 설계하였다. 선행연구에서 경영성과의 연구가 일부 있었으나 설문조사를 바탕으로 비재무적 자료를 활용한 연구가 대부분이었고, 전반적인 재무성과에 대한 실증연구는 존재하지 않았다. 따라서 본 연구에서는 연구의 지평을 넓히고자 기업의 핵심 자원인 재무적 관점에서 FDI 기업의 재무성과를 연구하는 데 그 의의를 찾고자 하였다.

또한, 선행연구의 대부분이 대기업 중심의 연구가 많았으나 중소기업의 특화된 연구는 부족하였다. Welsh & White(1981), Levin & Travis(1987) 등의 연구에서 중소기업은 대기업과 구분되는 고유한 특질이 있어 재무 정책에 차이가 있다는 주장을 바탕으로 중소기업과 대기업의 재무성과가 다르게 나타나는지를 연구의 중심과제로 삼았다.

본 연구와 선행연구의 차이점을 나열하면 다음과 같다.

첫째, 선행연구의 대부분이 설문조사에 의한 비재무적 자료를 사용한 것에 반해, 본 연구는 기업의 핵심 자원인 재무자료를 바탕으로 FDI가 재무성과에 미치는 영향을 실증 분석하였다.

둘째, 재무성과를 보다 세밀하게 분석하기 위해 재무성과영역을 수익성, 안정성, 성장성, 그리고 활동성 부분으로 구분하여 실증 분석하였다.

셋째, 기업규모의 특성이 다른 중소기업과 대기업을 비교하여 분석하였다. 중소기업과 대기업의 특성은 다르며, 이러한 기업 특성의 차이로 재무성과가 다르게 나타나는지를 찾고자 하였다.

II. 이론적 고찰 및 선행연구

2.1. 해외직접투자 이론

해외직접투자(FDI)에 대한 일반 이론으로 거래비용이론, 절충이론, 제도이론, Uppsala Model 등이 있다. 거래비용이론은 Coase(1937)에 의해 제기되었고, Williamson(1975), Williamson(1981), Gatignon & Anderson(1986) 등이 체계화시켰다. 이들은 해외 직접투자 기업은 생산기술, 마케팅 역량, 지적재산권, 경영상 know-how 등 무형의 자산 특유성(Asset Specificity)으로 현지 기업보다 높은 경영 효율성을 확보하였으며, 관세 및 무역장벽 등 시장의 불완전성과 불확실성에서 오는 거래비용을 회피하고자 중간재를 내부에서 거래함으로써 비용을 줄여 해외에서의 외국인비용을 극복한다고 하였다.

절충이론은 Dunning(1980)에 의해 제기되었다. 그는 소유권 우위(Ownership Specific Advantages), 내부화 우위(Internalization Advantages)에 입지 특유 우위(Location Specific Advantages)가 함께 작용해야 해외직접투자가 일어난다고 하면서, 기업의 내부 요인뿐 아니라 현지 시장의 매력도도 기업의 해외투자에 영향을 준다고 하였다. Dunning(1993)은 특히 절충이론의 관점에서 시장의 성장성과 규모는 시장추구형이기 때문에 해외투자의 주요 요인이며, 현지 시장의 수요는 향후 수익성을 좌우하게 되어 해외직접투자의 성장 및 확대를 결정하는 핵심 요인이라고 하였다.

제도이론은 기업의 외부 환경인 현지국의 정치 및 경제적 제도 등이 해외직접투자 시 기업의 소유구조 등 의사결정에 영향을 준다는 것으로 DiMaggio & Powell(1983), Yiu & Makino(2002), Peng(2003) 등에 의해 주장되었다. Peng(2003)은 제도란 인간과 기업, 국가를 둘러싼 외부적 환경이며, 제도 수준은 기업의 수익 및 효율성을 좌우할 수 있어 기업의 중요한 의사결정 요인이 된다고 하였고, DiMaggio & Powell(1983)은 다국적 기업이 해외로 진출할 때 현지국의 공식적(Formal)인 규제와 사회적 관계와 같은 비공식적(Informal)인 규제에도 영향을 받기 때문에 외부적 환경은 기업전략에 중요한 역할을 한다고 하였다.

Uppsala Model은 스웨덴 Uppsala대학의 학자들에 의해 제기된 점진적 국제화과정 모델이다. 다양한 동기로 국제화를 시작한 기업들은 국제 활동 경험이 축적되면서 국제화에 대한 투자를 점차 늘려간다는 것이다. Johanson & Wiedersheim(1975)은 해외시장 진입방식을 비정기적인 수출, 중간상을 통한 수출, 해외 판매자회사 설립, 해외생산 및 제조자회사 설립 등 4단계로 구분하고, 국제화 단계가 높아질수록 국제적 개입 수준이 높아진다고 하였다. 그리고 Johanson & Vahlne(1977)은 기업이 대규모적인 생산설비를 일시적으로 해외에 투자하기 보다는 국제경영 활동을 점차적으로 확대해가는 과정을 통해 무역이 전혀 없는 단계, 무역대리인을 통한 수출단계, 현지 판매 자회사를 통한 수출단계, 현지 생산 공장 설립단계 등 4

단계로 국제화과정을 제시하였다. 또한, Cavusgil(1984)은 국제화과정 단계를 해외시장에 관심이 부족한 ‘실험적 개입단계’, 해외시장에 적극적으로 진출하거나 그 해외시장의 독특한 요구에 맞는 Marketing Mix를 적용 수출하는 ‘적극적 개입단계’, 그리고 기업이 수출, 해외 판매 자회사, 생산 자회사 등 국제적 사업 활동을 수행하는 ‘완전 개입단계’ 등 3단계로 국제화과정을 제시하였다.

2.2. 해외직접투자 선행연구

기존 선행 실증연구는 해외직접투자 기업의 사전적 특징과 투자 동기에 대한 것으로 Helpman et al.(2004)은 해외에서의 고정비용을 감당할 수 있는 생산성을 갖춘 기업만이 해외직접투자를 실행할 수 있다고 하였다. Dunning(1980)이 제시한 소유권 우위, 내부화 우위, 입지 특유 우위에 대한 실증연구들은 해외직접투자 기업의 특징과 결정요인에 관한 연구들로서 비재무적인 요인인 ‘경영자 요인’, ‘기업요인’, ‘환경요인’을 주로 연구하였다.

경영자 요인은 해외직접투자에서 매우 중요한 결정요인이 되며, Calof & Beamish(1995)는 경영자의 기업가정신과 해외경험이 국제화의 중요한 요인이라고 하였다. 이러한 연구로 McDougall et al.(2003), Escandon et al.(2013), 강정은·이재혁(2010), 박태경·전인(2011) 등이 있다. 기업요인은 글로벌 경쟁력을 확보하기 위해 기술, 마케팅, 네트워크 역량 등을 확보하는 것이 중요하며, Dhanaraj & Beamish(2004)는 기업 특유의 기술역량을 보유하고 있는 기업들은 규모 및 범위 경제를 활용하기 위해 해외직접투자에 적극적이라고 하였다. 이 분야의 연구로 Bloodgood et al.(1996), Knight & Cavusgil(2004), 박태경·전인(2011), 강석민·서민교(2013) 등이 있다.

환경요인은 해외직접투자 관련 외부 요인으로, McDougall et al.(1994)는 국내시장의 경쟁이 심하거나 시장구조가 변화할 경우, 기업은 규모의 경제 활용 또는 기술개발 비용을 회수를 위해 해외직접투자를 적극 고려한다는 것이다. 이 계통의 연구로 Chen & Martin(2001), Gaba et al.(2002), Oviatt & McDougall(2005), 박근호(2007), 박억두·권영철(2013), 성연주·정진섭(2017) 등이 있다.

다음으로, 해외직접투자의 사후 성과에 관한 국내외 선행연구는 거시적 측면과 미시적 측면에서 찾을 수 있다. 거시적 관점에서 해외직접 투자성과 연구는 국내외 GNP 증가, 수출 유발 또는 투자 대체효과, 고용증대에 대한 것이다. 해외직접 투자 성과는 투자를 받은 현지 국가에서는 해외 자회사의 성장으로 고용 증가가 이루어지고 GNP 확대로 이어진다. 또한, 투자한 국가에서는 자회사와 연계한 수출 유발 등 보완 효과와 생산시설의 해외 이전 등 대체효과로 인해 GNP 및 고용에서 긍정적 또는 부정적 영향이 있게 된다. 이러한 부분에 대한 연구에는 Hejazi & Pauly(2003), Debaere et al.(2010), Ameer & Xu(2017), 김현정(2008), 이시욱(2018), 김민재·허정

(2021) 등이 있다. Hejazi & Pauly(2003)는 캐나다 기업에서 선진국으로 시장개척 목적의 해외직접투자는 국내투자를 증가시키나, 생산요소가격 차이 활용 목적의 개발도상국 해외직접투자는 국내 투자를 감소시킨다고 하였다. 또한 Debaere et al.(2010)은 한국 제조기업들의 개발도상국 해외직접투자는 국내 고용 증가에 단기적으로 부정적이라고 하였다. 반면 Imbriani et al.(2011)는 이탈리아기업의 해외직접투자는 고용과 수출에 긍정적 영향이 있음을 보고 하면서, 생산성이 낮은 부문의 개도국 이전으로 기업의 전체 생산성이 증가된다고 하였다. Hijzen et al.(2007)은 일본 제조기업의 해외직접투자는 국내 고용과 수출에 긍정적 영향을 미친다고 하였고, Hijzen et al.(2011)의 프랑스 해외투자기업 대상 연구에서 고소득 국가에 대한 해외투자는 고용에 긍정적 영향이 있었으나 수출에는 영향이 유의하지 않았다. 반면, 저소득 국가에 대한 투자에서는 고용은 영향이 없었으나 수출은 증가했다고 하여 투자지역과 시장추구 또는 생산요소 추구 등 투자목적에 따라 상반된 결과를 나타냈다. 국내연구에서 김현정(2008)은 기업의 해외직접투자가 보완효과로 인해 국내 투자에 긍정적이라 하였으나, 전봉걸·이현진(2015)는 해외직접투자가 국내 투자를 대체하거나 보완한다는 근거를 찾을 수 없다고 하여 의견이 일치하지 않았다. 미시적 측면에서는 해외직접투자는 모기업의 경영관리 know-how, 생산기술, 교육훈련 등이 해외 자회사로 이전됨으로써 모기업과 해외 자회사 간에 국제적인 생산망이 형성된다고 하였다. 특히 성장성이 높은 기업은 국제화과정을 통해 해외시장을 확대하고 필요자원을 확보하면서 내부적으로는 구조조정 및 새로운 연구개발 등 지배력을 높여 매출을 확대하고, 글로벌 경쟁력을 강화할 수 있게 된다는 것이다. 이러한 선행연구로 Alfaro(2016), 홍장표(2013), 이영수(2013), 남현정·손판도(2016) 등이 있다.

한편, 해외직접투자 후 재무성과에 대한 기업 단위의 실증적 연구는 제한적이었으며, 이탈리아 해외직접투자 기업의 재무성과를 분석한 Navaretti & Castellani(2004)와 Imbriani et al.(2011), Borin & Mancini(2016) 등이 일부 있었다. Navaretti & Castellani(2004)는 해외직접투자가 기업의 생산성 증가에 긍정적 영향이 있다고 하였고, Borin & Mancini(2016)은 이탈리아 제조기업 중 전문적이고 기술집중적인 기업의 선진국 투자는 생산성 증가에 긍정적이었으나, 개발도상국에 대한 투자는 국내 기업의 생산성 증가에 유의성이 없다고 하였다. 프랑스 해외투자기업의 성과를 분석한 Jabbour(2010)는 선진국에 대한 투자는 생산성 증가에 영향이 없는 반면, 개발도상국에 대한 투자는 해외의 저렴한 노동력을 활용한 생산비용 절감으로 생산성 증가에 긍정적이었다고 하여 해외직접투자가 투자국가의 제도적 환경과 투자기업의 기술력 관련 업종에 따라 생산성에 대한 영향이 달랐다. 국내에서 기업의 재무비율과 해외직접투자간의 관련성을 연구한 신현대(2011)는 해외직접투자와 수익성은 총자산이익률과 자기자본이익률에 긍정적이었지만, 매출액순이익률은 부정적인 영향으로 달랐으며, 활동성과 유동성에서 유의적 관계를 찾을 수 없다고 하였다. 10

년간 대중국 해외직접투자를 실행한 상장제조기업의 재무성과를 분석한 정두식(2012)은 수익성에서는 유의적 영향이 없으나, 총자산성장율과 재고자산회전율 등 활동성에 긍정적 영향이 있음을 보고하였다. 한편 기업의 해외자회사 및 해외직접투자가 기업성과에 미치는 영향을 연구한 김성환(2015)과 대구경북지역 중소기업업을 중심으로 해외투자기업의 국내 고용 및 매출 성과를 연구한 도영호(2020)는 국내기업의 해외직접투자는 수익성에 긍정적 영향이 있다고 하여 연구자들의 의견이 일치하지 않았다.

III. 가설 및 연구자료와 분석방법

3.1. 가설 설정

본 연구는 해외직접투자가 이후 기업의 재무성과에 미치는 영향을 분석하고자 하였다.

Gagnon & Anderson(1986)의 거래비용이론은 기업이 해외직접투자를 통해 거래비용을 줄인다는 주장이다. 거래비용에는 정보 비용, 계약 비용, 감시 비용 등이 있으며, 이러한 비용이 높을수록 해외직접투자의 재무성과는 낮아질 것으로 예상된다. Dunning(1980), Dunning(1993)의 절충이론은 기업이 해외직접투자를 통해 기업의 내생적 요인과 외생적 요인의 절충을 추구한다는 주장이다. 내생적 요인에는 기업의 규모, 기술 수준, 자본력 등이 있으며, 외생적 요인에는 국가의 시장규모, 경제성장률, 규제환경 등이 있다. 이에 해외직접투자는 내생적 요인인 자산 특유성을 바탕으로 현지기업에 비해 높은 생산성과 효율성을 확보한 투자기업이 진출시장의 불완전성 및 불확실성에서 오는 거래비용에 대해 외생적 요인인 내부화를 통해 외국인비용을 극복할 수 있다는 것이다. 이에 따라 해외직접투자는 기업이 해외시장에서 입지우위를 확보하게 되어 생산성 증가와 매출 확대에 이어져 재무성과에 영향을 미칠 것으로 예상된다. Peng(2003)의 제도이론은 기업이 해외시장에서 성공하기 위해서는 현지 제도에 대한 이해와 적응이 필요하다는 주장이다. 현지 제도에는 법률, 규제, 문화 등이 있으며, 이러한 제도 수준은 기업의 수익 및 효율성을 결정할 수 있기 때문에 해외직접투자의 재무성과에 영향을 미칠 것으로 예상된다.

이러한 이론들을 바탕으로 해외직접투자의 재무성과를 분석하고자 하였다. 그리고 재무성과를 구체화하기 위해 수익성, 안정성, 성장성, 활동성 부문으로 구분하였고, 각 재무성과 영역에서 특장적 결과를 검증하기 위해 다음과 같은 가설을 설정하였다.

가설 1: 해외직접투자는 수익성 요인에 정(+)¹의 영향을 미칠 것이다.

1-1: 해외직접투자는 총자산영업이익률에 정(+)¹의 영향을 미칠 것이다.

1-2: 해외직접투자는 총매출액영업이익률에 정(+)¹의 영향을 미칠 것이다.

1-3: 해외직접투자는 자기자본영업이익률에 정(+)¹의 영향을 미칠 것이다.

Dunning(1980)의 절충이론 관점에서 해외직접투자는 기업의 해외시장개척으로 매출 확대가 이루어지고, 기업자원의 내부화를 바탕으로 생산비 절감을 꾀해 수익성에 긍정적 효과가 기대된다. Imbriani et al.(2011) 등은 해외직접투자가 본국 기업의 고용 및 생산성 성장에 미치는 영향을 조사하였는데, 해외직접투자가 제조부문에서 수익성에 긍정적 영향을 미친다고 하였다. 신현대(2011)는 1990년부터 2009년 자료를 사용하여 국내 기업들의 수익성, 활동성, 자본구조를 나타내는 재무비율들과 해외직접투자 분석에서 수익성 비율 중 총자산순이익률과 자기자본순이익률이 유의한 수준에서 정(+)¹의 관계를 보고하였다. 이러한 절충이론과 선행연구를 바탕으로 가설 1을 선정하였다

가설 2: 해외직접투자는 안정성 요인에 정(+)²의 영향을 미칠 것이다.

2-1: 해외직접투자는 현금보유율에 정(+)²의 영향을 미칠 것이다.

2-2: 해외직접투자는 유동비율에 정(+)²의 영향을 미칠 것이다.

2-3: 해외직접투자는 부채비율에 부(-)²의 영향을 미칠 것이다.

해외직접투자 이후 기업은 국내 및 해외시장의 불확실성 증가에 대비하여 단기간에 손실 없이 현금화할 수 있는 현금성 자산을 늘릴 것이다. 또한 일시적인 자금부족으로 인한 외부자금조달 및 보유자산 매각에 따른 손실비용을 회피하고자 유동자산의 비중을 높일 것이다. 한편, 국내 생산시설 이전과 해외 자회사의 국외 자금조달로 국내 모기업의 금융기관 차입 부담이 완화될 것으로 예상된다.

정두식(2012)은 대중국 직접투자를 실행한 상장제조기업 70개사를 표본기업으로 시장조정모형을 이용하여 중장기 투자성과를 검증하였는데, 해외직접투자 기업의 부채비율이 감소하였음을 보고하였다. 이러한 선행연구를 바탕으로 가설 2를 선정하였다.

가설 3: 해외직접투자는 성장성 요인에 정(+)³의 영향을 미칠 것이다.

3-1: 해외직접투자는 해외시장개척으로 매출증가율에 정(+)³의 영향을 미칠 것이다.

3-2: 해외직접투자는 해외시장개척으로 자산증가율에 정(+)³의 영향을 미칠 것이다.

성장성 요인은 일정 기간 기업의 경영 규모 및 성과를 나타내는 중요한 요인이 된다. 기업의 해외직접투자는 해외에 생산기지를 구축함으로써 자회사가 필요로 하는 자본재, 원자재 및 중간재를 수출하는 등 자회사와 연계한 매출 증대와 자회사를 지원하기 위한 모기업의 R&D 등 국내 시설투자 확대로 자산 성장이 예상된다. Navaretti & Castellani(2004)은 해외에 투자한 이탈리아 기업들의 성과분석에서 해외직접투자가 자산증가율에 유의한 영향을 미친다고 하였다. 그리고 정두식(2012)도 해외직접투자가 성장성비율을 개선하는 재무성과를 보고하였다. 이러한 선행연구를 바탕으로 가설 3을 선정하였다.

가설 4: 해외직접투자는 활동성 요인에 정(+의 영향을 미칠 것이다.

- 4-1: 해외직접투자는 총자산회전율에 정(+의 영향을 미칠 것이다.
- 4-2: 해외직접투자는 고정자산회전율에 정(+의 영향을 미칠 것이다.
- 4-3: 해외직접투자는 재고자산회전율에 정(+의 영향을 미칠 것이다.

기업의 활동성은 영업활동 정도를 나타내며, 활동성이 높다는 것은 영업활동이 원활히 수행되고 있고 기업자원이 효율적으로 사용되고 있음을 방증하는 것이다. 해외직접투자는 해외 자회사에 대한 중간재 수출과 모기업과의 연계 매출 확대로 영업활동의 지표인 총자산, 고정자산, 재고자산 등의 회전율에 긍정적 영향이 예상된다. 신현대(2011)는 기업의 활동성을 나타내는 비율에서 재고자산회전율에 대해 정(+의 유의한 결과를 보고하면서 기업의 유지, 성장, 발전을 도모하고자 해외직접투자를 피하는 기업 사례가 많으며 이는 해외직접투자가 기업의 활동성에 긍정적인 영향을 미치는 요인이 된다고 하였다. 그리고 정두식(2012)은 총자산회전율과 고정자산회전율이 증가한 결과를 보고하면서 대중국 직접투자기업들이 적은 재고자산으로 생산 및 판매활동을 효율적으로 관리하고 있다고 하였다. 이러한 선행연구를 바탕으로 가설 4를 선정하였다.

가설 5: 해외직접투자의 재무성과는 중소기업과 대기업에서 다르게 나타날 것이다.

강태구·한영일(2007)은 중국진출 제조기업을 대상으로 기업의 국제화과정을 분석한 결과, 해외사업 경험이 부족한 중소기업은 학습효과와 경험 축적 없어도 선도기업을 추종하거나 대기업의 협력업체로서 해외진출을 피한다고 하였다. 또한,

중소기업은 노동집약적 생산기술을 바탕으로 국내의 노동비용 상승을 피하여 해외의 저렴한 노동력 활용을 목적으로 해외직접투자를 한다고 하였다. 그리고 성연주·정진섭(2017)은 1997년부터 2013년까지 국내기업의 해외직접투자 연구에서 투자대상국의 GDP가 클수록 해외투자가 증가함을 보고하였다. 이는 해외직접투자의 결정에서 시장개척이 주요 목적이 되며, 특히 대기업에서는 국내시장 성장의 한계를 탈피하고자 해외시장 개척을 주목적으로 한다고 하였다.

위의 연구에서 중소기업과 대기업의 해외진출 목적이 다르다는 주장, 그리고 중소기업은 기업규모, 사업경험, 자금조달 능력 등에서 대기업과 구별되는 고유한 특질이 있어 중소기업의 재무정책은 대기업과 다르다는 Welsh & White(1981), Levin & Travis(1987) 등의 연구를 바탕으로 가설 5를 선정하였다.

3.2. 표본 자료

본 연구의 실증분석을 위한 표본기업의 자료는 한국무역투자진흥공사, 금융감독원 전자공시시스템(DART), Fn Guide 등을 통해 추출하였다. 먼저, 해외직접투자기업에 관한 자료는 ‘한국무역투자진흥공사’의 2016년 해외진출기업 Directory에서 해외에 생산법인 형태로 진출한 자회사와 이들의 모기업을 선정하였다. 다음으로 ‘DART’에서 제공하는 해당 기업의 정기사업보고서상 계열회사 현황을 참조하여 1990년부터 2016년까지 최초 해외직접투자 금액과 진출 연도를 얻었다. 그리고 금융정보제공 기업인 ‘Fn Guide’를 활용하여 1990년부터 2021년까지 모기업의 재무자료를 추출하였다.

본 연구의 분석에 필요한 해외직접투자 중소기업과 대기업의 선정기준은 다음과 같다.

- ① 1990년부터 2016년까지 한국무역투자진흥공사의 해외진출기업 Directory 속한 해외생산법인
- ② 2022년도말 현재 한국거래소(유가증권시장, KOSDAQ시장)에 등록된 중소기업²⁾, 대기업³⁾
- ③ 1990년부터 2021년 기간의 재무자료에서 최초투자 후 5년간 재무자료가 완벽한 제조기업⁴⁾

본 연구는 1990년부터 2021년까지 32년을 분석대상 기간으로 하였다. 2016년 한국무역투자진흥공사의 Directory에 속한 해외 진출 11,953개의 사업 단위 중 해외 생산법인을 소유하고 2022년도 말 현재 한국거래소에 상장 또는 KOSDAQ에 등록된 기업을 선정하였다. 이후 연구의 안정성을 위해 간접투자의 비중이 크고 일시적이며 단기적인 해외 진출일 가능성이 큰 금융보험업, 건설, 서비스업 등의 비제조업체를 제외하

2) 중소기업기본법 제2조(2018.8.14.개정) 및 동 시행령 제3조(2017.10.17.개정)에 의해 분류된 중소기업으로 KOSDAQ 등록 기준에 의해 선정된 기업
 3) 중소기업기본법 제2조(2018.8.14.개정) 및 동 시행령 제3조(2017.10.17.개정)에 의해 분류된 중소기업이 아닌 대기업을 의미하며, 증권거래소 상장기준에 의한 대기업
 4) 분석대상기업을 제조업으로 한정된 것은 해외직접투자 기업의 70% 내외로 제조업과 금융보험업의 비중이 높아 연구 목적의 일치와 분석의 일관성을 위해 제조업종만 선택함

고 제조업종 기업만 1,478개를 추출하였다. 그리고 최종적으로 분석 기간에 최초 해외직접투자 후 5년 동안 재무 자료 누락이 없는 중소기업 136개, 대기업 273개, 총 409개 기업을 대상으로 분석하였다.

그리고 본 연구의 기초자료 수집 기간 중 IMF외환위기(1997~2001), 국제금융위기(2007~2008), COVID19(2020~2022) 등의 경제위기 기간이 포함되어 기초자료로 인한 연구 결과의 왜곡 가능성이 있어 기초자료를 재검증하는 과정을 거쳤다. 최종적으로 선정된 409개(중소기업 136개, 대기업 273개) 기초자료를 재검토한 결과, IMF외환위기 18개, 국제금융위기 19개, COVID19 12개 등, 총 49개(중소기업 17개, 대기업 32개) 기업의 기초자료가 해당 일부 기간에 포함되어 있었다. 이는 전체 기초자료 기업 수에 11.9%에 해당하는 숫자로 전체 분석 결과에 미치는 영향은 적을 것으로 판단되었다. 더불어 위의 거시경제 event가 개별 기업에 미치는 긍정적 또는 부정적 영향과 그 기간을 구분하기 어려워 해외투자 후 5개년 기간을 살펴보고(총 6년), 연도별 자료를 pooling 하여 분석함으로써 기초자료의 불안정성을 해소할 수 있었다.

또한, 해외직접투자 효과가 당해 연도에 발생하지 않고 차기 연도 이후부터 발생할 가능성으로 인해 해외직접투자자와 재무성과 사이에 1년간의 시간적 차이(Lagged)를 두고 분석하였다. 그리고 대상기업의 재무성과 영향을 보다 정확히 보기 위해 해외직접투자 후 5개년간 자료를 Pooling 하여 사용하였다. 연도별 자료를 Pooling 한 것은 연도별 횡단면 분석의 시계열적 흐름을 파악할 수 있고, 연도별 자료의 불안정을 낮춰 분석 결과의 신뢰도를 제고할 수 있기 때문이다. Pooling 자료의 수는 중소기업 680개, 대기업 1,365개, 총 2,045개의 자료로 본 연구의 실증분석에 각각 사용하였다.

한편, 분석 자료를 Pooling 하여 시계열-횡단면 혼합분석(Pooled Time Series and Cross Sectional Analysis)을 검증할 경우 오차항에 자기상관성(Auto Correlation)이 발생할 수 있는 문제점이 있어, 각 연도별 자료를 이용하여 횡단면 분석도 함께하였다. 이 결과, 각 연도별 표본분석과 Pooling 자료를 사용한 표본분석 간에 차이가 없어 연도별 표본자료를 Pooling 한 것에 특별한 문제를 찾을 수 없었다.

검증 자료의 실증 분석을 위해 OLS(Ordinary Least Squares)의 회귀분석 방법을 사용하였다. 이 방법에서 설명변수 간 다중공선성(Multicollinearity)이 존재할 경우 최소제곱추정량의 계산이 불가능해지고 추정량의 분산이 크게 나타날 가능성이 있어, 이를 확인하기 위해 각 분석모형별 설명변수 간 분산팽창요인(Variance Inflation Factor: VIF)을 사용 확인하였다. 분석 결과, 모든 변수에서 분산팽창요인(VIF)의 값이 1에 가깝게 나타나 선형회귀분석 실시에 있어 다중공선성의 문제가 제기되지 않은 것으로 판단되었다.

3.3. 변수 및 실증분석 모형

3.3.1. 분석대상 변수

해외직접투자가 재무성과에 미치는 영향을 분석하기 위해 다음과 같이 종속변수, 독립변수, 통제변수를 선정하였다.

해외직접투자의 재무성과를 측정하기 위한 종속변수에는 Navaretti & Castellani(2004), Imbriani et al.(2011), 신현대(2011), 정두식(2012) 등의 연구에서 사용한 변수와 재무성과의 요인으로 사용하는 변수를 참조하여 수익성, 안정성, 성장성, 활동성 등 4가지 요인을 선정하였다.

수익성 요인에는 수익성을 대표하는 변수인 ROA(총자산영업이익률), ROS(총매출액영업이익률), ROE(자기자본영업이익률)를 선정하였다. 선행연구와 다르게 당기순이익 대신 영업이익률을 사용한 것은 기업의 재무활동에 영향을 받지 않는 수익이 영업이익이며, 재무성과에 대한 대부분의 선행연구에서 영업이익이 사용되었기 때문이다.

안전성 요인에는 CASH(현금보유율), CUR(유동비율), LEV(부채비율)을 선정하였고, 성장성 요인에는 SGR(매출액증가율), AGR(총자산증가율)을 선정하였고, 활동성 요인에는 ATR(총자산회전율), FATR(고정자산회전율), IATR(재고자산회전율)을 선정하였다.

독립변수는 OFDI(해외직접투자 금액)를 사용하였다. 해외진출기업의 OFDI는 일회성으로 그치는 경우는 거의 없었으며, 최초 투자이후 여러 차례에 걸쳐 투자가 이루어진다. 이에 독립변수의 일관성을 고려하여 최초 투자금액으로 OFDI를 선정하였다.

통제변수는 종속변수에 사용되지 않는 3가지 요인변수와 기업규모 및 업력을 선정하였다. 종속변수에 사용되지 않는 3가지 요인변수를 통제변수에 사용한 것은 각 변수간 영향력을 통제하여 보다 정확한 분석을 위해서이다. 그리고 기업규모, 업력의 통제변수는 선행연구에서 대부분 사용하는 변수이다.

본 연구를 위해 선정된 종속변수, 독립변수, 통제변수의 구체적 측정방법은 <표 1>과 같다.

<표 1> 분석대상 변수의 측정 방법

변수구분	변수종류	측정 방법	
종속 변수	수익성	ROA(총자산영업이익률)	영업이익/총자산
		ROS(총매출액영업이익률)	영업이익/총매출액
		ROE(자기자본영업이익률)	영업이익/자기자본
	안정성	CASH(현금보유율)	현금 및 현금성자산/총자산
		CASH(현금보유율)	유동자산/유동부채
		LEV(부채비율)	총부채/총자산
	성장성	SGR(매출액증가율)	(당기매출액-전기매출액)/전기매출액
		AGR(총자산증가율)	(당기총자산-전기총자산)/전기총자산
활동성	ATR(총자산회전율)	매출액/평균총자산	
	FATR(고정자산회전율)	매출액/평균고정자산	
	IATR(재고자산회전율)	매출액/평균재고자산	
독립 변수	OFDI(해외직접투자금액)	최초 해외직접투자 금액의 자연로그값	
통제 변수	UFF(미사용 종속변수)	미사용(수익성, 안정성, 성장성, 활동성) 변수	
	SIZE(기업규모)	총자산의 자연로그값	
	AGE(업력)	창업부터 현재까지 연수의 자연로그값	

3.3.2. 실증분석 모형

해외직접투자가 재무성과에 미치는 영향을 검증하기 위해 다음과 같이 4가지 재무요인에 대한 실증분석 모형을 설정하였다. 전체기업에 대한 모형을 우선 검증하고, 중소기업과 대기업 각각의 분석모형을 통해 가설 1, 가설 2, 가설 3, 가설 4, 가설 5를 검증하였다.

① 수익성

$$\sum_{t=1}^5 ROA(ROS, ROE) = \alpha_1 + \beta_{11} OFDI + \beta_{12} \sum_{n=1}^3 UFF(e\alpha t) + \beta_{13} SIZE + \beta_{14} AGE + \epsilon$$

② 안정성

$$\sum_{t=1}^5 CASH(CUR, LEV) = \alpha_1 + \beta_{11} OFDI + \beta_{12} \sum_{n=1}^3 UFF(e\alpha t) + \beta_{13} SIZE + \beta_{14} AGE + \epsilon$$

③ 성장성

$$\sum_{t=1}^5 SGR(AGR) = \alpha_1 + \beta_{11} OFDI + \beta_{12} \sum_{n=1}^3 UFF(e\alpha t) + \beta_{13} SIZE + \beta_{14} AGE + \epsilon$$

④ 활동성

$$\sum_{t=1}^5 ATR(FATR, IATR) = \alpha_1 + \beta_{11} OFDI + \beta_{12} \sum_{n=1}^3 UFF(e\alpha t) + \beta_{13} SIZE + \beta_{14} AGE + \epsilon$$

IV. 실증분석 결과

4.1. 기초 통계량

본 연구의 실증분석에 사용된 표본기업의 기초 통계량은 다음 <표 2>와 같다. 기초 통계량은 분석모형에 포함된 변수를 대상으로 전체기업의 값을 사용하였다. 그리고 표에 제시된 숫자는 최소값, 최대값, 산술평균값, 표준편차를 표시하였다. 해외직접투자가 재무성과에 미치는 각 변수의 특징적인 통계량은 다음과 같다.

종속변수로 사용된 수익성 변수는 ROA(총자산영업이익률) 7.48%, ROS(총매출액영업이익률) 7.58%, ROE(자기자본영업이익률) 575.03%로서 모두 양(+)의 값이었다. 안정성 변수는 CASH(현금보유율) 8.30%, CUR(유동비율) 1.99배였으며 LEV(부채비율) 49.36%이었다. 성장성 변수는 SGR(매출액증가율) 22.13%, AGR(총자산증가율) 23.10%로 양(+)이었다. 활동성 변수는 ATR(총자산회전율) 1.14배, FATR(고정자산회전율) 4.41배, IATR(재고자산회전율) 14.28배로 나타났다.

<표 2> 기업별 변수의 기초통계량

영역	변수	구분*	최소값	최대값	평균	표준편차
수익성	ROA	전체기업	-4.598	.4736	.0748	.0719
		중소기업	-1.578	.4736	.0914	.0773
		대기업	-4.598	.3672	.0666	.0675
	ROS	전체기업	-1.1375	.3741	.0758	.0807
		중소기업	-1.1375	.3624	.1008	.0975
		대기업	-3.820	.3741	.0633	.0675
	ROE	전체기업	-16.5774	7228.7858	5.7503	159.8602
		중소기업	-9.9285	73.7768	2.8249	5.8742
		대기업	-16.5774	7228.7858	7.2077	195.6320
안정성	CASH	전체기업	.0100	.6317	.0830	.0795
		중소기업	.0100	.6317	.1095	.1003
		대기업	.0100	.4949	.0698	.0628
	CUR	전체기업	.1265	25.2839	1.9876	2.0842
		중소기업	.2597	25.2839	2.7855	2.9095
		대기업	.1265	21.7566	1.5901	1.3491
	LEV	전체기업	.0283	.9988	.4938	.2018
		중소기업	.0283	.9684	.4125	.1996
		대기업	.0365	.9988	.5343	.1903
성장성	SGR	전체기업	-9.074	24.2661	.2213	.8450
		중소기업	-6.921	15.9344	.2391	.9233
		대기업	-9.074	24.2661	.2124	.8033
	AGR	전체기업	-6.067	31.2125	.2310	.8364
		중소기업	-5.132	12.6723	.2804	.7103
		대기업	-6.067	31.2125	.2064	.8919
활동성	ATR	전체기업	.0232	5.8005	1.1417	.5399
		중소기업	.1399	5.8005	1.0174	.4979
		대기업	.0232	4.1406	1.2037	.5494
	FATR	전체기업	.0997	186.0021	4.4121	7.4591
		중소기업	.4084	186.0021	5.1817	12.0360
		대기업	.0997	32.4674	4.0287	3.2891
IATR	전체기업	.4846	1687.5544	14.2899	53.2559	
	중소기업	.7769	1687.5544	18.4603	90.1567	
	대기업	.4846	150.3560	12.2123	13.8168	
독립 변수	OFDI	전체기업	1.3802	6.2936	3.4225	.7423
중소기업		1.7243	4.4421	3.1661	.5350	
대기업		1.3802	6.2936	3.5503	.7963	
통제 변수	SIZE	전체기업	6.6704	10.9235	8.1862	.6253
		중소기업	6.6704	8.7995	7.7373	.3636
		대기업	7.1022	10.9235	8.4098	.6081
	AGE	전체기업	.6021	1.9731	1.4921	.2332
		중소기업	.6021	1.9731	1.4032	.2287
		대기업	.8451	1.8976	1.5363	.2226

ROA(총자산영업이익률), ROS(총매출액영업이익률), ROE(자기자본영업이익률), CASH(현금보유율), CUR(유동비율), LEV(부채비율), SGR(매출액증가율), AGR(총자산증가율), ATR(총자산회전율), FATR(고정자산회전율), IATR(재고자산회전율), OFDI(해외직접투자금액), SIZE(기업규모), AGE(업력) 등

5) ROE(자기자본영업이익률) 수치가 높은 것은 영업이익을 사용한 데 기인함

4.2. 가설 검증

4.2.1. 중소기업 결과

해외직접투자가 재무요인에 미치는 성과에 대한 중소기업의 회귀분석 결과는 <표 3>과 같다.

수익성변수에서 해외직접투자가 미치는 영향은 ROA(총자산영업이익률)는 5%내에서 유의한 0.011($t=2.114$), ROS(총매출영업이익률) 1%내에서 유의한 0.022($t=3.090$)로 정(+)의 값을, ROE(자기자본영업이익률) 부(-)의 값을 나타냈으나 유의하지는 않았다. 그리고 통제변수인 SIZE(기업규모)는 ROA(총자산영업이익률) -0.029($t=-3.603$), ROS(총매출영업이익률) -0.047($t=-4.170$)로 부(-)의 값을, ROE(자기자본영업이익률) 2.156($t=3.026$)로 정(+)의 값을 보였고 모두 1% 내에서 유의하였다. AGE(업력)는 ROA(총자산영업이익률) -0.034($t=-2.960$), ROS(총매출영업이익률) -0.055(-3.283), ROE(자기자본영업이익률) -3.798($t=-3.622$)로 1%내에서 유의한 부(-)의 값으로 나타났다. 이는 수익성변수 중 ROA(총자산영업이익률)와 ROS(총매출영업이익률)에서 가설 1의 가설 1-1, 가설 1-2를 지지하는 결과이다.

이러한 결과는 Imbriani et al.(2011)가 해외직접투자에 대해 제조부문 기업의 수익성에 긍정적 영향을 미친다는 것과 신현대(2011)가 총자산순이익률에서 유의한 정(+)의 결과를 보고한 것과 일치하는 결과이다. 중소기업의 해외직접투자는 내부화에 의한 생산비 절감과 더불어 개발도상국의 저렴한 노동력 활용과 무역장벽 극복을 통한 시장확보 등 입지우위 확보로 수익을 창출하기 위한 것이다. 이에 중소기업은 기업 특유의 독점적 우위가 높지 않고 해외 경험이 풍부하지 못한 상태에서 해외직접투자를 실행하게 되었음에도 현지 국가의 저렴한 노동력을 활용하여 새로운 시장에서의 불확실성에 따른 외국인 비용을 극복하고 수익성을 확보한 것으로 보인다.

그리고 중소기업의 규모가 클수록 해외직접투자 기업의 수익성에 부정적이었으며, 업력도 오래수록 수익성에 부정적으로 나타나, 중소기업의 수익성에 대한 기업특유 요인의 영향이 낮았음을 보여주었다.

안정성변수에서 해외직접투자가 미치는 영향은 CASH(현금보유비율), CUR(유동비율)에 정(+)의 값이나 유의하지 않았다. LEV(부채비율)은 부(-)의 값으로 유의하지 않았다. 그리고 통제변수인 SIZE(기업규모)는 CASH(현금보유율)는 0.008($t=0.643$)으로 10%내에서 유의한 정(+)의 값이었으며, CUR(유동비율)에서 정(+)의 값이나 유의하지 않았으며, LEV(부채비율)은 부(-)의 값이나 유의하지 않았다. AGE(업력)는 CASH(현금보유율)는 -0.144($t=-9.048$)로 1% 내에서 유의한 부(-)의 값이었고, CUR(유동비율)은 부(-)의 값이나 유의하지 않았다. LEV(부채비율)은 -0.071($t=-2.183$)로 5% 내 유의한 부(-)의 값을 나타냈다.

이는 안정성 변수에서 가설 2의 가설 2-1, 가설 2-2, 가설 2-3 가설을 지지하거나 기각하지 않았다.

이러한 결과는 정두식(2012)의 해외직접투자로 부채비율이 감소하였다는 주장을 통계적으로 보여주지 않는 결과이다. 다만, 통계적으로 유의하지는 않지만, 중소기업은 해외직접투자

이후 국내 및 해외시장의 불확실성 증가에 따른 일시적 자금 부족에 대비해 유동성을 확보하였고, 국내 생산시설 이전 등으로 모기업의 차입금 부담이 완화된 것으로 보인다.

그리고 중소기업의 규모가 클수록 해외직접투자는 CASH(현금보유율)와 CASH(현금보유율)에는 긍정적이었으며 LEV(부채비율)은 부정적으로 나타나 안정성이 높아졌음을 보여주었다. 업력이 오래수록 해외직접투자는 CASH(현금보유율)에 부정적으로 나타나 유동성이 낮아졌으며, LEV(부채비율)은 부정적으로 나타나 차입금의존도가 낮아졌음을 보여주었다.

성장성변수에서 해외직접투자가 미치는 영향은 SGR(매출액증가율)은 부(-)의 값이나 유의하지 않았고, AGR(총자산증가율)은 5%내에서 유의한 -0.120($t=-2.156$)으로 부(-)의 값이었다. 그리고 통제변수인 SIZE(기업규모)는 SGR(매출액증가율) 0.277($t=2.570$), AGR(총자산증가율)에서 0.299($t=3.338$)로 1% 유의수준에서 각각 정(+)의 값을 나타냈다. AGE(업력)는 SGR(매출액증가율)에서 정(+)의 값을 보였고, AGR(총자산증가율)에서 부(-)의 값이나 각각 유의하지 않았다.

이는 성장성 변수 중 AGR(총자산증가율)에서 가설 3의 가설 3-2를 기각하는 결과이다.

이러한 결과는 Navaretti & Castellani(2004)의 주장에서 해외직접투자가 자산증가율에 유의한 영향을 미친다고 보고한 것과 정두식(2012)이 해외직접투자가 성장성비율을 개선한다는 것과는 다른 결과이다. 김민재·허정(2021)이 한국 제조기업의 해외직접투자와 국내설비투자 관계에 대한 실증분석에서 자본집약도가 높은 기업들과 비교하여 노동집약도가 높은 기업들이 인건비와 같은 국내 노동비용이 더 높아 해외투자를 더 많이 하는 경향이 있다고 하였다. 이에 노동집약도가 상대적으로 높은 중소기업의 경우 노동비용 절감을 위해 생산시설의 해외 이전 또는 대체가 발생함에 따라 국내 모기업의 자산성장률에 부정적인 것으로 보인다.

그리고 중소기업의 규모가 클수록 해외직접투자는 매출액증가율과 총자산증가율에 긍정적이었으며, 업력은 유의성이 없었다.

활동성변수에서 ATR(총자산회전율)은 부(-), FATR(고정자산회전율)은 부(-)의 값을 보였으나 통계적으로 유의하지 않았다. IATR(재고자산회전율)은 정(+)의 값이나 유의하지 않았다. 그리고 통제변수인 SIZE(기업규모)는 ATR(총자산회전율) -0.373($t=-8.238$), IATR(재고자산회전율) -35.547($t=-3.198$)로 1% 유의수준에서 부(-)의 값을, FATR(고정자산회전율)은 유의하지 않는 정(+)의 값을 나타냈다. AGE(업력)는 ATR(총자산회전율), IATR(재고자산회전율)에는 유의하지 않은 정(+)의 값을, FATR(고정자산회전율)에는 유의하지 않은 부(-)의 값을 보였다.

이는 활동성 변수에서 가설 4를 가설 4-1, 가설 4-2를 기각하거나 지지하지 않았다.

이러한 결과는 신현대(2011) 연구에서 해외직접투자가 재고자산회전율에 정(+)의 유의한 결과를 보고한 것과 정두식(2012)이 총자산회전율과 고정자산회전율이 증가한다고 보고

한 것과 다른 결과이다. 통계적으로 유의하지는 않지만 중소기업의 해외직접투자는 활동성에 부정적인 영향으로 나타났다. 이는 중소기업은 해외직접투자를 통해 해외 자회사로의 생산시설의 대체 또는 이전이 이루어진 반면, 국내 모기업의 자본재 및 중간재 수출, 자회사와의 연계매출은 크지 않아 활동성에 부정적인 영향이 나타난 것으로 보인다.

그리고 중소기업의 규모가 클수록 해외직접투자는 ATR(총 자산회전율)에 부정적으로 나타나 모기업의 자산증가에 비해 매출확대가 크지 않았으며 IATR(재고자산회전율)에도 부정적인 영향을 보여 재고자산의 활동성도 낮았다. 업력은 유의적인 영향을 확인할 수 없었다.

<표 3> 중소기업 회귀분석 결과

종속변수 독립변수	수익성			안정성			성장성		활동성		
	ROA	ROS	ROE	CASH	CUR	LEV	SGR	AGR	ATR	FATR	IATR
상 수	.301 ***	.519 ***	-12.302 **	.241 ***	3.241	.853 ***	-2.569 ***	-2.275 ***	3.689 ***	-2.756	270.046 ***
	(4.956)	(5.967)	(-2.251)	(2.755)	(1.196)	(4.759)	(-3.078)	(-3.278)	(10.845)	(-282)	(3.231)
OFDI	.011 **	.022 ***	-1.96	.001	.027	-0.10	-.088	-.120	-.003	-1.119	5.963
	(2.114)	(3.090)	(-.436)	(.075)	(.120)	(-.660)	(-1.324)	(-2.156)	(-.105)	(-1.324)	(.824)
ROA				.515 ***	2.782 (.973)	-7.03 (-3.716)	2.436 (2.841)	-.701 (-.983)	4.959 (15.122)	67.775 (7.198)	-63.334 (-786)
				(5.585)	(.973)	(-3.716)	(2.841)	(-.983)	(15.122)	(7.198)	(-786)
ROS				-.079 (-1.257)	6.080 (3.097)	-3.67 (-2.830)	.695 (1.199)	1.849 (3.835)	-3.053 (-13.304)	-34.788 (-5.280)	-63.165 (-1.120)
				(-1.257)	(3.097)	(-2.830)	(1.199)	(3.835)	(-13.304)	(-5.280)	(-1.120)
ROE				-.001 (-.894)	-.040 (-1.927)	.005 (3.654)	-.016 (-2.600)	-.002 (-.434)	.008 (2.986)	-.060 (-.781)	3.618 (5.499)
				(-.894)	(-1.927)	(3.654)	(-2.600)	(-.434)	(2.986)	(-.781)	(5.499)
CASH	.153 ***	.123 ***	5.325 **				-.198 (-.540)	.302 (.993)	-.315 (-1.953)	3.819 (.825)	-24.242 (-612)
	(5.716)	(3.204)	(2.204)				(-.540)	(.993)	(-1.953)	(.825)	(-612)
CUR	-.001 ***	.000	.001				.004 (.289)	.022 (1.750)	-.011 (-1.700)	.241 (1.265)	-.507 (-311)
	(-1.257)	(.123)	(.011)				(.289)	(1.750)	(-1.700)	(1.265)	(-311)
LEV	-.103 ***	-.137 ***	.730				.755 (3.326)	.700 (3.713)	.114 (1.132)	-2.314 (-.799)	-.486 (-.020)
	(-6.204)	(-5.768)	(.488)				(3.326)	(3.713)	(1.132)	(-.799)	(-.020)
SGR	.018 ***	.012 **	-.480	-.015 **	-.569 ***	.035 ***			.045 *	5.647 ***	2.110
	(4.325)	(2.077)	(-1.311)	(-2.557)	(-3.065)	(2.882)			(1.944)	(8.456)	(.369)
AGR	-.004 *	.013 *	.658	.015 **	.392 *	.002			.017 **	-2.039 **	-1.346
	(-.900)	(1.888)	(1.481)	(2.115)	(1.749)	(.142)			(.571)	(-2.424)	(-187)
ATR	.050 ***	-.010	3.204 ***	-.031 ***	-1.288 ***	.080 ***	.126 (1.395)	.134 (1.782)			
	(8.540)	(-1.172)	(6.126)	(-3.186)	(-4.291)	(4.020)	(1.395)	(1.782)			
FATR	.001 **	.000	-.001	.001 **	.035 ***	-.002 ***	.027 ***	.011 ***			
	(2.459)	(.519)	(-.043)	(2.073)	(3.370)	(-3.115)	(9.133)	(4.622)			
IATR	.000 ***	.000	.010 ***	.000	.000	.000	.000	.000			
	(-1.118)	(-.580)	(4.164)	(-.220)	(.139)	(-.240)	(.255)	(-.089)			
SIZE	-.029 ***	-.047 ***	2.156 ***	.008 *	.082	-.039 ***	.277 ***	.299 ***	-.373 ***	1.272 ***	-35.547 ***
	(-3.603)	(-4.170)	(3.026)	(.643)	(.225)	(-1.611)	(2.570)	(3.338)	(-8.238)	(.979)	(-3.198)
AGE	-.034 ***	-.055 ***	-3.798 ***	-.144 ***	-.555 ***	-.071 **	.092 (.589)	-.051 (-.388)	.040 (.582)	-1.278 (-.643)	7.590 (.446)
	(-2.960)	(-3.283)	(-3.622)	(-9.048)	(-1.128)	(-2.183)	(.589)	(-.388)	(.582)	(-.643)	(.446)
Adj. R ²	.376	.197	.125	.225	.111	.174	.225	.095	.483	.270	.047
Durbin-Watson	1.850 ***	1.954 ***	1.988 ***	1.843 ***	1.968 ***	1.881 ***	2.028 ***	2.105 ***	1.772 ***	1.918 ***	1.944 ***
F값	38.271	11.140	9.816	18.873	8.732	14.035	17.458	6.847	58.598	23.824	4.074

1) ()안의 값은 t-값을 나타내며, ***는 1%, **는 5%, *는 10% 이하의 유의수준을 나타냄
 2) OFDI(해외직접투자금액)는 독립변수이며, SIZE(기업규모), AGE(업력)과 ROA(총자산영업이익률), ROS(총매출액영업이익률), ROE(자기자본영업이익률), CASH(현금보유율), CUR(유동비율), LEV(부채비율), SGR(매출액증가율), AGR(총자산증가율), ATR(총자산회전율), FATR(고정자산회전율), IATR(재고자산회전율) 등은 통제변수를 표시함

4.2.2. 대기업 결과

해외직접투자가 재무요인에 미치는 성과에 대한 대기업의 회귀분석 결과는 다음과 같다(<부록 1> 참조).

수익성 변수에서 ROA(총자산영업이익률)는 $-0.010(t=-4.512)$, ROS(총매출영업이익률)는 $-0.007(t=-2.862)$ 1% 내에서 유의한 부(-)의 값은 나타났다. 반면 ROE(자기자본영업이익률)은 $20.005(t=2.795)$ 로 1% 내에서 정(+)의 값을 가졌다. 그리고 통제변수인 SIZE(기업규모)는 ROA(총자산영업이익률) $0.008(t=2.665)$, ROS(총매출영업이익률) $0.011(t=3.321)$ 는 1% 내에서 각각 정(+), ROE(자기자본영업이익률)에서 정(+), AGE(업력)는 ROE(자기자본영업이익률)는 $-82.092(t=-3.323)$ 으로 1%내에서 유의한 부(-)의 값, ROA(총자산영업이익률), ROS(총매출영업이익률)는 유의하지 않은 부(-)의 값을 나타냈다.

이는 수익성 변수 중 ROA(총자산영업이익률)와 ROS(총매출영업이익률)에서 가설 1의 가설 1-1, 가설 1-2를 각각 반만, ROE(자기자본영업이익률)에서 가설 1-3을 지지하는 결과로 가설 1을 일부 지지하였다.

이러한 결과는 해외직접투자에 대해 신현대(2011)가 매출액 순이익률에서 부(-)의 영향을 자기자본이익률에 정(+)의 영향을 보고한 것과 부합하며, 김성환(2015)이 해외직접투자가 기업의 수익성에 긍정적이었다는 것과는 유사한 결과이다. 전태영(2004)은 해외직접투자 규모결정 요인연구에서 광고선전비 및 연구개발비 수준은 해외직접투자와 관련성이 낮으나 투자 대상국의 GDP 및 관세율이 높을수록 해외직접투자가 많다고 하면서 한국기업의 해외진출 목적이 기업의 기술적 우위보다는 국내시장의 한계와 관세장벽 등을 대응하기 위해 현지시장을 개척한다고 하였다. 또한 김현정(2008)은 1990년대 이후 국내기업의 해외진출에서 고기술업종을 중심으로 개발도상국에 대한 투자가 대거 이루어졌으며, 현지 부품조달 여건이 불비하여 국내의 생산간 수직적 분업관계가 유지되면서 소재, 부품 등 중간재 수출이 증가하였다고 하였다. 이를 종합하여 보면 관세장벽 회피와 해외시장개척 목적의 대기업의 해외직접투자는 산업인프라가 불비한 개발도상국에 소재한 해외 자회사에 대한 소재, 부품 등 중간재의 저가 매출로 자산이익률 및 매출이익률이 하락하였음을 보여주었다. 반면, 시장개척에 따른 매출확대와 현지 저렴한 노동력의 활용으로 자기자본이익률에는 긍정적 영향이 있었음을 나타냈다.

또한, 기업규모가 클수록 수익성에 긍정적 영향이 있었으며, 업력이 오래수록 부정적 영향이 있는 것으로 나타나, 기업의 생산기술이나 마케팅 역량 등 기업특유요인과 내부통제력을 확보한 기업일수록 수익성 확보가 유리하였을 유추할 수 있었다.

안정성변수에서 CASH(현금보유율), CUR(유동비율)은 부(-)의 값이었으나 유의하지 않았고, LEV(부채비율)은 $-0.015(t=-2.258)$ 로 5% 내에서 유의한 부(-)의 값이었다. 그리고 통제변수인 SIZE(기업규모)는 CUR(유동비율)은 $-0.233(T=-3.632)$ 로 1%내에

서 유의한 부(-)의 값이었고 LEV(부채비율)은 1%내에서 유의한 $0.057(t=6.424)$ 로 정(+)의 값을 보였다. AGE(업력)는 CASH(현금보유율)은 $-0.048(t=-6.608)$ 로 1%내에서 유의한 부(-)의 값이었다.

이는 안정성 변수에서 LEV(부채비율)이 가설 2의 가설 2-3을 지지하는 결과이다.

이러한 결과는 정두식(2012)의 연구에서 해외직접투자 기업의 부채비율이 감소하였음을 보고한 것과는 부합하는 결과이다. 이는 대기업의 해외직접투자가 부채비율에 부정적 영향이 나타난 것으로 보아 해외 자회사의 자금조달로 국내 모기업이 차입금 부담이 완화되었음을 유추해 볼 수 있다.

그리고 대기업은 규모가 클수록 유동비율에 부정적 영향을 미쳤으나, 부채비율에는 긍정적인 영향으로 나타나 규모가 큰 기업일수록 해외직접투자에 모기업의 차입금을 활용하였음을 보여주었다. 기업의 업력이 오래수록 현금보유율에는 부정적 영향이 있었다.

성장성 변수에서 SGR(매출액증가율)은 정(+)의 값을 AGR(총자산증가율)은 부(-)의 값이나 모두 통계적으로 유의하지 않았다. 그리고 통제변수인 SIZE(기업규모)는 SGR(매출액증가율)에서 부(-), AGR(총자산증가율)에서 정(+)의 값이었으나 유의하지 않았다. AGE(업력)는 SGR(매출액증가율)은 $-0.252(t=-2.533)$ 으로 5%내에서 유의한 부(-)의 값을 보였고, AGR(총자산증가율)에서 부(-)의 값이나 유의하지 않았다.

이는 성장성 변수에서 SGR(매출액증가율)과 AGR(총자산성장율)이 가설 3의 가설 3-1, 가설 3-2를 각각 지지하지 않는 결과이다. 이는 해외직접투자가 모기업의 매출액증가율과 총자산증가율에 대한 영향에서 유의미한 결과를 보여주지 않았다. 이는 전봉걸·이현진(2015)의 해외직접투자가 국내 투자를 대체하거나 보완한다는 근거를 찾을 수 없다고 한 의견을 지지하는 결과이다.

그리고 대기업의 규모가 해외직접투자가 성장성에 미치는 영향은 유의하지 않았으며, 기업의 업력이 오래수록 매출액증가율에 미치는 영향은 부정적으로 나타났다.

활동성변수에서 ATR(총자산회전율)은 $0.053(t=3.451)$, FATR(고정자산회전율)은 $0.318(t=2.983)$ 으로 1% 내 유의한 정(+)의 값을 보였고, IATR(재고자산회전율)은 부(-)의 값이나 유의하지 않았다. 그리고 통제변수인 SIZE(기업규모)는 ATR(총자산회전율) $-0.168(t=-8.100)$, FATR(고정자산회전율) $-0.829(T=-5.827)$, IATR(재고자산회전율) $-1.875(T=-2.812)$ 로 모두 1% 내 유의한 부(-)의 값을 나타냈다. AGE(업력)는 ATR(총자산회전율), FATR(고정자산회전율)에서 부(-)의 값이나 유의하지 않았고, IATR(재고자산회전율)은 $3.500(T=2.039)$ 로 5%내 유의한 정(+)의 값을 보였다.

이는 활동성 변수에서 ATR(총자산회전율), FATR(고정자산회전율)이 가설 4의 가설 4-1, 가설 4-2를 지지하는 결과이다.

이러한 결과는 정두식(2012)이 해외직접투자가 재고자산회전율은 정(+)을 보인 반면 총자산회전율과 고정자산회전율은 유의성을 발견할 수 없다는 것과 다른 결과이다. 김현정(2008)

의 해외직접투자와 국내투자의 관계 분석에서 1990년대 이후 우리나라에서 국내투자와 해외투자가 고기술업종을 중심으로 개발도상국에 대한 투자가 대거 이루어져 국내외 생산간 수직적 분업관계가 유지될 수 있었다고 하였다. 따라서 대기업의 최초 해외직접투자가 초기 자본재 수출과 해외 자회사에 대한 부품 소재 등 중간재 수출, 자회사와 연계한 매출증가가 이루어져 활동성에 긍정적 영향을 미쳤음을 보여주고 있다.

한편, 대기업의 규모가 해외직접투자의 국내 모기업이 ATR(총자산회전율), FATR(고정자산회전율), IATR(재고자산회전율)의 활동성에 미치는 영향이 부정적으로 나타나 규모가 클수록 국내 모기업의 자산증가 대비 매출액의 증가가 둔화된 것으로 나타났으며, 업력이 오래수록 IATR(재고자산회전율)은 긍정적인 영향으로 나타나 재고자산이 효율적으로 관리됨을 보였다.

4.2.3. 중소기업과 대기업 비교

중소기업과 대기업의 해외직접투자 재무성과 비교는 아래와 같다(<부록 2> 참조).

수익성 변수에서 중소기업은 ROA(총자산영업이익률), ROS(총매출영업이익률)가 각각 1% 유의수준에서 정(+)값을 나타낸 반면, 대기업은 ROA(총자산영업이익률), ROS(총매출영업이익률)에서 1% 내 부(-)의 영향이 나타나 상반된 결과를 보였고, 중소기업의 ROE(자기자본영업이익률)에서 유의성이 없는 부(-)값인 반면, 대기업은 1% 유의수준에서 정(+)의 값을 나타냈다.

수익성 변수에서 ROA(총자산영업이익률)와 ROS(총매출영업이익률)가 가설 5를 지지하는 결과를 보였다.

이러한 결과는 강태구·한영일(2007)의 중소기업 해외진출 목적과 성연주·정진섭(2017)의 대기업 해외진출 목적이 다르며, Welsh & White(1981), Levin & Travis(1987) 등의 연구도 중소기업은 대기업과 구별되는 고유한 특질로 중소기업의 재무정책이 대기업과 다르다는 주장과 부합하는 결과이다.

중소기업은 축적된 자본이 적고 해외 경험이 풍부하지 못한 상태에서 해외직접투자를 하였음에도 개발도상국의 저렴한 노동력을 활용으로 해외시장의 불확실성 증가로 인한 외국인 비용을 극복한 것으로 보인다. 반면 대기업은 국내시장 성장의 한계를 탈피할 목적으로 해외직접투자를 하였으나 현지 소재 및 부품조달의 어려움으로 자회사에 대한 원자재와 중간재 부품의 저가 매출로 총자산영업이익률 및 총매출영업이익률에 부정적이었던 반면, 시장확대와 인건비 절감으로 자기자본영업이익률에서 정(+)의 효과가 발생하여 수익성을 확보한 결과를 보였다.

기업규모에서는 중소기업과 대기업은 1% 유의수준에서 각각 부(-), 정(+)의 값을 보여 서로 달랐다. 중소기업은 규모 클수록 수익성에 부정적인 반면, 대기업은 규모가 클수록 수익성에 긍정적으로 서로 다른 결과를 보였다. 중소기업의 경우 규모가 클수록 현지의 저렴한 노동력 활용의 입지우위 잇점

이 줄어들고, 대기업의 경우 규모 더 커질수록 시장개척에 따른 매출확대로 이익증가가 나타나는 것을 추측해 볼 수 있다. 업력에서는 ROE(자기자본영업이익률)가 1% 유의수준에서 각각 부(-)의 값을 가졌다.

안정성 변수에서 중소기업과 대기업은 CASH(현금보유율)과 CUR(유동비율)에서 통계적으로 유의한 차이를 보여주지는 않았다. LEV(부채비율)에서 대기업만 1% 내에서 유의한 부(-)의 결과였다. 이는 안정성 변수에서 가설 5를 기각하거나 지지하지 않는 결과이다. 그리고 기업규모면서 중소기업은 특이사항이 없었으며, 대기업은 CASH(현금보유율)에서 1% 유의수준에서 부(-)를 LEV(부채비율)에서 정(+)을 보였다. 업력은 CASH(현금보유율)에서 중소기업과 대기업 모두 1% 유의수준에서 각각 부(-)의 값을 보였다.

성장성 변수에서 중소기업만 AGR(총자산증가율)에서 5% 내 부(-)의 유의한 결과가 나타났으나 대기업은 통계적 유의성을 보이지 않았다. 이는 성장성 변수에서 가설 5를 기각하거나 지지하지 않는 결과이다. 그리고 기업규모에서는 중소기업은 1% 유의수준에서 규모가 클수록 성장성에 긍정적이었으나 대기업은 유의성이 없었다. 업력에서는 특징적 결과가 없었다.

활동성 변수에서 중소기업은 유의한 결과가 없었으며, 대기업은 ATR(총자산회전율), FATR(고정자산회전율)에서 1% 내 정(+)의 유의한 결과가 나타났다. 이는 활동성 변수에서 가설 5를 기각하거나 지지하지 않는 결과이다.

그리고 기업규모에서는 중소기업과 대기업에서 ATR(총자산회전율), IATR(재고자산회전율) 모두 부(-)의 결과였다. 업력은 특징적 결과가 없었다.

결국, 수익성 변수의 ROA(총자산영업이익률)와 ROS(총매출영업이익률)에서 중소기업과 대기업의 다른 특성에 따라 재무성과가 다르게 나타났으며, 이는 부분적으로 가설 5를 지지한 결과이다.

V. 결론

기존 연구가 해외직접투자 동기와 결정요인을 탐색하는데 중점을 둔 반면, 본 연구는 해외직접투자가 재무성과에 미치는 영향을 검증하였다. 재무성과 영역을 수익성, 안정성, 성장성, 활동성 부분으로 구분하여 실증 분석하였고, 기업규모와 속성이 다른 중소기업이 대기업과 어떠한 차이를 갖는지를 살펴 보았다.

분석 결과 특징과 시사점을 살펴보면 다음과 같다. 첫째, 수익성 변수에서 중소기업은 ROA(총자산영업이익률)와 ROS(총매출영업이익률)의 유의한 정(+)의 결과, 대기업은 부(-)의 결과가 나타났다. 이는 중소기업에서 가설 1-1, 1-2를 지지하며, 대기업은 기각하는 결과이다. 반면 ROE(자기자본이익률)은 대기업만 유의한 정(+)의 영향으로 가설 1-3을 지지하는 결과이다. 중소기업의 해외직접투자는 ROA(총자산영업이익률)와 ROS(총매출영업이익률)에 유의한 정(+)의 영향은 개발도상국

의 저렴한 노동력 활용한 입지우위 잇점을 통해 수익성 확대를 보여주었고, 대기업의 해외직접투자는 ROA(총자산영업이익률), ROS(총매출액영업이익률)에 대한 유의한 부(-)의 영향을 나타내 해외 현지 여건의 불비에 따른 자회사에 대한 원자재와 부품 등 중간재의 저가 매출로 인한 이익률 하락을 보여주었다. 한편 대기업 ROE(자기자본영업이익률)의 정(+)의 결과는 해외시장개척과 기업의 내부통제력을 활용한 비용절감으로 외국인 비용을 극복하고 수익성이 확보되었음을 보여주었다.

둘째, 안정성 변수에서 대기업의 LEV(부채비율)만 부(-)의 결과가 나타났다. 이는 대기업의 경우 가설 2-3을 지지하는 결과이다. 중소기업에서 CASH(현금보유율)과 CUR(유동비율) 정(+)의 값을 보였으나 유의하지 않았으며, 대기업에서 CASH(현금보유율), CUR(유동비율)에서 부(-)였으나 역시 유의하지 않았다. 대기업에서 LEV(부채비율)는 5% 유의수준에서 부(-)의 값을 보였다. 이는 중소기업이 대기업에 비해 해외시장의 불확실성에 대비하여 유동성 확보에 민감하였으며, 대기업의 경우 해외자회사의 자금조달 등으로 모기업의 차입금 부담이 완화되었음을 보여주었다.

셋째, 성장성 변수에서 중소기업은 AGR(총자산성장율)에서 부(-)의 결과, 대기업은 SGR(매출액증가율), AGR(총자산성장율)에서 유의한 결과가 없었다. 이는 중소기업에서 가설 3-2을 기각하는 결과이다. 중소기업에서 AGR(총자산증가율)의 유의한 부(-)의 결과는 생산시설의 해외 대체 이전으로 국내 자산의 증가율이 낮아졌기 때문으로 보였다.

넷째, 활동성 변수에서 중소기업은 유의한 결과가 없었으며, 대기업에서 ATR(총자산회전율), FATR(고정자산회전율) 모두 정(+)의 결과가 나타났다. 이는 대기업은 가설 4-1, 가설 4-2를 지지하는 결과이다. 이는 대기업에서 중간재 수출과 자회사와 연계한 매출이 확대된 결과로 보인다.

다섯째, 중소기업과 대기업의 재무성과는 수익성 변수에서 각각 다르게 나타났다. 이는 가설 5를 일부 지지하는 결과이다. 중소기업에서 수익성은 ROA(총자산영업이익률)와 ROS(총매출액영업이익률)에서 정(+)의 값을 보였고, 대기업에서 부(-)의 값을 보여 중소기업과 대기업이 다른 결과가 나타났다. 이는 중소기업과 대기업의 해외진출 목적의 동기가 다르고, 재무정책에서도 차이가 있음을 나타낸 결과이다. 그리고 기업규모면에서 수익성에 미치는 영향은 중소기업은 부(-)의 값을 대기업은 정(+)의 값을 보였다. 활동성에 미치는 영향은 중소기업과 대기업 모두 정(+)의 값을 보였다.

업력에서는 중소기업과 대기업이 수익성에서 ROE(자기자본영업이익률), 안정성에서 CASH(현금보유율)이 각각 동일한 부(-)의 값을 보였다.

본 연구에서 밝혀진 최초 해외직접투자의 재무성과는 해외직접투자 시 노동력 절감, 시장개척 등 현지 입지우위 뿐 아니라, 해외시장의 불확실성과 제도적 환경에 따른 외국인 비용을 내부 지배력을 활용한 거래의 내부화로 통제할 수 있는 지를 고려하여야 함을 보여주었다. 또한 해외직접투자가 중소

기업과 대기업의 원가절감과 시장개척 등 해외진출 목적에 따라 국내 모기업의 수익성과 자산 성장에도 영향을 미치는 것으로 나타났다. 한편 해외투자에 따른 부채 부담 및 모기업과 자회사의 연계 매출 증가 등 안정성과 활동성 부분 등에서 중소기업과 대기업은 다른 영향을 나타내고 있어 노동집약적인 중소기업과 자본 집약적인 대기업의 지원이 해외직접투자 관련 정책 입안 과정에서 달라야 함을 시사한다.

이는 중소기업과 대기업의 해외직접투자가 국내 및 해외투자를 통한 성장과 재무성과 창출에 차이가 있고, 해외 자회사와의 연계 활동을 통해 모기업 및 국내 경제에 미치는 영향이 다르게 나타나고 있기 때문이다.

본 연구를 통해 해외직접투자가 재무 요인의 성과를 결정하는 학문적 의미를 제시하였으며, 그리고 중소기업과 대기업의 성장을 위한 정책 입안과 지원 과정에 대한 중요한 제언이 될 수 있을 것이다.

REFERENCE

- 강석민·서민교(2013). 해외직접투자의 결정요인에 관한 실증연구. *무역연구*, 9(7), 245-258.
- 강정은·이재혁(2010). 벤처기업의 특성과 본 글로벌성장: 한국 벤처기업의 창업자, 기술자원, 네트워크를 중심으로. *국제경영연구*, 21(3), 21-46.
- 강태구·한영일(2007). 한국제조기업의 국제화과정 결정요인에 관한 실증 연구. *경영학연구*, 36(11), 91-112.
- 권혁준·이옥주(1999). 해외직접투자 활성화의 필요성과 개선과제. *전국경제인연합회, CER-99-28*.
- 김민재·허정(2021). 한국 제조기업의 해외직접투자자와 국내설비투자 관계에 대한 실증분석. *국제경영연구*, 27(2), 1-26.
- 김성환(2015). 기업의 소유지배형태, 해외 자회사 및 해외직접투자가 기업성과에 미치는 영향. *무역연구*, 11(5), 539-558.
- 김현정(2008). 해외직접투자와 국내투자의 관계 분석. *금융경제연구원 경제분석*, 14(1), 1-41.
- 남현정·손판도(2016). 해외직접투자(FDI)와 기업가치 사이의 관계에 대한 실증연구: 독일과 슬로바키아의 직접투자를 중심으로. *경상논총*, 34(2), 91-106.
- 도영호(2020). 해외투자기업의 국내 고용 및 매출성과에 관한 연구: 대구경북지역 중소제조업을 중심으로. *대구경북연구*, 19(1), 67-84.
- 박근호(2007). 한국 기술기반 중소기업의 국제화 속도 결정요인에 관한 연구. *국제지역연구*, 11(3), 321-349.
- 박역두·권영철(2013). 중소기업의 본 글로벌(Born Global) 결정요인에 관한 연구: 경북지역 벤처 3개사 사례를 중심으로. *국제경영리뷰*, 17(1), 135-153.
- 박태경·전인(2011). 본 글로벌(Born Global) 기업의 국제화 동인에 관한 사례 연구. *기업가정신과 벤처연구*, 14(2), 71-89.
- 성연주·정진섭(2017). 한국 기업의 해외직접투자 결정요인: TPP 국가를 중심으로. *국제경영리뷰*, 21(1), 49-68.
- 신현대(2011). 국내기업의 주요재무비율과 해외직접투자 간의 관련성. *국제회계연구*, 38, 127-142.
- 이시욱(2018). 조세협정 및 조세환경이 해외직접투자에 미치는 효과분석. *사회과학연구*, 44(3), 1-20.
- 이영수(2013). 한국의 해외직접투자가 고용에 미치는 영향 분석. *지*

- 역사학회연구, 21(2), 91-121.
- 이울빈(2017). 참여정부의 해외직접투자(OFDI) 정책 연구: 한국 해외직접투자 정책의 전환. *아세아연구*, 60(2), 340-378.
- 전봉걸·이현진(2015). 국내 기업의 해외직접투자가 국내투자에 미치는 영향: 기업단위 자료를 이용하여. *금융경제연구원 경제분석*, 21(1), 101-124.
- 전태영(2004). 해외직접투자 규모의 결정에 영향을 미치는 요인. *경영학연구*, 33(3), 865-889.
- 정두식(2012). 해외직접투자 기업의 재무성과에 관한 연구: 중국직접투자기업을 중심으로. *국제회계연구*, 43, 321-340.
- 통계청(2023). 국가통계포털 해외직접투자통계. <https://kosis.kr/search/search.do>
- 홍장표(2013). 해외직접투자가 국내 고용에 미치는 영향. *경제발전연구*, 18(1), 115-142.
- Alfaro, L.(2016). Multinational Firms, Value Chains, and Vertical Integration. *NBER Reporter*, 3, 14-19.
- Ameer, W., & Xu, H.(2017). The Long-run Effect of Inward and Outward Foreign Direct Investment on Economic Growth: Evidence from Developing Economies. *Review of Innovation and Competitiveness*, 3(2), 5-24.
- Bloodgood, J. M., Sapienza, H. J., & Almeida, J. A.(1996). The internationalization of new high-potential U.S. Ventures: Antecedents and Outcomes. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 61-76.
- Borin A., & Mancini, M.(2016). Foreign direct investment and firm performance: an empirical analysis of Italian firms. *Review of World Economics*. 152, 705-732.
- Calof, J. L., & Paul W. B.(1995). Adapting to Foreign Markets: Explaining Internationalization. *International Business Review*, 4(2), 115-31.
- Cavusgil, S. T.(1984). Organizational Characteristics Associated with Export Activity. *Journal of Management Studies*, 21(1), 3-22.
- Chen, R., & Martin, M. J.(2001). Foreign Expansion of Small Firms: the Impact of Domestic Alternatives and prior Foreign Business Involvement. *Journal of Business Venturing*, 16, 557-574.
- Chun, B. G., & Yi, H. J.(2015). The Effects of Outward FDI on Domestic Investment in Korea: Using Firm-Level Data, Bank of Korea. *Economic Research Institute*, 21(1), 101-124.
- Coase, R. H.(1937). The nature of the firm. *Economica*, 4, 386-405.
- Debaere, P., Lee, H. S., & Lee, J. H.(2010). It matters where you go: Outward foreign direct investment and multinational employment growth at home. *Journal of Development Economics*, 91(2), 301-309.
- Dhanaraj, C., & Beamish, P.(2004). Effect of Equity Ownership on The Survival of International Joint Ventures. *Strategic Management Journal*, 25(3), 295-305.
- DiMaggio, P. J., & Powell, W. W.(1983). The iron cage revisited: Institutional isomorphism and collective rationality in organizational fields. *American Sociological Review*, 48, 147-160.
- Do, Y. H.(2020). The Performance of Outward Foreign Direct Investment on Domestic Employment and Sales: Evidence from manufacturing SMEs in Daegu and Gyeongbuk. *Journal of Daegu Gyeongbuk Studies*, 19(1), 67-84.
- Dunning, J. H.(1980). Toward an Eclectic Paradigm of International Production: Some Empirical Tests. *Journal of International Business Studies*, 11(1), 9-31.
- Dunning, J. H.(1993). Internationalizing Porter's Diamond. *Management International Review*, 33(1), 7-15.
- Escandon, B., González, C., & Murillo, V.(2013). Factors Determining the Appearance of 'Born global' Companies: Analysis of Early Internationalisation for SMES in Colombia. *Pensamiento & Gestión*, 35, 206-223.
- Gaba, V., Pan, Y. & Ungson, G. R.(2002). Timing of Entry in International Market: An Empirical Study of U.S. Fortune 500 Firms in China. *Journal of International Business Studies*, 33(1), 39-55.
- Gatignon, H., & Anderson, E.(1986). Modes of Foreign Entry: A Transaction Cost Analysis and Propositions. *Journal of International Business Studies*, 29(1), 15-17.
- Hejazi, W., & Pauly, P.(2003). Motivation for FDI and Domestic Capital Formation. *Journal of International Business Studies*, 34(3), 282-289.
- Helpman, E., Melitz, M. J., & Yeaple, S. R.(2004). Export versus FDI with Heterogeneous Firms. *The American Economic Review*, 94(1), 300-316.
- Hijzen, A., Jean, S., & Mayer, T.(2011). The effects at home of initiating production abroad: Evidence from matched French firms. *Review of World Economics*, 147(3), 457-483.
- Hijzen, A., Inui, T., & Todo, Y.(2007). The Effects of Multinational Production on Domestic Performance: Evidence from Japanese Firms. *Research Institute of Economy, Trade and Industry(RIETI)*, Discussion papers 07006.
- Hong, J. P.(2013). An Analysis of the Effect of Foreign Direct Investment on Domestic Firm Investment. *Journal of Korean Economic Development*, 18(1), 115-142.
- Imbriani, C., Pittiglio, R., & Reganati, F.(2011). Outward Foreign Direct Investment and Domestic Performance: the Italian Manufacturing and Services Sectors. *International Atlantic Economic Society*, 39. 369-381.
- Jabbour, L.(2010). Offshoring and Firm performance: Evidence from French manufacturing Industry. *The world Economy*, 33, 507-524.
- Johanson, J., & Vahlne, J.(1977). The internationalization process of the firm: a model of knowledge development and increasing foreign commitments. *Journal of International Business Studies* 8(1), 23-32.
- Johanson, J., & Wiedersheim, P. F.(1975). The internationalization of the firm-four Swedish cases. *Journal of Management Studies*, 12(3), 305-322.
- Jun, T. Y.(2004). Factors Affecting the Foreign Direct Investment Activities of Korean Multinational Enterprises. *Korea Business Review*, 33(3), 865-889.
- Jung, D. S.(2012). A Study on financial performance of the Foreign Direct Investment by Korean Firms in China. *Korea International Accounting Review*, 43, 321-340.

- Kang, J. E., & Lee, J. H.(2010). Ventures' characteristics and born-global propensity: Focusing on Korean ventures' founders, technological resources and networks. *International Business Journal*, 21(3), 21-46.
- Kang, S. M., & Seo, M. K.(2013). Empirical study on the determinants of foreign direct investment. *Journal of International Trade & Commerce*, 9(7), 245-258.
- Kang, T. S., & Han, Y. I.(2007). An Empirical Study on the Determinants of Internationalization Process of Korean Manufacturing Firms. *Korea Business Review*, 36(11), 91-112.
- Kim, H. J.(2008). The Effect of Foreign Direct Investment on Domestic Investment. *Bank of Korea, Economic Research Institute*, 14(1), 1-41.
- Kim, M., & Heo, J.(2021). Empirical Analysis on Relationship between Foreign Direct Investment and Domestic Investment of Korean Manufacturing Firms. *The Korea International Economic Association*, 27(2), 1-26.
- Kim, S. H.(2015). The Effects of Ownership Type, Overseas Subsidiaries, and Foreign Direct Investment on the Profitability of Firms in Korea. *Journal of International Trade & Commerce*, 11(5), 539-558.
- Knight & Cavusgil(2004). Innovation, Organizational Capabilities, and the Born-global Firm Traditional Internationalization theory. *Journal of International Business Studies*, 35, 124-141.
- Korea Statistical Information Service(2023). *KOSIS Homepage*. <https://kosis.kr/search/search.do>, Foreign Direct investment Statistic Data.
- Kwon, H. J., & Lee, O. J.(1999). Necessity and improvement tasks for revitalizing foreign direct investment. *Federation of Korean Industries*, CER-99-28.
- Lee, S. W.(2018). The impact of tax treaties and taxation environments on outward direct investment revisited. *Journal of Social Science*, 44(3), 1-20.
- Lee, Y. S.(2013). Analysis on effects of foreign direct investment of Korea on employment. *Journal of Regional Studies*, 21(2), 91-121.
- Lee, Y. B.(2017). A Study on the Outward Foreign Direct Investment Policy of the Roh, Moo-Hyun Administration. *ASIATIC RESEARCH INSTITUTE*, 60(2), 340-378.
- Levin, R. L., & Travis, U. R.(1987). Small Business Finance: what the Book don't say? *Havard Business Review*, 65(6), 30-32.
- McDougall, P. P., Oviatt, B. M., & Shrader.(2003). A comparison of international and domestic new ventures. *Journal of International Entrepreneurship*, 1, 59-82.
- McDougall, P. P., Shane, S. y., & Oviatt, B. M.(1994). Explaining the Formation of International New Ventures: The Limits of Theories from International Business Research. *Journal of Business Venturing*, 9(6), 469-487.
- Nam, H. J., & Son, P. D.(2016). Does FDI to Germany and Slovakia Countries influence to Korean Firm's Value: Focusing on direct investment in Germany and Slovakia. *Koreanische Zeitschrift fu'r Wirtschaftswissenschaften*, 34(2), 91-106.
- Navaretti, B. G., & Castellani, D.(2004). Does investing abroad affect performance at home? Comparing Italian multinational and national enterprises. *CEPR Discussion Papers* 4284.
- Oviatt, B. M., & McDougall, P. P.(2005). Defining International Entrepreneurship and Modeling The Speed of Internationalization. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 29(5), 537-554.
- Park, G. H.(2007). The Determinants of the Internationalization Speed of Technology-based Small Ventures. *International Area Studies Review*, 11(3), 321-349.
- Park, E. D., & Kwon, Y. C.(2013). A Study on the Determinants of Small and Medium-Sized Born-Global Firms: The Case Study of Three Ventures in KyoungBuk Province. *International Business Review*, 17(1), 135-153.
- Park, T. K., & Jeon, I.(2011). Internationalization of Born Globals and its determinants: a case study. *Advancing Small Enterprise Innovation Research*, 14(2), 71-89.
- Peng, M. W.(2013). Institutional Transitions and Strategic Choices. *Academy of Management Review*, 28(2), 275-296.
- Seong, Y. J., & Jung, J. S.(2017). Determinants of Korean Firm's Outward Foreign Direct Investment: Based on Empirical Test by TPP Countries. *International Business Review*, 21(1), 49-68.
- Shin, H. D.(2011). Relevance of Between major financial ratios and Foreign direct investment in Korean companies. *Korea International Accounting Review*, 38, 127-142.
- UNCTAD(2023). *World Investment Report*. United Nations. Geneva, 3-18.
- Welsh, J. A., & White, J. F.(1981). A Small Business is Not a Little Big Business. *Harvard Business Review*, 59(4), 18-32.
- Williamson, O. E.(1975). Markets and hierarchies: Analysis and antitrust implications. *New York The Free Press*
- Williamson, O. E.(1981). The Modern Cooperation: Origin, Evolution, Attributes. *Journal of Economic Literature*, 19, 1537-1568.
- Yiu, D., & Makino, S.(2002). The Choice between Joint Venture and Wholly Owned Subsidiary: An Institutional Perspective. *Organization Science*, 13(6), 667-683.

부록 1: 대기업 회귀분석 결과

종속변수		수익성			안정성			성장성		활동성		
독립변수	ROA	ROS	ROE	CASH	CUR	LEV	SGR	AGR	ATR	FATR	IATR	
상수	.066 **	.059 **	-37.630	.111 ***	4.249 ***	.022	-0.20	.157	2.099 ***	7.447 ***	14.914 **	
	(2.402)	(2.063)	(-4.26)	(4.382)	(7.546)	(.286)	(-.056)	(.386)	(11.579)	(5.975)	(2.554)	
OFDI	-.010 ***	-.007 ***	20.005	.000	-.075	-.015	.021	-.011	.053 ***	.318 ***	-.320 ***	
	(-4.512)	(-2.862)	(2.795)	(-.191)	(-1.570)	(-2.258)	(.729)	(-.341)	(3.451)	(2.983)	(-.641)	
ROA				.128 **	1.727	-.934 ***	.039	.558	8.248 ***	30.489 ***	39.005 ***	
				(2.356)	(1.437)	(-5.611)	(.053)	(.659)	(25.386)	(13.649)	(3.727)	
ROS				.034	1.235	.116 ***	2.945 ***	.551	-7.377 ***	-27.437 ***	-28.108 ***	
				(.639)	(1.058)	(.715)	(4.212)	(.682)	(-23.000)	(-12.443)	(-2.720)	
ROE				.000	.000	.000	.000	.000	.000	.001 **	.000	
				(-1.313)	(-.279)	(.233)	(.081)	(-.355)	(-.468)	(2.420)	(.024)	
CASH	.122 ***	.120 ***	-114.894				.634 *	.517	1.095 ***	12.707 ***	33.371 ***	
	(4.186)	(3.936)	(-1.220)				(1.683)	(1.190)	(5.578)	(9.416)	(5.278)	
CUR	-.004 **	-.002	-.041				-.012	-.006	-.019 *	.283 ***	-.289 ***	
	(-2.490)	(-1.335)	(-.008)				(-.580)	(-.239)	(-1.669)	(3.655)	(-.799)	
LEV	-.104 ***	-.085 ***	-6.925				.406 ***	.317 *	.457 ***	2.811 ***	11.303 ***	
	(-9.141)	(-7.176)	(-1.88)				(2.700)	(1.827)	(5.698)	(5.093)	(4.371)	
SGR	.016 ***	.019 ***	1.617	.001	-.106 **	.021 ***			.041 **	.058 **	.571 **	
	(7.957)	(9.032)	(.243)	(.737)	(-2.346)	(3.388)			(2.791)	(.575)	(1.207)	
AGR	.004 **	.004 **	-1.924	.001	-.050	.011 **			-.006	.021	-.088	
	(2.150)	(2.089)	(-.325)	(.581)	(-1.277)	(2.023)			(-.448)	(.241)	(-.214)	
ATR	.034 ***	-.012 ***	-39.835	-.019 ***	-.913 ***	.107 ***	.188 ***	-.041				
	(7.452)	(-2.580)	(-2.747)	(-3.846)	(-8.532)	(7.213)	(2.843)	(-.537)				
FATR	-.001 ***	.000	8.008	.006 ***	.121 ***	-.008 ***	-.013	.006				
	(-8.70)	(.229)	(3.447)	(9.701)	(8.239)	(-3.812)	(-1.373)	(.562)				
IATR	.000 ***	.000	.179	.000 ***	-.003 ***	.001 ***	.000	.000				
	(-1.54)	(1.581)	(.438)	(3.667)	(-1.019)	(2.700)	(.303)	(-.017)				
SIZE	.008 ***	.011 ***	14.895	.002	-.233 ***	.057 ***	-.008	.010	-.168 ***	-.829 ***	-1.875 ***	
	(2.665)	(3.321)	(1.518)	(.563)	(-3.632)	(6.424)	(-.205)	(.218)	(-8.100)	(-5.827)	(-2.812)	
AGE	-.013 ***	-.009 ***	-82.092	-.048 ***	.031	.015	-.252 **	-.153	-.036	-.472	3.500 **	
	(-1.708)	(-1.105)	(-3.323)	(-6.608)	(.195)	(.686)	(-2.553)	(-1.348)	(-.677)	(-1.289)	(2.039)	
Adj. R ²	.206	.136	.019	.154	.098	.131	.079	.004	.425	.241	.056	
Durbin-Watson	1.949 ***	1.899 ***	2.002 ***	2.095 ***	1.983 ***	2.006 ***	2.022 ***	1.977 ***	2.007 ***	1.859 ***	2.115 ***	
F값	33.139	20.441	3.380	23.593	14.538	19.755	10.272	1.508	92.474	40.377	8.309	

1) ()안의 값은 t-값을 나타내며, ***는 1%, **는 5%, *는 10% 이하의 유의수준을 나타냄
 2) OFDI(해외직접투자금액)는 독립변수이며, SIZE(기업규모), AGE(업력)와 ROA(총자산영업이익률), ROS(총매출액영업이익률), ROE(자기자본영업이익률), CASH(현금보유율), CUR(유동비율), LEV(부채비율), SGR(매출액증가율), AGR(총자산증가율), ATR(총자산회전율), FATR(고정자산회전율), IATR(재고자산회전율) 등은 통제변수를 표시함

부록 2: 대기업 회귀분석결과

종속변수		수익성			안정성			성장성		활동성		
독립변수		ROA	ROS	ROE	CASH	CUR	LEV	SGR	AGR	ATR	FATR	IATR
OFDI	중소기업	+ **	+ ***	-	+	+	-	-	- **	-	-	+
	대기업	- ***	- ***	+ ***	-	-	- **	+	-	+ ***	+ ***	-
SIZE	중소기업	- ***	- ***	+ ***	+ *	+	-	+ ***	+ ***	- ***	+	- ***
	대기업	+ ***	+ ***	+	+	- ***	+ ***	-	+	- ***	- ***	- ***
AGE	중소기업	- ***	- ***	- ***	- ***	-	- **	+	-	+	-	+
	대기업	-	-	- ***	- ***	+	+	- **	-	-	-	+ **

1) ()안의 값은 t-값을 나타내며, ***는 1%, **는 5%, *는 10% 이하의 유의수준을 나타냄.
 2) OFDI(해외직접투자금액)는 독립변수이며, SIZE(기업규모), AGE(업력) 등은 통제변수를 표시함.

The Effect of Foreign Direct Investment on Corporate Financial Performances: Focused on Comparison between Korean SMEs and Large Enterprises

Maeng, Seon Bae*
Kim, Soon Choul**

Abstract

This study aimed to empirically analyze the effect of Korean companies' FDI(Foreign Direct Investment) on their financial performances, particularly divided into profitability, stability, growth and activity, while comparing distinct financial performances between SMEs(small and medium-sized enterprises) and large enterprises whose corporate attributes are different from each other. As research subjects, this study selected FDI Korean companies from the directory of oversea-expanded companies of KOTRA(Korea Trade-Investment Promotion Agency) and used financial data from a total of 409 companies(136 SMEs and 273 large enterprises) with complete financial data for the first five years after the initial investment out of all the financial data from 1990 to 2021.

The analysis results can be summarized as follows; In the profitability sector, FDI had positive effects on ROA(Return on Assets) and ROS(Return on Sales) of SMEs, while having negative effects on those of large enterprises to the contrary. In the stability sector, FDI had no statistical significance for SMEs, while having significantly negative effect on LEV(Debt to Equity Ratio) of large enterprises. In the growth sector, FDI had significantly negative effect on AGR(Asset Growth) of SMEs, but showed no significant results for large enterprises. In the activity sector, FDI showed no statistical significance for SMEs, while having positive effects on ATR(Asset Turnover Ratio) and FATA(Fixed Asset Turnover Ratio) of large enterprises. In conclusion, it was found that when having made FDI, SMEs and large enterprises showed different financial performances from each other in terms of profitability, stability, growth and activity.

Keywords: FDI, financial performances, SMEs, large companies

* First Author, Doctoral Student, Soongsil University, enterprise_m@naver.com

** Co-Author, Associate Professor, Soongsil University, soon311@ssu.ac.kr