

여유자원의 비선형성에 관한 연구 - 글로벌 금융위기를 중심으로 -

남현정

동명대학교 겸임교수, 제1저자

(hjnarn@tu.ac.kr)

박춘광

동명대학교 교수, 공동저자

(pcg0518@tu.ac.kr)

안요한

동명대학교 교수, 교신저자

(accahn@tu.ac.kr)

본 연구는 국제화에 영향을 미치는 여러 주요 요인들 가운데 여유자원이 국제화에 미치는 영향에 관하여 조사하고자 한다. 구체적으로 글로벌 금융위기 이후의 여유자원이 국제화에 미치는 영향과 여유자원과 국제화 사이의 비선형 관계를 검증하는 것에 연구의 초점을 두었다.

분석을 위하여 2000년부터 2013년까지 최근 14년 동안 유가증권시장의 4,325개의 관측치 393개 기업의 자료를 사용하여 글로벌 금융위기 전후의 결과를 비교하기 위하여 2000-2007년, 2008-2013년으로 분석기간을 분류하였다. 합동(pooled) OLS, 고정효과모형(fixed effect model) 그리고 확률효과모형(random effect model)으로 연구가설에 대한 실증분석을 실시하였고, 하우스만 검증과 F 검증을 통해 고정효과모형을 채택하였다.

분석결과, 글로벌 금융위기 이후 여유자원은 국제화에 정(+)의 유의한 영향을 미치는 것으로 나타났으며, 기업의 과도한 여유자원이 기업의 국제화에 부(-)의 영향을 미치는 것으로 나타났다. 여유자원의 증가는 국제화를 가속화시켜 국제화에 긍정적인 영향을 미치나, 과도한 여유자원은 경영자의 자유재량의 발생으로 국제화에 부정적인 영향을 미치고 있는 것으로 볼 수 있다.

본 연구의 학문적 함의점은 기존의 여유자원에 관한 연구에서 많이 고려하지 못했던, 글로벌 금융위기 이후 기업의 여유자원과 국제화와의 비선형성을 입증함으로써 여유자원에 관한 연구의 폭을 넓힐 수 있었다. 또한 기업의 과도한 여유자원이 최근 과세의 대상이 되고 있다는 점을 감안하면 본 연구의 자료는 기업과 정부를 대상으로 정책적·실무적 시사점을 제공할 수 있는 기회가 될 것이다.

핵심주제어 : 여유자원, 국제화, 비선형성, 고정효과모형, 글로벌 금융위기

I. 서론

2008년 리먼 브라더스 사태로 인한 글로벌 금융위기의 발생은 세계경제 및 국내경제에 영향을 미쳤다(김무성과 주용이, 2013). 양적완화 실시와 환경에 대한 불안감이 더해져 세계기업들의 현금보유량이 급증하였고(홍수용, 2014) 한국기업의 경우 위험관리의 일환으로 많은 양의 여유자원을 보유하고 있다(박상수, 2010). 이 때 기업의 여유자원이 늘어나면 여유자원을 이용하여 해외시장 진출을 높일 수 있는 기회가 될 수 있다(배준우와 배종태, 2003; 남현정과 임병학, 2015). 그러나 1997년 IMF 이후, 기업의 위험관리를 위하여 현금보유를 늘리고 있는 현상이 발생하였으나 기업의 투자 부진이 계속되는 현상이 발견되기도 하였다(김병기, 2007).

현재는 1997년 동아시아 외환위기를 넘어서 글로벌 금융위기가 한국 기업의 국제화에 미치는 영향에 차이가 발생할 수 있다. 또한 기업의 위험관리를 위하여 시장의 환경이 달라졌을 때 시장 환경 극복을 위하여 국제화에 대한 노력이 불가피하다. 자원이 부족한 한국기업은 경제성장을 지향하고, 이를 위하여 수출지향을 목표로 기업은 국제화에 적극적으로 참여하고 있다. 이러한 기업들에게 국제화의 영향을 미치는 요인을 구체적으로 설명할 수 있는 요인에 관한 연구가 필요하다. 그러나 시장환경 변화와 기업의 여유자원은 국제적 성장을 추구하는 기업들에게 중요한 사항임에도 불구하고 기업의 여유자원이 국제화에 미치는 영향에 대한 폭넓은 논의가 없었다(Tseng et al., 2007).

기업의 여유자원은 투자에 대한 불확실성을 낮출 수 있는 효과가 있어 위험관리 차원에서 고려되어지고 있는 반면((Alti, 2003) 대리인 문제가 발생하여 비용의 문제가 야기되기도 한다(Chen, 2008). 여유자원의 크기가 증가할수록 운영역량 부족 및 업무태만 등을 불러올 수 있는 동시에 경영자의 자유재량 발생가능성이 커져 기업의 성장에 부정적인 영향을 미칠 수 있기 때문이다. 따라서 기업의 여유자원은 투자위험을 낮추고 성장을 높일 수 있는 긍정적인 측면과 경영자의 자유재량을 상승시킬 수 있는 부정적인 측면을 갖고 있기 때문에 구간에 따른 비선형적 특징을 가질 수 있다.

따라서 글로벌 금융위기 이후의 과도한 여유자원이 국제화에 미치는 영향을 살펴보기 위하여 여유자원과 국제화간의 비선형적 관계를 검증할 것이다. 추가적으로 글로벌 금융위기를 전후하여 기업의 여유자원과 국제화와의 관련성의 차이가 있는가를 살펴볼 것이다.

본 연구는 학문적·실무적 함의점을 갖는다. 먼저 학문적 함의점으로 기존의 여유자원에 관한 연구에서 많이 고려하지 못했던 글로벌 금융위기와 기업의 여유자원간의 비선형성을 입증함으로써 여유자원에 관한 연구의 폭을 넓힐 수 있을 것이다. 또한 기업의 과도한 여유자원이 최근 과세의 대상이 되고 있다는 점을 감안하면 본 연구의 자료는 기업과 정부를 대

상으로 정책적·실무적 시사점을 제공할 수 있는 기회가 될 것이다.

II. 선행 연구

본 장에서는 지금까지 연구되어지고 있는 기업의 여유자원과 국제화 사이의 관련성과 이를 더욱 확장하여 현금보유의 비선형성이 국제화에 미치는 영향을 조사할 것이다. 연구 수행에 관한 이론적 토대를 구축하기 위하여, 기업의 여유자원과 국제화에 관해 지금까지 연구되어져 왔던 주요한 연구들을 제시할 것이다. 이를 근거로 III장에서 기업의 여유자원이 국제화에 어떠한 영향을 미치는가에 관한 가설을 설정할 것이다.

2.1. 여유자원의 개념

기업의 여유자원(slack resources)은 경쟁우위 확보를 위해 필요한 여러 가지 활동들을 수행하는데 필요한 자원의 양을 넘어선 수준으로 기업이 보유하고 있는 자원으로 정의할 수 있다(김병조, 2011). Bourgeois(1981)은 여유자원으로 잉여비용, 잉여설비 및 잉여자금을 제시하였으며 여유자원은 변화에 대응하여 조직을 성공적으로 변화시킬 수 있도록 하는 완충자원이라고 하였다.

자원준거 이론에 따르면 기업의 여유자원은 혁신을 위한 중요한 원동력이기 때문에(Noria and Gulati, 1996) 새로운 시장을 개척하기 위하여 신규활동을 정착시키기 위한 보다 큰 능력으로 고려되어 진다고 하였다. 또한 행동이론에 따르면 국제화활동은 미래의 변화에 적응을 위한 현재의 운영, 경영관리, 혁신활동 및 적응을 효율적으로 성취하는 것에 도움이 되는 것으로 보고 있다(Ghoshal and Bartlett, 1988).

Geiger and Cashen(2002)는 다양한 형태의 여유자원이 존재하며, 서로 다른 형태의 여유자원은 해외시장의 확장 R&D 투자 등을 포함하여 전략적 위협을 분산시키는 유인이 된다고 하였다. George(2005), Lin et al.(2009), Sharfman et al.(1988), Bergh(1997), Bergh and Lawless(1998), Bromiley(1991), Hitt et al.(1991), Martinez and Artz(2006)은 여유자원을 고재량 여유와 저재량 여유로 구분하였다. 고재량 여유로서 Sharfman et al.(1988)는 현금, 현금 증가물, 외상매출금, 원재료, 등을, George(2005)는 현금 및 현금성 자산의 합을, Martinez and Artz(2006)은 유동비율로 측정하였다. 한편 저재량 여유로서 Bourgeois and Singh (1983) Combs and Ketchen(1999)은 자기자본 대비 부채비율로, Hitt, et al, 1991는 부채 대비 자기자본 비율로 측정하였고 Sharfman et al.(1988)은 숙련노동, 특화된 기계 등

으로 측정하였다.

한국시장을 대상으로 시행된 연구는 일반적으로 여유자원에 대한 다양한 측정을 시도하지 않았기 때문에, 해외의 문헌연구에서 시도된 다양한 방법을 통하여 고재량 여유자원과 저재량 여유자원에 대한 측정이 필요하다.

2.2. 여유자원과 국제화

Myers and Rajan(1998)는 유동자산이 다른 자산보다 경영자 자신의 개인적 이익을 위해 사용되어 질 수 있다고 제시하였고, Jensen(1986)은 경영자가 기업투자의사 결정을 할 때, 재량권을 얻기 위하여 현금을 보유할 유인을 가진다고 주장하였다. Dittmar et al.(2003)은 현금이 외부로 유출될 가능성이 존재한다면, 경영자의 사적 이익을 위한 프로젝트에 투자될 수도 있다고 주장하였다. Opler et al.(1999)는 경영자가 주주들에게 배당지출을 위하여 현금을 기업 외부로 유출시키기보다도 기업내부에 현금을 보유함으로써 발생하는 현금사용에 관한 통제권을 더욱더 선호한다고 주장하였다. Papaionnou et al.(1992)는 경영자가 자신의 특권을 위하여 여유자원을 원한다고 제시하였으며, Dittmar et al.(2003), Chen(2008)은 풍부한 현금이 기업의 경영자에게 과도한 투자를 가능하게 한다고 주장하였다. 반면 여유자원이 기업에 긍정적인 영향을 미친다고 주장하는 여러 연구들도 존재한다. Chen(2008)은 기업의 현금보유 동기가 거래비용으로 인한 결과라고 주장하였으며, Opler, et al.(1999)은 기업이 현금부족의 결과로서 수익성 있는 투자에 대한 기회손실을 피하기 위하여 예방적 차원에서 현금을 보유한다고 주장하였다. 이는 본질적으로 여유자원이 기업의 가치창출을 위한 투자의 수를 늘리고 재무적 손실을 줄여 기업가치를 증대시킬 수 있다고 볼 수 있다. 또한 잠재적 투자를 위해 기업은 많은 양의 현금을 보유하는 것이 필수적이라고 주장한 Boyle and Guthrie(2003)의 견해와도 일치한다.

한편 국제화와 기업가치에 대한 연구로 Buhner(1987)는 기업을 국제화함으로써, 기업은 성장할 수 있는 기회를 마련할 수 있다고 주장하였다. 기업의 국제화라는 성장기회는 기업이 글로벌 시장에서의 다양한 경영활동을 실행하는 과정에서 규모와 범위의 경제, 학습효과 등을 통하여 나타날 수 있으며, 이는 기업을 성장 가능하게 해 줄 수 있게 한다는 것이다. 기업이 국제화를 통하여 해외시장에서 이와 같은 이점을 활용할 수 있다는 가정을 전제로, 1970년대와 1980년대에 행해진 Kim and Lyn(1987)과 Grant, et al.(1988) 등의 연구들은 국제화와 경영성과가 선형적 상관성을 가지고 있는지에 관하여 연구를 진행하였다. 1990년대 이후부터는 이들의 연구와는 달리 기업의 국제화와 경영성과 사이에 비선형적 상관성에 관심을 갖는 연구가 Daniels and Bracker(1999)에 의하여 수행되어졌으며, Ruigrok and

Wagner(2003)는 해외진입 초기 단계에서 발생하는 외국인 투자비용으로 인하여 경영성과와 부(-)의 관련성을 갖다가 시간이 경과할수록 국제화 과정에서 다양한 경험을 통한 학습 효과로 인하여 정(+)의 관련성을 갖는다고 주장하였다.

이처럼 여유자원과 기업가치, 국제화와 기업가치에 관한 연구는 많이 이루어졌으나 기업의 국제화와 기업의 국제화를 위한 선행요인으로 여유자원에 대한 연구가 많이 진행되지는 않았다. 그 중 몇몇 연구들을 살펴보면, Poynter and White(1985)가 해외자회사 관련 전략에서 기업의 여유자원이 기업에 영향을 미친다고 언급하였으나, 여유자원과 기업의 국제화 정도 사이의 직접적인 관계는 밝히지 않았다. Lin et al.(2009)은 대만 증권거래소에 상장된 첨단기술기업을 대상으로 높은 재량적 수준의 여유자원과 재량적 수준의 여유자원이 기업의 국제적 투자기회에 어떤 영향을 미치는 지를 살펴보았다. 여기서의 분석 결과는 높은 재량적 수준의 여유자원이 기업의 국제화 사이에 부(-)의 영향 관계로 나타났지만, 높은 수준의 여유자원을 이차방정식으로 보았을 때, 높은 재량적 수준의 여유자원과 국제화 사이에 U자 관계가 존재한다는 사실도 발견하였다. 이와는 달리 낮은 재량적 수준의 여유자원은 기업의 국제화 정도에 정(+)의 선형관계가 있음을 제시하였다.

또한 Tseng et al.(2007)은 기업이 보유한 높은 수준의 내부자원이 기업의 다국적화에 영향을 준다고 주장하였으며, 이들은 미국 제조 기업을 대상으로 분석한 연구에서, 여유자원과 기업의 국제적 성장 사이에는 역 U자 관계가 있다고 제시하였다. 즉 국제적 성장을 추구하는 기업들은 적당한 수준의 여유자원을 유지하여야 하나, 과도한 여유자원은 운영역량 부족 및 업무태만 등을 나타내는 동시에 국제적 성장을 둔화시킬 수 있다는 사실을 제시하였다.

지금까지의 선행연구들을 종합해보면 Tseng et al.(2007)과 Lin et al.(2009)의 두 연구에서 여유자원의 비선형성 문제를 고려하고 있다. 그러나 Tseng et al.(2007)의 연구는 고재량 여유와 국제화 정도 사이에 역 U자 관계가 존재한다고 하였으나, Lin et al.(2009)의 연구에서는 U자 관계를 주장하는 상반된 결론을 내리고 있다. 이와 같은 결과는 기업의 사용가능한 여유자원과 국제화 사이에는 비선형성이 존재한다는 사실을 시사하고 있다. 따라서 한국 기업의 여유자원과 국제화와의 관련성에 비선형적인 관계가 있는가를 검증할 필요가 있고 어떠한 형태를 취하는지 알아볼 필요가 있다.

2.3. 환경변화

시장환경의 변화가 기업에 영향을 미칠 것이라고 본 연구로 Bradley et al.(2008), Brown and Perterson(2011) 등이 있으며, 국내연구로 안승철 외(2012), 신민식 외(2011), 김무성과 주용이(2013) 등이 있다.

Bradley et al.(2008)의 연구에서는 시장 환경의 변화를 알아보기 위하여 주식시장 상승기와 하락기로 구분하였으며 Brown and Perterson(2011)은 미국시장의 IT 버블을 기준으로시장을 분류하였다.

국내연구로 신민식 외(2011)은 주식시장의 마켓 타이밍을 하락기와 상승기로 분리하였고 김무성과 주용이(2013) 및 안승철 외(2012)는 리먼 브러더스 파산에서 시작된 글로벌 금융위기를 기준으로 2008년 전후로 분류하였다.

지금까지의 선행연구를 종합하여 보면 양적완화 미국기업의 여유자금이 급격하게 상승하였고, 국내기업의 여유자원에도 간접적인 영향을 미치고 있음에 따라 기업의 김무성과 주용이(2013) 및 안승철 외(2012) 등이 제시한 방법론에 따라 글로벌 금융위기 전후로 기업의 여유자원과 국제화간의 관련성을 살펴볼 필요가 있다.

III. 연구가설

3.1. 기업의 국제화와 여유자원 사이의 관련성

국제화가 기업성장에 미치는 영향에 관한 논의는 1980년대부터 시작하여 연구가 진행되었으나(Kim and Lyn, 1986; Grant, et al., 1988; Daniels and Bracker, 1999), 여유자원의 영향을 고려한 연구는 그다지 많이 이루어지지 않았다. 기업의 여유자원은 국제적 성장을 추구하는 기업들에게 중요한 사항임에도 불구하고 기업의 여유자원이 기업의 국제화와 어떻게 관련되어져 있는지 폭넓은 논의가 없었다고 볼 수 있다.

국제화와 여유자원에 관한 연구 중에서 Bourgeois(1981)은 여유자원은 해외 기회의 탐구 혹은 이해를 가능하게 하기 때문에 여유자원이 갖춰지면 기업은 신규전략을 실행할 수 있는 여유를 가져 새로운 시장에 진입할 수 있게 한다고 하였다. Calof and Beamish(1995)는 기업이 보유한 자원변화가 기업의 국제화 상황을 변화시킬 수 있다고 제시하면서, 기업이 충분한 여유자원을 가지고 있다면, 빠르게 국제화가 진행될 수 있다고 주장하였다.

또한 경영자는 자유현금흐름(free cash flow)을 보유하려는 경향이 있기 때문에, 기업의 국제화 전략은 자유현금흐름을 배출하게 하는 통로로써 대리인 문제에 도움이 될 수 있다(Jandik and Makhija, 2005). 따라서 국제화는 기업의 활용하지 않은 자원을 이용하게 함으로써 경영자의 기회주의적 행동을 완화할 수 있다. 경영효율성을 높이기 위한 다각적인 노력의 일환으로 새로운 전략적 기회를 추구할 가능성으로써 기업은 글로벌 투자에 대한 기회를 수용하고자 할 때, 여유자금이 있다면 국제화가 빠르게 일어날 수 있다. 따라서 기업의

현금보유는 국제화에 긍정적인 영향을 미칠 것이라고 제시할 수 있다.

글로벌 금융위기의 발생은 세계경제 및 국내경제에 영향을 미쳤고(김무성과 주용이, 2013), 양적완화 실시와 환경에 대한 불안감이 더해져 세계기업들의 현금보유량이 급증하는 계기가 되었다(홍수용, 2014). 한국기업의 경우 위험관리의 일환으로 많은 양의 여유자원을 보유하게 됨에 따라(박상수, 2010) 늘어난 여유자원을 이용하여 국제화 가능성을 높일 수 있는 기회가 될 수 있을 것이다.

가설1: 현금보유는 국제화에 양(+의 영향을 미칠 것이다.

Kim and Lyn(1987)과 Grant, et al.(1988)은 기업의 국제화와 경영성과 사이에 선형적 상관성이 존재한다고 주장하였다. 기업의 국제화라는 성장기회는 글로벌 시장에서의 다양한 경영활동을 실행하는 과정에서 규모와 범위의 경제, 학습효과 등을 통해 나타날 수 있고, 이것이 기업 성장을 가능하게 해 줄 수 있다고 보았다. 그러나 1990년 이후부터는 국제화와 경영성과에 대한 비선형성에 관한 연구가 이루어졌다.

Daniels and Bracker(1999) 등은 해외진입 초기 단계에서는 외국인 비용이 발생하여 경영성과와 부(-)의 가능성을 가지나 시간이 경과할수록 다양한 경험으로 인한 학습효과로 인하여 정(+의 관련성을 갖는다고 주장하였다. 이처럼 국제화가 기업성과에 미치는 영향에 관한 논의는 1980년 이후 꾸준히 이루어져왔으나, 국제화에 영향을 미치는 여유자원에 대한 연구는 부족한 실정이며, 특히 여유의 다양한 차원을 도입한 연구가 부족한 실정이다.

고재량 여유자원은 초과유동성과 같은 조직의 설계나 특정 소비에 할당되지 않은 자원(Cheng and Kenser, 1997), 현금이나 금융상품의 형태로 조직이 가지고 있는 재정적 보유자원(Greve, 2003), 다양하게 활용될 수 있고 경영자에게 다양한 선택권을 주는 재량권이 높은 자원으로 현금 및 현금 등가물, 외상매출금 등으로 볼 수 있다(Sharfman, et al., 1988). 즉, 고재량 여유자원은 즉각적으로 현금화할 수 있는 자원으로 볼 수 있다.

여유자원은 환경 변화에 대하여 기업을 보호하기 위한 저장고로서의 역할을 하며 특히, 환경의 변화에 대응하여 신규전략의 착수를 가능하게 한다(Tseng et al., 2007). 환경의 변화에서 오는 충격은 외부적인 영향에 대해 반응할 수 있는 자극을 주기도 하기 때문에 기업을 보호하기 위하여 기업의 여유자원이 중요하다. 따라서 최근의 환경변화를 보면 기업의 여유자원을 늘임에 따라 여유자원이 국제화에 미치는 영향이 달라질 수 있다.

경영효율성을 높이기 위한 다각적인 노력의 일환으로 새로운 전략적 기회를 추구할 가능성으로써 기업은 글로벌 투자에 대한 기회를 수용하고자 할 때, 여유자금이 있다면 국제화의 초기 단계에서 국제화가 빠르게 일어날 수 있다(Calof and Beamish, 1995). 따라서 기업의 여유자원이 과도하지 않을 때 국제화에 긍정적인 영향을 미칠 것이라고 제시할 수 있다.

그러나 여유자원과 기업가치와의 연구로서 Harford(1999)는 현금이 풍부한 기업이 인수 합병으로 과도한 지출을 유발하는 가치 파괴적인 활동을 할 가능성이 있다고 주장하였다. 여유자원은 국제화 기회 등을 제공하여 기업에게 혜택을 제공하지만, 과도한 여유자원은 기업에게 있어 비효율성을 준다고 볼 수 있다. 이러한 측면에서 최소한의 필요함을 충족시키고 남은 여유자원분은 자원의 최적화된 활용으로 보기 어렵다(Nohia and Gulati, 1996). 국제적 성장을 추구하는 기업들은 적당한 수준의 여유자원을 유지하여야 하나 과도한 여유자원은 국제적 성장을 둔화시킬 수 있다(Tseng et al., 2007).

따라서 적당한 수준의 여유자원이 유지된 이후에는 대리인 비용이 발생하여 국제화에 비효율을 초래할 수 있다. 글로벌 금융위기 이후에 기업은 위기의 대응책으로서 과도한 양의 현금을 보유하고 있다. 글로벌 금융위기 이후 한국기업의 여유자원이 증가함에 따라 국제화에 긍정적인 영향을 미칠 것이나 여유자원의 과도한 증가는 비효율성의 발생으로 국제화에 부정적인 영향을 미칠 것이라고 제시할 수 있다.

가설2: 고재량 여유자원은 국제화에 역U(비선형)의 영향을 미칠 것이다.

저재량 여유는 부채 대비 자본 비율로서 기업의 차용 가능한 역량의 정도이며(Lin et al., 2009; Bourgeois and Singh, 1983), 추가대출을 통해 조달할 수 있는 미래자원이다(Cheng and Kesner, 1997). 또한 초과비용으로써 기업에 체화되어 있는 자원으로 연구개발을 위한 인력과 설비 등으로 볼 수 있다(Greve, 2003). 저재량 여유는 기업의 자본조달에 대한 역량으로서 지속적인 자본의 투입이 필요한 연구개발비 투자 등을 위한 자본의 조달 능력이다.

고재량 여유와 다르게 저재량 여유는 연구개발과 인력으로써 매몰비용과 조정비용으로 인하여 재무적 제약이 있는 기업, 즉 부채발생이 우려되는 기업의 경우 국제화가 저하될 수 있다. 따라서 저재량 여유가 작을수록 경영자는 국제화에서 비용의 발생을 야기하는 국제화 가능성을 줄여 기업의 위험을 관리하고자 할 것이다. 따라서 저재량 여유가 작은 기업은 수출 혹은 M&A와 같은 국제화 활동이 줄어들 것이다(Lin et al., 2009).

저재량 여유가 낮은 기업에 비교하여 활동적인 전략 활동이 가능하며 해외 시장 위험을 줄일 수 있기 때문에 높은 수준의 저재량 여유를 보유한 기업은 국제화 활동의 적극적인 증가가 가능하다. 따라서 저장 메커니즘으로써 저재량 여유는 기업의 국제화에 긍정적인 영향을 미칠 수 있을 것으로 보인다.

최근 글로벌 금융위기로 인해 세계적으로 기업들의 여유자원의 증가가 일어났으며 한국기업은 저재량 여유로서의 연구개발비가 증가하였다(남현정과 임병학, 2015). 연구개발비는 조정비용과 매몰비용의 발생으로 재무적 제약이 덜한 기업의 경우, 연구개발이 지속되는 특징이 있다. 기업이 지속적인 자금조달 능력을 보유하고 있을 때 연구개발이 유지될 수 있다.

기업은 경쟁우위로서의 기술역량을 높이기 위하여 내부자금을 사용하고자 하며 급변하는 환경에서 기술역량을 높이기 위하여 현금을 축적한다(Brown and Petersen, 2011). 기술혁신은 긴 기간을 두고 수익성이 발생되기 때문에 유동성 관리와 자금의 조달문제가 기술역량 지속성의 핵심사항이 될 수 있다. 따라서 글로벌 금융위기는 불안한 환경의 변화에 대한 대처방안으로 기업의 여유자본을 늘이는 계기가 되었으며 자본조달의 압박이 덜한 상황에서 저재량 여유자원은 기업의 연구개발 등을 통한 경쟁우위의 확보로 국제화에 긍정적인 영향을 미칠 것이다.

가설3: 저재량 여유자원은 국제화에 정(+의 영향을 미칠 것이다.

IV. 방법론 및 조작적 정의

4.1. 방법론

여유자원과 국제화 사이에 관련성을 파악하기 위하여 횡단면 자료와 시계열 자료를 이용하여 합동(pooled) OLS와 패널분석 모형을 이용하여 분석을 실시하였다. 패널분석 모형은 횡단면 분석을 이용한 합동(pooled) OLS를 이용하는 것보다 개체의 동적관계 추정이 가능하며 개체의 관찰되지 않은 이질성 요인을 모형에 고려할 수 있다는 장점이 있다. 또한 이 모형은 더 많은 정보와 변동성을 제공하여 효율적인 추정량을 얻을 수 있고 다중공선성(multicollinearity) 문제를 완화할 수 있다는 장점을 갖는다(Gujarati, 2003).

패널데이터를 실증분석 할 때 이분산(heteroskedasticity) 및 자기상관(autocorrelation)의 존재한다는 가정 하에서 고정효과모형(fixed effects model)을 사용하였다. 합동회귀모형(pooled OLS)은 설명 할 수 없는 요인들이 오차 항에 존재할 수 있으며, 이런 요인들이 설명변수들과의 상호작용을 일으키게 되면, 종속변수에 영향을 미쳐 추정에 편의가 발생한다(Wooldridge, 2006). 따라서 F 검정을 통해 합동회귀모형(pooled OLS)과 고정효과모형(fixed effect model)간에 보다 적절한 모형을 추정하였다.

본 모형은 시간에 따라 변하지 않는 패널의 개체특성을 나타내는 U_i 와 시간과 패널 개체에 따라 변하는 순수한 오차항인 E_{it} 로 구성되어있다. 여기서 오차항 U_i 를 고정효과로 볼 것인지 확률효과로 볼 것인지에 따라 추정방법이 달라진다. 본 연구에서 패널 개체인 한국의 제조산업의 서브섹터는 모집단에서 무작위로 추출된 표본이 아니라 특정 모집단 그 자체이므로 U_i 는 확률분포를 따른다고 할 수 없다. 따라서 오차항 U_i 를 고정효과로 간주한다.

본 연구에서는 오차항 U_i 를 확률변수(random variable)가 아닌 추정해야 할 모수(parameter)로 가정하는 고정효과모형(fixed effects model)은 다음과 같이 표현할 수 있다.

$$Y_{it} = (\alpha + u_i) + \beta x_{it} + e$$

여기서 상수항이 패널 개체별로 서로 다르면서 고정되어 있다고 가정한다. 즉 기울기 모수인 β 는 모든 패널 개체에 대해 서로 동일하지만, 상수항 $(\alpha + u_i)$ 는 패널 개체별로 달라진다.

따라서 H_0 : 모든 i (패널개체별)에 대해 $u_i = 0$ 라는 귀무가설을 검증하는 F 검정을 실시하여 패널 개체의 이질성을 고려한 고정효과 모형과 이질성을 고려하지 않은 합동(pooled) OLS에 비해 일치 추정량을 얻을 수 있는 패널분석이 적절한 모형인가를 검증하였다.

4.2. 변수의 조작적 정의

여기서는 앞에서 제시한 가설 검증을 위하여, 종속변수로 국제화, 설명변수로 고재량 여유, 저재량 여유를 설정하였다. 이 외에도 국제화에 영향을 미칠 수 있는 여러 가지 통제변수들을 설정하였다.

① 국제화

국제화는 기업이 해외에서 발생하는 판매 수익의 정도로 나타낼 수 있다(Elango and Pattnaik, 2007). 강석민(2011)은 기업이 해외진출을 위한 여러 가지 대안들 중에서 수출이라는 경영활동에 대하여 다른 해외진입 방식 보다는 적은 경영자원이 요구되기 때문에 이 대안을 선택한다고 주장하였다. 수출은 가장 기본적인 국제화를 위한 전략적 대안으로 Kim and Lyn(1986), Qian, (2002)의 연구에 따라 기업의 수출액을 매출액으로 나눈 값을 국제화의 대위변수로 사용하였다

Internalization(국제화): 수출액/매출액

② 여유자원 변수

기업의 여유자원은 국제적 성장을 위한 저장고로 본 연구에서는 고재량 여유와 저재량 여유로 분리하여 측정하였다. 먼저 고재량 여유는 현금 및 현금성 자산의 합이 즉각적인 현금화가 가능한 자본 중 하나로서 George(2005)는 현금으로 측정하였으며 Singh(1986)는 현금 및 현금성 자산으로 Greve(2003)는 현금이나 금융상품의 형태로 조직이 갖고 있는 재정적 보유자원으로 여유자원을 고려하였다. Tan and Peng(2003)은 이익잉여금으로 측정하였고

Martinez and Artz(2006)과 Lin et al.(2009)은 유동비율로 측정하였다. 그러나 기업이 자금 압박으로 도산에 직면하는 경우에는 이를 타개하기 위하여 설비자산 등을 처분함으로써 현금을 확보하여 유동비율이 기업도산 직전에 높게 나타날 수 있다는 점을 고려하여 본 연구에서는 본 연구에서 Ginch(1986)의 연구에 따라 현금 및 현금성 자산을 고재량 여유자원 변수로 측정하였다. 규모에 따른 이분산성을 통제하기 위해 (총자산-현금 및 현금성자산)으로 나눈 값을 고재량 여유로 측정하였다.

한편 저재량 여유는 완충적운영에 즉각적으로 자원을 가능하게 하는 것보다 잠재적인 자원으로 볼 수 있다(Hambrick and D'Aveni, 1988). 저재량 여유는 부채(Illinitch and Zeiethaml, 1995), 자기자본 대비 부채 비율(Hambrick et al., 1996), 부채 대비 자기자본 비율 (Martinez and Artz, 2006), 부채 대비 총자산 비율(Graves and Waddock, 1994) 등으로 측정되고 있다. 본 연구에서는 Martinez and Artz(2006)의 연구에 따라 부채 대비 자기자본 비율로 측정하였다.

HighSlack(고재량 여유): {현금 및 현금성자산/(총자산-현금 및 현금성자산)}

LowSlack(저재량 여유): (부채/자기자본)

③ R&D 역량

Schoenecker and Swanson(2002) Eberhart et al.(2004), 김민철과 기현희(2009)는 연구개발비가 신상품 개발, 생산성 증대, 원가절감 등의 기업의 경쟁우위를 위하여 필수적이라고 하였다. R&D 역량에 대한 측정지표는 다양하게 활용되고 있으나, Schoenecker and Swanson(2002)는 연구개발비 지출로 측정함에 따라 본 연구에서는 연구개발비 총액을 매출액으로 나눈 값을 R&D 역량 변수로 사용하였다. 그리고 매출액의 차이로 인한 규모효과와 이분산성(heteroskedasticity)을 통제하기 위하여 투자변수를 매출액으로 나누었다.

R&D(R&D 역량): {개발비(재무상태표)+연구비(손익계산서)+개발비(손익계산서)}/매출액

④ 기업업력(Age)

기업의 연령은 전통적으로 폭넓은 국제화 활동과 관련이 있다. 상장이후 기업활동이 지속된 기간으로 측정하였으며 이분산성을 통제하기 위하여 기업의 연령에 자연로그를 취하였다.

Age(기업업력)= ln(기업업력)

⑤ 기업규모(Size)

기업의 규모는 전통적으로 수출 활동과 관련이 있다(Henderson and Fredrickson, 1996; Carpenter and Fredrickson, 2001). 규모변수는 복잡한 해외 정보를 다룰 수 있는 자원과 능력을 나타낸다고 볼 수 있기 때문에 기업 규모를 통제하였다. Hitt et al.(2006)의 연구에 따라 매출액에 자연대수를 취하였다.

$Size$ (기업규모): $\ln(\text{매출액})$

⑥ 매출액성장률(Growth)

매출액성장률은 과거 성장성 변수이며 국제화에 양(+)의 영향을 미칠 것으로 예상하여 모형에 포함하였으며 당기

매출액에서 전기매출액을 차감한 값에 전기매출액으로 나눈 값을 측정하였다.

$Growth$ (매출액성장률): $(\text{당기매출액} - \text{전기매출액}) / \text{전기매출액}$

⑦ 총자산이익률(ROA)

기업의 성과는 국제화에 영향을 미칠 수 있는 변수이기 때문에(Lin et al., 2009) 통제변수로 설정하였으며 당기순이익을 총자산으로 나눈 값으로 계산하였다.

ROA (총자산이익률): $\text{당기순이익} / \text{총자산}$

4.3 표본선정 및 분석대상 기간

실증분석을 위한 연구대상 기간은 2000년부터 2013년까지의 최근 14년간이며, 유가증권시장의 결산월이 12월말인 기업으로 구성되었다. 금융업은 제조기업과 비교하여 재무상태표와 손익계산서 구성방식이 상이하여 연구의 표본에서 금융업을 제외하였으며 연구대상 기간 중 상장되었거나 혹은 상장폐지되어 14년간의 자료를 모두 갖추지 못한 기업을 연구에 포함하였다. 위의 기준을 적용하여 4325개 관측치 393개 기업의 자료를 확보하였다. 본 연구는 글로벌 금융위기 전후 기간을 구분하여 분석하였고 그 중 글로벌 금융위기 이전 분석에서는 2208개 관측치 321개 기업의 자료가 사용되었고, 글로벌 금융위기 이후 분석에서는 2107개의 관측치 386개 기업의 자료가 사용되었다. 이 자료들은 한국상장사협의회(KLCA)의 TS2000에서 제공하는 재무자료를 이용하여 추출하였다.

V. 실증분석 및 결과

5.1 기술통계량 및 상관관계 분석

앞에서 제시한 가설들을 분석하기에 앞서 본 연구의 모형에 사용된 변수들의 기초통계량을 <표 1>에 나타내었다. 본 연구의 자료는 연구대상 기간 중 14년간의 자료를 모두 갖추지 못한 기업을 연구에 포함한 불균형 패널자료(unbalanced pannel)로 구성되었다.

종속변수인 *Internalization*의 평균은 0.010으로 나타났으며 이는 한국의 상장기업 중 제조기업의 경우 수출액이 매출액 대비 1% 정도에 불과한 것으로 보인다. 설명변수인 *HighSlack*의 평균은 0.064로 나타났으며 이는 총자산 대비 고재량 여유자원이 약 6.4%정도로 볼 수 있다. R&D의 평균은 0.013으로 연구개발비로 매출액 대비 1.3%를 사용하고 있는 것으로 볼 수 있다. *ROA*의 평균은 0.036으로 나타났으며 한국의 상장 제조기업이 총자산대비 약 3.6%정도의 순이익을 갖는다고 볼 수 있다.

<표 1> 주요변수에 대한 기술통계량

Variable	Obs	Mean	Std. Dev.	Min	Max
<i>Internalization</i>	4235	0.010	0.062	0.000	0.969
<i>HighSlack</i>	4235	0.064	0.098	0.000	3.884
<i>LowSlack</i>	4235	1.290	2.604	0.100	5.000
<i>R&D</i>	4235	0.013	0.076	0.000	5.338
<i>Age</i>	4235	2.968	0.710	0.000	4.060
<i>Size</i>	4235	19.335	1.608	13.473	25.788
<i>Growth</i>	4235	0.087	0.315	-1.000	2.597
<i>ROA</i>	4235	0.036	0.115	-3.478	2.842

Internalization: 수출액/매출액, *HighSlack*: 현금 및 현금성자산/(총자산-현금 및 현금성자산), *LowSlack*: 부채/자기자본, *R&D*: {개발비(재무상태표)+연구비(손익계산서)+개발비(손익계산서)}/매출액, *Age*: 기업업력의 자연로그값, *Size*: 매출액의 자연로그값, *Growth*: (당기매출액-전기매출액)/전기매출액, *ROA*: 당기순이익/총자산

다음으로 여유자원이 국제화에 미치는 영향을 규명하기 위하여 고정효과모형을 실시하기에 앞서 각 독립변수에 대한 다중공선성의 가능성을 확인하기 위하여 상관관계 분석을 실시하였으며, 그 결과를 <표 2>에 제시한다. 상관관계 분석결과, 실증분석에 사용할 주요변수

간 상관관계 행렬에서 HighSlack과 HighSlack²에서 다중공선성의 문제가 발생할 수 있을 가능성이 있다. 따라서 Variance Inflation Factor 분석을 추가하였다. 분석결과 모든 VIF 값이 10보다 작은 것으로 나타나 변수간 다중공선성의 문제가 없는 것으로 볼 수 있다.

<표 2> 상관관계 분석

	HighSlack	HighSlack2	LowSlack	R&D	Age	Size	Growth	ROA	VIF
HighSlack	1								4.78
HighCSlack ²	0.887*** (0.000)	1							4.74
LowSlack	0.137*** (0.000)	0.136*** (0.000)	1						8.51
R&D	0.014 (0.517)	-0.006 (0.790)	-0.002 (0.924)	1					1.01
Age	-0.090*** (0.000)	-0.063*** (0.004)	0.018 (0.407)	-0.043 (0.049)	1				1.04
Size	-0.071*** (0.001)	-0.092*** (0.000)	-0.091*** (0.000)	-0.034 (0.124)	0.085*** (0.000)	1			1.10
Growth	0.040* (0.070)	0.018 (0.413)	-0.027 (0.218)	-0.008 (0.701)	-0.111*** (0.000)	0.107*** (0.000)	1		1.03
ROA	0.108*** (0.000)	0.090*** (0.000)	0.149*** (0.000)	-0.040* (0.066)	-0.077*** (0.000)	0.191*** (0.000)	0.072*** (0.001)	1	1.12

Internalization: 수출액/매출액, HighSlack: 현금 및 현금성자산/(총자산-현금 및 현금성자산), LowSlack: 부채/자기 자본, R&D: (개발비(재무상태표)+연구비(손익계산서)+개발비(손익계산서))/매출액, Age: 기업업력의 자연로그값, Size: 매출액의 자연로그값, Growth: (당기매출액-전기매출액)/전기매출액, ROA: 당기순이익/총자산

기초분석으로서 글로벌 금융위기를 전후로 두 집단의 변수들의 차이를 확인하기 위하여 단일변량 분석을 시행하였다. <표 3>에서 종속변수인 Internationalization, 설명변수인 HighSlack, HighSlack² 및 LowSlack 변수에서 글로벌 금융위기 전후 기간이 통계적으로 유의한 차이가 있는 것으로 나타났다. 이러한 결과는 글로벌 금융위기 전후 분석의 유의미한 효과성에 대한 간접적인 증거가 될 수 있다.

<표 3> 글로벌 금융위기 전후의 주요변수의 단일변량분석

Variable	Obs	글로벌 금융위기 전		글로벌 금융위기 후		t 값
		Mean	Std. Dev.	Mean	Std. Dev.	
<i>Internalization</i>	2017	0.011	0.092	0.008	0.080	9.506***
<i>HighSlack</i>	2017	0.068	0.004	0.061	0.004	-2.389***
<i>HighSlack</i> ²	2017	0.007	0.000	0.007	0.000	-1.743***
<i>LowSlack</i>	2017	1.350	3.468	1.210	2.624	1.699***

Internalization(국제화): 수출액/매출액, HighSlack(고재량여유): 현금 및 현금성자산/(총자산-현금 및 현금성자산), LowSlack(저재량여유): 부채/자기자본,

5.2 가설검증 결과

본 절에서는 여유자원과 국제화의 상관관계 분석에서에서 나아가 이들 관련성에서 여유자원과 국제화의 관련성을 규명하기 위해 합동(pooled) OLS와 패널분석의 고정효과모형(fixed effects model) 및 임의효과모형(random effects model)을 사용하여 각 변수간의 관련성을 추정하였다. 또한 환경의 변화함에 따라 기업의 저장고로서의 여유자원이 급속도로 달라진다고 제시한 Tseng et al.(2007) 등의 연구를 토대로 본 연구에서 글로벌 금융위기를 전후로 분류하여 실증분석을 실시하였다. 그 추정된 결과를 <표 4>에 제시하였다.

먼저 분석의 방법으로 합동(pooled) OLS와 고정효과모형(fixed effects model) 중 적절한 방법을 검증하기 위한 F 검증을 실시하였으며, 이때 귀무가설을 받아들인다면 합동회귀를 통한 추정을 선택하고, 귀무가설이 기각되면 패널모형을 선택해야 한다. F 검정 결과, <표 4>의 글로벌 금융위기 이전과 이후 모두에서 F 검정의 결과 값이 1% 유의수준 하에서 귀무가설을 기각할 수 있는 것으로 나타났고, 이에 근거하여 고정효과모형이 적합한 것으로 볼 수 있다. 또한 Hausman 검정 결과, 글로벌 금융위기 이전은 5% 유의수준 하에서 글로벌 금융위기 이후는 1% 유의수준 하에서 귀무가설을 기각하게 되어 패널분석의 고정효과모형을 채택하게 되었다.

먼저 *HighSlack*이 *Internationalization*에 1% 유의수준 하에서 양(+의) 유의한 영향을 미치는 것으로 나타났다. 기업의 여유자원이 국제화에 긍정적인 영향을 미친다고 본 Calof and Beamish(1995)의 연구와 부합된다. 이러한 결과는 기업의 여유자원이 충분할수록 빠르게 국제화가 진행될 수 있다는 간접적 증거가 될 수 있다(가설 1채택).

다음으로 가설 2를 검증하기 위하여 고재량 여유자원과 국제화와의 관련성을 알아본 결과, 고정효과모형에서 *HighSlack*²이 5% 수준 하에서 통계적으로 유의한 부(-)의 영향을

미치는 것으로 나타났다. 이는 여유자원은 국제화에 비선형적인 영향을 미치고 있으며 특히,

<표 4> 여유자원과 국제화에 관한 실증분석 결과

	글로벌 금융위기 이전			글로벌 금융위기 이후		
	pooled OLS	fixed effects model	random effects model	pooled OLS	fixed effects model	random effects model
종속변수:	Internationalization					
계수	-0.062 (-0.63)	0.134 (0.80)	-0.190* (-1.92)	0.006 (0.03)	1.322*** (3.20)	0.614 (2.87)
<i>HighSlack</i>	0.546 (-1.21)	-0.197** (-1.96)	0.945*** (2.94)	0.158 (0.19)	0.682*** (3.03)	-1.600 (-2.18)
<i>HighSlack</i> ²	-0.025 (-2.22)	0.965*** (2.99)	0.001 (0.11)	-0.040*** (-3.74)	-1.778** (-2.35)	-0.022 (-1.72)
<i>LowSlack</i>	0.004 (2.42)	0.002 (0.35)	-0.001 (-0.85)	0.003** (2.42)	-0.006 (-0.39)	0.001 (0.80)
<i>R&D</i>	-0.001 (-1.48)	-0.020 (-0.21)	0.001 (0.88)	0.000 (0.26)	-0.037 (-0.15)	-0.003 (-3.07)
<i>Age</i>	0.020 (4.03)	0.001 (1.05)	0.011 (1.52)	0.003 (0.59)	-0.032*** (-11.23)	-0.012 (-1.59)
<i>Size</i>		0.007 (0.77)	0.000 (0.18)	0.000 (-0.06)	-0.027 (-1.26)	-0.002 (-0.60)
<i>Growth</i>	-0.003 (-0.7)	0.000 (0.22)	-0.002 (-0.10)	0.103 (2.32)	-0.003 (-0.82)	0.095*** (2.58)
<i>ROA</i>	-0.151 (-3.13)	0.002 (0.10)	0.058 (0.42)	0.184** (2.04)	0.077** (2.07)	0.491*** (3.16)
F test		62.52***			7.95***	
Hausman test		18.96**			215.38***	
관측치		2208			2107	
기업수		321			386	

Internalization: 수출액/매출액, HighSlack: 현금 및 현금성자산/(총자산-현금 및 현금성자산), LowSlack: 부채/자기 자본, R&D: (개발비(재무상태표)+연구비(손익계산서)+개발비(손익계산서))/매출액, Age: 기업업력의 자연로그값, Size: 매출액의 자연로그값, Growth: (당기매출액-전기매출액)/전기매출액, ROA: 당기순이익/총자산

역U자 형태를 취하고 있음을 알 수 있다. 이러한 결과는 Tseng et al.(2007)의 연구결과에 부합되며 여유자원의 증가는 국제화를 가속화시켜 국제화에 긍정적인 영향을 미치나, 과도한 여유자원은 경영자의 자유재량의 발생으로 국제화에 부정적인 영향을 미치고 있는 것으로 볼 수 있다(가설 2 채택).

마지막으로 가설 3을 검증하기 위하여 저재량 여유자원과 국제화와의 관련성을 살펴본 결과, 고정효과모형에서 *LowSlack*이 *Internationalization*에 통계적으로 유의한 영향을 미치지 못하는 것으로 나타났다. 글로벌 금융위기 이후 기간에서 저재량 여유자원이 국제화에 정(+)의 영향을 미칠것으로 제시하였으나, 환경의 변화로 인하여 위험투자를 회피하고자 하는 기업의 성향이 반영되어 국제화에 긍정적인 역할을 하지 못하는 것으로 볼 수 있다.

결과적으로 글로벌 금융위기 이후 기업이 즉각적으로 현금화가 가능한 고재량 여유는 기업의 투자리스크를 덜 발생시키기 때문에 국제화에 유의한 영향을 미치는 것으로 볼 수 있다. 그러나 잠재적 여유로서의 저재량 여유자원은 부채 대비 자기자본 비율로서 저재량 여유가 자본조달로서의 기업의 역량으로 볼 수 있으나 국제화 활동이 위험투자로 인식될 수 있기 때문에 국제화에 긍정적인 영향을 미치지 못하는 것으로 볼 수 있다. 즉, 글로벌 금융위기 이후 기업들은 국제화를 위해 보다 안전한 자산을 사용하여 국제화 가능성을 높이고자 하는 것으로 해석할 수 있다.

한편 가설로 설정하지는 않았으나 글로벌 금융위기 이전의 기간에 대해서도 추가적으로 추정한 결과를 <표 4>에 제시하였다. 분석결과 글로벌금융위 이전 기간에서 높은 재량적 수준의 여유자원과 국제화의 관련성 간의 관계는 Lin et al.(2009)의 연구와 부합한 결과가 나타났다. 분석 결과 여유자원이 기업의 국제화 사이에 부(-)의 영향 관계로 나타났지만, 여유자원을 이차방정식으로 보았을 때, 높은 재량적 수준의 여유자원과 국제화 사이에 U자 관계가 존재한다는 사실도 발견하였다.

VI. 결론

6.1 결과의 요약

본 연구에서는 기업의 여유자원이 국제화에 미치는 영향을 알아보기 위하여 국제화에 영

향을 미치는 요인들을 검증하기 위하여 여유자원과 국제화에 관한 세 개의 가설을 설정하여 분석하였다. 전통적으로 국제화 활동과 관련이 있는 변수들인 연구개발, 기업업력, 기업규모, 매출액성장률 및 총자산이익률을 통제변수로 구성하였다.

국제화 패널분석에서 여유자원의 정(+)의 계수를 예측하였으며, 여유자원을 통한 자유 유동성이 국제화에 긍정적 영향을 미칠 것을 예측하였다. 또한 여유자원과 국제화가 비선형 관계를 가질 것을 예측하였으며 특히, 역U자의 관련성을 제시하였다.

이를 규명하기 위하여 2000년부터 2013년까지의 최근 14년간의 자료를 이용하여 유가증권 시장에 상장된 제조 기업을 대상으로 6337개의 관측치, 642개 기업의 자료를 연구에 적용하였다. 그리고 이 자료들을 실증분석하기 위하여 고정효과모형을 이용하여 패널데이터 분석을 실시하였다. 실증분석 결과를 요약하면 다음과 같다.

첫째, 여유자원과 국제화는 양(+)의 관련성이 있는 것으로 나타났다. 둘째, 고재량 여유자원과 국제화 사이에 비선형 효과를 갖는 것으로 나타났다. 즉, 여유자원이 많을수록 국제화를 가속화시키나 반면에 과도한 여유자원은 기업의 국제화를 저하하며, 이것은 기업의 여유자원이 대리인 비용을 발생시켜 기업에 부정적인 영향을 미치는 것으로 제시할 수 있다.

6.2 의의와 한계점

본 연구의 결과는 실무적·학술적 시사점을 줄 것이라 생각된다. 자원이 부족한 한국기업은 경제성장을 지향하고, 이를 위하여 수출지향을 목표로 기업은 국제화에 적극적으로 참여하고 있다. 이러한 기업들에게 국제화의 영향을 미치는 요인을 구체적으로 설명할 수 있는 요인에 관한 연구가 필요하며, 최근 환경을 반영하여 여유자원의 역할에 대한 실무적 시사점을 제공하고 있다.

구체적으로 현금의 유동성 확보가 국제화에 간접적인 영향을 미친다는 본 연구의 결과는 급변하는 환경에서 초과여유자원을 갖는 기업을 대상으로 최근 과세에 대한 관심이 집중되고 있는 사항에서 기업과 정부의 정책에 유용한 자료로 제공될 수 있다. 먼저 여유자원이 기업의 국제화에 긍정적인 영향을 미치고 있음에 따라 내부금융으로써의 현금을 보유함으로써 자본비용을 줄여 완충적 저장고으로써의 여유자원에 대한 현실적인 정책적 접근을 유도할 수 있을 것이다. 그러나 여유자원은 상품의 수출기회를 높일 수 있다는 점에서 기업의 정책 수립에 필요한 사항이나 리스크 관리 차원에서 과도한 양의 여유자원은 기업의 생존의 수단으로 보이기도 하지만, 수출 등 성장으로 연결되지 않은 과도한 양의 여유자원은 기업의 비효율적 구조를 갖게 함과 동시에 과세의 대상이 될 수 있다는 점을 제시할 수 있다.

둘째, 기업의 국제화에 대한 많은 연구들이 설문자료로 실증분석을 시도하는 경향이 있다.

설문분석에서 신뢰도와 타당성을 높이기 위하여 상황에 적합한 측정도구를 개발하고 실증적인 입증을 하고 있으나 응답자의 신뢰성을 확보하기 어렵고 설문문항 방식의 문제점 또한 여전히 존재하고 있는 것이 사실이다. 그러나 본 연구에서는 이러한 방식을 극복하기 위하여 공시된 자료를 사용하여 실증분석을 시도함으로써 분석결과의 신뢰성을 높이고자 하였다. 또한 실증분석에서 오류를 최소화하기 위하여 합동회귀분석 보다는 패널분석을 도입하여 분석함으로써, 분석을 위해 만든 계량화된 자료의 분석결과에 신뢰성을 더하고자 하였다.

마지막으로 본 연구의 연구기간은 2008년 미국발 글로벌 금융위기를 반영하고 있다는 점에서 연구 결과의 시사성을 제공한다고 볼 수 있다. 양적완화로 유발된 유동성 문제를 효율적으로 해결할 가능성을 제공하고 있다. 이와 더불어 본 연구의 실증결과는 글로벌 금융위기라는 시장의 충격 상황에서 여유자원의 중요성을 재고할 수 있는 기회가 될 것이며 이것이 어떠한 시장 위기 상황에서라도 기업의 생존의 문제를 극복 할게 할 수 있는 무기가 될 수 있을 것으로 생각된다.

그러나 본 연구는 앞서 살펴본 연구의 의의에도 불구하고 다음과 같은 한계점을 갖고 있다. 첫째, 한국거래소의 유가증권시장에 상장된 기업들 중 제조기업만을 분석하였으므로 표본의 편의로 인하여 분석의 결과에 한계가 있을 수 있다. 앞으로의 연구에서 표본을 확장하여 산업별 분석을 시도해본다면 보다 보편타당한 결과를 유도할 수 있을 것이다. 둘째, 여유자원을 측정함에 있어 기업의 현금을 사용하였다. 현금은 기존 연구에서 여유자원을 측정하는 대표적인 변수이나 유동자산, 이익잉여금 등의 변수들도 사용되고 있다. 보다 정교한 연구를 위해서는 보다 다양한 측정방법을 개발하여 분석할 필요가 있다.

참 고 문 헌

- 강석민(2011), “기업의 국제화가 경영성과에 미치는 영향,” *국제경영리뷰*, 제15권 제2호, 69-86.
- 김무성·주용이(2013), “글로벌 금융위기 전후 우회상장합병과 일반합병 공시에 대한 시장효율성,” *금융공학연구*, 제12권 제3호, 155-181.
- 김병기(2007), “현금흐름이 현금보유수준 변화에 미치는 영향: 현금성자산증가와 투자부진의 원인 규명을 중심으로,” *산업경제연구*, 제20권 제2호, 619-648.
- 김병조·임주현(2011), “기업의 여유자원이 국제화 정도에 미치는 영향에 관한 중단적 연구: 여유자원의 유형 및 지연효과에 대한 검토,” *국제경영리뷰*, 제15권 제4호, 1-23.
- 박상수(2010), “국내기업의 파생상품 사용특징과 결정요인,” *한국회계학회 학술발표논문집*, 제2010권, 1-29.

- 배준우·배종태 (2003), “우리나라 기술집약적 벤처기업의 국제화 과정과 전략,” *벤처경영연구*, 제6권 제1호, 41-74.
- 신민식·김수은·신찬식 (2011), “기업의 현금보유와 R&D 스무딩 간의 관계,” 제24권 제1호, 157-178.
- 안승철·박기범·장승욱 (2012), “기업의 현금성 자산 보유수준 변화와 결정요인에 관한 연구 -글로벌 금융위기 전·후를 중심으로-,” *한국경영교육학회 학술발표대회논문집*, 323-345.
- 홍수용(2014), 기업 보유현금 503조, 투자 댄 세혜택 확대, *dongA.com*.
- Alti, A.(2003), “How sensitive is investment to cash flow when financing is frictionless,” *Journal of Finance*, 58(2), 707-722.
- Bergh, D.(1997), “Predicting divestiture of unrelated acquisitions: An integrative model of ex ante conditions,” *Strategic Management Journal*, 18(9), 715 - 731.
- Bergh, D., and M. Lawless(1998), “Portfolio restructuring and limits to hierarchical governance: The effects of environmental uncertainty and diversification strategy,” *Organization Science*, 9(1), 87-102.
- Bromiley, P.(1991). “Testing a causal model of corporate risk-taking and performance,” *Academy of Management Journal*, 34(1), 37-59.
- Bourgeois, L.J., and J.V. Singh(1983). “Organizational slack and political behavior within top management teams,” *Academy of Management Proceedings*, Aug(1), 43-47.
- Bourgous, L.J.(1981), “On the Measurement of Organizational Slack,” *Academy of Management Review*, 6(1), 29-39.
- Bradley, D.J., B.C. Jordan, and J.R. Ritter (2008), “Analyst behavior following IPOs: the “Bubble Period” evidence,” *Review of Financial Studies*, 21(1), 101-133.
- Brown J.R. and B.C. Petersen (2011), “Cash holdings and R&D smoothing,” *Journal of Corporate Finance*, 17(3), 694-709.
- Buhner, R.(1987), “Assessing international diversification of West German corporations,” *Strategic Management Journal*, 8(1), 25-37.
- Calof, J.L. and P.W. Beamish(1995), “Adapting to foreign markets: explaining internationalization,” *International Business Review*, 4(2), 115-131.
- Carpenter, M.A. and J.W. Fredrickson(2001), “Top management teams, global strategic posture, and the moderating role of uncertainty,” *Academy of Management Journal*, 44(3), 535-545.
- Chen, Y.(2008), “Corporate governance and cash holdings: Listed new economy versus old economy firms,” *Corporate Governance*, 16(5), 30-42.

- Cheng, J., and I. Kesner(1997). "Organizational slack and response to environmental shifts: The impact of resource allocation patterns," *Journal of Management*, 23(1), 1-18
- Combs, J.G. and D.J. Ketchen(1999). "Explaining interfirm cooperation and performance: Toward a reconciliation of predictions from the resource based view and organizational economics," *Strategic Management Journal*, 20, 867-888.
- Daniels, J.D. and J. Bracker(1999), "Profit performance: Do foreign operation make a difference?" *Management International Review*, 29(1), 45-56.
- Dittmar, A., J. Mahrt-Smith, and H. Servaes(2003), "International corporate governance and corporate cash Holdings," *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 38(1), 11-33.
- Elango, B. and C. Pattnaik(2007), "Building capabilities for international operations through networks: a study of Indian firms," *Journal of International Business Studies*, 38(1), 541 - 555.
- Geiger, S. and C. A. Cashen(2002), "A Multidimensional Examination Of Slack And Its Impact On Innovation," *Journal of Managerial Issues*, 14(1), 68-84.
- George, G.(2005), "Slack resources and the performance of privately held firms," *Academy of Management Journal*, 48(4), 661-676.
- Ghoshal, S. and C. A. Bartlett(1988), "Creation, adoption, and diffusion of innovations by subsidiaries of multinational corporations," *Journal of International Business Studies*, 19(3), 365-388.
- Grant, R.M., A.P. Jammine, and H. Thomas(1988), "Diversity, diversification, and profitability among British manufacturing companies," *Academy of Management Journal*, 31(4), 771-801.
- Greve, H.(2003), "A behavioral theory of R&D expenditures and innovate-ons: Evidence from shipbuilding," *Academy of Management Journal*, 46(6), 685-702.
- Hambrick, D.C., and R.A. D'Aveni(1988). "Large corporate failures as downside spirals," *Administrative Science Quarterly*, 33(1), 1-23.
- Harford, J.(1999), "Corporate cash reserves and acquisitions," *Journal of Finance*, 54, 1969-1997.
- Henderson, A.D., and J.M. Fredrickson(1996), "Information-processing demands as a determinant of CEO compensation," *Academic of Management Journal*, 39(3), 575-606.
- Hitt, M.A., R.E. Hoskisson, R.D. Ireland, and J.S. Harrison(1991). "Effects of acquisitions on R&D inputs and outputs," *Academy of Management Journal*, 34(3), 693-706.
- Hitt, M.A., L. Bierman, K. Uhlenbruck, and K. Shimizu(2006), "The Importance of resources in the internationalization of professional service firms: The good, the bad, and the

- ugly," *Academy of Management Journal*, 49(6), 1137-1157.
- Illnitch, A., and C. Zeithaml(1995). "Operationalizing and testing Gailbraith's center of gravity theory," *Strategic Management Journal*, 16(5), 401 - 410.
- Jandik, T., and A.K. Makhija(2005), "Can diversification create value? evidence from the electric utility industry," *Financial Management*, 34(1), 61-93.
- Jensen, C.M.(1986), "Agency cost of free cash flow, corporate finance, and takeovers," *American Economic Review*, 76(2), 1-14.
- Kim, L.(1997), *Imitation to innovation: The dynamic of Korea's technological learning*, Harvard Business Press.
- Kim, S.W. and E.O. Lyn(1986), "Excess market value. the multinational corporation, and Tobin's q-Ratio" *Journal of International Business Study*, 17(1), 119-125.
- Martinez, R.J. and K. Artz(2006). "An examination of firmslack and risk-taking in regulated and deregulated airlines," *Journal of Managerial Issues*, 18(1), 11-32.
- Myers, S.C. and R.G.. Rajan(1998), "The paradox of liquidity," *Quarterly Journal of Economics*, 113(Jun.), 733-771.
- Lall, S.(1992), "Technological capabilities and industrialization," *World Development*, 20(2), 165-186
- Lin, W. T., K. Y. Cheng, and Y. Liu(2009), "Organizational slack and firm's internationalization: A longitudinal of high-technology firms," *Journal of World Business*, 44(4), 397-406.
- Noria, N. and R. Gulati(1996), "Is Slack Good or Bad for Innovation," *Academy of Management Journal*, 39(5), 1245-1264.
- Opler, T., L. Pinkowitz, R. Stulz, and R. Williamson(1999), "The determinants and implications of corporate cash holdings," *Journal of Financial Economics*, 52(1), 3-46.
- Papaioannou, G.J., E. Strock, and N.G. Travlos(1992), "Ownership structure and corporate liquidity policy", *Managerial and Decision Economics*, 13(4), 315-322.
- Poynter, T.A. and R.E. White(1995), "The Strategies of foreign subsidiaries: Responses to organizational slack," *International Studies of Management and Organizations*, 14(4), 91-106.
- Qian, G.(2002), "Multinationality, product, diversificaion and profitability of emerging US small and medium sized enterprises," *Journal of Business Venturing*, 17, 611-633
- Ruigrok, W. and H. Wagner(2003), "Internationalization and performance: An organizational learning perspective," *Management International Review*, 43(1), 63-83.
- Sharfman, M., G. Wolf, R. Chase, and D. Tansik(1988). "Antecedents of organizational slack," *Academy of Management Review*, 13(4), 601 - .614

- Schoenecker, T. and L. Swanson(2002), "Indicators of firm technological capability: validity and performance implications," *Engineering Management*, 49(1), 36-44.
- Singh, J.(1986). "Performance, slack, and risk taking in organizational decision making," *Academy of Management Journal*, 29(3), 562 - 585.
- Tan, J., and M. Peng(2003). "Organizational slack and firm performance during economic transitions: Two studies from an emerging economy," *Strategic Management Journal*, 24(3), 1249-1264.
- Tseng, C.H., P. Tansuhaj, W. Hallagan, and J. McCullough(2007), "Effects of firm resources on growth in multinationality," *Journal of International Business Studies*, 38(6), 961-974.
- Wooldridge, J.M. (2006), *Introductory econometrics, A modern approach 4E*, South-Western: Cengage Learning, 491-496.
- Wiseman, R.M. and P. Bromiley(1996), "Toward a model of risk in declining organizations: An empirical examination of risk, performance and decline," *Organization Science*, 7(5). 524-543.

