

해외진출 기업 유형의 결정요인 분석: 부패와 정치적 위험 영향을 중심으로

Analysis of Determinants on the Entry Modes of Multinational Firms: Focused on the Effects of Corruption and Political Instability

조 정 환* Jung-Hwan Cho

김 태 황** Tae-Hwang Kim

| 목 차 |

I. 서론	IV. 분석 결과
II. 선행연구 검토 및 가설	V. 요약 및 결론
III. 자료 및 모형	참고문헌
	Abstract

국문초록

본 연구는 투자 대상국의 외부 불확실성이 다국적 기업의 해외진출 유형에 미치는 영향을 실증 분석하였다. 외부 불확실성 요인으로는 투자 대상국의 부패 정도와 정치적 위험 지수를 이용하였고, 해외진출 유형으로는 인수합병(M&A)과 그린필드 FDI(Greenfield foreign direct investment)를 고려하였다. 본 연구의 관심변수인 부패와 정치적 위험과 관련해서는 부패 수준이 낮고 정치적으로 안정될수록 M&A 투자가 증가하는 것으로 나타났다. 그러나 그린필드 FDI와 관련해서는 정치적 안정 변수만이 통계적으로 유의미한 양(+)의 값을 갖는 것으로 분석되었

* 고려대학교 미래성장연구소 연구교수, 제1저자

** 명지대학교 국제통상학과 교수, 교신저자

다. 이에 따라, M&A 유형은 부패와 정치적 위험 수준 모두에 민감하게 반응하지만, 그린필드 FDI는 투자 결과에 따라 사후적으로 매몰비용의 성격을 포함하므로 부패 수준보다는 투자 대상국의 정치적 안정성을 의미있고 강력하게 고려하는 것으로 추론된다.

〈주제어〉 인수합병(M&A), 그린필드 FDI, 부패 수준, 정치적 불안정성

I. 서론

다국적 기업은 해외에 진출할 때 대상 국가 선정(decision to enter) 및 진출 유형 선택(choice of entry mode)과 관련한 외부 불확실성과 정보의 비대칭성 문제에 직면하게 된다. 투자 대상국 정부의 정책 변화와, 정치적 위험, 제도적 불확실성 등의 문제에 민감할 수밖에 없는데 기업의 입장에서는 그러한 외부 불확실성을 사전에 예상하여 계약 조항에 포함시키려고 하며 그렇지 못할 경우에는 통제할 수 없는 제약에 직면할 수도 있기 때문이다(Agarwal, 1992). 진출 대상 국가의 제도가 체계적으로 확립되어 있다면 경제적 활동에 관한 불확실성과 거래비용을 줄이며 거래를 활성화시킬 수 있지만 만약 제도가 체계화되지 못한 환경이라면 다국적 경영 활동을 제한하는 요소로 작용할 수 있다(Meyer, 2001).

진출 시장에 대한 정보의 비대칭성은 합작투자나 인수방식의 투자를 통해서 완화할 수 있으나 여전히 상대 기업에 대한 무지로 인하여 정보의 비대칭성 문제를 완전히 해소하는 것은 불가능하다(Bhaumik and Gelb, 2005). 정보의 비대칭성을 이용하여 거래 상대방이 기회주의적 행태를 보일 경우 인수합병으로 인한 기술 유출이 우려된다.

외부 불확실성과 정보의 비대칭성 문제는 기업의 거래비용을 증가시키기 때문에 투자 여부의 판단뿐만 아니라 해외시장 진출 시, 자회사에 대한 소유권 및 경영 통제의 범위를 어디까지 설정할 것인지에 대한 판단, 즉 진출 유형에 대한 경영 판단이 사전적으로 중요하다. 기업의 진출 유형은 경영 성과에도 상당한 영향을 미칠 수 있다(Demirbag et al., 2008).¹⁾ 부패가 만연한 국가에서의 정책 자의성과 정치적 위험으로부터 파생되는 손실은 과실송금의 제한에서부터 극단적으로는 자산몰수의 손실까지 감수해야하기 때문이다.

1) 기업의 해외시장 진출 유형은 첫째, 수출과 라이선싱을 통해서 지분을 소유하지 않고 진출할 수 있고 둘째, 지분 소유를 기반으로 진출할 수도 있는데 지분 소유 정도에 따라 단독투자(wholly owned subsidiary, WOS)나 합작투자(joint venture, JV) 방식으로 구분된다. 유형에 따라서는 해외시장의 기존 기업을 인수(acquisition) 또는 합병(merger)하거나 자회사를 신설하여 시설과 설비의 초기투자에서부터 시작하는 그린 필드 투자(greenfield investment)를 통해서 진출할 수도 있다.

본 연구에서는 외부 불확실성으로 인지된 정치적 위험 또는 부패 문제에 직면하는 다국적 기업의 진출 유형에 대한 결정요인을 분석하고자 한다. 부패와 정치적 위험은 거래 비용을 발생시켜 기업의 진출 유형과 경영 성과에 영향을 줄 수밖에 없기 때문에 그러한 문제가 더욱 심각하게 표출될 수 있는 환경으로, 부패 정도와 정치적 불안정성을 외부 위험으로 고려하고자 한다.²⁾

이러한 맥락에서 본 연구는 부패 정도와 정치적 위험 요인이 다국적 기업의 해외 진출 방식인 인수합병(M&A) 또는 그린필드 FDI 결정에 유의미한 영향을 미칠 수 있는지를 실증적으로 분석하는데 목적이 있다. II장에서 다국적 기업의 진출 유형의 결정요인에 관한 선행연구를 고찰한 후 III장에서는 기업의 진출 유형에 영향을 미치는 외부 불확실성 요인으로 부패와 정치적 위험 영향을 검증하기 위한 모형을 설정하고 자료를 분석하였다. IV장에서는 실증 분석 결과와 정책점 함의를 제시하였다.

II. 선행연구 검토 및 가설

기업이 해외시장에 진출하는 방법은 수출, 라이선싱, 합작투자, 단독투자 방식 등이 있으며, 기업의 소유 지분과 자원 투입에 따라 다양한 양상을 나타낸다(Agarwal,1992).³⁾ 수출과 라이선싱을 활용하여 진출할 것인지 또는 지분 투자 방식으로 해외시장에 진출할 것인지에 대한 결정 이후에도, 지분 투자 방식으로 진출하고자 한다면 기존 기업을 인수할 것인지 아니면 합병할 것인지, 또는 새로운 기업을 설립할 것인지에 대한 2차 결정을 내려야 한다(Harzing, 2002). 그린필드 투자 방식은 신규 생산시설 설립을 통한 진출 방식으로써 M&A 투자 유형과는 구조, 절차, 전략적 선택 요인의 측면에서 차이가 있다(Bertrand et al., 2007).

기업의 진출 유형 결정의 근간에는 외국 시장 진출에 따른 외부 불확실성과 정보의 비대칭성 문제가 상존한다. 외부 불확실성은 정치적 불안정성, 경제적 변동, 환율 변동 등 다양한 형태를 취할 수 있다(Herring, 1983). 그리고 정보의 비대칭성은 외국 시장과 제도에 대한 정보의 편중에서 비롯되는 문제로, 거래 상대방의 기회주의적 행태로 인한

2) 정보의 비대칭성 문제와 합작 대상 기업의 기회주의적 행태가 결합될 때 기술유출과 영업비밀이 누설될 가능성이 크기 때문에 그러한 위험을 사전에 회피하거나 방지하고자 하는 기업은 인수합병 또는 그린필드 방식의 진출 유형을 고려할 필요가 있다.

3) 예를 들어 수출과 라이선싱 방법을 통해서 현지 시장에 진입할 경우에는 현지 기업과 소유 지분을 나눌 필요가 없고 자원 투입(resource commitment)도 많지 않을 수 있다. 그러나 합작투자는 소유 지분을 현지기업과 일정 부분 나누어야 하고 단독투자의 경우는 자원 투입이 많은 진출 방법이다.

손실이 발생할 가능성을 높인다. 따라서 외부 불확실성과 정보의 비대칭 문제로 인한 거래비용 증가는 기업의 진입 유형 결정에 영향을 미칠 수 있으며 결과적으로 투자 성과에도 영향을 미칠 수 있다. 이러한 관점에서 외부 불확실성과 정보의 비대칭성이 기업의 진입 유형에 미치는 영향을 연구한 선행연구로는 다음과 같다.

Agarwal(1992)은 미국의 임대 산업 부문의 기업을 설문조사하여 기업의 진입 방식에 영향을 미치는 요인이 무엇인지를 분석하였다. 분석 결과에 의하면 기업의 규모가 크고 다국적 기업일수록 합작투자 방식을 선호하는 것으로 나타났지만, 기업이 인지한 계약 위험과 투자 위험이 높을수록 거래 당사자의 기회주의적 행태가 증폭될 수 있으므로 합작투자 방식을 선호하지 않는 것으로 분석되었다.

Smarzynska and Wei(2000)는 동유럽과 구소련에 진출한 기업을 대상으로 부패 수준이 외국인 직접투자의 결정과 기업의 진입 방식에 미치는 영향을 연구한 결과, 부패 수준이 높을수록 외국인 직접투자는 감소하는 경향이 있고 단독투자보다는 합작투자 방식으로 진출할 가능성이 높은 것으로 분석하였다. 하지만 진출 기업이 높은 기술 수준과 우수한 마케팅 기법을 보유하고 있다면 합작투자보다는 단독투자를 선호하는 것으로 나타났다.

Henisz(2000)는 투자 대상국의 제도적인 환경이 시장 진입 방식에 미치는 영향을 분석하였다. 자산 특수성(asset specificity)을 보유한 기업이 투자 대상국의 정치적 위험에 노출된 정도가 클수록 다지분 방식보다는 소지분 투자 방식의 합작투자 방식을 선호하는 경향이 있는 것으로 나타났다. 그 이유는 정치적 위험에 노출된 정도가 클수록 투자 대상국의 정치적 환경에 익숙한 현지 기업과의 파트너십을 통해서 정치적 위험을 내부화 하기 때문이었다.

Luo(2001)의 연구에서도 마찬가지로 중국에 진출한 해외 기업들은 정부의 간섭 정도와 경제 내 불확실성이 증가할수록 단독투자보다는 합작투자 방식을 선호하는 경향이 있는 것으로 나타났다. 또한 개방경제 지역일수록 해외 기업은 단독투자를 선호하나, 개방도가 낮은 지역일수록 합작투자 방식을 선호하는 것으로 나타났다.

Meyer(2001)는 제도의 발전이 경제 내 불확실성을 줄이고 거래비용을 감소시키므로 이 경우에는 진출 기업이 단독투자를 선호하는 것으로 실증 분석하였다. 이러한 결과는 제도적인 발전이 더딜수록 현지 시장에 진출하기 위해서 정치 및 경제적인 제도에 대해 정보 우위가 있는 현지 기업과의 합작투자 방식을 고려할 필요가 있음을 시사한다.

Meyer et al.(2009)는 시장의 효율성을 증진시키는 제도의 질적 수준이 기업의 그린필드 또는 M&A 투자와 어떤 상관관계를 가지는지를 실증적으로 연구하였다. 제도 변수로써 Heritage의 '경제적 자유' 지수를 이용하여 투자 대상국의 제도가 잘 구비될수록 합작투자보다는 그린필드나 인수합병 유형의 투자가 증가하는 경향이 있는 것으로 분석하

였다. 그 이유는 제도가 미비할 경우, 외국 기업은 그린필드나 인수와 같이 현지 시장에서 거래가 필수적인 유형보다는 합작투자 방식으로 거래비용의 부담을 완화할 수 있기 때문이다.⁴⁾

Slangen and Tulder(2009)의 연구에서는 진출 유형에 영향을 미치는 결정요인 가운데 외부 불확실성의 대리변수로 사용된 문화적 거리와 정치적 위험 변수의 사용이 적절치 못함을 논의하고, 외부 불확실성을 대표하는 보다 효과적인 변수로 거버넌스 지표를 활용하여 분석하였다. Kaufmann et. al의 거버넌스 지표를 이용하여 1996-2003년 48개국에 투자한 네덜란드의 다국적 기업을 대상으로 설문조사한 결과, 거버넌스 지표가 약할수록 단독투자 유형의 진입보다는 합작투자 방식으로 진입할 가능성이 높은 것으로 분석되었다.

한편, Brouthers(2002)에 의하면 현지 시장에서 인지한 거래비용이 높을수록 합작투자 방식보다는 단독투자 방식으로 진출할 가능성이 높은 것으로 나타났다. 또한 기업의 지배구조 방식에 대한 법적인 제한을 두는 제도적인 위험이 높을수록 합작투자 방식이 증가하는 것으로 분석되었다. 제도적 진입장벽이 존재할 경우에는 합작투자 방식으로 투자 대상국의 법과 정치 환경에 대한 지식을 투자 파트너로부터 이전받을 수 있기 때문이라고 논증했다.

Demirbag et al.(2008)가 터키에 투자한 15개국의 145개 해외 자회사의 경영진을 대상으로 한 설문조사 결과에 의하면, 정치적 불안정성 등 투자 리스크가 높을수록 M&A 투자보다는 그린필드 투자가 이루어질 가능성이 높은 것으로 나타났다. 그 이유는 기업의 진입 방식에 영향을 미치는 제도적 영향이 클 수밖에 없는 환경에서 모회사와 자회사 간 결합을 통한 M&A 방식은 기업 내 문화적, 조직적 융합 가능성이 상대적으로 낮으므로 그린필드 투자 방식이 유리하다고 추론했다.

Neto et al.(2010)는 1996-2006년 기간 동안 53개 국가들을 대상으로 추진된 M&A와 그린필드 FDI의 거시경제적 결정요인을 분석한 결과, 지표의 평균으로 구한 Kaufmann et al.의 거버넌스 지수는 모든 진입 유형에 양(+)의 영향을 주는 것으로 나타났는데, 이는 거버넌스의 질적 제고가 그린필드와 M&A 투자 유입에 긍정적임을 의미한다.

Slangen(2013)은 1995-2003년 네덜란드 172개 자회사를 대상으로, 불안정한 정치적 환경은 기업으로 하여금 전략적 유연성을 갖는 그린필드 투자를 실행하게 할 가능성이 높은 것으로 분석했다. 즉 그린필드 투자는 단계적인 자산 매입과 장기간에 걸친 생산 설비 건설 과정에서 정치적 불안정성으로 불리한 입장에 놓였을 때 투자 자금을 회수하며

4) 그러나 제도가 발달된 경우라도, 현지 기업이 보유하고 있는 특수한 자산(asset specificity)이 필요한 경우에는 여전히 합작투자 방식의 진입 유형이 유효하다고 주장하였다.

손실을 최소화 할 수 있는 전략적 유연성이 상대적으로 높기 때문이라고 주장하였다.

이러한 선행연구들은 주로 설문조사 방식으로 제도적 요인과 외부 불확실성 정도를 측정하거나 결정요인을 분석하였으며, 외부 불확실성이 진입 유형에 미치는 영향에 대해서 일관된 결과를 보여주지 못하고 있다. 본 연구는 외부 불확실성의 요인으로 선행연구에서 주로 언급한 정치적 위험과 부패 수준의 정량지표를 활용하여 실증적 분석을 시도한 점에서 선행연구와 차별성이 있다. 진출 유형으로는 사후적으로 투자가 이루어진 그린필드 FDI와 M&A 진출 방식을 고려하였는데, 그 이유는 그린필드 FDI와 M&A 진출 방식에는 유의미한 차이가 존재하기 때문이다. 즉, 그린필드 FDI 진출 방식은 현지 시장에서 생산 설비를 구입하고 구축하는 반면에 M&A 진출 유형은 소유 지분 방식으로 인수한다는 점에서 투자 유형에 차이가 있다(Garita and van Marrewijk, 2007).⁵⁾ 이러한 차이점으로 인해 정치적 위험도와 부패 정도에 반응하는 투자 유형에도 유의미한 차이점이 있을 것으로 예상된다. 이러한 관점에서 다음과 같은 가설을 검증하고자 한다.

[가설 A] 진출 유형에서 차이점을 보이는 그린필드와 M&A 투자 방식은 부패와 정치적 위험이 증가함에 따라 서로 다른 반응을 보일 것이다.

[가설 A-1] 생산 설비 구축과 관련된 그린필드 진출 유형은 매물비용의 성격 때문에 지분 인수 방식의 M&A 보다는 정치적 위험에 더 민감하게 반응할 것이다.

[가설 A-2] 지분 인수 방식의 M&A 진출 유형은 인수 대상 기업의 기회주의적 행태 우려 때문에 그린필드 투자보다는 부패 수준에 더 민감하게 반응할 것이다.

5) 지분 소유 정도에 따라서는 부분적으로 소유권을 갖는 합작투자 유형의 그린필드 (partially owned greenfield as JVs)투자와 100% 지분을 보유하는 완전인수(full acquisition as WOSs) 방식 투자 유형이 존재하지만, 본 연구에서는 분석의 편의를 위해 그러한 세분화된 자료를 이용하는 대신에 진출 유형에 차이점을 보이는 M&A와 그린필드 FDI 구분에 따른 분석을 진행하고자 한다.

Ⅲ. 자료 설명 및 모형 설정

1. 자료 설명

본 연구는 1996-2015년 188개 표본 국가를 대상으로 분석을 진행하였다. 기업의 해외 시장 진출 유형에 미치는 결정요인으로는 정치적 불안정성과 부패 수준을 고려하였다. 종속변수인 투자 유형은 그린필드 투자와 M&A로 구분하였으며 관련 자료는 UNCTAD의 World Investment Report 2017에서 추출하였다. 통제변수로는 각 국가의 경제규모를 나타내는 변수인 인구 규모와 소득 수준을 나타내는 1인당 GDP, 경제성장률, GDP 대비 무역 규모를 고려하였고 세계은행의 World Development Indicators 자료를 활용하였다.⁶⁾

본 연구의 관심변수인 대외 불확실성을 나타내는 정치적 불안정성과 부패 지수는 Kaufmann et al.(2009)연구에서 고안된 지표를 이용하였는데, 정치적 불안정성과 부패에 대한 통제 변수는 대략 -2.5에서 +2.5사이의 값을 갖는 지수로 표본국가를 대상으로 2015년까지 갱신된 자료를 세계은행에서 추출하였다. 실증분석에 사용한 자료의 기술 통계량은 <표 1>과 같다.

<표 1> 기술 통계량

변수	관찰수	평균	표준편차	최소	최대
국경간 M&A 규모 (백만달러)	1,605	4,977	18,964	0.01	303,981
그린필드 FDI 규모 (백만달러)	2,045	5,089	11,552	0.25	127,502
국경간 M&A 건수	2,291	68.65	177.04	1	1,957
그린필드 FDI 건수	2,045	89.29	201.07	1	1,933
GDP (십억달러)	2,413	382	1,390	0.37	18,000
1인당 GDP (달러)	2,413	13,189	18,388	166.02	119,173
경제성장률 (연간, %)	2,413	4.09	4.81	-62.08	54.16
GDP 대비 무역비중(%)	2,413	91.21	55.76	0.17	583.31
부패 수준(통제)	2,413	0.04	1.03	-1.84	2.56
정치적 불안정성 및 폭력/테러 미발생	2,413	-0.07	0.94	-3.18	1.91

6) <http://databank.worldbank.org/data/reports.aspx?source=world-development-indicators>

2. 모형 설정

본 연구에서는 기업의 해외시장 진입 유형에 대한 정치적 불안정성과 부패의 영향을 실증적으로 분석하고자 다음과 같은 추정 회귀식 (1)과 (2)를 설정하였다.⁷⁾

$$\ln(\text{Type}_{it}^{j=1,2}) = \beta_0 + \beta_1 \ln(\text{POP}_{it}) + \beta_2 \ln(\text{PGDP}_{it}) + \beta_3 (\text{GDPR}_{it}) + \beta_4 \ln(\text{TRGDP}_{it}) + \beta_5 (\text{Control of Corruption}_{it}) + \epsilon_{it} \quad (1)$$

$$\ln(\text{Type}_{it}^{j=1,2}) = \beta_0 + \beta_1 \ln(\text{POP}_{it}) + \beta_2 \ln(\text{PGDP}_{it}) + \beta_3 (\text{GDPR}_{it}) + \beta_4 \ln(\text{TRGDP}_{it}) + \beta_5 (\text{Political Stability}_{it}) + v_{it} \quad (2)$$

종속변수는 투자유형 j 에 따라 M&A 또는 그린필드 FDI로 설정했다. i 는 M&A 또는 그린필드 FDI 유입 실적이 있는 개별 국가를 나타내고 t 는 M&A와 그린필드 FDI 투자 실적이 있는 연도를 의미한다. 따라서 투자 유형 j 가 1인 경우($Y_{it}^{j=1}$)는 대상 기간 동안에 개별 국가에 투자된 M&A 금액을 나타내고, j 가 2인 경우($Y_{it}^{j=2}$)에는 대상 기간 동안에 개별 국가에 유입된 그린필드 FDI 금액을 의미한다. POP 와 $PGDP$ 는 각각 투자 대상국의 시장 크기와 소득을 의미하는 인구 규모와 1인당 GDP를 나타내고, $GDPR$ 과 $TRGDP$ 는 각각 투자 대상국의 경제성장률과 GDP 대비 무역 규모를 의미한다.

투자 유형을 설명하기 위해 사용된 인구 규모 변수는 시장의 크기를 나타내는 대리변수로써, 시장의 크기가 클수록 M&A 및 그린필드 FDI 투자가 증가할 것으로 예상되므로 β_1 은 양(+)⁸⁾의 부호를 가질 것으로 기대된다. 투자 대상국의 소득수준을 나타내는 변수인 1인당 GDP의 계수 β_2 는 양(+)⁹⁾의 값이 예상되고, 투자대상국의 경제 성장이 빠를수록 M&A 및 그린필드 FDI 투자 수익 증가를 기대할 수 있으므로 β_3 의 부호 역시 양(+)¹⁰⁾이 값이 기대된다. GDP 대비 무역 규모 변수의 계수 β_4 는 투자 목적이 투자 대상국의 시장 진출인지 아니면 제3국으로의 교두보 확보인지에 따라 다를 것으로 판단된다. 그러나 대외무역 규모 증가에 따른 시장 세분화 및 시장 확대 효과가 지배적이라면 투자 유형과는 상관없이 β_4 의 부호는 양(+)¹¹⁾의 값을 가질 것으로 예상된다.

본 연구에서 검증하고자 하는 β_5 의 부호는 양(+)¹²⁾의 값을 가질 것으로 예상되는데 그

7) 부패에 대한 통제지수와 정치적 안정 지수의 상관계수가 0.7565로, 5% 유의수준에서 통계적으로 유의미한 양(+)¹³⁾의 값(부록 2 참조)을 갖기 때문에 회귀식 (1)과 (2)로 구분하여 추정하고자 한다. 통합 OLS 추정 모형으로 분산팽창요인(Variance Inflation Factor, VIF)을 계산한 결과, 10을 넘지 않아 다중공선성 문제는 크지 않은 것으로 판단된다.

이유는 다음과 같다. 즉, 공장부지 매입 및 생산 설비 구축 등 물리적 투자 성격이 강한 그린필드 투자 방식은 현지 시장에서의 거래를 수반해야하기 때문에 부패 수준 증가 및 정치적 불안정성 등의 대외적 불확실성이 큰 환경에서는 거래비용이 클 수밖에 없다. 반면에 현지 기업 인수 및 합병의 M&A 유형은 대외적 불확실성이 증대할수록 정보의 비대칭성에 기인한 피인수 및 합병 기업의 기회주의적 행태로 인해 손실을 볼 수 있으므로 부패 정도가 심할수록 그리고 정치적으로 불안정할수록 M&A 투자에 부정적인 영향을 미칠 것으로 예상된다.

실증분석 모형에 포함된 변수의 측정과 관련 변수의 예상 부호는 <표 2>에 제시되어 있다.

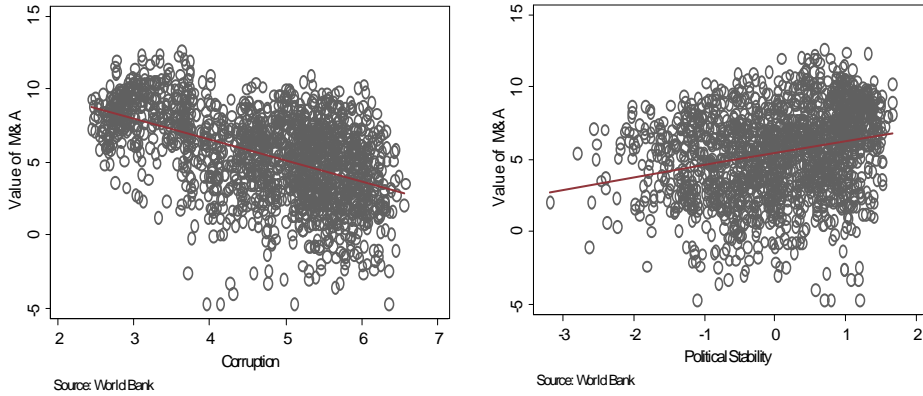
<표 2> 변수명 및 출처

변수명	변수의 정의	출처	예상부호
<i>Value of cross border M&A</i>	M&A 투자 금액	UNCTAD	
<i>Value of greenfield FDI</i>	그린필드 FDI 투자 금액	UNCTAD	
<i>Nmber of corsss border M&A</i>	M&A 투자 건수	UNCTAD	
<i>Nmberof greenfield FDI</i>	그린필드 FDI 투자 건수	UNCTAD	
<i>POP</i>	인구규모	World Bank	Positive
<i>Per capita GDP</i>	1인당 GDP	World Bank	Positive
<i>GDPgrowthrate</i>	경제성장률	World Bank	Positive
<i>TRGDP</i>	GDP 대비 무역규모	World Bank	Positive
<i>Control of Corruption</i>	부패에 대한 통제	World Bank	Positive
<i>Political Stability</i>	정치적 안정성	World Bank	Positive

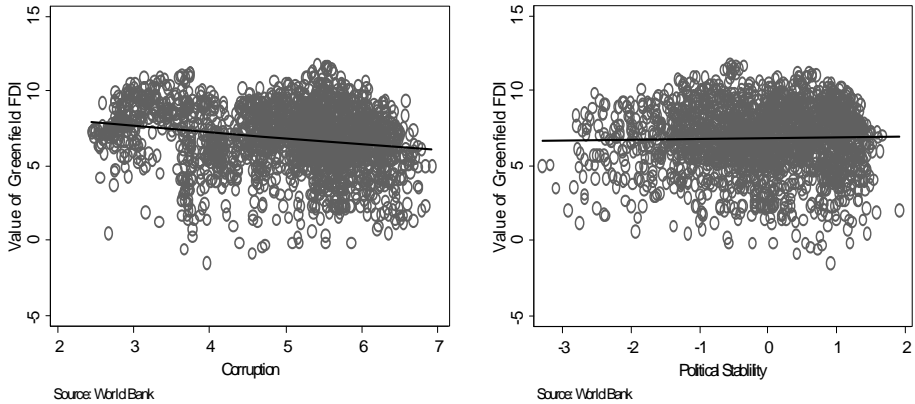
먼저 <그림 1>은 부패 정도, 정치적 안정과 M&A 및 그린필드 FDI 간 상관관계를 도식화한 결과이다. 즉 부패 수준이 높을수록 M&A 투자는 감소하고, 정치적 안정성이 높을수록 M&A 투자가 증가하는 경향이 있음을 관찰할 수 있다. 그린필드 FDI와의 상관관계는 M&A 투자와 비교할 때 그 방향성은 일치하나 상관관계는 약한 정도로, 부패 정도가 클수록 그린필드 투자 역시 감소하고 정치적 안정성이 높을수록 증가하는 경향이 있는 것으로 나타났다.

〈그림 1〉 부패 및 정치적 위험과 M&A/그린필드 FDI 간 상관관계

부패 · 정치적 안정성과 M&A 상관관계



부패 · 정치적 안정성과 그린필드 FDI 상관관계



이러한 단순 상관관계 분석은 상술한 가설A를 대체적으로 지지하는 결과를 보이고 있으나 M&A와 그린필드 투자 유형에 따른 반응 정도를 검증하는 세분화된 가설 A-1과 A-2에 대한 결론을 도출하기에는 한계가 있다. 따라서 회귀식 (1)과 (2)를 바탕으로 부패와 정치적 위험성 요인이 기업의 해외진출 유형에 미치는 영향을 실증적으로 분석하고자 한다.

IV. 분석 결과

M&A 진입 유형에 대한 결정요인을 분석한 결과는 <표 3>과 같다. (1)열과 (2)열은 통합 OLS, (3)열과 (4)열에는 확률효과 모형이며 관심변수인 부패 정도와 정치적 안정성 지수를 포함하여 분석한 결과이다.

<표 3> M&A 추정 결과: 통합 OLS 모형과 확률효과 모형

변수	종속변수: ln(M&A)			
	통합 OLS		확률효과	
	(1)	(2)	(3)	(4)
$\ln(POP)$	1.080*** (0.037)	1.094*** (0.038)	1.013*** (0.056)	1.036*** (0.062)
$\ln(Per\ capita\ GDP)$	1.063*** (0.066)	1.334*** (0.049)	1.051*** (0.086)	1.208*** (0.072)
$GDP\ growth\ rate$	-0.006 (0.012)	-0.005 (0.012)	0.000 (0.011)	-0.000 (0.011)
$\ln(TRGDP)$	0.350*** (0.109)	0.365*** (0.113)	0.317** (0.161)	0.331** (0.168)
<i>Control of Corruption</i>	0.559*** (0.083)		0.481*** (0.124)	
<i>Political Stability</i>		0.155* (0.079)		0.238** (0.115)
<i>Constant</i>	-22.939*** (1.089)	-25.313*** (1.058)	-21.629*** (1.555)	-23.245*** (1.546)
<i>Year dummies</i>	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>Obs.</i>	1,605	1,605	1,605	1,605
R^2	0.628	0.617	0.627	0.616

주 : 1) ()안은 표준편차

2) ***, **, * 표시는 각각 1%, 5%, 10% 수준의 유의성을 나타낸다.

분석 결과를 살펴보면 투자 대상국의 경제 규모를 나타내는 인구 변수는 모든 추정모형에서 1% 유의수준에서 통계적으로 유의미한 양(+)의 값을 갖는 것으로 나타나, 경제 규모가 클수록 투자 대상국의 M&A 투자가 증가함을 보여준다. 소득 수준을 나타내는 1

인당 GDP 변수 역시 모든 추정 모형에서 통계적으로 유의미한 양(+)의 부호를 나타내어, 투자 대상국의 소득 수준이 높을수록 M&A 투자가 증가하는 것으로 분석되었다. 경제성장률 변수는 모든 추정모형에서 통계적 유의성이 없는 것으로 나타났고, 투자 대상국의 GDP 대비 무역 규모 변수는 1% 유의수준에서 통계적으로 유의미한 양(+)의 값을 보여주고 있어 무역 규모의 증가가 투자 대상국의 M&A 투자를 증가시키는 것으로 분석되었다.

부패 통제 지수와 정치적 안정성 지수는 M&A 투자와 관련하여 동일한 양상을 보이는 것으로 나타났다. 즉, 부패 통제 변수는 1% 유의수준에서 통계적으로 유의미한 양(+)의 값을 보여주고 있고, 정치적 안정성 변수의 계수는 통합 OLS 추정에서는 10%, 확률효과 추정에서는 5% 유의수준에서 통계적인 유의성을 갖는 것으로 나타났다. 이러한 결과는 부패에 대한 통제와 정치적 안정이 투자 대상국의 M&A 투자에 도움을 줄 수 있음을 시사하지만 추정 계수의 크기를 감안할 때, M&A 진출 유형은 투자 대상국의 부패 정도에 더 민감하게 반응할 가능성이 있음을 보여준다.

〈표 4〉는 M&A 투자 유형에 대비되는 그린필드 FDI를 종속변수로 회귀분석을 한 결과이다. 통제변수인 인구 규모, 1인당 GDP, GDP 대비 무역 규모 변수는 M&A 분석과 유사한 결과를 나타낸다. 인구 규모로 측정된 경제 규모 변수는 모든 추정 모형에서 통계적으로 유의미한 양(+)의 값을 나타냈고, 1인당 GDP 변수와 경제성장률 및 GDP 대비 무역 규모 변수 역시 모든 추정 모형에서 1% 유의수준에서 통계적으로 유의미한 양(+)의 값을 갖는 것으로 나타났다. 즉 투자 대상국의 경제 규모가 클수록, 소득 수준이 높을수록, 경제 성장이 빠를수록, GDP 대비 무역 규모가 클수록 그린필드 FDI가 증가하는 경향이 있음을 보여준다.⁸⁾ 그러나, 부패 통제 정도와 정치적 안정성 변수와 관련해서는 상술한 M&A 투자 결정요인 분석과는 다른 양상을 보여주고 있다. 즉, 부패에 대한 통제 변수는 통계적 유의성이 없는 것으로 나타났지만 정치적 안정 변수의 계수는 1% 유의수준에서 통계적으로 유의미한 값을 갖는 것으로 분석되었다. 투자 대상국의 인지된 위험 가운데 그린필드 FDI에 미치는 영향은 부패 수준 보다는 정치적 위험이 더 클 가능성이 있음을 시사한다.

8) Neto et al.(2010)의 연구 결과에서도 투자 대상국의 경제성장률은 총 FDI와 그린필드 투자에만 유효하고 M&A 투자에는 통계적 유의성이 없는 것으로 분석되었다. Shen and Lin(2011)의 8개 아시아 국가들을 대상으로 한 금융기관의 M&A 결정요인 분석에서는 투자 대상국의 경제성장률이 빠를수록 투자 기회를 더 많이 실현할 수 있어 M&A 투자 증가에 도움이 되는 것으로 나타났는데 그러한 효과는 금융위기 이후에 존재하는 것으로 분석되었다.

〈표 4〉 그린필드 FDI 추정 결과: 통합 OLS 모형과 확률효과 모형

변수	종속변수: ln(Greenfield FDI)			
	통합 OLS		확률효과	
	(5)	(6)	(7)	(8)
$\ln(POP)$	0.933*** (0.021)	0.969*** (0.022)	0.924*** (0.032)	0.966*** (0.034)
$\ln(Per\ capita\ GDP)$	0.634*** (0.036)	0.559*** (0.028)	0.601*** (0.051)	0.540*** (0.043)
$GDP\ growth\ rate$	0.043*** (0.009)	0.043*** (0.008)	0.025*** (0.006)	0.024*** (0.006)
$\ln(TRGDP)$	0.556*** (0.069)	0.540*** (0.067)	0.550*** (0.077)	0.545*** (0.076)
<i>Control of Corruption</i>	0.010 (0.050)		0.068 (0.078)	
<i>Political Stability</i>		0.219*** (0.047)		0.259*** (0.068)
<i>Constant</i>	-16.083*** (0.614)	-15.947*** (0.573)	-15.650*** (0.832)	-15.769*** (0.778)
<i>Year dummies</i>	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>Obs.</i>	2,045	2,043	2,045	2,043
R^2	0.642	0.646	0.641	0.644

주 : 1) ()안은 표준편차

2) ***, **, * 표시는 각각 1%, 5%, 10% 수준의 유의성을 나타낸다.

이러한 결과들을 확인하기 위해 금액 기준 대신에 투자 건수를 종속변수로 하여 추가적으로 분석한 결과는 〈표 5〉와 같다. 종속변수가 이산형의 집계변수인 경우에 추정 가능한 패널 포아송 모형을 이용하여 추정한 결과이다. (9)열과 (10)열은 M&A 투자 건수를 종속변수로 하여 분석한 결과이고, (11)열과 (12)열은 그린필드 FDI 투자 건수의 분석 결과이다.

〈표 5〉 강건성 검증 결과: 패널 포아송 추정 모형

변수	M&A 수		그린필드 FDI 수	
	(9)	(10)	(11)	(12)
$\ln(POP)$	0.688*** (0.028)	0.694*** (0.028)	0.881*** (0.035)	0.920*** (0.033)
$\ln(Per\ capita\ GDP)$	0.604*** (0.015)	0.616*** (0.015)	-0.157*** (0.015)	-0.146*** (0.014)
$GDPgrowthrate$	0.003** (0.001)	0.002 (0.001)	0.018*** (0.001)	0.016*** (0.001)
$\ln(TRGDP)$	0.447*** (0.027)	0.451*** (0.027)	0.339*** (0.017)	0.352*** (0.017)
<i>Control of Corruption</i>	0.091*** (0.017)		0.015 (0.019)	
<i>Political Stability</i>		0.095*** (0.013)		0.285*** (0.013)
<i>Constant</i>	-15.241*** (0.529)	-15.433*** (0.534)	-10.271*** (0.581)	-11.188*** (0.557)
<i>Year dummies</i>	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>Obs.</i>	2,291	2,291	2,045	2,043

주 : 1) ()안은 표준편차

2) ***, **, * 표시는 각각 1%, 5%, 10% 수준의 유의성을 나타낸다.

분석 결과를 살펴보면, 인구 규모를 이용한 경제 규모는 1% 유의수준에서 통계적으로 유의미한 양(+)의 값을 갖는 것으로 나타났다. 소득 수준을 나타내는 1인당 GDP 변수는 M&A 추정 모형에서는 통계적으로 유의미한 양(+)의 값을 갖는 것으로 나타났지만, 그린필드 FDI 추정 모형에서는 음(-)의 값을 갖는 것으로 나타났다. 이러한 결과는 그린필드 투자 유형이 소득 수준이 낮은 국가를 대상으로 한 진입유형에 적합할 수도 있음을 시사한다. 경제성장률 변수는 대부분의 추정 모형에서 양(+)의 값을 갖는 것으로 나타났고, GDP 대비 무역 규모 변수는 모든 추정 모형에서 양(+) 값을 갖는 것으로 나타나 투자 대상국의 빠른 경제성장률과 무역 규모의 증가가 M&A와 그린필드 진입 유형을 증가시킬 수 있음을 보여준다.

한편 관심변수인 부패에 대한 통제와 정치적 안정성 변수는 투자 유형에 따라 다른 결과를 보여주고 있다. M&A 투자 모형에서는 부패 통제와 정치적 안정성 변수는 1% 유

의수준에서 통계적으로 유의미한 양(+)의 값을 갖는 것으로 나타났지만, 그린필드 FDI는 정치적 안정성 변수만 1% 유의수준에서 통계적으로 유의미한 양(+)의 값을 보여주고 있다. 이러한 결과는 상술한 분석 결과와 일치하며, M&A 투자가 부패와 정치적 불안정성 모두에 민감한 반응을 보여주는 데 반해, 그린필드 FDI의 경우 정치적 안정 변수만이 통계적으로 유의미한 양(+)의 값을 갖는 것으로 나타나 그 영향이 주요할 것으로 추론할 수 있다.

이러한 결과는 본 연구의 세부 가설 A-1과 A-2를 지지하는 결과로써, M&A 투자의 경우 투자 대상국의 높은 부패 수준으로 인해 인수합병에 따른 기회주의적 행태뿐만 아니라 정치적 불안정에도 민감하게 반응할 가능성이 높고, 그린필드 FDI의 경우에는 일단 투자되면 회수하기 어려운 매몰비용의 성격이 내포되어 있으므로 정치적 불안정성에 더 민감하게 반응할 가능성이 있음을 시사한다.

V. 요약 및 결론

본 연구는 투자 대상국의 외부 불확실성 요인이 다국적 외국 기업의 진입 유형에 미치는 영향을 실증적으로 분석하였다. 상호 대비되는 진출 유형으로 M&A 투자와 그린필드 투자를 종속변수로 설정하였고, 투자 유형에 따른 인지된 위험은 투자 대상국의 부패 통제와 정치적 불안정성 지수를 사용하였다.

진출 대상 국가의 부패와 정치적 불안정성의 인지된 위험은 기업의 진입 유형 결정에 주요하게 고려되는 요소이다. 기업의 입장에서는 인지된 위험이 있다면 사전에 예상하여 최대한 계약에 반영하거나 위험 요인을 통제할 수 있는지 여부를 적극적으로 고려해야 한다. 따라서 부패와 정치적 불안정성 등 외부 불확실성의 증대는 기업의 투자 규모뿐만 아니라 진출 방식에도 영향을 미치게 될 것이다.

분석 결과, 첫째, 통제변수로 활용한 시장 규모와 GDP 대비 무역 규모가 클수록 투자 유형에 상관없이 M&A 투자와 그린필드 FDI가 증가하는 것으로 나타났다. 경제성장률 변수와 1인당 GDP 변수 역시 부분적으로 투자 유형에 미치는 유의미한 영향을 확인할 수 있었는데, 이는 진출 유형과 관련한 외국인 직접투자를 유치하기 위해서는 경제적 여건이 중요한 수단임을 보여준다.

둘째, 부패 정도와 정치적 안정성이 미치는 영향에 대해서 M&A와 그린필드 FDI 투자 유형에 따라 다른 결과가 도출되었다. 즉, M&A 투자에 대해서는 부패 통제와 정치적 안

정성 변수가 모두 통계적으로 유의미한 값을 보인 반면에, 그린필드 FDI 투자와 관련해서는 정치적 안정성 변수만 통계적인 유의미한 값을 갖는 것으로 나타났다.

셋째, 이러한 결과를 재확인하기 위해 추정 모형을 달리하여 투자 금액 대신 투자 건수를 이용한 추가적 분석 결과에 의하면, 마찬가지로 M&A 투자는 부패 통제와 정치적 안정성 지수 모두에서 유의미한 값을 나타냈지만, 그린필드 FDI 투자는 정치적 안정성 변수만이 통계적으로 유의한 것으로 분석되었다.

이러한 분석 결과에 근거하면 투자 결정요인과 관련하여 다음과 같은 추론이 가능하다. 즉, 그린필드 FDI의 경우 공장부지와 시설 설비의 신규 매입은 매물비용의 성격을 내포하기 때문에 투자 대상 국가의 정치적 안정성을 민감하게 고려할 가능성이 크지만, M&A 투자는 피인수 및 피합병 기업과의 협업을 고려해야 하는 상황에서 정치적 위험뿐만 아니라 부패로 인한 기술 모방 및 탈취 등 기회주의적 행태에 더 민감하게 반응할 가능성이 있다.

투자 관련 제도의 발전이 제한된 국가에서는 다국적 기업이 현지 기업과의 협상, 계약의 체결과 이행, 모니터링 등과 관련된 과도한 거래비용을 부담해야 할 가능성이 높다. 투자 유치 국가가 FDI의 유치를 활성화하려면 투자 불확실성을 줄이는 노력이 필요하며, 구체적으로 부패로 인한 정책의 자의성과 불확실성을 줄이고 정치적 안정을 제고할 수 있는 투자 환경을 개선하는 것이 중요하다. 기업의 입장에서는 과실송금, 지분 소유 방식, 기술과 제품의 저작권과 지적재산권 보호 등 기업 운영과 관련된 제반 사항에 적합한 진입 유형을 면밀하게 검토가 필요가 있다.

본 연구는 선행연구를 토대로 부패 통제 수준과 정치적 안정성에 초점을 두고 분석하였지만 외부 불확실성 요인을 추가 및 확장하고 지분 소유 정도에 따라 세분화하여 분석하지 못한 점은 한계점으로 남는다. 또한 향후 양국 간 자료를 이용하여 진출입 유형에 영향을 미치는 투자국과 투자 유치국 사이의 거버넌스의 질적 차이가 갖는 제도적, 정책적, 전략적 함의를 도출하는 것도 유의미한 분석이 될 수 있을 것이다.

〈부록 1〉

〈상관관계〉

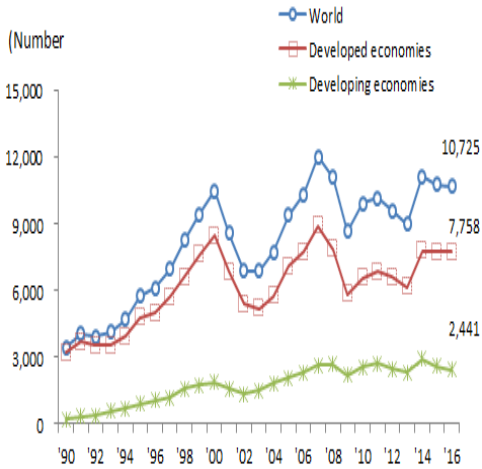
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)
(1)	1									
(2)	0.7750*	1								
(3)	0.4128*	0.5986*	1							
(4)	0.5398*	0.7787*	0.8753*	1						
(5)	0.6258*	0.8345*	0.6206*	0.7511*	1					
(6)	0.2765*	0.3637*	0.0387	0.1896*	0.2534*	1				
(7)	-0.0624*	-0.1022*	0.0637*	-0.0205	-0.0694*	-0.1871*	1			
(8)	-0.0975*	-0.1459*	-0.1622*	-0.1048*	-0.2025*	0.2836*	0.0367	1		
(9)	0.2735*	0.3947*	0.0401	0.2001*	0.2082*	0.7770*	-0.1796*	0.2806*	1	
(10)	0.1387*	0.1999*	-0.0658*	0.0575*	0.0857*	0.5938*	-0.1275*	0.3641*	0.7565*	1

Note: 1) * means significant at 5% level of significance.

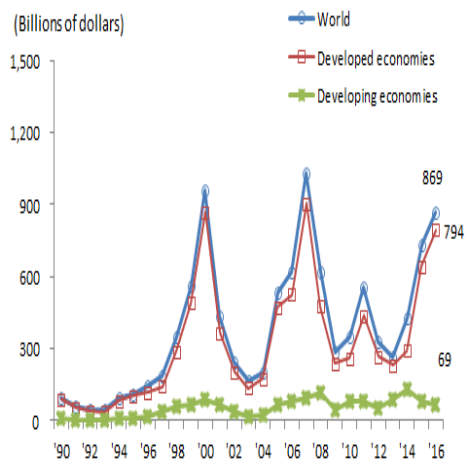
2) (1) Value of cross-border M&A (2) Number of cross-border M&A (3) Value of greenfield FDI (4) Number of greenfield FDI (5) GDP per capita (6) GDP per capita (7) GDP growth (8) Trade (% of GDP) (9) Control of corruption (10) Political Stability and Absence of Violence/Terrorism

〈부록 II〉

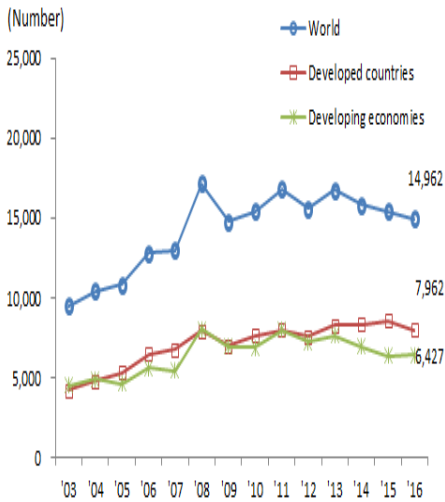
해외 M&A 건수 추이



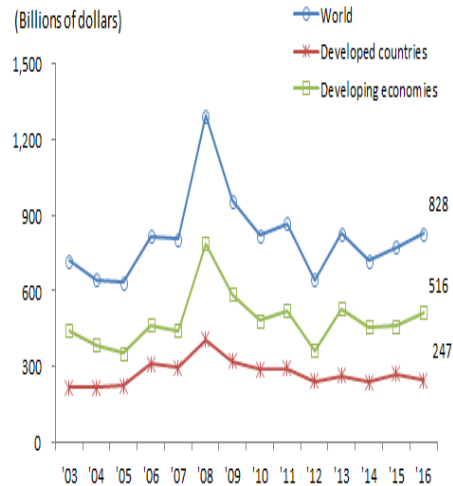
해외 M&A 규모 추이



그린필드 FDI 건수 추이



그린필드 FDI 규모 추이



Source : UCTAD, World Investment Report 2017.

참고문헌

- Agarwal, S.(1992), "Choice of Foreign Market Entry Mode: Impact of Ownership, Location and Internalization Factors," *Journal of International Business Studies*, Vol.23, No.1, pp.1-27.
- Bertrand, O., Mucchielli, J-L., and Zitouna, H.(2007), "Location Choices of Multinational Firms: The Case of Mergers and Acquisitions," *Journal of Economic Integration*, Vol.22, No.1, pp.181-209.
- Brouthers, K.D.(2002), "Institutional, Cultural and Transaction Cost Influences on Entry Mode Choice and Performance," *Journal of International Business Studies*, Vol.33, No2. pp.203-221.
- Bhaumik, S.K. and Gelb, S.(2005), "Determinants of Entry Mode Choice of MNCs in Emerging Markets," *Emerging Markets Finance and Trade*, Vol.41, No.1, pp.5-24.
- Demirbag, M., Tatoglu, E., and Glaister, K.W.(2008), "Factors Affecting Perceptions of the Choice between Acquisition and Greenfield Entry: The Case of Western FDI in an Emerging Market," *Management International Review*, Vol.48, No.1, pp.5-38.
- Garita, G. and van Marrewijk, C.(2007), "Macroeconomic Determinants of Cross-Border Mergers and Acquisitions," Working Paper, Department of Economics, Erasmus University and Tinbergen Institute.
- Harzing, A.W.(2002), "Acquisitions versus Greenfield Investments: International Strategy and Management of Entry Modes," *Strategic Management Journal*, Vol.23, No.3, pp.211-227.
- Henisz, W.T.(2000), "The Institutional Environment for Multinational Investment," *Journal of Law, Economics, & Organization*, Vol.16, No.2, pp.334-364.
- Herring, R.J.(1983), *Managing International Risk*, Cambridge University Press.
- Kaufmann, D., Kraay, A. and Mastruzzi M.(2009), "Governance Matters VIII: Aggregate and Individual Governance Indicators, 1996-2008", World Bank Policy Research Working Paper No.4978.
- Luo, Y.(2001), "Determinants of Entry in an Emerging Economy: A Multilevel

- Approach,” *Journal of Management Studies*, Vol.38, No.3, pp.443-472.
- Meyer, K.E.(2001), “Institutions, Transaction Costs, and Entry Mode Choice in Eastern Europe,” *Journal of International Business Studies*, Vol.32, No.2, pp.357-367.
- Meyer, K.E., Estrin, S., and Bhaumik, S.K.(2009), “Institutions, Resources, and Entry Strategies in Emerging Economies,” *Strategic Management Journal*, Vol.30, No.1, pp.61-80.
- Neto, P., Brandão, A., and Cerqueira, A.(2010) “The Macroeconomic Determinants of Cross-Border Mergers and Acquisitions and Greenfield Investments,” *The IUP Journal of Business Strategy*, Vol.7, No.1/2, pp.21-57.
- Shen, C-H. and Lin, M-R.(2011), “The determinants of cross-border consolidation in eight Asian countries: Before and after the Asian financial crisis,” *Journal of Multinational Financial Management*, Vol.21, No.2, pp.89-105.
- Slangen, A.H.L.(2013), “Greenfield or Acquisition Entry? The Roles of Policy Uncertainty and MNE Legitimacy in Host Countries,” *Global Strategy Journal*, Vol.3, No.3, pp.262-280.
- Slangen, A.H.L. and Tulder, R.J.M.(2009), “Cultural Distance, Political Risk, or Governance Quality? Towards a More Accurate Conceptualization and Measurement of External Uncertainty in Foreign Entry Mode Research,” *International Business Review*, Vol.18, No.3, pp.276-291.
- Smarzynska, B.K. and Wei, S.J.(2000), “Corruption and Composition of Foreign Direct Investment: Firm-Level Evidence,” NBER Working Paper No.7969.
- UNCTAD(2017), *Investment and The Digital Economy*, World Investment Report 2017, Geneva : United Nations.

Analysis of Determinants on the Entry Modes of Multinational Firms: Focused on the Effects of Corruption and Political Instability

Jung-Hwan Cho

Tae-Hwang Kim

Abstract

This paper aims to analyze the effects of external uncertainty on the entry modes decision of multinational firms. On the basic assumption that the entry modes of the firms are dependent on ex-ante or ex-post perceived risk, we empirically analyzed the impacts of perceived risk factors on the investment patterns of firms. We found that the larger the population, the higher the level of GDP per capita, and the larger the trade volume as a ratio of GDP resulted in increased M&A FDI and greenfield FDI. The economic growth rate variables were found to be significantly positive effect on only greenfield entry mode. Regarding the main variables, lower levels of corruption and increased stability regarding political issues resulted in the host country receiving increased M&A investment. However, we found only a positive statistical significance of the political stability variable on the explaining greenfield FDI. Results show that M&A entry mode is affected by both corruption and political instability level. However, the greenfield FDI featuring sunk costs, seems more responsive to political instability.

<Key words> Merger and Acquisition(M&A), Greenfield FDI, Corruption Level, Political Instability