

# 한·중·일 3개국의 그린필드형 해외직접투자의 대상국 특성에 대한 실증분석: 국가위험을 중심으로

박단비  
강원대학교 국제무역학과 조교수

이현훈  
강원대학교 국제무역학과 교수

## Country Characteristics of Greenfield FDI Outflows from Korea, China, and Japan: Focusing on Country Risks

Danbee Park<sup>a</sup>, Hyun-Hoon Lee<sup>b</sup>

<sup>a</sup>Department of International Trade, Kangwon National University, South Korea

<sup>b</sup>Department of International Trade, Kangwon National University, South Korea

Received 03 February 2019, Revised 22 February 2019, Accepted 26 February 2019

### Abstract

This paper analyses the characteristics of partner countries when multinational firms of Korea, China, and Japan make greenfield FDI in foreign countries. Particularly, this paper applies the gravity model for greenfield FDI flows for the period 2003-2017. This paper finds that multinational firms of Korea, as compared to those of China and Japan, are very significantly and negatively responsive to political risks of partner countries. In contrast, multinational firms of Korea as well as those of China and Japan tend to make greater amounts of greenfield FDI in financially high-risk countries. This result indicates that multinational firms from these three countries should take financial risks of partner countries into more serious consideration.

**Keywords:** Korea, China, Japan, Greenfield FDI, Gravity Model, Country risk

**JEL Classifications:** F20, F23, G32

### I. 서론

해외직접투자(Foreign Direct Investment; FDI)는 국제무역 흐름과 함께 세계가 글로벌라이제이션(globalization)으로 하나의 시장을 형성하는데 가장 중요한 역할을 하는 요인이다.

FDI는 대부분 사기업들이 이윤을 추구하는 과정에서 행해지는 것이다. 따라서 기업들은 해외에 투자를 함에 있어서 이윤을 극대화하는 한편 투자에 따른 위험을 극소화하려 할 것이다. 특히, FDI는 초기에는 수익이 거의 없는 상태에서 많은 자금을 해외에 이전해야 하기 때

<sup>a</sup> E-mail: park530@kangwon.ac.kr

<sup>b</sup> E-mail: hhlee@kangwon.ac.kr

문에 상품과 자금을 교환하는 형태의 무역에 비해 위험부담이 크다고 할 수 있다.

따라서 FDI에서 중요하게 고려되어야 하는 부분은 투자대상국의 선정이다. 이는 물론 투자 목적이 상대시장에 진출하기 위한 것인지(market seeking), 또는 저임금을 이용한 생산기지로 이용하기 위한 것인지(efficiency seeking)를 고려하는 것을 포함한다. 그렇지만, 두 가지 목적 모두 상대국에 투자했을 때 자기기업의 외적 환경이 우호적인지 여부와 더불어 투자금의 회수나 수익의 본국 전송 등이 원활하게 이루어질 것인지를 중요하게 고려해야 한다.

이에 영향을 미치는 요인으로 투자대상국이 정치·행정·사회·제도 등의 측면에서 안정되어 있는지를 나타내는 가버넌스(governance)가 있다. 예를 들어, Kolstad and Tøndel (2002)은 여러 요인들 중에 특히, 정치적 권리, 시민의 자유, 민주체제, 종교 및 인종간 대립, 내전 등이 FDI 유입에 영향을 주고 있음을 확인했다. 아울러 Busse and Hefeker(2007)은 투자대상국의 정부 안정성, 내전과 외국과의 전쟁, 부패, 종교적 대립, 법질서, 정부조직의 질적 수준 등이 다국적 기업들의 FDI 대상국 선정에 있어서 중요한 요인임을 확인했다. Khan and Akbar (2013)도 정치적 위험이 FDI의 대상국을 결정하는 중요한 요인임을 확인했다.

반면, 투자대상국의 가버넌스나 국가위험이 FDI에 영향을 미치지 않는다는 연구도 상당수 존재한다. 예를 들어, Asiedu (2002), Jaspersen et al. (2000), Loree and Guisinger (1995), Masron et al. (2012), Noorbakhsh et al. (2001) 등이 있다. 이들의 연구를 종합하면, 대체로 아프리카 국가들과 같은 자원이 풍부한 국가들의 경우 이들의 가버넌스나 국가위험이 상대적으로 덜 중요한 요인이다. 또한, 선진국들에 비해 개도국들의 다국적기업들이 상대적으로 투자대상국의 가버넌스나 국가위험을 덜 고려하는 것으로 확인하고 있다.

국가위험은 이러한 정치적 위험(political risk) 뿐만 아니라, 투자대상국의 환율의 불안정성, 국제수지, 외환보유고, 외채규모 등에 따른 금융위험(financial risk)도 다국적 기업들이 투자대상국을 선정함에 있어서 매우 중요한 요인일 수 있

다. 그런데, Hayakawa et al. (2013)에 따르면 1985-2007 기간 89개 개도국을 대상으로 한 연구에서 투자대상국의 정치적 위험이 높을수록 FDI 유입이 감소하지만, 금융위험이 높다고 해서 FDI 유입을 감소시키지는 않는다는 결과를 확인했다. Lee and Rajan (2011)도 APEC 회원국들 중에 정치적 위험이 높은 국가로의 FDI의 유입은 상대적으로 적은 반면, 금융위험은 통계적으로 유의미한 영향을 미치지 않는다는 연구결과를 보고하고 있다.

또한, FDI는 그 형태에 따라 새롭게 해외에 지사나 공장을 설립하는 형태의 그린필드(greenfield) FDI와 투자 대상국에 이미 존재하는 기업들과 합병을 하거나 인수하는 형태(Mergers and Acquisitions; M&A)가 있다. 이 중에서 그린필드형 FDI가 M&A형 FDI에 비해 투자를 유치하는 국가의 고용이나 경제성장에 더 많은 기여를 하는 것으로 많은 연구들이 보고하고 있다. 예를 들어, Wang and Wong (2009)은 그린필드형(greenfield) FDI는 유치국의 경제성장을 촉진하지만, M&A형 FDI는 오직 투자국의 인적자본이 적절한 수준에 도달한 경우에만 경제성장을 촉진하는 결과를 가져온다는 실증분석 결과를 제시하였다. Harms and Méon (2011)은 그린필드형 FDI는 경제성장을 촉진하지만, M&A형 FDI는 그렇지 않다는 분석 결과를 제시하였다.

그럼에도 불구하고 이상의 연구들은 모두 IMF 기준으로 집계된 FDI 총액을 대상으로 하고 있다. 예외적으로 Byun et al. (2012)는 1990-2009 기간 동안 40개 개도국을 대상으로 한 연구가 있다. 이 연구에 따르면 그린필드형 FDI는 정치적 위험과 금융위험이 적은 국가에 상대적으로 많이 유입되는 반면, M&A형 FDI는 정치적 위험이 적을수록, 그리고 금융위험이 클수록 많이 유입된다. 이종하이준원(2015) 연구는 1996-2014년 기간동안 128개국 패널자료를 이용하여 그린필드형 FDI와 M&A형 FDI 구분하여 분석하였고, 국가위험도는 비 OECD 국가의 그린필드 FDI에서, 금융시장 발전도는 OECD 국가를 상대로한 M&A형 FDI에서 중요한 결정요인으로 확인되었다.

이상에서 정리한 연구들은 여러 국가들을 대

상으로 하였고, 우리나라의 기업들이 해외에 투자할 때 투자국을 선정함에 있어서 어떤 요인들을 고려하는지에 초점을 맞춘 연구는 거의 없는 편이다. 예외적으로 수역환 외.(2014)는 2000년부터 2012년까지 우리나라의 29개 투자대상국을 대상으로 중력모형을 이용한 해외직접투자 결정요인을 분석하였다. 그 결과 상대국의 GDP가 클수록, 상대국과의 거리가 가까울수록 우리나라의 해외직접투자가 많음을 확인하였다. 성연주·정진섭(2017)은 1997년부터 2013년까지 기간 동안 브루나이를 제외한 TPP 참여국 11개국을 대상으로 중력모형을 이용하여 우리나라의 해외직접투자 결정요인을 분석하였는데 수역환 외.(2014)와 비슷한 결과를 얻었다.

그런데 이들 연구는 투자대상국의 국가적 위험 요인은 분석대상에서 제외하였다. 따라서 본 연구는 우리나라 기업들이 해외에 그린필드형 FDI 투자를 함에 있어서 국가적 위험을 어느 정도 고려하는지를 분석하고자 한다. 이를 위해 본 연구는 우리나라뿐만 아니라 중국과 일본 기업들의 그린필드형 FDI의 투자패턴과 비교한다. 또한 선진국 그룹인 OECD 24개 회원국들 투자패턴과도 비교하여 함의점을 도출하고자 한다.

본 연구는 다음과 같이 구성되어 있다. 우선 2장에서는 2003년부터 2017년 기간 동안 우리나라와 중국, 일본의 그린필드형 FDI 패턴을 그래프와 표를 이용하여 설명한다. 3장에서는 해외 직접투자의 국가적 특성을 실증분석하기 위한 중력모형을 설명한다. 4장에서는 추정 결과를 분석하고, 마지막으로 5장에서는 요약과 결론을 맺는다.

## II. 한중일 해외직접투자의 특징

본 장에서는 한중일 그린필드 해외직접투자의 시계열 특성과 투자 상대국과 투자액을 정리하고 함의점을 도출하고자 한다.

〈Fig. 1〉은 2003년부터 2017년 기간 동안 우리나라 그린필드 FDI 유입(실선) 및 유출(점선) 패턴을 나타내고 있다. 우리나라 FDI 유입과 유출 규모를 비교했을 때, 그린필드형 FDI 유

출이 유입에 비해 훨씬 큰 것을 그래프를 통해 확인할 수 있다. 2017년 기준 우리나라에 유입된 그린필드 FDI는 49억 달러인 반면 우리나라가 해외에 투자한 그린필드 FDI 유출은 278억 달러를 기록하였다. 2003년부터 2017년까지 기간 동안 우리나라 그린필드 FDI 유출은 2배로 증대된 반면, 그린필드 FDI 유입은 해당기간 동안 감소하는 패턴을 보이고 있다.

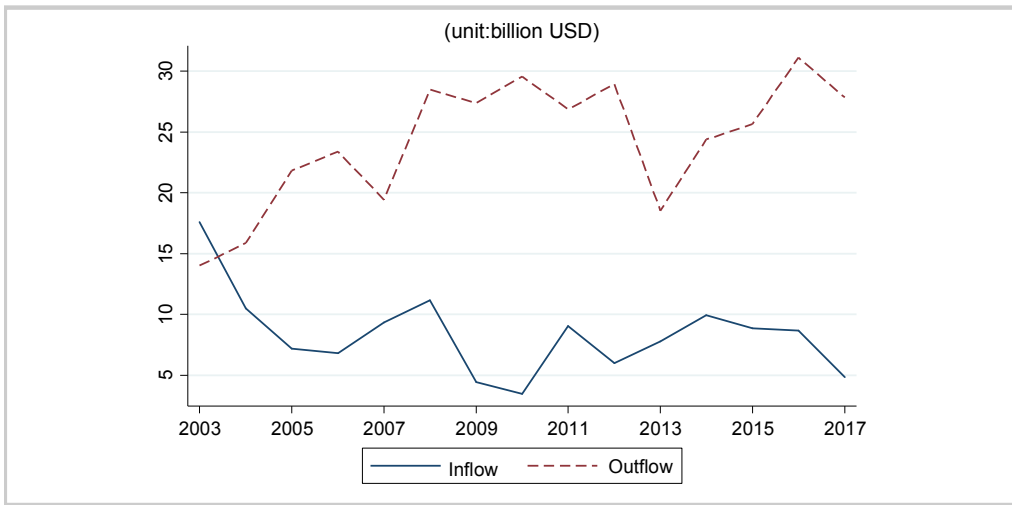
〈Fig. 2〉는 중국의 그린필드 FDI 유입(실선) 및 유출(점선) 패턴을 보여주고 있다. 중국이 해외에 투자한 그린필드 FDI 유출은 2003년 130억 달러를 기록하였으나, 2016년에는 1,091억 달러로 크게 증가한 것을 확인할 수 있다. 중국이 투자를 유치한 그린필드 FDI 유입은 2003년 1,231억 달러를 기록한 것을 시작으로 그 이후로는 감소하는 패턴을 보이고 있음을 확인할 수 있다. 2017년에는 509억 달러를 기록하였고, 2003년 수치와 비교하였을 때 41% 수준으로 감소한 것을 알 수 있다.

2003-2017년 기간 동안 한국의 그린필드 FDI 유출 총액은 3,634억 달러를 기록하였고, 같은 기간 동안 중국은 총 5,303억 달러를 그린필드 FDI 형태로 해외에 투자하였다. 그린필드 FDI 유출은 중국이 한국에 비해 1.46배 수준을 기록하고 있으나, 그린필드 FDI 유입에 있어서는 두 국가 간 차이가 더 크게 나타남을 확인할 수 있다. 한국에 유입된 그린필드 FDI 총액은 1,257억 달러, 중국은 1조 3,251억 달러로 중국이 10배 이상 더 많은 그린필드 FDI를 유치하였음을 알 수 있다.

〈Fig. 3〉은 일본 그린필드 FDI 유입(실선) 및 유출(점선) 패턴을 나타낸다. 일본의 그린필드 FDI 유입에 비해 그린필드 FDI 유출 규모가 훨씬 큰 것을 확인할 수 있다. 일본 그린필드 FDI 유입은 2003년 67억 달러로 시작하여 2013년에 최고값 104억 달러를 기록하였으나, 그 이후에 다소 하락하는 등 뚜렷한 증가 혹은 감소 패턴을 보이지 않는다. 2003-2017년 사이의 일본 그린필드 FDI 유입은 857억 달러로 한중일 국가 중에서 가장 적은 수치를 기록하고 있다.

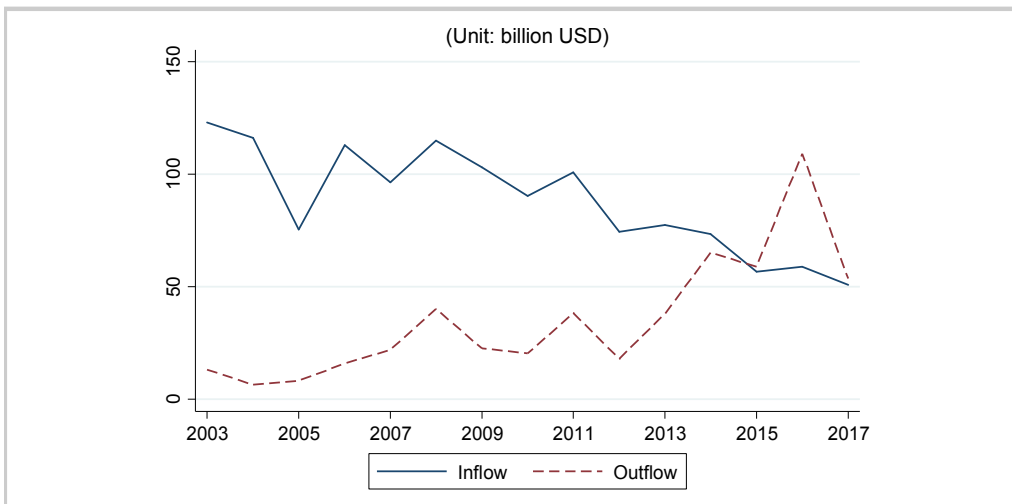
〈Fig. 4〉은 한국, 중국, 일본의 그린필드 FDI 유출 패턴을 나타내고 있다. 일본 그린필드 FDI 유출의 경우, 2003년부터 2017년 기간 동

**Fig. 1. Korea's Greenfield FDI Inflow and Outflow (2003-2017)**



Source: Author's calculation based on fDi Markets(Financial Times Ltd.)'s data

**Fig. 2. China's Greenfield FDI Inflow and Outflow (2003-2017)**



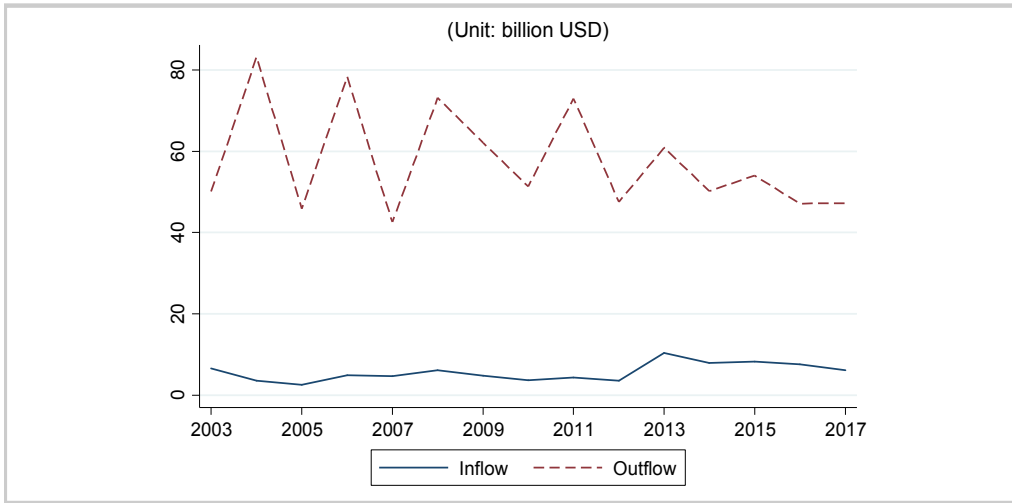
Source: Author's calculation based on fDi Markets(Financial Times Ltd.)'s data

안 총 8,666억 달러를 기록하였고, 이 수치는 동일 기간 한국(3,634억 달러), 중국(5,303억 달러)와 비교하여 가장 큰 FDI 유출 규모를 기록하고 있음을 알 수 있다. 중국은 그린필드 FDI 유출에 있어서 꾸준한 증가세를 유지해 왔고, 2012년 이후로 급격한 상승 추세를 시작하

였으며, 2014년에는 일본의 그린필드 FDI 규모를 추월하여, 그 이후로 일본보다 큰 투자액 규모를 유지하고 있는 것을 확인할 수 있다.

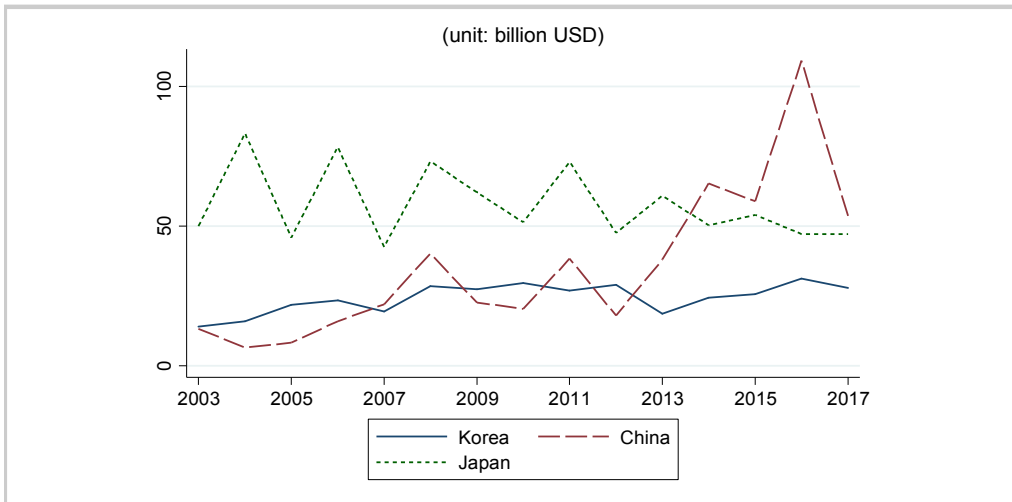
〈Table 1〉에서 우리나라 FDI 유출 상대국을 살펴보면 2003년-2010년 기준으로 중국(CHN)에 가장 많은 493억 달러의 그린필드 FDI 투자

**Fig. 3. Japan's Greenfield FDI Inflow and Outflow (2003-2017)**



Source: Author's calculation based on fDi Markets (Financial Times Ltd.)'s data

**Fig. 4. Korea, China, Japan's Greenfield FDI Outflow (2003-2017)**



Source: Author's calculation based on fDi Markets(Financial Times Ltd.)'s data

액을 기록하였고, 그 뒤로 미국(USA), 베트남(VNM), 인도(IND), 브라질(BRA) 순으로 나타났다. 2011-2017년 기준으로는 여전히 중국이 우리나라 그린필드 FDI를 가장 많이 유치한 국가로 나타났으나, 우리나라 기업들의 베트남으로의 투자가 많이 증가하여, 베트남이 중국과

근소한 차이로 2위를 기록하였다. 미국, 유럽 등의 국가에 투자하여 현지국 시장에 대한 접근을 높이려는 목적과 베트남, 인도, 멕시코 등 개도국 국가에 투자하여 저렴한 노동력을 활용함으로써 가격 경쟁력을 높이려는 목적을 확인할 수 있다.

**Table 1.** Top 20 Partners of Korea's Outward FDI (2003–2017, USD Million)

Rank	Host countries	2003–2010		Rank	Host countries	2011–2017	
		(Value)	(Number)			(Value)	(Number)
1	CHN	49,317	377	1	CHN	37,832	191
2	USA	22,141	190	2	VNM	37,043	187
3	VNM	18,459	125	3	USA	17,868	184
4	IND	16,612	131	4	IND	12,819	70
5	BRA	8,397	41	5	MEX	10,022	69
6	RUS	5,970	62	6	IDN	9,189	38
7	IDN	5,842	33	7	UZB	4,180	9
8	SVK	4,523	36	8	PAK	3,746	12
9	PHL	4,097	19	9	RUS	3,096	34
10	MEX	3,447	27	10	MYS	2,897	16
11	POL	2,746	38	11	IRN	2,785	9
12	TUR	2,115	13	12	SGP	2,768	26
13	CZE	2,103	14	13	GBR	2,617	35
14	MMR	1,999	2	14	ZAF	2,373	10
15	HUN	1,934	23	15	CZE	2,050	15
16	MYS	1,868	19	16	NGA	1,787	7
17	AUS	1,838	14	17	BRA	1,760	21
18	ARE	1,738	24	18	TUR	1,488	24
19	JPN	1,682	42	19	JPN	1,442	32
20	SGP	1,491	14	20	MMR	1,424	26
Total (Top 20 countries)		158,318	1,244	Total (Top 20 countries)		159,186	1,015
Total (All)		180,010	1,674	Total (All)		183,387	1,436

Note: Left panel's country ranking is calculated based on the investment value of greenfield FDI from 2003 to 2010, while the right panel's ranking is based on the period from 2011 to 2017.

Source: Author's calculation based on fDi Markets (Financial Times Ltd.)'s data

〈Table 2〉는 중국의 그린필드 FDI 투자 유출 상대국을 나타내고 있다. 2003-2010년 기준으로 러시아(RUS, 103억 달러)에 가장 많은 투자를 기록하였으나, 2011-2017년 사이에는 미국(USA, 426억 달러)에 대한 투자가 급격하게 증가하였음을 알 수 있다. 중국이 해외에 투자한 그린필드 FDI 총액 규모도 2003-2010년 사이 1,490억 달러에서 2011-2017년 사이 3,813억 달러로 증대되었음을 알 수 있다. 베트남(VNM)과 필리핀(PHL)은 2003-2010년 사이 기간에는, 중국의 그린필드 FDI를 많이 유치한

국가로 3위, 4위를 기록하였으나, 2011-2017년 사이의 기간에는 다양한 국가들이 중국의 투자를 유치하게 되면서 20위까지의 순위에도 들지 못하였다.

〈Table 3〉은 일본의 그린필드 FDI 투자 유출 상위 20개국을 2003-2010년, 2011-2017년 기간으로 나누어서 보고하고 있다. 2003-2010년 기간 동안에 일본의 투자를 가장 많이 유치한 국가는 1,074억원을 유치한 중국(CHN)으로 나타났고, 이 수치는 2003-2010년 기간 동안 일본의 총 그린필드 FDI의 22%에 해당하는 규모

**Table 2.** Top 20 Partners of China's Outward FDI (2003–2017, USD Million)

Rank	Host countries	2003–2010		Rank	Host countries	2011–2017	
		(Value)	(Number)			(Value)	(Number)
1	RUS	10,318	73	1	USA	42,603	438
2	IDN	9,181	34	2	IDN	31,368	69
3	VNM	9,017	49	3	IND	29,476	179
4	PHL	7,180	24	4	EGY	23,082	27
5	IND	7,173	73	5	MYS	22,723	71
6	AUS	7,118	32	6	RUS	16,768	110
7	BRA	5,981	38	7	GBR	14,916	194
8	PER	5,085	8	8	PAK	14,259	34
9	USA	4,368	137	9	BRA	9,618	84
10	IRN	4,170	10	10	KAZ	7,795	27
11	AGO	3,905	7	11	AUS	7,380	83
12	TKM	3,476	3	12	TUR	7,037	24
13	OMN	3,467	2	13	KOR	5,686	40
14	SGP	3,377	33	14	MEX	5,245	57
15	NER	3,282	2	15	PER	5,242	8
16	SAU	3,036	6	16	MOZ	5,033	7
17	NGA	3,011	7	17	HKG	4,978	114
18	KAZ	2,866	9	18	FRA	4,644	98
19	HKG	2,577	86	19	SAU	4,507	13
20	DZA	2,532	8	20	DEU	4,412	417
Total (Top 20 countries)		101,119	641	Total (Top 20 countries)		266,770	2,094
Total (All)		148,968	1,608	Total (All)		381,289	3,406

Note: Left panel's country ranking is calculated based on the investment value of greenfield FDI from 2003 to 2010, while the right panel's ranking is based on the period from 2011 to 2017.

Source: Author's calculation based on fDi Markets (Financial Times Ltd.)'s data

이다. 중국에 이어서, 호주(AUS), 미국(USA), 베트남(VNM), 인도(IND)가 상위권을 차지하였다. 2011-2017년 기간 동안에는 중국에 대한 투자가 줄고, 미국에 대한 투자가 증가하여, 미국이 일본의 그린필드 FDI를 가장 많이 유치한 국가로 기록되었다. 그 뒤로 중국(CHN), 베트남(VNM), 인도(IND), 인도네시아(IDN) 순으로 나타났다.

이상 한·중·일 3국의 해외투자 규모가 큰 대상국들의 특징은 대체로 경제규모가 크고, 지리적으로 인접하고, 경제성장이 빠르게 진행

중인 나라들이다. 그러나 이들의 특징은 이 외에도 매우 다양하다. 특히 국가적 위험, 즉 정치적 위험과 금융위험 측면에서도 다른 측면이 있다. 따라서 다음 장에서는 이러한 여러 요인들이 어떻게 한·중·일 3국의 해외투자 대상국 선정에 영향을 미치는지를 분석한다.

### Ⅲ. 실증분석 모형

#### 1. 중력모형

**Table 3.** Top 20 Partners of Japan's Outward FDI (2003–2017, USD Million)

Rank	Host countries	2003–2010		Rank	Host countries	2011–2017	
		(Value)	(Number)			(Value)	(Number)
1	CHN	107,396	1682	1	USA	56,529	1058
2	AUS	63,361	94	2	CHN	39,081	644
3	USA	48,389	831	3	VNM	28,013	393
4	VNM	28,298	319	4	IND	24,262	442
5	IND	23,925	443	5	IDN	22,929	273
6	IDN	19,113	139	6	THA	20,498	378
7	THA	17,797	581	7	MEX	17,435	344
8	SAU	13,688	21	8	MYS	17,177	149
9	PHL	12,055	85	9	MMR	15,726	127
10	KOR	11,935	118	10	GBR	11,424	257
11	SGP	11,256	160	11	BRA	10,895	137
12	BRA	10,212	110	12	PHL	8,201	120
13	RUS	10,151	148	13	KOR	7,947	108
14	MEX	9,259	116	14	TWN	7,435	92
15	GBR	8,502	223	15	LTU	6,804	5
16	TWN	8,415	112	16	SGP	6,733	171
17	CAN	7,663	68	17	AUS	5,349	96
18	MYS	7,536	108	18	RUS	5,244	90
19	ESP	5,805	99	19	ARE	5,242	61
20	QAT	5,455	10	20	CAN	4,612	61
Total (Top 20 countries)		430,211	5,467	Total (Top 20 countries)		321,533	5,006
Total (All)		486,658	6,910	Total (All)		379,955	6,576

Note: Left panel's country ranking is calculated based on the investment value of greenfield FDI from 2003 to 2010, while the right panel's ranking is based on the period from 2011 to 2017.

Source: Author's calculation based on fDi Markets (Financial Times Ltd.)'s data

본 연구는 한·중·일 3국의 다국적 기업들이 그린필드형 FDI를 함에 있어서 투자대상국을 선정할 때 고려하는 요인들, 특히 국가적 위험요인에 어떻게 반응하는지를 실증 분석하는 것이다. 이를 위해 본 연구는 Tinbergen (1962) and Pöyhönen (1963)의 연구 이후, 국가 간 상품무역의 규모를 설명하는데 매우 유용하게 사용되어 온 중력모형(gravity model)을 이용한다. 중력모형은 국가 간 상품무역의 규모가 양국의 경제규모에 정비례하고 양국 간 지리적 거리에 반

비례 한다는 것으로서 초기에는 주로 실증적 연구에만 사용해 왔으나 최근에는 중력식이 리카아도 및 헉셔올린 등의 비교우위이론뿐만 아니라 규모의 경제 및 시장의 불완전성에 기인하는 신무역이론에서도 도출이 가능하다는 것을 많은 학자들이 이론적으로 규명하였다(Bergstrand, 1989; Deardorff, 1998; Evenett and Keller, 1998; Eaton and Kortum, 2002; Helpman and Krugman, 1985). 뿐만 아니라 중력모형은 국가 간 FDI 흐름을 설명함에서도 이론적으로 뿐만 아니라 실



증적으로도 유용함을 여러 학자들이 규명하였다. 예를 들어 Bergstrand and Egge r(2007)은 FDI와 해외지사의 매출액을 설명함에 있어서 이론적인 중력모형식을 제시하였다. 아울러 Head and Ries (2008)은 국가 간 M&A에서도 이론적 중력모형식 도출하였으며 Kleinert and Toubal (2010)은 다국적 기업의 해외지사 매출액을 분석함에 있어서 이론적 중력모형식을 도출하였다. 일반적인 중력모형식은 다음과 같다.

$$Y_{ijt} = \alpha_i \frac{M_{it}M_{jt}}{D_{ijt}} \quad (1)$$

여기서  $Y_{ijt}$ 는 t 시점에서 i와 j국 간의 거래(본고에서는 그린필드 FDI),  $M_{it}$ 와  $M_{jt}$ 는 t 시점에서 i국과 j국의 국가적 특성을 나타내는 변수들이며,  $\alpha_i$ 는 t시점에 모든 국가들에게 적용되는 특성을 나타내는 변수이다. 본 연구에서는 상대국(j)의 국가적 특성에 분석의 초점을 맞추므로 투자국(i)의 국가적 특성은 시간변동 투자국 더미변수( $uit$ )를 포함시킴으로써 통제한다.<sup>1)</sup> 반면에 상대국(j)의 국가적 특성을 나타내는  $M_{jt}$ 는 다음과 같은 식으로 구성된다.

$$M_{jt} = \gamma_1 Z_{jt} + \gamma_2 \ln POP_{jt} + \gamma_3 \ln PCGDP_{jt} + \gamma_4 INFLATION_{jt} \quad (2)$$

여기서  $\ln POP_{jt}$ 는 j국의 t시점의 인구의 로그 값,  $\ln PCGDP_{jt}$ 는 j국의 t시점의 일인당 GDP의 로그 값,  $GROWTH_{jt}$ 와  $INFLATION_{jt}$ 는 j국의 t시점의 GDP 성장률과 인플레이션율(소비자물가 상승률)을 나타낸다. 이들 자료는 World Bank의 World Development Indicators로부터 구하였다. 일인당 GDP와 인구는 투자대상국의 시장 크기를 나타내는 것이다. 동시에 일인당 GDP는 투자 상대국의 임금수준을 나타내기도 한다. 따라서 일인당 GDP는 투자가 상대국의 시장진출

(market seeking)을 위한 것인지, 저임금을 이용한 생산효율성을 높이기(efficiency seeking) 위한 것인지에 따라서 추정 부호가 달라질 수 있다. 아울러 GDP 성장률과 인플레이션율은 단기적인 경기상황을 나타내기 위한 것이다. GDP 성장률이 높아지면 투자상대국의 시장이 매력적일 수 있어서 FDI가 증가하는 효과를 기대할 수 있는 반면, 인플레이션율이 높아지면 시장의 불안정성을 나타내는 것이므로 FDI가 감소할 것으로 예측된다. 그리고  $Z_{jt}$ 는 j국의 t시점의 가버넌스 또는 국가위험을 나타내는 변수이다. 본 연구에서 가버넌스는 World Bank의 Worldwide Governance Indicators (WGI)의 평균값으로 표시한다.<sup>2)</sup> 그리고 국가위험은 PRC 그룹의 ICRG (International Country Risk Guide)로부터 유료로 구입한 정치적 위험(political risk) 지수와 금융적 위험(financial risk)지수를 이용한다.<sup>3)</sup> 한편, 양국간 특성을 나타내는  $D_{ijt}$ 는 다음과 같은 식으로 나타난다.

$$D_{ijt} = \beta_1 RTA_{ijt} + \beta_2 BIT_{ijt} + \theta PAIR_{ijt} + u_{dijt} \quad (3)$$

여기서  $RTA_{ijt}$ 는 양국이 자유무역협정(FTA) 등 경제통합을 했는지, 그리고  $BIT_{ijt}$ 는 양국이 투자협정(Bilateral Investment Treaty)을 했는지를 나타내는 더미변수이다. 아울러  $PAIR_{ijt}$ 는 시간에 따라 변하지 않는 양자간 변수, 즉 지리적 거리의 로그값( $\ln Distance$ ), 공동의 언어를 사용하는지의 더미변수(Common language), 국경을 접하는지를 나타내는 더미변수(Contiguity)들을

2) WGI는 민주적 책임, 정치적 안정성, 정부효율성, 경제의 질적 수준, 법규, 부패 등 여섯 가지 세부지표로 되어 있는데, 본 연구는 이들 여섯 가지 세부지표의 평균값을 이용한다.

3) 정치위험지수는 정부가 안정성, 사회경제적 안정성 등 총 12개의 세부 지표로 구성되고, 금융위험지수는 GDP 대비 총 외채 비율, 수출입 대비 외채이자 비율, 총수출 대비 경상수지, 외환보유고, 환율안정성 등 5개 세부지표로 구성된다. 그런데 이들 변수들은 클수록 위험도가 낮은 것으로 되어 있어서 0부터 100까지 값이 클수록 위험도가 높은 지표로 필자가 전환하였다(즉, 100에서 이들 원지표 값을 뺀). 기타 이들 지수들에 대한 자세한 설명은 여기를 참조할 것: <http://www.prsgroup.com/explore-our-products/international-country-risk-guide/>

1) 즉, 모든 투자국 각각의 더미변수들과 시점더미(년도 또는 기간 더미)를 곱하여 얻은 모든 더미변수들을 설명변수로 포함시키게 되면 투자국의 모든 시간변동 국가적 특성을 통제할 수 있게 되어 투자국의 인구, 일인당 GDP 등의 변수들은 포함시킬 필요가 없게 된다.

**Table 4. Summary Statistics**

Variable	Obs	Mean	Std. Dev.	Min	Max
Greenfield FDI (value, US Billion)	21,140	0.39	2.01	0	76.25
Greenfield FDI (number)	21,140	6.15	33.25	0	1,147
Overall World Governance Index	21,140	49.14	18.20	14.15	89.33
Political risk -host	18,200	32.79	12.64	5.5	65.08
Financial risk - host	18,200	23.65	11.35	0	75
InPopulation - host	21,140	16.13	1.65	11.32	21.02
InPcgdp - host	20,965	8.33	1.60	4.78	11.57
Growth rate	20,895	4.32	3.71	-19.28	23.44
Inflation rate	19,635	5.90	5.69	-1.79	54.91
InDistance	21,140	8.65	0.85	2.26	9.89
Comlang language (=1 if yes)	21,140	0.11	0.31	0	1
Contiguity (=1 if yes)	21,140	0.03	0.16	0	1
RTA between source and host (= 1 if yes)	21,140	0.21	0.41	0	1
BIT between source and host (= 1 if yes)	21,140	0.30	0.46	0	1

포함한다.

이상의 논의를 종합하면 본 연구가 추정하는 중력식은 다음과 같다.

$$\begin{aligned}
 FDI_{ijt} = & \alpha + \gamma Z_{jt} + \gamma_1 \ln POP_{jt} + \\
 & \gamma_2 \ln PCGDP_{jt} + \gamma_3 GROWTH_{jt} + \\
 & \gamma_4 INFLATION_{jt} + \beta_1 RTA_{ijt} + \beta_2 BIT_{ijt} \\
 & + \beta_3 \ln Distance_{ij} + \beta_4 Language_{ij} + \\
 & \beta_5 Contiguity_{ij} + \alpha_t + u_{it} + u_{ijt} \quad (4)
 \end{aligned}$$

위식에서 국가위험을 나타내는  $Z_{jt}$ , 인플레이션을 나타내는  $INFLATION_{jt}$ , 그리고 지리적 거리를 나타내는  $\ln Distance_{ij}$ 는 음의 부호를, 그리고 나머지 설명변수들은 양의 부호를 나타낼 것으로 기대한다.

## 2. 추정에 있어서 고려사항

이상의 중력모형식을 추정함에 있어서 다음과 같은 두 가지 사항을 고려한다. 우선 첫 번

째로, 설명변수의 내생성(endogeneity)의 가능성이 있을 수 있다는 점이다. 즉, 본 연구의 초점 변수인 가버넌스는 FDI가 유입되면서 높아질 수 있다. 반면에 국가위험도는 FDI가 유입되면서 낮아질 수 있다. 따라서 본 연구에서는 2003년부터 2017년도까지 기간을 2003-2005, 2006-2008, 2009-2011, 2012-2014, 2015-2017과 같이 3년씩으로 나누어 각 기간별로 그린필드 FDI의 누적액을 종속변수로 사용한다. 대신 모든 가버넌스와 국가위험을 포함한 설명변수들은 각 기간의 시작년도 값을 이용한다.

두 번째로, 종속변수인 양자간 그린필드형 FDI 흐름은 상대국에 따라서(특히 규모가 작은 경우) 값이 영(zero)인 경우가 많다. 본 연구에서는 위에서 설명한 바와 같이 3년씩의 누적액을 종속변수로 사용하지만 그래도 값이 영인 경우가 존재할 수 있다. 이 경우 일반적인 최소자승법(OLS)을 이용한 회귀분석에서와 같이 종속변수에 로그를 취하게 되면 관측치를 잃어버리게 되어 분석에서 제외된다. 그러나 영의 값을

갖는다는 것은 FDI의 고정 투자비용이 기대 이윤보다 높다는 것을 의미하기 때문에(Razin et al, 2004) 영의 값을 갖는 관측치도 포함시켜 분석하는 것이 타당하다. 따라서 본 연구에서는 Silva and Tenreyro (2006)이 제시하는 Poisson Pseudo Maximum Likelihood (PPML) 추정방법을 이용하여 추정한다. PPML에서는 종속변수에 로그를 취하지 않음으로써 영의 값을 갖는 관측치도 포함시키는 장점이 있다. 아울러 중력모형을 추정함에 있어서 이분산(heteroskedasticity)의 문제가 존재할 가능성이 매우 높는데 PPML은 이 문제도 해결할 수 있다.<sup>4)</sup>

〈Table 4〉는 실증분석에 포함된 모든 변수들의 기초통계량을 정리한 것이다.<sup>5)</sup> 한중일 국가들은 투자액이 영의 값을 갖는 국가 관측치를 포함하여 평균적으로 3년간 개별국가별로 3.9억 달러의 투자를 하고 있음을 확인한다. 한중일 그린필드 FDI 상대국의 가버넌스 지수는 14.15부터 89.33로 분포하고 있고, 평균은 49.14 값을 갖는 것을 확인한다. 한중일 FDI 상대국의 정치적 위험 지수 평균은 32.79로, 금융 위험 평균은 23.65임을 알 수 있다. 가버넌스, 정치적 위험, 금융위험 세 지수의 표준편차를 비교하면 가버넌스 지수의 편차가 가장 큰 것을 알 수 있고, 정치적 위험, 금융위험 순으로 나타났다.

## IV. 추정 결과

### 1. 투자대상국의 가버넌스

본 연구는 한·중·일 3국의 다국적 기업들이 그린필드형 FDI를 함에 있어서 투자대상국을 선정할 때 고려하는 요인들, 특히 가버넌스와 국가적 위험요인에 어떻게 반응하는지를 실증 분석하는 것이다. III장에서 설명한 바와 같이 가버넌스는 세계은행의 WGI 지수의 평균값을 이용한다.

〈Table 5〉는 한·중·일 각국의 기업들이 전세계를 대상으로 그린필드 FDI를 함에 있어서 고려하는 투자대상국의 국가적 특성을 추정한 식들을 나타내고 있다. (2)-(4)식들은 그린필드 FDI를 미국 달러로 표시된 투자액으로 계산한 경우이고, (6)-(8)식은 투자 건수로 표시한 것이다. 아울러 비교를 위해 선진국 그룹인 OECD 24개국이 투자국인 경우도 추정하여 (1)식과 (4)식에 정리하였다.

우선 OECD 24개국이 투자국인 경우(1식), 투자대상국의 가버넌스는 5퍼센트 수준에서 유의한 플러스의 계수값을 갖고 있다. 즉, OECD 국가들의 기업들은 다른 조건들이 동일하다면 가버넌스의 질적 수준이 높은 국가에 더 많은 투자를 한다는 것을 의미한다. 이를 투자 건수로 표시하면(4식) 더욱 그러함을 알 수 있다. 한편, 통제변수들의 추정결과를 살펴보면, OECD 국가들은 상대국의 인구가 많을수록, 일인당 소득이 높을수록, 경제성장률이 빠를수록 많은 그린필드 FDI 투자를 함을 알 수 있다. 아울러 이들 국가들은 공통의 언어를 사용하거나, 국경을 접하고 있는 국가들, 경제통합협정(RTA)을 체결한 국가들, 그리고 상호투자협정(BIT)을 체결한 국가들에 더 많은 그린필드 투자를 하고 있음을 보이고 있다. 반면에 투자국의 인플레이션이나 지리적 거리에 영향을 받지 않는 것으로 나타났다. 이는 투자규모를 투자액으로 표시하거나 건수로 표시하거나 동일하게 확인되었다.

한·중·일 각국의 결과를 살펴보면, 한국의 경우 투자대상국의 가버넌스에 미미한 영향만을 받는 것으로 보인다. 즉, 종속변수를 투자액으로 표시한 경우에는 WGI 변수의 계수 값이 양수이지만 통계적으로 유의하지 않고, 건수로 표시한 경우에만 10% 수준에서 유의한 양의 값을 보이고 있다. 중국과 일본의 경우도 달러금액으로 표시한 경우에는 통계적으로 유의하지 않은 것으로 나타났다. 대신 건수로 표시한 경우에는 각각 1%와 5% 수준에서 유의한 결과를 보이고 있다. 즉, 한중일 기업들 모두 투자대상국의 가버넌스 수준이 높은 국가들에 많은 건수의 FDI 투자를 하지만, 총액 규모로는 영향을 받지 않는 것을 의미한다. 통제변수들 중에는 중국기업들이 투자상대국의 경제성장률에

4) 이러한 PPML의 특징은 다음을 참조할 것.

<http://personal.lse.ac.uk/tenreyro/lgw.html>

5) 아울러 설명변수들의 상관관계지수를 계산한 결과 상호 다중공선성 문제가 있는 설명변수들은 없음을 확인하였다.

**Table 5.** Impact of Host Country's Governance on Korea, China, and Japan's Greenfield FDI

	Value				Number			
	OECD 24	Korea	China	Japan	OECD 24	Korea	China	Japan
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
Overall World Governance Index - <i>host (expected sign = plus)</i>	0.010** (0.004)	0.013 (0.014)	-0.012 (0.012)	0.033 (0.021)	0.022*** (0.004)	0.014* (0.009)	0.034*** (0.012)	0.027** (0.014)
<i>lnPopulation-host</i>	0.690*** (0.022)	0.849*** (0.119)	0.591*** (0.086)	0.770*** (0.057)	0.761*** (0.029)	0.815*** (0.070)	0.769*** (0.074)	0.895*** (0.052)
<i>lnPCGDP-host</i>	0.541*** (0.041)	0.349* (0.182)	0.550*** (0.131)	0.326** (0.163)	0.488*** (0.054)	0.318** (0.148)	0.350*** (0.115)	0.329** (0.133)
<i>Growth Rate - host</i>	0.119*** (0.009)	0.149*** (0.041)	0.047 (0.033)	0.156*** (0.034)	0.086*** (0.010)	0.082*** (0.030)	0.004 (0.029)	0.095** (0.041)
<i>Inflation Rate - host</i>	-0.003 (0.007)	0.021 (0.029)	0.003 (0.016)	-0.022 (0.030)	-0.002 (0.009)	0.001 (0.028)	0.015 (0.013)	-0.041 (0.041)
<i>lnDistance between source and host</i>	0.059 (0.072)	-0.183 (0.227)	0.367* (0.219)	-0.014 (0.225)	-0.028 (0.086)	-0.059 (0.174)	0.354* (0.185)	0.133 (0.235)
<i>Common language (=1 if yes)</i>	0.704*** (0.120)		1.558*** (0.393)		0.727*** (0.137)		1.654*** (0.332)	
<i>Contiguity (=1 if yes)</i>	0.321* (0.192)		0.771** (0.365)		0.219 (0.211)		0.885*** (0.285)	
<i>RTA between source and host (= 1 if yes)</i>	0.449*** (0.105)	0.835** (0.370)	0.835** (0.376)	1.488*** (0.196)	0.527*** (0.113)	0.515** (0.260)	0.004 (0.349)	1.288*** (0.230)
<i>BIT between source and host (= 1 if yes)</i>	0.475*** (0.096)	0.007 (0.353)	0.049 (0.234)	0.797* (0.441)	0.458*** (0.087)	0.077 (0.222)	0.399* (0.234)	0.527 (0.391)
Constant	-18.267*** (0.619)	-18.282*** (4.664)	-18.740*** (3.044)	-18.585*** (2.985)	-16.038*** (0.648)	-15.999*** (3.220)	-19.944*** (2.353)	-18.671*** (3.458)
Observation	13248	552	552	552	13248	552	552	552
R-squared	0.486	0.635	0.315	0.476	0.623	0.696	0.611	0.709

- Notes: 1. Estimates are obtained with Poisson Pseudo-Maximum Likelihood (PPML) estimator.  
 2. Standard errors are in parenthesis are based on clustering by country-pair.  
 3. home country-period fixed effects as well as period fixed effects are included but not shown for the sake of brevity.  
 4. \*\*\*, \*\*, and \* indicate the significance levels of 1, 5, and 10 percent, respectively.

민감하지 않은 것이 OECD 국가들뿐만 아니라 한국과 일본의 기업들과 다른 점이다. 아울러 한중일 3국의 기업들은 OECD 국가들의 기업들과 달리 상호투자협정의 체결여부는 이들의 FDI 투자대상국을 선정함에 있어서 상대적으

로 미미한 고려하고 있음을 보이고 있다.

## 2. 투자대상국의 국가위험

1절에서 살펴 본 투자대상국의 가버넌스는

**Table 6.** Impact of Host Country's Risk on Korea, China, and Japan's Greenfield FDI

	Value				Number			
	OECD 24	Korea	China	Japan	OECD 24	Korea	China	Japan
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
<i>Political risk – host (expected sign = negative)</i>	-0.020*** (0.005)	-0.061** (0.027)	0.002 (0.020)	-0.056* (0.029)	-0.036*** (0.006)	-0.057** (0.025)	-0.054** (0.025)	-0.041 (0.032)
<i>Financial risk – host (expected sign = negative)</i>	0.002 (0.005)	0.030** (0.013)	0.025** (0.012)	0.038*** (0.010)	0.005 (0.006)	0.019** (0.009)	0.005 (0.012)	0.017** (0.007)
<i>lnPopulation–host</i>	0.680*** (0.025)	0.862*** (0.100)	0.604*** (0.086)	0.759*** (0.050)	0.753*** (0.031)	0.828*** (0.062)	0.777*** (0.079)	0.879*** (0.047)
<i>lnPCGDP–host</i>	0.494*** (0.046)	0.136 (0.238)	0.467*** (0.134)	0.273** (0.135)	0.459*** (0.059)	0.136 (0.208)	0.375*** (0.143)	0.313* (0.165)
<i>Growth Rate – host</i>	0.119*** (0.009)	0.179*** (0.037)	0.078** (0.036)	0.187*** (0.035)	0.081*** (0.012)	0.093*** (0.031)	-0.009 (0.034)	0.104*** (0.038)
<i>Inflation Rate – host</i>	-0.004 (0.008)	0.028 (0.034)	0.012 (0.017)	-0.050 (0.032)	-0.002 (0.009)	0.014 (0.034)	0.021 (0.014)	-0.047 (0.043)
<i>lnDistance between source and host</i>	0.058 (0.073)	-0.247 (0.235)	0.266 (0.239)	-0.147 (0.219)	-0.037 (0.091)	-0.088 (0.175)	0.380* (0.198)	0.068 (0.237)
<i>Common language (=1 if yes)</i>	0.734*** (0.126)		1.675*** (0.424)		0.784*** (0.150)		1.729*** (0.354)	
<i>Contiguity (=1 if yes)</i>	0.307 (0.189)		0.819* (0.442)		0.177 (0.212)		0.864*** (0.276)	
<i>RTA between source and host (= 1 if yes)</i>	0.433*** (0.105)	0.630* (0.370)	0.660 (0.434)	1.622*** (0.196)	0.515*** (0.117)	0.353 (0.260)	0.148 (0.307)	1.294*** (0.247)
<i>BIT between source and host (= 1 if yes)</i>	0.438*** (0.094)	0.287 (0.333)	0.134 (0.233)	0.847** (0.411)	0.406*** (0.089)	0.266 (0.200)	0.410* (0.221)	0.455 (0.382)
Constant	-16.921*** (0.723)	-15.096*** (5.206)	-19.486*** (3.332)	-14.064*** (2.782)	-13.683*** (0.750)	-12.905*** (4.093)	-18.206*** (2.263)	-15.374*** (3.144)
Observation	11544	481	481	481	11544	481	481	481
R-squared	0.491	0.653	0.331	0.514	0.610	0.718	0.630	0.733

- Notes: 1. Estimates are obtained with Poisson Pseudo-Maximum Likelihood(PPML) estimator.  
 2. Standard errors in parenthesis are based on clustering by country-pair.  
 3. home country-period fixed effects as well as period fixed effects are included but not shown for the sake of brevity.  
 4. \*\*\*, \*\*, and \* indicate the significance levels of 1, 5, and 10 percent, respectively.

직접적인 국가위험을 나타내는 변수는 아니다. 따라서 여기서는 3장에서 설명한 PRC 그룹의 ICRG로부터 구해진 정치적 위험(political risk)

지수와 금융적 위험(financial risk)지수를 WGI 대신 설명변수로 포함시켜 실증분석을 실시한다. 여기서 WGI를 제외시키는 이유는 WGI와

정치적 위험지수의 상관관계가 0.926으로 매우 높기 때문이다.

추정결과는 <Table 6>에 정리되어 있다. 우선 OECD 24개국들이 투자국인 경우 상대국의 정치적 위험은 1퍼센트 수준에서 매우 유의미한 양의 계수 값을 보이고 있다. 즉, OECD 국가들의 다국적 기업들은 해외 투자국을 선정함에 있어서 대상국의 정치적 위험을 매우 심각하게 고려한다는 의미이다. 이는 투자규모를 달러금액이나 건수로 표시하는 경우 모두 마찬가지이다. 반면에 투자대상국의 금융위험에 대해서는 민감하게 반응하지 않음을 보이고 있다.<sup>6)</sup>

한편, 한·중·일 3국 중에는 한국의 기업들이 투자 대상국의 정치적 위험이 높을수록 투자를 꺼린다는 것을 알 수 있다. 중국 기업들은 투자건수의 경우, 그리고 일본 기업들은 투자액의 경우에만 투자대상국의 정치적 위험에 부정적으로 반응하는 것으로 나타났다. 반면에 한·중·일 3국 모두 투자대상국의 금융위험이 클수록 그린필드형 투자를 많이 하는 것으로 나타났다. 이러한 결과는 1장에서 언급한 Byun et al. (2012)의 연구결과와 대치되고 있다. 이들 연구에 따르면 그린필드형 FDI는 정치적 위험뿐만 아니라 금융위험이 적은 국가에 상대적으로 많이 유입되는 경향이 있다. 즉, 한중일 3국 기업들은 해외직접투자를 수행함에 있어서 투자대상국의 정치적 위험뿐만 아니라 금융위험도 심각하게 고려할 필요성을 나타내는 결과이다.

## V. 요약 및 결론

기업들이 해외직접투자를 할 때, 투자 대상국의 국가적 위험도를 고려함으로써 투자이익을 극대화하는 한편 손실을 최소화 하는 목적을 달성하고자 한다. 그동안의 연구에 따르면, 투자 대상국의 정치적 위험이 클수록 FDI가 적은 경우가 대부분이지만, 반대의 결과를 보이는 경우도 있다. 한편, 투자대상국의 금융위험을 분석한 것은 많지 않다. 기존 연구는 주로

여러 나라를 대상으로 한 것으로서 우리나라 기업들의 경우는 다를 수 있다. 또한 FDI 유형을 구분하지 않고, 총액 기준으로 분석한 경우가 대부분이다.

이러한 배경 하에 본 연구는 우리나라 기업들의 해외직접투자에 있어서 대상국을 선정할 때 대상국의 정치적 위험과 금융위험을 고려하는 정도가 중국과 일본의 기업들, 그리고 선진국 그룹인 OECD 24개 회원국들의 경우와 어떻게 다른지 비교 분석하였다.

분석결과 한국의 기업들은 OECD 24개국들과 유사하게 투자 대상국의 정치적 위험에 매우 민감하게 반응함을 확인하였다. 특히, 한국의 기업들은 중국과 일본의 기업들에 비해 특히 상대국의 위험에 민감하게 반응함을 확인하였다. 반면에 한국의 기업들과 중국과 일본의 기업들은 모두 투자대상국의 금융위험이 클수록 그린필드형 투자를 많이 하는 것으로 나타났다. OECD 국가 전체들의 경우에는 금융위험이 통계적으로 유의미한 영향을 미치지 않는 것과 대조된다. 또한, 그린필드형 FDI는 정치적 위험뿐만 아니라 금융위험이 적은 국가에 상대적으로 많이 유입되는 경향이 있다는 Byun et al. (2012)의 연구결과와 대치되고 있다. 따라서 한중일 3국 기업들은 해외 투자를 함에 있어서 투자대상국의 정치적 위험뿐만 아니라 금융위험도 고려할 필요가 있다.

아울러 본 연구에서 나타난 한중일 3국 기업들의 사례는 향후 좀 더 보완적인 연구를 할 필요가 있다. 즉, 금융위험을 나타내는 5개 요인 중에 어떤 요인이 이러한 결과를 만들어 내는지, 이와 같은 결과가 전 기간에 걸쳐서 나타나는지 특정 기간에만 나타나는 결과인지, 투자대상국 그룹(즉, 소득 수준 또는 지역적 구분)에 따라 차이를 보이는지 등을 분석할 필요가 있다.<sup>7)</sup>

6) 여타 설명변수들은 <Table 5>의 경우와 유사하므로 설명을 생략한다.

7) 이와 관련한 연구는 현재 진행 중이다.

## References

- Asiedu, E. (2002), "On the Determinants of Foreign Direct Investment to Developing Countries: Is Africa Different?", *World Development*, 30(1), 107-119.
- Bergstrand, J. H. (1989), "The Generalized Gravity Equation, Monopolistic Competition, and the Factor-proportions Theory in International Trade", *Review of Economics and Statistics*, 71(1), 143-153.
- Bergstrand, J. H. and P. Egger (2007), "A Knowledge-and-Physical-Capital Model of International Trade Flows, Foreign Direct Investment, and Multinational Enterprises", *Journal of International Economics*, 73(2), 278-308.
- Busse, M. and C. Hefeker (2007), "Political Risk, Institutions and Foreign Direct Investment", *European Journal of Political Economy*, 23, 397-415.
- Byun, H., H. H. Lee and C. Y. Park (2012), *Assessing the External and Internal Factors Influencing Foreign Direct Investment in Emerging Countries Comparison of M&A and Greenfield FDI (ADB Economics Working Paper Series No. 293)*, Manila: Asian Development Bank.
- Deardorff, A. V. (1998), "Determinants of Bilateral Trade: Does Gravity Work in a Neoclassic World?". in J. A. Frankel (Ed.), *The Regionalization of Economy*, Chicago, IL: University of Chicago Press.
- Eaton, J. and S. Kortum (2002), "Technology, Geography, and Trade", *Econometrica*, 70(5), 1741-1779.
- Evenett, S. J. and W. Keller (1998), *On Theories Explaining the Success of the Gravity Equation* (NBER Working Paper, No. 6925), Cambridge, MA: National Bureau of Economic Research.
- Harms P. and P. G. Meon (2011, March 8), "An FDI is an FDI is an FDI? The Growth Effects of Greenfield Investment and Mergers and Acquisitions in Developing Countries", Proceedings of the German Development Economics Conference, Berlin.
- Hayakawa, K., F. Kimura and H. H. Lee (2013), "How Does Country Risk Matter for Foreign Direct investment?", *Developing Economics*, 51(1), 60-78.
- Head, K. and J. Ries (2008), "FDI as an Outcome of the Market for Corporate Control: Theory and Evidence", *Journal of International Economics*, 74(1), 2-20.
- Helpman, E. and P. R. Krugman (1985), *Market Structure and Foreign Trade*, Cambridge, MA.: MIT Press.
- Jaspersen, F. Z., A. H. Aylward and A. D. Knox (2000), "The Effects of Risk on Private Investment: Africa Compared with Other Developing Countries". In P. Collier and C. A., Pattillo (Eds.), *Investment and Risk in Africa*, New York, NY: St. Martin's Press, 71-95.
- Khan, M. M. and M. I. Akbar (2013), "The Impact of Political Risk on Foreign Direct Investment", *International Journal of Economics and Finance*, 5(8), 147-156.
- Kleinert, J. and F. Toubal (2010), "Gravity for FDI", *Review of International Economics*, 18(1), 1-13.
- Kolstad, I. and L. Tøndel (2002), *Social Development and Foreign Direct Investment in Developing Countries* (CMI Report, No. 2002-11), Bergen, Norway: Chr. Michelsen Institute.
- Lee, H. H. and R. S. Rajan (2011), "Foreign Direct Investment in the APEC Region: The Role of Country Risks", *Journal of Korea Trade*, 15(3), 89-123.
- Lee, Jong-Ha and Joon-Won Lee (2015), "Determinants of Foreign Direct Investment: Categorical Analysis", *Finance Policy Review*, 17(4), 71-106.
- Loree, D. W. and S. E. Guisinger (1995), "Policy and Non-policy Determinants of US Equity Foreign Direct Investment", *Journal of Business Studies*, 26(2), 281-299.

- Masron, T. A., H. Abdullah and A. Amran (2012), "FDI from Developing Countries to Developing Countries: Contributing at More Risky Location?", *Procedia-Social and Behavioral Sciences*, 58, 1212-1217.
- Noorbakhsh, F., A. Paloni and A. Youssef (2001), "Human Capital and FDI Inflows to Developing Countries: New Empirical Evidence", *World Development*, 29(9), 1593-1610.
- Pöyhönen, P. (1963), "A Tentative Model for the Volume of Trade Between Countries", *Weltwirtschaftliches Archive*, 90, 93-100.
- Razin, A., Y. Rubinstein and E. Sadka (2004), *Fixed Costs and FDI: The Conflicting Effects of Productivity Shocks* (NBER Working Paper Series, No.10864), Cambridge, MA: National Bureau of Economic Research.
- Seoung, Yeon-Joo and Jin-Sup Jung (2017), "Determinants of Foreign Direct Investments of Korean Enterprises", *International Business Review*, 21(1), 49-68.
- Soo, Eok-Hweon, Joon-Hee Lee and Young-Chul Kwon (2014), "Determinants of Korea's Foreign Direct Investment: An Application of Gravity Model", *International Business Review*, 18(2), 147-163.
- Tinbergen, J. (1962), *Shaping the World Economy- Suggestions for an International Economic Policy*, New York, NY: The Twentieth Century Fund.
- Wang, M. and M. C. S. Wong (2009), "What Drives Economic Growth? the Case of Cross-border M&A and Greenfield FDI Activities", *Kyklos*, 62(2), 316-330.