

## 중국 기업의 일대일로 국가에 대한 해외직접투자 패턴 변화에 관한 실증연구\*

나원찬

한국외국어대학교 GBT 학부/ 대학원 국제경영학과 교수

김주권

건국대학교 경영학과 교수

## Empirical Analysis of the Changes in the Patterns of Chinese Firms' Outward Foreign Direct Investment in the Belt and Road Initiative Countries

Wonchan Ra<sup>a</sup>, Zu-Kweon Kim<sup>b</sup>

<sup>a</sup> GBT Division/ Dept. of International Business, Graduate School, Hankuk University of Foreign Studies, Korea

<sup>b</sup> School of Management, Konkuk University, Korea

Received 11 December 2022, Revised 29 December 2022, Accepted 30 December 2022

### Abstract

In recent years, the outward foreign direct investment (oFDI) in the Belt and Road Initiative (BRI) by Chinese companies has significantly increased in size and changed in content. However, changes in the oFDI patterns between the pre- and post-BRI periods have not received sufficient attention from academia despite their theoretical and strategic significance. This paper reviewed existing research to establish seven hypotheses on changes in the oFDI patterns of Chinese companies investing in BRI countries and conducted empirical analyses to test the hypotheses using secondary data. The results showed that after the BRI agreement, Chinese oFDI in BRI countries was more active in less economically and less institutionally developed countries, that the oFDI by privately-owned enterprises (POEs) increased more than that of state-owned enterprises (SOEs), and that SOEs were more active in the social overhead capital (SOC) area while POEs were more active in the non-SOC area. The paper concludes with a summary, implications, and future research directions.

**Keywords:** Belt and Road Initiative, One Belt One Road, China, Outward Foreign Direct Investment

**JEL Classifications:** F21, F23

\* This work was supported by the Hankuk University of Foreign Studies Research Fund of 2022.

<sup>a</sup> First Author, E-mail: wonra@hufs.ac.kr

<sup>b</sup> Corresponding Author, E-mail: zkkim@konkuk.ac.kr

© 2022 The Korea Trade Research Institute. All rights reserved.

## I. 머리말

2013년 이래 중국 정부는 아시아, 유럽, 아프리카를 연결하는 협력 네트워크 사업인 일대일로 (一帶一路, Belt and Road Initiative, BRI 또는 One Belt One Road, OBOR)를 추진하고 있다. 이는 육상의 실크로드경제벨트 (Silk Road Economic Belt)인 일대 (One Belt)와 해상의 21세기 해상실크로드 (21st Century Maritime Silk Road)인 일로 (One Road)를 포괄하는 정책이다. 일대는 중국의 시진핑 주석이 2013년 9월 카자흐스탄에서 동남아, 중앙아시아, 중동의 아시아 국가들을 대상으로, 일로는 그 1 달 뒤 인도네시아에서 인도양과 태평양 국가들 및 유럽과 아프리카 국가들을 대상으로 다방면의 협력을 추진할 것을 발표하면서 시작되었다.

BRI를 추진함으로써 중국 정부는 그동안 경제 발전의 걸림돌이었던 국내의 성장 둔화, 생산 과잉, 지역간 불균형 개발 등의 문제 해결에 기여하고자 한다. 동시에, 해외에서는 사회간접자본 (social overhead capital, SOC) 구축, 물류 네트워크 구축, 생산시설 설립, 국가간 인적·물적 교류 확대를 통하여 현지국 발전에 공헌함으로써 외국과의 동반 성장을 추구하고 대외 영향력을 확대하는 등 정치적, 외교적 목적을 달성하고자 한다 (Kim Dong-Su, 2021).

BRI 추진 선언 이후 중국 정부는 이를 실행하기 위해 다양한 조치들을 시행하였는데 주요한 것들을 보면 2015년 4월 ‘일대일로 건설 공작연도소조 (建設工作領導小組)’를 조직하였고 같은 해 5월 추진대상 지역을 더욱 구체화하는 6대 경제회랑 (經濟回廊, Economic Corridors)을 발표했다. 또한 2016년 이후 협력 대상국에 대한 직접투자 및 자금 대여 등을 위해 AIIB (Asian Infrastructure Investment Bank), Silk Road Fund (SRF), New Development Bank (NDB) 등의 금융기관을 설립하였다. 최근 중국 정부는 세계의 디지털화 (digitalization) 진전에 따라 디지털 협력을 더욱 확대하고 있는데 2017년부터는 BRI 사업으로 5G, 인공지능, 반도체, 컴퓨팅 등과 같은 분야에서 ‘21세기의 디지털 실크로드 (digital silk road)’를 구축해 나가고 있다 (Cho

Eun-Gyo and Kim Gye-Whan, 2021).

BRI에 참여하는 국가들을 보면 중국 정부는 공식적으로 정해진 국가 명단을 발표하지는 않는다. 그러나 학계에서 ‘연선관계국가’ 또는 ‘연선국가 (沿線國家)’로 불리며 BRI에 실제로 더욱 적극 참여하고 있는 국가들이 알려져 있는데 지역별로는 동아시아 1개, 동남아 11개, 중앙아시아 5개, 중동 15개, 남아시아 8개, 유럽 24개로 중국을 포함하여 65개에 이르고 있다 (Chin and He, 2016).

그런데 일반적으로 BRI는 그 협력 범위가 매우 넓고 사업이 다양한 형태로 추진되고 있기 때문에 전체 참여 국가 수는 실제 연선국가의 수보다 훨씬 많은 것으로 밝혀지고 있고, 직접적으로는 협력 사업을 추진하고 있지 않더라도 중국과 BRI 관련 양해각서 (MOU)를 교환한 국가는 2022년 6월 현재 147개에 이른다 (Nedopil, 2022). 중국을 포함하여 이 국가들이 전 세계에서 차지하는 비중은 GDP 40%, 인구 60% 이상에 달하고 있어 (World Bank, 2022) BRI 사업은 지리적으로 다양하고 넓은 범위를 포함하고 있음을 알 수 있다.

그런데 중국은 현재 특히 중국-파키스탄 경제회랑을 비롯한 6개 경제회랑 지역별로 중국과 2국 또는 다국간 철도, 도로, 송유관, 산업단지 등의 건설 사업을 통하여 현지의 산업개발과 생활개선에 기여하도록 하고 있는데, 전체 경제회랑 국가들은 20여 개국에 달한다 (Cho Young-Sam et al., 2016). 따라서 다른 국가들보다 특히 이 국가들은 BRI 추진상 중국과의 관계가 더욱 긴밀하다고 할 수 있다.

한편, 중국 정부는 그동안 BRI 추진을 위해 투자 또는 대여 등의 형식으로 약 1조 달러를 정책 자금으로 투입해 왔는데, 최근에는 스리랑카 등과 같이 차관 상환에 어려움을 겪고 있거나 또한 중국에 대한 과도한 의존을 줄이고자 하는 국가들도 있어 BRI에 대한 부정적 이미지가 확대되고 있기도 하다. 따라서 향후 중국 정부는 일부 개도국에 대한 차관을 축소하고 수익성이 높은 사업에 집중하는 등 BRI 추진 방향을 크게 변경하고 있는 것으로 알려지고 있다 (WSJ, September 26, 2022).

BRI를 통한 중국의 개도국 진출과 영향력 확

Table 1. List of 65 Countries along the Belt and Road		
East Asia		2
	China, Mongolia	
Southeast Asia		
	Brunei, Cambodia, Indonesia, Laos, Malaysia, Myanmar, Philippines, Singapore, Thailand, Timor-Leste, Vietnam	11
Central Asia		5
	Kazakhstan, Kyrgyzstan, Tajikistan, Turkmenistan, Uzbekistan	
Middle East and North Africa		15
	Bahrain, Egypt, Iran, Iraq, Israel, Jordan, Kuwait, Lebanon, Oman, Qatar, Saudi Arabia, Palestine, Syria, United Arab Emirates, Yemen	
South Asia		8
	Afghanistan, Bangladesh, Bhutan, India, Maldives, Nepal, Pakistan, Sri Lanka	
Europe		24
	Albania, Armenia, Azerbaijan, Belarus, Bosnia and Herzegovina, Bulgaria, Croatia, Czech Republic, Estonia, Georgia, Hungary, Latvia, Lithuania, Macedonia, Moldova, Montenegro, Poland, Romania, Russia, Serbia, Slovakia, Slovenia, Turkey, Ukraine	
Total		65

대에 불안감을 느낀 서방 국가들의 견제도 본격적으로 실시되고 있다. 2021년 12월 유럽연합(EU)은 개도국에 2021~27년 중 최대 3,000억 유로를 투자하여 ‘하드 및 소프트 인프라스트럭처’ 건설을 지원하는 ‘글로벌 게이트웨이 전략(Global Gateway Strategy)’을 추진한다고 발표(EU, 2021)하는 등 최근 중국 BRI에 대하여 서방 국가들이 맞불을 놓는 형국이 빚어지고 있다.

이러한 BRI 추진에서 중국이 활용하는 중요한 직접적인 전략적 수단 중의 하나는 중국 기업들이 참여 국가에 실시하는 해외직접투자(foreign direct investment, FDI)이다. FDI는 한 국가의 기업이 다른 나라에 직접 공장을 설립하거나 인수하여 해외자산을 자산을 직접 통제하는 해외시장 진출 방식으로서 일반적으로 한 국가 기업의 해외 진출은 ‘대의 해외직접투자’(outward FDI, oFDI), 그리고 외국 기업의 한 국가의 국내 진출은 ‘외국인직접투자’

(inward FDI, iFDI)라고 칭한다.

중국은 1970년대 개혁·개방 정책을 추진하기 시작한 이래, 특히 1990년대 말 이후 ‘인진라이(引進來)’ 정책을 통해 자국에 대한 외국 기업의 iFDI를 적극 촉진하여 왔고, 2000년대 중반 이후에는 ‘저우추취(走出去)’ 정책으로 oFDI를 통한 중국 기업들의 해외진출을 크게 장려하였다. 그러한 가운데 중국 정부의 BRI 추진은 중국이 종전 외국 기업을 국내로 받아들이는 iFDI 중심 국가에서 반대로 자국 기업이 해외로도 활발히 진출하는 FDI 추진국으로 발돋움하는 계기가 되었다(Kang et al., 2018).

이렇게 BRI 추진과 함께 중국의 oFDI가 크게 확대됨에 따라 이에 대한 이론적 연구 또는 실증연구들이 널리 실시되고 있다. 그런데 최근의 실증연구를 보면 대부분 BRI 이후의 기간만을 분석하거나 BRI 이전과 이후의 기간을 모두 분석 대상으로 하되 정부정책 차이에 따른 기간의 특성을 고려하지 않은 연구들이 많다

(Du and Zhang, 2018; Liu and Wang, 2021; Lee, Lee and Xu, 2021; De Beule and Zhang, 2022 등). 따라서 실제적으로 BRI가 중국 기업의 oFDI에 큰 영향을 미치고 있음에도 불구하고 많은 연구들은 실증적으로 이를 정확하게 고려하고 있지 않는 것으로 판단된다.

본 연구는 중국 BRI 추진의 주요 정책 수단인 중국 기업의 oFDI에 대하여 BRI 실시 이후 중국 기업의 oFDI 패턴이 어떻게 변화했는지를 이론적으로 분석하고 그 결과를 실증적으로 규명하는 것이 목적이다. 특히 다른 나라보다도 BRI 사업의 효과가 더욱 클 것으로 사료되는 BRI 선진국가들을 연구대상으로 하고, BRI 이전과 이후의 시기 구분을 일률적으로 중국 정부가 BRI 실시를 천명한 2013년이 아니라, 개별 투자 건에 대해 투자대상국의 BRI 참여 연도를 기준으로 다르게 한 것이 특징이다.

구체적으로 이 논문은 BRI 추진이 중국 기업의 oFDI에 미치는 영향을 고려하여, 투자대상국의 BRI 참여 이전과 이후의 중국 기업의 투자 패턴, 즉 투자대상국, 투자부문, 투자기업의 소유 유형 및 자회사의 투자지분과 설립유형 등의 투자 특성 차이를 비교·분석한 것이다. 이를 위해 기존문헌 고찰에 기반한 이론적 배경을 바탕으로 연구가설을 수립하고, 2차 자료를 활용하여 통계적으로 가설검증을 실시하였다. 이어 분석 결과에 의거, 중국의 BRI와 oFDI에 관한 이해를 높이고 학문적, 실무적으로 기여할 수 있는 시사점을 도출하였다.

이 논문은 다음과 같이 구성되어 있다. 제1장 머리말에 이어 제2장에서는 최근 중국의 BRI 추진 동향과 이와 관련한 중국 기업의 oFDI의 실적에 대해 살펴본다. 제3장에서는 중국의 BRI에 관련된 oFDI에 관한 국내의 기존문헌을 검토하고 그 결과를 종합한다. 제4장에서는 BRI 추진 이후 중국 기업의 BRI 국가에 대한 oFDI 패턴의 변화에 관하여 이론적 배경을 바탕으로 연구 가설을 제시한다. 제5장에서는 중국 기업의 oFDI에 관한 2차 자료를 바탕으로 통계분석을 통해 가설을 검증하고 그 결과를 분석한다. 마지막으로 제6장에서는 본 연구의 요약, 기여점, 시사점, 한계 및 향후 연구방향을 제시하고 있다.

## II. 최근 중국의 BRI 추진과 해외직접투자

중국은 특히 2000년대 중반 이후 저우추취 정책을 추진하여 해외직접투자 (oFDI)를 통한 자국 기업의 해외진출을 크게 장려함에 따라 중국의 oFDI는 크게 확대되었는데 최근에는 오히려 다소 정부가 일부 투자에 대하여 규제를 가하는 모습을 보이고 있다. 중국의 oFDI 현황을 살펴보기 위해 먼저 최근 세계의 FDI 동향과 중국의 상대적인 위상을 대표적인 공식 자료인 UNCTAD (2022)를 활용하여 살펴보기로 한다.

세계의 oFDI (net flows, 순유량)은 2000년대에 들어와 2010년대 중반까지 매년 큰 폭의 증가세를 보였다. 그러나 1.7조 달러에 달한 2015년을 기점으로 하락, 2016 ~ 17년 중 매년 1.6조 달러 수준에 머물렀고, 2018년에는 미국을 비롯한 많은 국가들이 기(既)투자 금액을 본국으로 대폭 회수한 영향으로 전년 수준보다 41.5%나 줄어든 약 9,413억 달러에 그쳤다. 2019년에는 1.1조 달러로 다소 회복하기도 하였으나 전 세계적인 코로나 (COVID 19)의 영향으로 2020년에는 7,805억 달러로 30.6%나 대폭 하락하였다. 이러한 세계의 oFDI는 2021년 코로나의 영향이 다소 누그러진 가운데 크게 반등, 전년의 2.2배인 1.7조 달러를 기록함으로써 2010년대 중반의 수준을 회복하였다. 이는 특히 미국, 독일, 일본, 영국 등 주요 선진국 기업들의 해외 인수·합병 (M&A)이 많이 늘어난데 힘입은 것인데 선진국의 실적은 전년의 3.1배인 약 1.3조 달러에 달해 전 세계에서 차지하는 비중도 전년의 52.3%에서 79.5%로 크게 확대되었다. 따라서 개도국의 실적은 그 비중이 47.7%에서 불과 27.5%로 크게 축소되었는데 절대 금액으로 보면 3,871억 달러에서 4,383억 달러로 오히려 13.3%나 확대되었던 것이어서 선진국들의 실적이 매우 크게 증가했다는 점을 알 수 있다.

이어 중국의 oFDI 실적 (순유량)을 보면 2016년 1,961억 달러를 기록한 이래 연도별 다소의 부침은 있었으나 2017~19년 중 연평균

**Table 2.** Net Flows of the Outward Foreign Direct Investment of the World

(Unit: US \$ million)

	2016		2017		2018		2019		2020		2021	
	Amount	%	Amount	%	Amount	%	Amount	%	Amount	%	Amount	%
World	1,596,716	100.0	1,610,113	100.0	941,293	100.0	1,123,894	100.0	780,480	100.0	1,707,594	100.0
Developed countries	1,210,679	75.8	1,162,247	72.2	565,200	60.0	736,840	65.6	408,195	52.3	1,269,212	79.5
USA	284,469	17.8	327,780	20.4	-157,406	-16.7	28,596	2.5	234,919	30.1	403,101	25.2
Developing countries	386,037	24.2	447,866	27.8	376,093	40.0	387,054	34.4	372,284	47.7	438,382	27.5
China	196,149	12.3	158,288	9.8	143,037	15.2	136,905	12.2	153,710	19.7	145,190	9.1

Source: Compiled from UNCTAD (2022).

1,461억 달러를 기록하였고, 전 세계에서 차지하는 비중은 연평균 11.2%에 달하였다. 2020년에는 코로나의 영향으로 전 세계의 oFDI가 크게 감소한 와중에도 중국의 oFDI는 오히려 전년대비 12.3%나 증가한 1,537억 달러에 달해 전 세계에서의 비중이 19.7%로 크게 확대되었다. 2021년 중국의 oFDI는 중국 내부의 코로나 문제, 일부 개도국들의 채무 불이행 및 중국 정부의 자국 기업의 해외진출에 대한 견제(Nedopil, 2022) 등 부정적인 요인의 영향으로 전년대비 5.5% 감소한 1,452억 달러를 기록하였다. 그런데 앞에서 본 2021년 전 세계 실적의 급증으로 중국의 세계 비중은 9.1%로 크게 하락하게 되었다. 또한 국가 순위도 중국은 세계 상위권을 유지하고 있는데, 2020년 1위인 미국에 이어 2위를 차지하였으나 2021년에는 미국, 독일, 일본에 이어 4위에 그치게 되었다.

이러한 중국의 최근 oFDI 동향을 종합적으로 보면 2021년 세계 비중이 감소하기는 했으나 절대 규모로 보면 2010년 중반 이후 코로나의 영향에도 불구하고 견조한 실적을 유지하고 있고, 특히 선진국 기업들이 전년보다 실적이 대폭 증가함에 따라 중국의 상대적 지위는 크게 낮아졌음을 알 수 있다.

### Ⅲ. 문헌고찰

이 절에서는 중국 정부의 BRI 추진과 관련한 중국 기업의 해외직접투자 (oFDI)를 다룬 기존의 문헌을 국내외 주요 저널에 실린 실증 논문

들 (empirical studies)을 중심으로 검토하여 보고자 한다. 이 분야에서는 대표적으로 BRI가 중국의 oFDI에 미치는 영향을 투자대상국의 특성이나 상황을 매크로 변수로써 검증한 연구들이 있다.

먼저 Liu et al. (2017)는 중국 상무부 자료를 활용하여 2003~15년 중 44개 BRI 국가와 49개 비BRI 국가에 대한 1,222건의 oFDI에 대해 회귀분석을 실시하였다. 그 결과 중국 기업의 BRI 국가에 대한 투자는 현지의 정치적 불안정이나 천연자원 부족도보다는 시장 잠재력과 시장 개방성에 영향을 받으며 사회간접자본(SOC)이 덜 구비된 국가에 더 활발한 것으로 나타나 시장 여건과 사업 가능성 변수의 중요성이 확인되고 있다.

이어 Kang et al. (2018)은 2010~15년의 중국 상무부 자료를 바탕으로, 육로 49개, 해로 25개 BRI 국가를 포함하여 총 142개국을 대상으로, 천연자원, SOC, 제도의 질 (institutional quality)의 변수로 이중차분법 (difference in differences, DID) 분석을 실시한바, BRI 추진으로 인해 BRI 국가에 대한 중국 기업의 oFDI는 약 40% 더 확대된 것으로 나타나 BRI가 중국 oFDI에 긍정적인 영향을 끼쳤음을 알 수 있다.

또한 Du and Zhang (2018)은 American Enterprise Institute (AEI)과 Heritage Foundation의 China Global Investment Tracker (CGIT) 및 Thompson One 자료를 바탕으로, 중국 기업의 해외 M&As에 대하여, BRI 실시 전후인 2012~13년과 2014~15년의 실적을 분석하여 BRI 국가 투자가 건수 기준으로 1.7배, 금액 기

준으로 100%p 더 증가했다는 점을 밝혔다. 특기할만한 사항은 투자기업의 소유 유형별 차이인데, BRI 이후 전체적으로는 국유기업의 절대 실적이 더 컸으나 그 증가율은 BRI 이전 상대적으로 부진했던 민간기업이 더 높았다는 점이다. 투자 부문에서도 SOC 부문은 BRI 이후 국유기업의 투자가 전체적으로 위축된 가운데 BRI 국가들에 대한 투자는 오히려 증가하여 SOC를 증시하는 BRI의 정책 효과가 더 크게 미쳤음을 보여주고 있다.

Yu, Qian and Liu (2019)는 2000~15년 중 57개 BRI 국가를 대상으로 중국 상무부의 패널 자료로 토빗 (Tobit) 회귀분석을 실시한 결과, 중국 기업의 oFDI는 2013년 BRI 실시 이후 45%나 증가한 것으로 나타났다. 또한 DID 분석에서 BRI의 영향이 전체 표본에서는 나타나지 않았으나, 선진국 그룹에서는 감소하고, 신흥국 및 개도국 그룹에서는 오히려 크게 증가한 것으로 나타나 BRI 국가 중에서도 소득군별로 oFDI 실적의 차이가 있음을 보여 주고 있다.

이어 Sutherland et al. (2020)은 시장경제 체제에 기반을 두는 개발정책인 '워싱턴 합의 (Washington Consensus)'와 비교하여, 국유 부문의 역할, 중상주의 및 '불완전한 제도 (fragile institutions)'에 기반을 둔 '북경 합의 (Beijing Consensus)'의 유용성을 강조하면서 현지의 제도적 취약성, 정치적 위험 및 중국 정부가 지원하는 특별경제구역 (special economic zones) 등의 변수의 역할을 분석하고 있다. Thompson One와 Financial Times 자료를 기반으로 6,433건의 투자를 검증한바, BRI 추진은, 현지국의 제도적 취약성이 중국 기업의 oFDI에 미치는 부정적인 영향을 긍정적으로 조절하고 있고 특별경제구역이 설립된 경우 이러한 조절 효과는 더욱 커졌다는 점을 밝혔다.

Chen, Liu and Liu (2020)는 oFDI 대상국의 진입환경에 관한 각종 지표들을 바탕으로 '투자 촉진 (investment facilitation)'이라는 개념을 개발하고, 2007~18년 중 중국 상무부 자료를 활용하여 66개 BRI 국가에 대해 회귀분석을 실시하였다. 그 결과, 전체적으로 해당국의 '투자 촉진' 수준이 1% 높아질 때 중국 기업의 oFDI은 약 2.2%가 높아지고, 이러한 결과는 지역별,

소득별, 기술수준별로 큰 차이를 보이는 것으로 확인되었다.

Liu et al. (2020)은 Thompson SDC Platinum 자료를 이용하여 1992~2016년 중 64개 BRI 국가들에 대한 중국 기업의 해외 M&As의 결정 요인을 분석하였는데, 특히 국가간 문화적 관계를 강조하여 중국 정부가 해외에 설립한 '공자학원 (Confucius Institutes)'을 활용한 것이 특징이다. 분석 결과 공자학원 변수는 중국의 해외 M&As에 긍정적인 영향을 미치고 이 과정에서 2국간 투자협약 (bilateral investment treaty)과 현지국의 경제발전 수준 변수가 긍정적인 조절 변수로 작용하고 있음이 밝혀졌다. 또한 다른 연구들과는 차별적으로 종속변수를 단순한 절대 M&A 건수나 실적이 아니고 M&A 시도 건수 중에서 '성공한 건의 비중 (completion rate)'으로 조작적 정의를 하고 있다는 점이 특징적이다.

De Beule and Zhang (2022)은 기존 연구들과는 다른 각도에서 현지국의 상황, 즉 현지정부의 정책에 대한 대중들의 반응 및 정서가 중국 투자에 대한 수용성과 매력도에 어떻게 영향을 미치는지를 연구하였다. 2003~19년 중 79개 유럽과 아시아 국가들에 대한 4,437개 신설 투자 (greenfield investment)에 대해 로짓 (logit)분석을 실시하여 BRI에 대한 현지국의 긍정적인 여론과 현지국과 맺은 양해각서 (MOU)가 중국의 oFDI를 촉진하였고 이는 민간기업보다 국유기업에서 더 뚜렷했으며 이러한 관계는 제도적 거리 (institutional distance)에 의해 부정적으로 조절됨을 밝혀냈다.

한편 일부 국내 연구 결과도 이러한 해외 연구의 결과와 일맥상통하는 것으로 나타났다. 먼저 Zhao, Liu and Lee (2020)는 2007~18년 중 중국 상무부 자료로써 6개 경제회랑 국가들을 대상으로 중국 기업의 oFDI 결정요인에 대해 회귀분석을 실시하였다. 그 결과, BRI 추진 이후, 천연자원, 국가간 거리, 시장규모, 무역개방도 변수의 중요성은 감소한 반면, 철도 등 SOC의 중요성은 확대되었는데 그 요인들의 영향력은 경제회랑별로 다르게 나타났다.

또한 Choi and Meng (2020)은 2008~17년 중 중국 상무부 자료로 비BRI 국가를 포함한

130개국을 대상으로 BRI가 중국 기업의 oFDI에 미치는 영향을 중력모형 (gravity model)으로 분석하였다. 그 결과, BRI 국가에 대해서는 투자대상국의 GDP 규모, 자유무역지대 설립 여부, 에너지·자원의 부존도 등이 모든 국가들에 긍정적인 영향을, 양국간 거리는 부정적인 영향을 미쳤으며 특히하게도 현지국의 노동력 규모 변수의 영향이 비BRI 국가에서는 긍정적으로 크게 나타난 반면, BRI 국가의 경우 영향이 없어 이 국가들에는 노동집약적 투자의 중요성이 낮았던 것으로 나타났다.

Lee, Lee and Xu (2021)는 2007~18년 중 중국 상무부의 자료를 이용하여 BRI의 연선국가를 대상으로 현지국의 정치, 경제, 금융 리스크 등 국가 리스크 (country risk)가 중국 기업의 oFDI에 미치는 영향을 분석한 결과, 일반적인 예측과는 달리 현지국의 정치 리스크와 경제 리스크가 클수록 오히려 중국 oFDI가 더 활발한 것으로 나타나 BRI 국가 투자에서의 비경제적 측면의 중요성이 확인되고 있다.

한편, BRI 국가에 대한 중국 기업의 oFDI 추진 요인으로서 투자대상국 현지가 아니라 중국 국내의 영향 요인에 집중하고 있는 연구들이 있다. 예를 들어 Nugent and Lu (2021)는 BRI가 중국의 국내 문제를 완화하기 위해서도 추진된다는 점에 주목하여 2014년을 기준으로, BRI 추진 전후 10년 동안 152개국에 대한 39개 비(非)SOC 부문 oFDI를 삼중차분법 (triple difference method)으로 분석하였다. 그 결과, 중국 기업의 전체 oFDI는 증가하지 않았으나 BRI 국가들에 대해서는 2014년 이후 과잉설비 및 환경 오염의 문제가 큰 부문에서 증가한 점을 밝혀냈다. 따라서 그동안 중국 정부의 BRI 추진 이유로 거론되어 온 이러한 국내 문제들의 영향력을 실증적으로 입증하고 있다.

또한 Liu and Wang (2021)은 기존 연구에 널리 다루지 않았던 중국 기업들의 BRI 국가들에 대한 시장진입 속도에 관하여, 본국 요인들의 영향을 분석하였다. 2009~19년 중 BRI 국가들에 진출한 1,957개 중국 기업들을 분석한 결과 본국에서 경쟁이 심한 산업에서 진입 속도가 높은 것으로 나타났고, 또한 예측과는 달리 국가 지분이 높은 국유기업이 그 속도가 더

났으며 이 현상은 정부의 정책 중점 대상인 중국의 주요 성(省)의 기업들의 경우에 오히려 더 두드러졌던 것으로 나타났다.

한편 BRI 국가에 대한 oFDI의 성과를 다룬 연구도 다수 실시되었다. Shao (2020)는 CGIT 자료로써 DID 분석으로 2005~17년 중 정치적 위험이 중국 oFDI에 미치는 영향에서 BRI의 역할을 분석하였다. 그 결과 BRI는 중국과 참여국과의 국제정치적 협력에 기여하여 투자의 확실성과 위험 등 부정적 영향을 크게 경감한 것으로 나타났다. 특히 이 연구는 다른 논문에서는 거의 볼 수 없는 구체적인 재무성과를 측정하였는데 BRI로 인해 현지의 제도적 취약성으로 인한 투자 손실을 반영한 oFDI의 수익성 (profitability)이 36.2%나 향상되었음을 밝혀냈다.

이상의 기존 연구들은 주로 국가 수준 또는 거시경제 수준의 요인들을 활용하고 있는데 최근에 들어서는 미시적으로 기업 수준보다도 낮은 프로젝트 수준의 연구도 실시되고 있다. 예를 들어 Mukhtar et al. (2022)은 5개 기업 사례 분석에서 중국과 파키스탄과 BRI 프로젝트를 실시함에 있어서 양국의 문화적 차이에 기반한 근로자간 소통 문제의 중요성을 강조하고 있다.

추가적으로 국내에서는 BRI 국가간 무역, 물류, 수송 부문에서 중력모형을 활용하거나 네트워크 관점을 채택하는 연구도 활발히 이루어지고 있다. 예를 들어 Hyun (2019)은 BRI가 지속적으로 추진된다는 전제 하에, BRI가 세계의 무역 네트워크와 BRI 국가들의 산업에 미치는 영향을 사회연결망분석기법 (social network analysis)으로 예측하였고, Guan and Park (2020)은 2010~17년 중의 BRI 50개국 자료로 각국의 '무역원활화 (trade facilitation)' 조치가 중국 무역에 미치는 영향을 분석하였다. 또한 2국가 무역 연구로서 Malera and Lee (2021)는 2013~18년 프랑스의 연구기관 (CEPII) 자료를 이용한 중력모형을 확장하여 BRI가 탄자니아와 중국 간 무역에 미치는 영향을 분석하였다. Wang and Kim (2021)은 중력모형으로 2018년 중국과 BRI 국가간 무역 예측치를 산정하여 실제 무역액과 비교하였고, Hyun (2021)은 BRI 추진과 미중 무역 분쟁이 BRI 예상 완성 시점인 2049년까지 BRI 참여국간 부가가치 무역

(trade in value added)에 미칠 장기적 영향을 사회연결망분석기법으로 측정하였다.

한편, 더욱 세부적인 품목이나 부문에 대한 연구도 이루어졌다. 예를 들어 Ding and Ku (2021)는 중력모형으로 이용하여 2007~19년 중 중국의 BRI 국가들에 대한 태양광 수출에 영향을 미치는 요인을 분석하였다. 또한, Wang and Ahn (2020)은 2010~15년 중 중국내 18개 성(省)과 도시들의 물류 효율성 결정요인을 자료포락분석법 (data envelopment analysis)으로 분석한 바 있고, Zhao et al. (2020)는 매우 드문 항공네트워크 관련 연구로 2011년과 2016년을 기준으로 중국과 BRI 국가의 주요 도시의 항공 네트워크 구조 변화를 분석하였다.

이상의 기존 실증연구 결과를 종합하여 보면 그 연구 내용은 중국 정부의 BRI 실시 이후 BRI 연선국가 또는 참여 국가에 대한 oFDI의 실적과 이에 영향을 미치는 요인들에 대한 분석을 중심으로 하고 있는 것을 알 수 있다. 방법론 (methodology) 측면에서는 실증자료는 중국 상무부, AEI, 또는 CGIT 자료 등 2 차 자료에 의존하고 있으며 oFDI 유형으로서 대부분의 연구가 De Beule and Zhang (2022)를 제외하고는 신설투자자 및 M&As를 크게 구분하지 않고 있다. 또한 통계분석 방법으로 oFDI 투자 금액이나 건수를 종속변수로 하는 연구에서는 일반적인 회귀분석이나 이중차분법이나, 삼중차분법 등의 회귀분석을, 투자 실시 여부를 종속 변수로 하는 연구에서는 로짓 (logit) 분석을 사용하였다. 한편 무역이나 물류 관련 연구에서는 연구는 중력모형이나 네트워크 분석을 널리 활용하고 있다. 그런데 이러한 기존의 실증연구를 보면 (Liu and Wang, 2021; De Beule and Zhang, 2022; Lee, Lee and Xu, 2021 등) 대부분이 BRI 이후의 기간만을 분석하거나 BRI 이전과 이후 기간을 동시에 분석 대상으로 하면서 기간의 특성을 고려하지 않거나, 기간을 분류하는 경우에도 단순히 특정 연도를 일률적으로 기준으로 하여 국가의 특성을 고려하지 않는 등의 문제점을 안고 있다. 또한 분석대상 국가들도 BRI 연선국가, 경제회랑 국가, 단순한 참여 국가 등 매우 다양하여 BRI의 정책의 강도가 다른 국가들을 서로 구분하지 않고 있다.

종합적으로 보면 중국 정부의 BRI 실시 이후 중국 기업의 oFDI의 투자패턴의 변화와 관련하여 투자 행태, 투자 구조에 대해 국가, 산업, 기업, 거래 (투자 건) 등의 다양한 수준의 요인들을 동시에 고려한 연구는 찾기 어려운 실정이다. 이에 따라 본 연구는 이러한 관점에서 이론적 배경을 바탕으로 BRI 이후 중국 기업의 oFDI 패턴의 변화에 관한 연구가설을 설정하고 2차 자료를 활용하여 실증분석을 실시하여 보기로 한다.

#### IV. 이론적 배경과 연구 가설

본 연구의 목적은 2013년 이래 실시되고 있는 BRI와 관련하여, 그 이전과 비교하여 그 이후에 BRI 국가에 대한 중국 기업의 해외직접투자 (oFDI)의 패턴이 어떻게 변화하고 있는지를 분석하여 보고자 하는 것이다.

일반적으로 기업의 대표적인 해외진출 방식인 oFDI의 패턴의 변화는 국가, 지역 (region), 산업, 기업, 거래 (transaction) 등 매우 다양한 수준 또는 차원에서 이해할 수 있는데 이 연구에서는 다른 요인들보다도 중국의 oFDI를 파악하는데 있어서 대표적으로 중요하다고 판단되는 다음과 같은 요인들을 고려하기로 한다. 국가 수준의 경제발전 정도, 국민소득, 제도의 질 등 투자대상국의 입지 특성, 산업 수준의 사회간접자본 (SOC) 또는 비SOC 등의 투자 부문, 기업 수준의 투자기업의 소유 유형으로서 기업 소유권 소재에 따른 국유기업 또는 민간기업 여부, 거래 수준에서는 투자 기업의 투자지분 비율, 현지사업에 있어서 단독 또는 합작투자 여부, 신설투자 또는 M&A 여부 등과 같은 요인들이다. 이하에서는 이 요인들을 이론적으로 고찰하고 중국 기업의 oFDI 패턴 변화에 대한 연구가설을 수립하여 보기로 한다.

그동안 학계에서는 oFDI를 설명하기 위한 다양한 이론들이 제시되었는데 이에선 먼저 Hymer (1960)의 독점적 우위이론 (monopolistic advantage theory)이나 이 이론을 한 축으로 하는 Dunning (1981)의 절충 패러다임 (eclectic paradigm)이 있다. 이 이론들에서는 한 국가의



기업이 해외에서 외국인 비용 (cost or liabilities of foreignness)을 극복하고 현지 사업에서 성공하기 위해서 필요한, 소유권 특유의 우위 (ownership-specific advantages)로 불리는 투자 기업의 경쟁우위 (competitive advantage)를 소유하는 것이 기업의 oFDI가 발생하기 위한 필요조건으로 보고 있다. 이러한 우위는 우월한 생산 기술이나 제품 차별화 능력, 브랜드 파워 등 기업이 보유하고 있는 지식 (knowledge)이나 무형자산 (intangible assets)에서 나온다. 또한 oFDI를 설명하기 위해 Buckley and Casson (1976)가 제시한 거래비용 (transaction cost)에 기반한 내부화 이론 (internalization theory)이 있는데 이 이론의 관점에서 보면 oFDI를 통해 기업이 경쟁우위를 내부적으로 활용하려면, 즉 oFDI가 발생하려면, 국제적으로 그 무형자산에 대한 판매 시장이나 대외 시장의 불완전성 (imperfection)이 존재하여야 한다.

따라서 이러한 기존의 주류 oFDI 이론에서는 일반적으로 기업의 oFDI는 투자 기업이 어떠한 우월한 경쟁우위를 소유하는 것을 전제로 그 설명이 이루어진다. 그동안의 세계의 oFDI가 경쟁우위가 높은 선진국 기업들이 이를 활용 (exploitation)하기 위해 널리 이루어졌다는 사실이 이를 보여주고 있다. 최근에는 개도국의 투자 기업들이 경쟁우위 수준이 높아지고 있고 또한 해외에서 부족한 경쟁우위를 보완 또는 제고하려는 탐색 (exploration) 목적의 oFDI가 크게 확대되고 있으나 일반적으로 한 국가의 기업의 해외시장에 oFDI를 실시하는데는 여전히 기업의 경쟁우위가 중요한 결정 요인으로 작용하게 된다.

중국 기업들의 경우에는 일반적으로 선진국이나 다른 선발 개도국의 기업들에 비해 기업 수준의 뛰어난 경쟁우위가 존재하지 않거나 그 수준이 낮은 경우가 많고 또는 그렇지 않다 하더라도 oFDI에 이르게 하는 내부화 유인이 작으므로 oFDI가 발생하기 위해서는 이러한 점들을 상쇄할 수 있는 다른 요인들이 작용해야 한다 (Yao et al., 2017). 이 요인들은 다양한 관점에서 고찰할 수 있는데 본 연구의 목적에 관련하여 보면, 먼저 BRI 국가에 대한 oFDI는 중

국의 경제발전에 기여하기 위한 정책적 목표 하에서 이루어진다는 점이다 (Jung and Kim, 2017). 즉, 많은 중국의 oFDI는 국내의 인건비 상승, 과잉 생산시설의 해소, 해외 자원의 확보, 대외 정치적 영향력의 확대 등을 추구하는 국가정책적인 필요에 의해 실시되고 있다. 따라서 중국 기업의 oFDI는 해외에서의 투자 기업의 경쟁우위의 활용과 직접적인 관련이 없이 발생하는 경우가 많다. 많은 문헌 (Buckley et al., 2008 등)에서도 확인된바, 전통적으로 중국 기업들은 정치적으로 불안한 개도국들에도 활발히 투자하고 있다는 점이 그것이다. 또한 자신들의 부족한 경쟁우위를 보완하기 위해 빈번히 현지의 기업, 기관, 정부 등과의 연대 강화 등을 통해 현지 사업을 진행하기도 한다 (Li, 2012 등).

따라서 투자 기업의 경쟁우위의 수준과 성격 및 중국 정부 BRI의 정책적 의도를 고려할 때 중국 기업의 BRI 국가들에 대한 oFDI는 BRI 추진 이후 상대적으로 경제발전 수준이 높은 국가들보다는 낮은 국가들에 더 활발히 실시될 것으로 판단된다. 따라서,

가설 1: BRI 국가에 대한 중국 기업의 oFDI는 경제발전 수준이 낮은 국가들에 더 크게 확대될 것이다.

최근 국제경영 분야의 연구에서 활발히 적용되고 있는 제도이론 (institution theory)은 기업의 oFDI를 설명하는데도 매우 유용하다. 제도 (institutions)란 한 국가나 사회에서 개인이나 조직이 따라야 할 일종의 규칙 (rules)으로 구성원들은 생존과 성과를 위해서는 제도를 이해하고 준수함으로써 '적법성 (legitimacy)'을 확보해야 한다 (Scott, 2008; Guo, Xu and Li, 2017). 이러한 제도는 크게 정부가 정한 법규, 규제, 정책과 같은 공식적 제도 (informal institutions)과 규범적, 문화-인지적 요인들과 같은 비공식적 제도 (informal institutions)로 나누어진다 (Scott, 2008).

기업의 oFDI를 제도이론 관점에서 보면 해외사업에서 현지국의 제도 및 본국과 현지국 간의 제도적 차이가 중요한 역할을 하게 되는

데 외국 기업이 현지에서 적법성을 확보하고 우월한 성과를 거두기 위해서는 기본적으로는 제도의 질이 우수하거나, 본국과 제도가 비슷한 국가로 진출해야 그 가능성이 높아지게 된다 (Zaheer, 1995). 또한 본국의 제도가 미비하거나 낙후된 국가의 기업들은 이러한 제도적 문제점을 회피하기 위해서 해외로 진출하는 경우도 많다 (Nayyara and Maity, 2021).

이 문제를 중국 기업의 BRI 국가들에 대한 oFDI에 대하여 고찰하면, 투자 기업들은 국내의 경제적 문제 해결과 현지국 경제와 사회 발전에 기여한다는 국가 정책을 추진하는 역할을 동시에 수행하고 있고, 해외에서 다른 국가의 기업들보다 상대적으로 약하거나 부족한 경쟁 우위를 가지고 현지 사업을 실시하는 경우가 많다. 따라서 중국 기업의 BRI 국가에 대한 oFDI에 있어서 국가 정책을 반영하고 외국인 비용 극복과 성과 제고를 위해서 제도적으로 낙후된 국가에 더 활발한 투자를 실시할 것이다. 그러므로,

가설 2: BRI 국가에 대한 중국 기업의 oFDI는 제도적 수준이 낮은 국가에 상대적으로 더 크게 확대될 것이다.

기업을 소유권을 가지고 있는 주체의 성격에 따라 그 소유 유형 (ownership type)을 분류하면 민간기업 (privately-owned enterprises)과 국유기업 (state-owned enterprises)으로 나눌 수 있다. ‘국가 자본주의 (state capitalism)’를 따르는 중국은 국내 경제 전반과 기업의 해외 진출에서 국유기업이 큰 비중을 차지하고 있는데 국유기업은 크게 국가가 소유하는 중앙기업 (국가가 최대 주주로서 해당 기업을 통제하는 국유독자기업 포함), 중앙관리금융기관 및 중국의 성, 시, 현이 소유하는 지방국유기업으로 나뉜다 (Lee, 2015). 이 연구에서는 국유기업을 넓은 의미로 보아 이러한 모든 유형의 기업들을 국유기업으로, 그 나머지 민간이 소유하고 통제권을 행사하는 기업들을 민간기업으로 분류하기로 한다.

중국의 국유기업은 순수한 민간기업과는 달리 그 행태도 매우 다른 것으로 관찰되고 있다.

즉 국유기업은 이익의 극대화 논리에 바탕을 둔 기업의 생존과 성장 추구라는 경제적 목적에 더하여, 많은 경우 이 목적보다도 더 중요하다고 간주되는 것으로 국가의 발전과 전략적인 목표를 추구하는 정치적 목적 등 이중 목적을 동시에 달성해야 하는 속성을 가지고 있다 (Luo, Xue and Han, 2010; Ramasamy, Yeung and Laforet, 2012).

중국 기업의 BRI 국가에 대한 oFDI에 있어서 중국 정부가 정책적 목표를 더욱 효과적으로 달성하기 위해서는 소유권이 민간에게 있는 민간기업보다는 정부가 직접 또는 간접적으로 강력한 통제권을 행사할 수 있는 국유기업을 그 정책적 매개체 또는 정책 수행의 수단으로서 국유기업을 더욱 크게 활용할 것이다. 따라서,

가설 3: BRI 국가에 대한 중국 기업의 oFDI는 민간기업 투자보다 국유기업 투자가 상대적으로 더 크게 확대될 것이다.

중국 정부가 추진하는 BRI는 경제적으로 자국 기업의 해외진출 목적뿐만 아니라 미국을 비롯한 서방 국가들의 중국 견제전략에 대응하기 위한 정치적, 군사적, 외교적 목적이 매우 강한 정책이다. 이 목적을 달성하기 위해 특히 중국 정부는 인프라 (infrastructure) 상호 연결, 투자 및 무역 원활화, 자금조달 원활화, 정부간 정책 협력 강화, 문화적·인적 교류 등 5대 중점 추진방향을 제시하고 있다 (Kim Dong-Su, 2021).

이러한 추진방향들은 상호 연결되어 있지만, 가장 구체적인 사업 방향이 제시되고 있는 것은 인프라 상호 연결로서 이 부문에서는 교통, 에너지, 통신 등이 가장 높은 우선 순위를 가지고 추진되고 있다 (Cho Young-Sam et al., 2016). 이러한 인프라, 즉 사회간접자본 (SOC) 부문의 협력은 일반적인 제조업이나 서비스업과 같은 비SOC 부문보다도 현지의 경제와 사회 발전, 주민생활 향상 등을 위한 직접적인 프로젝트와 더 깊은 관련이 있기 때문에 정책의 실질적 및 외교상의 효과가 매우 클 것으로 사료된다. 구체적으로 BRI 국가들에 대하여 중국은

항구, 공항, 교량, 도로, 철도, 발전 설비, 송유관 건설, 5G 등 SOC 부문에서의 협력을 더욱 강화할 것이다.

따라서 투자 부문별로 보면 중국 기업은 BRI 국가에 대한 oFDI에서 비SOC 부문보다는 SOC 부문에 더 큰 정책적 중요성을 두고 이 국가들에 대한 진출을 강화해 나갈 것으로 판단된다. 그러므로,

가설 4: BRI 국가에 대한 중국 기업의 oFDI는 비사회간접자본 부문보다 사회간접자본 부문에서 상대적으로 더 크게 확대될 것이다.

위의 가설 3 및 가설 4와 관련하여, 일반적으로 기업은 그 소유 유형에 따라 부문별로도 투자 행태가 크게 달라지기 때문에 기업의 소유 유형과 투자 부문을 동시에 고려하는 것이 큰 의의가 있다. BRI 국가에 대한 oFDI의 경우에도 앞서 고찰한 바와 관련하여 SOC와 비SOC 부문의 투자를 구분하여 보면, 직접적 또는 간접적으로 중국 정부의 통제 하에 있는 국유기업을 통해 해외사업에 정부의 정책적 목적을 더욱 적극적으로 반영하고 원활히 사업을 추진할 수 있는 SOC 부문의 투자를 더 활발히 실시할 것으로 판단된다. 반면 민간기업들은 현지 소비시장 진출과 이익 및 수익성 추구를 최우선으로 하기 때문에 oFDI에서도 이를 실현할 수 있는 부문 즉, 제조업, 서비스업과 같은 비SOC 부문의 투자를 더 활발히 실시할 것으로 판단된다. 따라서,

가설 5-1: BRI 국가에 대한 중국 기업의 oFDI에서 국유기업들은 비사회간접자본 투자보다 사회간접자본 부문의 투자를 상대적으로 더 크게 확대할 것이다.

가설 5-2: BRI 국가에 대한 중국 기업의 oFDI에서 민간기업들은 사회간접자본 투자보다 비사회간접자본 부문의 투자를 상대적으로 더 크게 확대할 것이다.

기업의 oFDI에서 가장 중요한 의사결정 중의 하나는 진입방식(entry mode) 결정이며 그 중 기업의 투자지분(investment equity) 비율의 선택은 해외사업의 성과에 결정적인 영향을 미치기 때문에 매우 중요하다(Anderson and Gatignon, 1986). 일반적으로 투자지분의 선택 문제를 고찰할 때 가장 널리 적용되는 이론은 거래비용(transaction cost)에 바탕을 둔 내부화이론(internalization theory)이다(Ahsan and Musteen, 2011). 이에 따르면 oFDI를 실시하는 기업은 해외시장에서 시장거래와 기업내 거래에서 발생할 수 있는 각각의 거래비용을 비교하여 시장의 불확실성이 높아 시장거래 비용이 높을 경우 가능한 한 기업내 거래를 선택하게 되며, 따라서 기업은 투자지분 비율을 높게 된다.

BRI 국가에 대한 oFDI에서의 투자지분 선택에서 중국 기업에게도 시장의 불확실성이 중요한 고려 변수가 될 것이다. 또한 중국 정부가 BRI를 통해 정책적 목적을 달성하기 위해서는 투자기업이 현지 사업에 대해 가능한 한 강한 지배력을 가지고 통제하는 것이 더 바람직할 것이다(Cho Young-Sam et al., 2016). 시장의 불확실성이 낮아 지분비율을 높일 필요성이 낮거나 단독투자보다는 현지 기업과의 합작투자가 이론적으로 더 합리적인 경우에도 중국 정부는 영향력을 유지하거나 확대하기 위해 가능한 한 지분비율을 높일 것으로 판단된다.

그런데 이와 관련하여 투자지분을 분석하는 데는 다양한 방법이 있을 수 있다. 먼저 절대비율을 비교할 수 있는데 이는 기업의 소유권이 이론적으로는 50%를 기준으로 결정되기 때문에 이 수준 미만이나 초과하는 범위에서의 비율 차이는 그만큼 전략적으로 중요하지는 않다. 따라서 투자지분 50%를 기준으로 하여 소수지분 투자와 다수지분 투자 간의 선택 문제로서 다루거나, 파트너와 공동으로 투자를 실시하는 합작투자와 단독으로 투자를 실시하는 단독투자 간의 선택 문제로서 투자지분 문제를 다루는 것이 설명력이 더 높다고 할 수 있다. 이러한 점을 반영하여 여기에서는 다음의 3가지 유형으로 가설을 제시하기로 한다.

가설 6-1: BRI 국가에 대한 중국 기업의 oFDI에서 투자지분 비율이 높은 투자가 상대적으로 더 크게 확대될 것이다.

가설 6-2: BRI 국가에 대한 중국 기업의 oFDI에서 소수지분 투자보다 다수지분 투자가 상대적으로 더 크게 확대될 것이다.

가설 6-3: BRI 국가에 대한 중국 기업의 oFDI에서 합작투자보다 단독투자가 상대적으로 더 크게 확대될 것이다.

기업의 oFDI를 통한 해외시장 진입시 투자지분 수준의 선택 이외에 또다른 중요한 의사결정은 설립 방식 (establishment modes)의 선택이다. 설립 방식에는 크게 신설투자 (green investment)와 인수·합병 (M&A)이 있다. 신설투자의 경우 사업 개시까지 시일이 더 소요될 수 있으나 모기업의 전략에 적합하도록 자회사의 조직과 프로세스를 상대적으로 용이하게 구축할 수 있다. 반면 M&A의 경우에는 더 신속하게 시장에 진입할 수 있다는 장점이 있으나 기존 자산에 대한 실질적인 경영권 확보나 조직적·문화적 통합이 더 어려울 수 있다는 단점이 있다.

앞서 본 바와 같이 oFDI를 실시함에 있어서 중국 기업들은 선진국 기업들과 비교하여 독점적 또는 경쟁우위가 낮고 또한 현지국에 대한 공헌이라는 BRI의 정책적 목적을 달성에 기여해야 하는 경우가 많다. 따라서 현지 사업의 발굴과 수행에 있어서 신규로 사업을 시작하기보다는 기존의 사업을 인수하여 현지 기업, 정부, 기관 등 파트너와 공동으로는 추진하는 것이 더욱 효과적일 것으로 판단된다. 그리고 중국 기업이 현지의 기술이나 경영 기업을 전략적으로 확보하기 위한 oFDI를 실시하기도 하는데 이 경우에도 신설투자보다는 M&A가 더욱 유리할 것이다 (Lee Seung-Shin et al., 2018).

따라서 BRI 정책과 관련하여 중국 기업의 oFDI는 설립방식 면에서 신설투자보다는 M&A를 더욱 활발히 실시할 것으로 판단된다. 중국 기업은 M&A를 통하여 현지국에 공헌한다는 국

가정책 수행에 대해 더 크게 기여할 수 있고 현지에서 기존 기업이 이미 보유하고 있는 기술, 노하우, 상표, 외부 네트워크 등의 경영자원을 한꺼번에 획득할 수 있으며, 신규 진출기업이 겪는 외국인 비용을 경감할 수 있다는 장점이 있다. 그러므로,

가설 7: BRI 국가에 대한 중국 기업의 oFDI에서 신설투자보다 M&A가 상대적으로 더 크게 확대될 것이다.

마지막으로 투자 건당 투자규모를 고려할 수 있는데 BRI 추진 전후 시기의 그 변화를 관찰할 수는 있으나 이는 극히 거래특유적인 (transaction-specific) 요인으로서 어떠한 이론적 배경을 가지고 접근할 수 있는 것은 아닌 것으로 판단된다. 이에 이 변수는 실증분석 시 추가적인 참고 자료로서 다른 변수와 함께 분석하고 그 결과에 대해 나름대로의 해석을 제시하여 보기로 한다.

## V. 실증분석

### 1. 표본과 분석 기법

중국 기업의 oFDI에 관한 대표적인 공식적인 자료는 중국 상무부의 발표 자료 (中国对外直接投资统计公报 등)가 있는데 이는 국가별 통계로서 기업별 자료가 아니고, 일반적으로 기업 수준의 변수를 활용하는 실증분석을 위한 자료는 크게 제한되어 있다. 이러한 제약 하에서 미국의 싱크탱크인 American Enterprise institute (AEI)과 Heritage Foundation이 발표하는 China Global Investment Tracker (CGIT)라는 기업별 자료가 있다. 본 연구에서도 이를 이용하여 실증분석을 실시하기로 한다. 이 자료는 2005년 이후 언론 매체 등 간접 자료원을 통해 확보한 정보를 바탕으로 건당 1억 달러 이상의 대형 투자를 집계하기 때문에 자료의 포괄성과 신빙성에 대해서는 그 한계가 있으나 누구나 쉽게 얻을 수 있어 앞서 본 기존연구들

		Frequency	Percentage
Investment year	Before 2013	262	35.4
	After 2014	478	64.6
	Total	740	100.0
Target country	BRI countries	453	61.2
	Non-BRI countries	287	38.8
	Total	740	100.0
Investment size (\$ million)	100 ~ 250	299	40.4
	251 ~ 500	178	24.1
	501 ~ 750	71	9.6
	751 ~ 1,000	56	7.6
	1,001 ~ 2,000	88	11.9
	2,000 ~	48	6.5
	Total	740	100.0
Equity ratio	1% ~ 49%	163	22.0
	50%	32	4.3
	51% ~ 90%	127	17.2
	91% ~ 99%	13	1.8
	100%	141	19.1
	Missing	264	35.7
	Total	740	100.0
Ownership type	Privately owned	269	36.4
	State owned	471	63.6
	Total	740	100.0
Investment industry	Agriculture	22	3.0
	Chemicals	6	0.8
	Metals	134	18.1
	Energy	236	31.9
	Technology	32	4.3
	Entertainment	9	1.2
	Finance	33	4.5
	Health	5	0.7
	Logistics	24	3.2
	Real estate	83	11.2
	Tourism	7	0.9
	Transport	84	11.4
	Utilities	6	0.8
	Others	59	8.0
		Total	740

에서와 같이 중국의 oFDI 연구에 널리 활용되고 있다 (Du and Zhang, 2018; Shao, 2020 등).

CGIT 자료에서 그대로 활용할 수 있는 변수들은 투자 건별로 투자대상국 명, 투자 연도, 신

설투자 여부, 투자 금액, 투자지분 비율 (일부 표본 누락), 투자 부문 (산업) 등이 있으며 본 연구에서는 추가로 투자대상국 정보를 통해 다른 자료원으로부터 국가 수준의 정보를 획득하

였다. 대체적인 표본의 특성은 <Table 3>에 나와 있다.

본 연구는 그 목적이 중국 정부의 BRI 추진 이후 중국 기업의 oFDI 패턴의 변화를 실증적으로 살펴보는 것이기 때문에 다른 국가들보다 이 정책이 중국과 더욱 긴밀한 관계에서 활발하게 추진되는 BRI 연선국가에 대한 투자를 중심으로 분석을 진행하기로 한다. 즉, 연선국가 투자에 대하여 투자대상국의 BRI 참여 전후 시기의 투자를 비교하거나, 연선국가 투자와 비연선국가 투자를 비교하도록 한다. BRI 추진 이전과 이후 시기의 구분은 BRI 연선국가의 경우 각각의 건에 대하여 실제 중국과 해당 국가 간 관련 협약을 맺은 연도를 기준으로 하였고, 연선국가가 아닌 경우 BRI 추진 첫 해인 2013년을 기준으로 그 이전을 BRI 추진 이전, 2014년부터의 시기를 그 이후의 시기로 분류하였다.

통계분석 기법으로는 범주형 변수인 투자 빈도에 대해서는 교차분석 (cross tabulation)에 의한  $\chi^2$  검증, 투자 금액과 같은 비율형 변수는 t-검증 (test)을 통한 그룹간 평균 비교를 실시하였고 그룹간 총계의 단순 비중을 산출하여 그룹간 비교도 실시하였다.

## 2. 측정변수

통계분석을 실시하기 위해 선택한 측정변수들 (measurements)은 다음과 같다. 먼저 가설 1의 투자대상국의 경제발전 수준에 대해서는 세계은행 (World Bank)이 집계한 2013년 연간 1인당 국민소득 (GNI) 기준 국가그룹 변수를 이용하였다 (World Bank Megadata). 세계은행의 분류에 따르면 1인당 소득이 1,085 달러 미만인 국가는 저소득국 (low income countries: LICs), 1,036 ~ 4,985 달러인 국가는 하위 중소득국 (lower middle income countries: LMICs), 4,086 ~ 12,615 달러인 국가는 상위 중소득국 (upper middle income countries: UMICs), 12,615 달러 이상인 국가는 고소득국 (high income countries; HICs)으로 분류된다. 교차분석시 셀당 빈도 제한 (5개 이상)을 충족하지 못하는 경우 일부 그룹을 묶어 분석하기로 한다.

가설 2의 투자대상국의 제도적 수준 (institutional quality)는 기존 연구에서 널리 쓰이는 국제투명성기구 (Transparency International)의 부패인식지수 (Corruption Perceptions Index: CPI)를 사용하였다. 이 지수는 최고치가 100점으로 이 점수에 따라 국가 순위를 매기는데 2013년 지수를 사용하였으며 이 해 덴마크가 91점으로 1위, 소말리아가 8점으로 최하위인 175위를 기록하였다.

가설 3, 5-1, 5-2의 투자 기업의 소유권 유형에 대해서는 CGIT 자료를 바탕으로 인터넷 자료 등을 참고로 투자 건별로 국유기업과 민간기업으로 분류하였다. 가설 4, 5-1, 5-2의 투자 부문에 대해서는 에너지, 기술, 물류, 수송, 유틸리티 등은 사회간접자본 (SOC) 부문, 나머지는 비SOC 부문으로 분류하였다.

가설 6-1, 6-2, 6-3에 대하여 보면 건당 투자지분 비율, 소수지분·다수지분 여부 등의 변수는 원자료의 정보를 그대로 활용하였고 (일부 표본 누락), 합작투자과 단독투자의 구분에 관해서는, 이론적으로는 투자지분에 따라 100% 지분을 소유하는 단독투자, 그 이외에는 다른 기업과 지분을 공유하는 합작투자로 분류할 수 있으나, 실질적으로 투자 기업이 거의 모든 경영 의사결정권을 장악할 수 있는 90% 이상의 지분 소유의 경우를 단독투자로 분류하였다. 또한 가설 7의 신설투자 또는 M&A 여부 (일부 표본 누락)는 원자료의 정보를 그대로 사용하였다.

## 1. 실증분석 결과

실증자료를 바탕으로 한 가설 검증의 결과는 <Table 4>에 나와 있는데 표본 수는 BRI 연선국가에 대한 투자는 469건, 이 중 BRI 이전 건이 281건, 이후 건이 188건이며 비연선국가의 경우 각각 271건, 235건 및 36건으로 BRI 이전 건은 매우 적어 이하에서 이는 제한적으로 활용하기로 한다.

**가설 1.** 투자대상국의 경제발전 수준에 관한 가설 1에 대하여 중국 기업의 BRI 연선국가에 대한 oFDI가 소득 수준이 어떠한 국가에 실시

되고 있는지를 분석하기 위해 투자 시기를 BRI 참여 이전과 이후로 나누어 투자대상국들의 평균 1인당 국민소득 (GNI)에 대해 t-검정을 실시하였다. 분석 결과 BRI 참여 이후 그 이전에 비해 소득이 낮은 국가에 대한 투자가 상대적으로 크게 증가한 것으로 나타났다. 즉 투자대상국의 연간 평균 1인당 국민소득이 16,139 달러에서 9,086 달러로 40% 이상 대폭 하락하였으며 이는 통계적으로 1% 수준에서 유의하였다 ( $t=4.835$ ,  $df=465$ ,  $p=0.001$ ). 따라서 중국 기업의 BRI 연선국가 투자는 BRI 참여 이후 고소득국보다는 소득이 낮은 개발도상국과 저개발국들에 대해 더욱 집중적으로 실시되고 있음을 알 수 있다.

그러나 이러한 평균 수준 비교로는 단순히 전체적인 시기 간의 차이만을 알 수 있고 더구나 시기별 평균 1인당 국민소득은 그 수준이 상대적으로 매우 높거나 낮은 국가들에 의해 크게 영향을 받아 왜곡될 수 있기 때문에 더욱 정확한 분석을 위해서는 국가들을 소득군별로 나누어 분석하는 것이 또다른 큰 의미가 있다 하겠다. 이를 위해 세계은행 (World Bank)의 분류를 기준으로 저소득국 (LICs), 하위 및 상위 중소득국 (LMICs 및 UMICs)을 묶어 저·중소득국 그룹과 고소득국 그룹 (HICs) 등 두 그룹에 대하여 연선국가들을 대상으로 빈도 차이에 대한 교차분석을 실시하였다 (3그룹 또는 4그룹으로 나누는 경우 분석에 필요한 셀당 최소 빈도인 5개를 충족시키지 못하였음). 분석 결과 BRI 연선국가 투자의 경우, BRI 참여 이전에는 저·중소득국이 76.2%, 고소득국은 23.8%의 비중이었으나 참여 이후에는 각각 86.2%, 13.8%로 저·중소득국의 비중이 상대적으로 크게 높아진 것으로 나타났다 ( $\chi^2=7.105$ ,  $df=1$ ,  $p=0.008$ ). 이러한 차이는 앞의 t-검정 결과와도 상통한다.

그런데 위에서 분류한 고소득국 (HICs)은 세계은행 분류 1인당 국민소득이 연 12,615 달러 (2022년 1월 13,205달러로 상향 조정됨) 이상으로 전 세계 196개 대상 국가 중 상위 31.6%인 62개로 분류 기준이 일반적인 고소득국 기준보다는 크게 낮다. 따라서 이러한 분류 기준으로 분석한 위의 결과를 보면 BRI 추진 이후

중국 기업들은 소득이 상대적으로 매우 낮은 개발도상국과 저개발국들에 활발한 투자 진출을 실시하고 있다는 점을 알 수 있는데 이는 세계의 개발에 기여한다는 중국 정부의 BRI 정책 방향을 반영하고 있는 것으로 볼 수 있다.

한편 비연선국가들에 대한 투자의 경우 BRI 실시 이전과 이후 시기의 표본 수가 현격하게 차이가 있어 (각각 235건과 36건)로 분석의 신뢰성이 그다지 높지 않은 것으로 보인다. 교차 분석 실시 결과를 보면 BRI 실시 전후 저·중소득국과 고소득국 간 차이가 없는 것으로 밝혀져 ( $\chi^2=1.720$ ,  $df=1$ ,  $p=0.190$ ) 연선국가 투자에서의 BRI 참여 이후 소득이 낮은 국가들에 대한 집중 현상에 대한 설명력을 높여 준다고 할 수 있다. 그러나 t-검정 결과에서는 투자대상국의 평균 소득이 BRI 실시 이전 15,561 달러에서 이후 9,174 달러로 하락하여 비연선국가 투자에서도 역시 소득이 낮은 국가들에 상대적으로 더 활발하게 실시된 것으로 나타났다 ( $t=2.910$ ,  $df=84$ ,  $p=0.005$ ).

이러한 BRI 연선국가 oFDI에서 국민소득이 낮은 국가들에 더 활발히 실시된다는 분석 결과는 기존 연구에서도 나타난바, Yu, Qian and Liu (2019)에서 분석된 BRI 실시 이후 중국 기업의 oFDI 대상국으로서 선진국보다 개도국에 대한 투자가 더 크게 확대되었다는 점, Liu et al. (2020)에서 밝혀진 국가 간 문화적 관계와 더불어 현지국의 경제발전 수준이 투자 확대에 긍정적인 영향을 미쳤다는 연구 결과와 상통한다고 할 수 있다.

**가설 2.** 투자대상국의 제도적 수준에 관한 가설 2 검증을 위해 중국 기업들이 투자한 BRI 연선국가들의 제도적 수준의 차이를 국제투명성기구의 부패인식지수 (CPI, 100점 만점)에 대한 t-검정으로 분석하였다. 그 결과, 투자대상국의 평균 CPI 수준 (2013년)이 BRI 참여 이전 42.1이었으나, 참여 이후 35.7로 하락하여 상대적으로 제도적으로 더 열악한 국가들에 더 많은 투자가 이루어진 것을 알 수 있다 ( $t=3.838$ ,  $df=467$ ,  $p=0.001$ ). 또한 이 지수에 의해 결정되는 BRI 연선국가들의 투자대상국의 평균 순위도 93위에서 105위로 하락한 것으로 나타났다 ( $t=-2.957$ ,  $df=458$ ,  $p=0.002$ ).

<b>Table 4. Results of Empirical Testing</b>									
H1: Economic development level of host countries									
<Per capita income (GNI, \$, 2013)>									
		Frequency	Average	t value	df	p			
BRI countries	Before BRI	281	16,139.3	4.835	465	0.001			
	After BRI	188	9,085.6						
Non-BRI countries	Before BRI	235	15,560.8	2.910	84	0.005			
	After BRI	36	9,173.6						
<Income group (World Bank classification)>									
			L/UMICs	HICs	Total	$\chi^2$	df	p	
BRI countries	Before BRI	Frequency	214	67	281	7.105	1	0.008	
		%	76.2	23.8	100.0				
	After BRI	Frequency	162	26	188				
		%	86.2	13.8	100.0				
Non-BRI countries	Before BRI	Frequency	143	92	235	1.720	1	0.190	
		%	60.9	39.1	100.0				
	After BRI	Frequency	26	10.0	36				
		%	72.2	27.8	100.0				
H2: Institutional level of host countries (2013)									
		Frequency	Average	t value	df	p			
BRI countries CPI Index	Before BRI	281	42.1	3.838	467	0.001			
	After BRI	188	35.7						
BRI countries CPI ranking	Before BRI	281	92.5	-2.957	458	0.002			
	After BRI	188	104.9						
		Frequency	Average	t value	df	p			
Non-BRI countries CPI Index	Before BRI	235	41.5	-0.098	266	0.922			
	After BRI	36	41.8						
Non-BRI countries CPI ranking	Before BRI	235	89.0	0.320	269	0.749			
	After BRI	36	89.6						
H3: Investors' ownership type									
			Private	State	Total	$\chi^2$	df	p	
BRI countries	Before BRI	Frequency	91	190	281	8.557	1	0.003	
		%	32.4	67.6	100.0				
	After BRI	Frequency	86	102	188				
		%	45.7	54.3	100.0				
BRI countries	Before BRI	Amount ave.	468	811	700				
		Amount total	42,570	154,147	196,717				
		Amount %	21.6	78.4	100.0				
	After BRI	Amount ave.	397	602	503				
		Amount total	34,176	61,384	95,560				
		Amount %	35.8	64.2	100.0				
			Private	State	Total	$\chi^2$	df	p	
Non-BRI countries	Before BRI	Frequency	79	156	235	0.087	1	0.769	
		%	33.6	66.4	100.0				
	After BRI	Frequency	13	23.0	36				
		%	36.1	63.9	100.0				



H4. Investment industry (BRI countries, n=469)								
			Non SOC	SOC	Total	$\chi^2$	df	p
BRI countries	Before BRI	Frequency	121	160	281	1.000	1	0.996
		%	43.1	56.9	100.0			
	After BRI	Frequency	81	107	188			
		%	43.1	56.9	100.0			
			Non SOC	SOC	Total			
BRI countries	Before BRI	Amount	58,270	138,440	196,710			
		%	29.6	70.4	100.0			
	After BRI	Amount	30,060	65,160	95,220			
		%	31.6	68.4	100.0			
H5-1, 5-2. Investors' ownership type and investment industry (BRI countries, n=469)								
			Non SOC	SOC	Total	$\chi^2$	df	p
Before BRI	Private	Frequency	55	36	91	16.579	1	0.001
		%	60.4	39.6	100.0			
	State	Frequency	66	124	190			
		%	34.7	65.3	100.0			
			Non SOC	SOC	Total			
Before BRI	Private	Amount	25,510	17,060	42,570			
		%	59.9	40.1	100.0			
	State	Amount	32,760	121,380	154,150			
		%	21.3	78.7	100.0			
			Non SOC	SOC	Total	$\chi^2$	df	p
After BRI	Private	Frequency	47	39	86	8.647	1	0.003
		%	54.7	45.3	100.0			
	State	Frequency	34	68	102			
		%	33.3	66.7	100.0			
			Non SOC	SOC	Total			
After BRI	Private	Amount	20,580	13,250	33,830			
		%	60.8	39.2	100.0			
	State	Amount	9,480	51,910	61,390			
		%	15.4	84.6	100.0			
H6-1. Equity ratio								
		Frequency	Average	t value	df	p		
BRI countries	Before BRI	187	62.5	-0.178	290	0.429		
	After BRI	105	63.2					
Non-BRI countries	Before BRI	161	61.1	1.222	182	0.222		
	After BRI	23	70.4					
H6-2. Minority vs. majority equity ownership								
			Monority	Majority	Total	$\chi^2$	df	p
BRI countries	Before BRI	Frequency	108	79	187	0.284	1	0.594
		%	57.8	42.2	100.0			
	After BRI	Frequency	64	41	105			
		%	61	39	100.0			

H6-3. JVs vs. WOSs								
			JV	WOS	Total	$\chi^2$	df	p
BRI countries	Before BRI	Frequency	122	65	187	0.170	1	0.680
		%	65.2	34.8	100.0			
	After BRI	Frequency	71	34	105			
		%	67.6	32.4	100.0			
H7: Greenfield investment vs. M&As								
			Greenfield	M&A	Total	$\chi^2$	df	p
BRI countries	Before BRI	Frequency	164	117	281	0.068	1	0.794
		%	58.4	41.6	100.0			
	After BRI	Frequency	112	76	188			
		%	59.6	40.4	100.0			
[Addition analysis: Investment size]								
		Frequency	Amount	t value	df	p		
BRI countries	Before BRI	281	700.1	2.664	455	0.005		
	After BRI	188	506.5					
Non-BRI countries	Before BRI	235	768.0	320	269	0.749		
	After BRI	23	705.0					
		Frequency	Amount	t value	df	p		
BRI countries	LMICs/UMICs	Before BRI	214	662.9	1.762	367	0.079	
		After BRI	162	526.7				
HICs	Before BRI	67	819.0	2.596	84	0.011		
	After BRI	26	380.4					
		Frequency	Amount	t value	df	p		
BRI countries	SOC	Before BRI	160	865.3	2.249	248	0.025	
		After BRI	107	608.9				
Non SOC	Before BRI	121	481.8	1.598	184	0.112		
	After BRI	81	371.1					
Notes 1. n=740								
2. Unit of amount: \$ million								

이러한 결과는 중국 기업의 비연선국가에 대한 투자와 대비되는데 이 국가들에 대한 투자는 해당 지수 및 순위가 BRI 실시 이전과 이후의 통계적 차이가 없는 것으로 나타나 (지수의 경우  $t=-0.098$ ,  $df=266$ ,  $p=0.922$ ), 앞서 설명한 표본 수에 따른 제약 하에, 연선국가 투자에 대한 분석 결과를 강화하고 있다고 볼 수 있다.

한편 기존 연구에서 보면 Sutherland et al. (2020)와 Liu et al. (2017)에서도 현지국의 제도적 취약성이 오히려 중국 기업의 해외진출에 긍정적인 역할을 하는 것으로 나타나 본 연구의 분석 결과와 상통한다고 할 수 있다.

**가설 3.** 투자 기업의 소유 유형에 따라 다를

것이라는 중국 기업의 민간기업과 국유기업의 투자 비중에 관한 가설 3을 검증하기 위해 연선 국가를 대상으로 투자대상국의 BRI 참여 이전과 이후 시기의 투자 빈도에 대해 교차분석을 실시하였다. 그 결과, BRI 참여 이전 민간기업과 국유기업의 비중은 각각 32.4%, 67.6%로 국유기업이 비중이 압도적이었으나, 참여 이후 각각 45.7%, 54.3%로 변화하여 상대적으로 민간기업의 비중이 높아지고 국유기업의 비중은 오히려 낮게 나타났다 ( $\chi^2=8.557$ ,  $df=1$ ,  $p=0.003$ ). 따라서 가설 3은 기각되었고 오히려 가설과는 반대로 국유기업보다는 민간기업이 연선국가에 상대적으로 더 활발한 투자를 실시

하였음을 알 수 있다. 또한 투자 금액 기준으로도 연선국가 투자는 BRI 참여 이전 민간기업과 국유기업의 투자 총액 비중이 각각 21.6%, 78.4%에서, 참여 이후 35.8%, 64.2%로 변화하여 국유기업의 비중이 상대적으로 낮아진 것으로 나타났다.

이러한 결과는 일반적으로 알려진바, BRI가 국가 주도의 사업이기때문에 국유기업에 의해 더 활발히 이루어질 것이라는 통념과는 배치되는 점으로 민간기업들의 참여가 상대적으로 더 강화된 점이 특기할만하다.

이러한 연선국가 투자에 대하여, 건당 평균 투자금액을 살펴보면 BRI 참여 전후 국유기업은 8.1억 달러에서 6.1억 달러로 하락하였고, 민간기업은 4.7억 달러에서 4.0억 달러로 하락하였으나 그 하락 폭이 국유기업의 경우보다 훨씬 작아 앞의 투자 총액 비중의 변화와 일맥 상통한다고 할 수 있다. 그러나 국유기업은 두 기간 모두 절대 평균 투자금액이 더 커서 여전히 대규모 프로젝트에 더 활발히 투자를 실시하고 있음을 알 수 있다.

비연선국가들에 대한 투자를 보면 BRI 실시 이전 중국의 민간기업과 국유기업의 비중이 각각 33.6%, 66.4%로 나타나 연선국가들의 경우와 거의 비슷한 비중 차이를 보였고 이는 BRI 이후에도 통계적으로 유의하게 변화하지 않았다 ( $\chi^2=0.087$ ,  $df=1$ ,  $p=0.769$ ). 이는 앞의 연선국가 투자 분석 결과와 연결하면 민간기업의 역할이 상대적으로 더 강화된 점을 뒷받침한다고 할 수 있다. 이러한 분석 결과는 Du and Zhang (2018)과 같은 기존 연구의 분석 결과와도 일치하는 것이다.

**가설 4.** 투자 부문별 투자 비중의 변화에 관한 가설 4에 대하여, 사회간접자본 (SOC)과 비SOC 부문에서의 연선국가들에 대한 투자에 대해 BRI 참여 이전과 이후의 시기의 투자빈도를 교차분석으로 비교하였다. 그 결과 SOC 투자와 비SOC 투자가 각각 57.0%와 43.0% 수준으로 SOC 투자가 다소 높게 나타났으며 두 시간 변화가 전혀 없었다 ( $\chi^2=0.001$ ,  $df=1$ ,  $p=0.996$ ). 또한 투자금액 기준으로도 두 시간 SOC와 비SOC 투자 비중은 각각 약 30%, 70% 수준으로 거의 변화가 없는 것으로 나타나

앞의 분석 결과와 일치하고 있다. 따라서 연선국가 투자에서 투자대상국의 BRI 참여 이전과 이후에 중국 기업의 SOC, 비SOC 부문 간 투자 구조에 변화는 없는 것으로 분석되었다.

**가설 5-1, 5-2.** 가설 3과 가설 4와 관련하여 투자 기업의 소유 유형과 투자 부문을 동시에 고려한 가설 5-1과 5-2를 검증하기 위해 먼저 BRI 연선국가 투자에 대하여 BRI 참여 이전과 이후 두 시기의 투자 빈도 차이에 대한 교차분석을 실시하였다. 그 결과 BRI 참여 이전 SOC와 비SOC 부문의 투자 비중이 민간기업들은 각각 39.6%, 60.4%로 비SOC의 비중이 컸던 반면, 국유기업들은 각각 65.3%, 34.7%로 나타나 반대로 SOC 부문에 집중하고 있는 것을 알 수 있다 ( $\chi^2=16.579$ ,  $df=1$ ,  $p=0.001$ ). BRI 참여 이후에도 이러한 차이는 거의 비슷한 수준으로 유지되어 ( $\chi^2=8.647$ ,  $df=1$ ,  $p=0.003$ ) BRI 참여 전후 기간에 관계없이 국유기업은 SOC 부문, 민간기업은 비SOC 부문에 투자가 집중되고 있음을 알 수 있다. 한편 이러한 빈도 차이는 금액 기준으로도 나타나고 있는데 역시 투자 기간과 관계없이 민간기업은 비SOC 부문에, 국유기업은 SOC 부문에 더 집중되어 있다.

따라서 BRI 국가에 대한 oFDI에서 중국 기업들은 투자대상국의 BRI 참여 이후에도 그 이전의 민간기업과 국유기업의 부문별 투자 비중의 차이가 계속 유지되어 가설 5-1, 5-2는 지지되고 있다고 볼 수 있다.

**가설 6-1, 6-2, 6-3.** 투자 건당 투자기업의 투자지분 비율에 관한 가설 6-1에 대하여 BRI 연선국가들에 대한 중국 기업의 투자를 BRI 참여 이전과 이후로 나누어 t-검정으로 분석하였다. 그 결과, 두 시기에 모두 다수 지분을 유지하고 있는 가운데 그 평균 투자비율은 각각 62.5%, 63.2%로 두 시기에서 비슷하고 통계적으로 차이가 나타나지 않았다 ( $t=-0.178$ ,  $df=290$ ,  $p=0.429$ ). 따라서 BRI 참여에 따라 특별히 기업들이 투자비율을 제고하는 등의 변화는 없었던 것으로 나타났다.

그런데 투자지분에 대하여, 일반적으로 기업은 50%를 기준으로 그 통제권의 차이가 크므로 표본을 투자지분 기준으로 소수지분 투자 (50% 이하, 동등지분 투자 포함)과 다수지분 투자

(50% 초과) 등 두 가지 지분비율 유형으로 나누어 BRI 연선국가를 대상으로 가설 6-2를 검증하였다. 그 결과, 소수지분 투자와 다수지분 투자의 빈도가 투자대상국의 BRI 참여 이전 각각 57.8%, 42.2%로 나타났고, 그 이후에는 각각 61.0%, 39.0%로 다소 변화하였으나 두 시기 간 통계적 차이는 보이지 않았다 ( $\chi^2=0.284$ ,  $df=1$ ,  $p=0.594$ ). 여기에서 앞의 가설 6-1 분석 결과에서 본바, 전체 기간에서 평균 투자비율이 다수지분 투자에 해당하는 60% 이상으로 나타난 점과는 배치되는 것처럼 보이나, 전체 표본 476건의 29.6%인 141건이 투자비율이 100%인 단독투자이어서 이 영향으로 평균적으로 이러한 수치가 나타난 것으로 분석된다.

이어 가설 6-3 검증을 위하여 건당 투자의 투자지분 비율에 의거, 앞에서 분류한 대로 90% 미만의 투자를 합작투자 (JV), 실질적으로 투자자가 거의 모든 의사결정권을 가지는 90% 이상의 투자를 단독투자 (WOS)로 분류하여 그 빈도에 대하여 교차분석을 실시하였다. 그 결과, BRI 연선국가 투자에서 합작투자자와 단독투자는 그 비중이 BRI 참여 이전에는 각각 65.2%, 34.8%로 합작투자가 거의 두 배에 달했는데 BRI 참여 이후에도 각각 67.6%, 32.4%으로 비슷한 비중을 보여 두 시기 간 차이를 거의 보이지 않았다 ( $\chi^2=0.170$ ,  $df=1$ ,  $p=0.680$ ). 따라서 BRI 연선국가들에 대한 투자에서 중국 기업은 합작투자자와 단독투자 간 선택의 차이는 있지 않은 것으로 분석되었다.

따라서 가설 6-1, 6-2, 6-3은 모두 기각되나, 이는 중국 기업이 BRI 연선국가에 투자할 경우 특별히 높은 투자비율을 선호하지는 않는다는 것을 의미하는데 이는 반드시 중국 기업이 BRI 관련사업에서 높은 지배력으로 현지사업을 통제하고 있지는 않은 것으로 풀이된다.

이러한 분석 결과는 이론적으로 다양하게 해석할 수 있을 것이다. 먼저, 가설에서 제시된 바와 같이 중국 기업이 높은 투자지분 비율을 선호하는 데도 불구하고 실제 실증 자료로는 뒷받침되지 않은 것인지, 또는 중국 기업이 높은 투자지분 비율 자체를 선호하지 않는 것인지 또한 이 더욱 근본적인 문제로서 투자지분 비율과 통제권 수준과 반드시 정(+)의 관계에

있지는 않기 때문에 이에 관한 이슈가 있을 것으로 사료된다.

먼저 앞에서 제시한바, 중국 기업들은 BRI 국가 투자 시 그 목적을 달성하기 위하여 가능한 한 높은 투자지분 비율을 확보하여 현지 사업에 대한 통제권을 높이려고 할 것이라는 가설에 대한 재고찰이 필요할 것이다. 예를 들어 전통적인 내부화이론 (Buckley and Casson, 1976 등)의 관점에서 보면 기업이 해외진출에 따른 이익을 극대화하려면 경쟁우위의 바탕으로서 자신이 소유하고 있는 무형자산 또는 중간재를 기업 내부에서 활용하여 이에 대한 통제를 강화하게 된다. 본 연구의 실증분석 결과를 이 이론에 근거하여 분석하자면 앞서 본 바와 같이 중국 기업은 자신들이 자신의 무형자산의 수준이 상대적으로 낮기 때문에 이론에서 제시하고 있는 것처럼 투자지분을 제고할 필요성이 낮을 것이라는 설명이 가능한 것으로 판단된다. 또한 더욱 최근에 제시되고 있는 관점으로 투자지분 분석에는 투자기업의 전략만 일방적으로 고려할 것이 아니라, 합작파트너의 의도나 확보 가능성 등 현지의 자원이나 상황을 고려해야 한다는 주장 (Hennart, 2009)도 아직 실증적으로 입증은 되지 않았지만, 상당한 설득력이 있는 것으로 판단된다. 그리고 투자지분 비율이 높다고 해서 항상 유리한 것은 아니고 이에 수반되는 자원 투입량과 위험부담이 커지게 된다는 설명 (Anderson and Gatignon, 1986)도 어느 정도 중국 투자의 경우에도 적용이 가능한 것으로 사료된다. 또한 현지사업에 대한 통제권 확보는 충분한 투자지분 이외에 투자기업에 의한 중요한 기술 공급이나 판매 시장 장악 또는 이사 파견 등으로도 가능할 것이다. 따라서 투자지분의 선택에 관해서는 더욱 다양한 기업 내부의 분석이 필요하게 된다.

종합적으로 투자지분과 통제권의 관계를 실증적으로 더욱 명확히 규명하기 위해서는 기업 수준 및 경영자 수준의 해당 투자 건에 관한 1차 자료가 필요하기 때문에 이는 방법론상 본 연구의 범위를 벗어나 향후 과제로 넘기기로 한다.

**가설 7.** BRI 연선국가에 대한 중국 기업의 투자를 그 설립방식에 따라 신설투자자와 M&A로

Table 5. Empirical Results of Hypothesis Testing		
Hypothesis (Chinese oFDI in BRI countries after BRI compared to that before BRI)		Result
H1	Chinese oFDI will be more active in the countries that are relatively less economically developed.	Supported
H2	Chinese oFDI will be more active in the countries that are relatively less institutionally developed.	Supported
H3	Chinese oFDI will be more active by state-owned enterprises than by privately-owned enterprises.	Rejected (opposite)
H4	Chinese oFDI will be more active in the social infrastructure area than in the non-social infrastructure area.	Rejected
H5-1	OFDI by Chinese state-owned enterprises will be more active in the social infrastructure area than in the non-social infrastructure area.	Supported
H5-2	OFDI by Chinese privately-owned enterprises will be more active in the non-social infrastructure area than in the non-social infrastructure area.	Supported
H6-1	The ownership level of Chinese oFDI will be higher.	Rejected
H6-2	Majority ownership investment in Chinese oFDI will be more active than minority ownership investment.	Rejected
H6-3	Chinese oFDI by establishing WOSs will more active than that by setting up joint ventures.	Rejected
H7	M&As in Chinese oFDI will be more active than greenfield investments.	Rejected

나누어 BRI 연선국가 투자에 대해 그 빈도의 비중의 변화에 대해 교차분석을 실시하였다. 그 결과, 투자대상국의 BRI 참여 이전에는 각각 58.4%와 41.6%로 신설투자가 상대적으로 더 활발하였는데 이는 그 이후에도 매우 비슷하게 나타나 설립 방식은 시기별로 차이가 없는 것으로 분석되었다 ( $\chi^2=0.068$ ,  $df=1$ ,  $p=0.794$ ).

결국 BRI 연선국가에 대한 투자의 경우, BRI 참여 이후에도 M&A가 더 확대된 것은 아니라는 가설 7은 기각되었는데 이는 중국 기업이 현지 진출 시 신속히 현지의 경영자원을 확보하기 위한 필요성은 높으나 새로이 자회사를 설립하는 신설투자의 이점을 살려 전략적 목적을

추구하려는 투자도 매우 활발히 이루어지고 있는 것으로 풀이할 수 있다.

마지막으로 참고로 분석하기로 했던 건당 투자규모에 관한 검증 결과를 보면 다음과 같다. BRI 연선국가 투자에 대해 BRI 참여 이전과 이후 시기의 평균 건당 투자규모를 보면 7.0억 달러에서 오히려 5.1억 달러로 감소하였고 이는 통계적으로 1% 수준에서 유의하였다 ( $t=2.664$ ,  $df=455$ ,  $p=0.005$ ). 이러한 건당 투자규모의 감소는 여러 변수들 중 투자대상국의 시장 규모와 발달 정도, 투자 부문에서의 소요 투자 금액 등에 의해 크게 영향을 받은 것으로 판단되어 더욱 의미 있는 분석을 실시하기 위해 다음의

추가적인 검증을 실시하여 보기로 한다.

먼저 연선국가들의 투자대상국을 가설 1 분석에서와 같이 저·중소득국(LICs, LMICs 및 UMICs)과 고소득국(HICs) 등 두 그룹 나누어 BRI 참여 전후의 건당 투자 규모를 분석하면 저·중소득국 투자의 평균 투자금액은 6.6억 달러에서 5.3억 달러로 20% 이상이나 감소하였고( $t=1.762$ ,  $df=367$ ,  $p=0.079$ ), 고소득국 투자의 경우는 8.2억 달러에서 불과 3.8억 달러로 절반 이하로 감소하였다( $t=2.596$ ,  $df=184$ ,  $p=0.011$ ).

투자 부문을 그 성격상 그 차이가 큰 비SOC 부문과 SOC 부문으로 나누어 보면 중국 기업의 연선국가에 대한 비SOC 부문 투자는 BRI 참여 이전 4.8억 달러에서 참여 이후 3.7억 달러로 하락하였으나 통계적으로 유의하지 않았다( $t=1.598$ ,  $df=184$ ,  $p=0.112$ ). 반면 SOC 부문에서는 8.7억 달러에서 6.1억 달러로 통계적으로 유의한 실적 감소 현상을 보였다( $t=2.249$ ,  $df=248$ ,  $p=0.025$ ).

이러한 건당 투자규모의 감소 현상은 기업 내부의 거래 수준의 자료가 부족하여 논리적으로 설명하기는 어려우나 중국 기업들이 BRI 연선국가들에 대한 oFDI에서 건당 투자 규모를 축소하면서 투자 지역의 범위를 넓히고 더욱 수익성 있는 프로젝트에 집중했을 가능성이 있는 것으로 추정된다.

이상과 같은 실증분석 결과는 <Table 5>에 정리되어 있다.

## Ⅶ. 맺음말

2013년 이후 실시되고 있는 중국의 일대일로(BRI)는 중국 정부가 그동안 추구해 왔던 고도 성장으로 빚어진 국내의 경제적 어려움을 경감하려는 동시에 대외적으로 미국 등 서방 국가들의 경제적, 외교적, 군사적 압력에 대항하고 해외에서 영향력을 확대하기 위한 정책으로 그 주요한 추진 수단 중의 하나는 중국 기업들이 실시하는 해외직접투자(oFDI)이다.

이 논문은 BRI에 관련된 최근 중국 기업의 oFDI를 더욱 정확히 이해하고 파악하기 위해

BRI 실시 이후 그 투자 패턴이 어떻게 변화하였는지를 분석하고자 하는 연구로서, 다른 국가보다도 BRI에 더욱 활발히 참여하고 있는 연선 국가들에 대한 중국 기업의 투자에 대하여 기존 문헌 연구를 통하여 국가, 산업, 기업 및 거래 수준의 변수들을 선정하여 연구가설을 수립하고 2차 자료를 바탕으로 통계검증을 실시한 것이다.

분석 결과, 연선국가들에 대한 중국 기업의 oFDI에서 가설에서 제시한 바와 같이 투자대상국의 경제발전 수준과 제도적 수준이 낮은 국가에 대한 투자가 더 확대되어 BRI가 국가간 협력을 더욱 강화하기 위한 사업이라는 점과, 예상과는 달리 국유기업보다는 민간기업의 참여가 더욱 활발했던 것으로 나타나 민간기업이 중요한 역할을 한다는 점을 다시 확인할 수 있었다. 또한 사회간접자본(SOC)이 비SOC 부문 투자보다 더 확대되지는 않아서 제조업 등의 산업에도 균형 있는 투자가 이루어지고 있는 것으로 판단된다. 그리고 BRI 참여 이전 시기와 차이는 없었으나 예상한 대로 국유기업은 SOC 부문 투자가, 민간기업은 비SOC 부문 투자가 더 활발했던 것으로 나타나 일반적으로 알려진 기업 유형별 투자 행태의 차이가 확인되었다. 또한 예측한 바와는 달리 투자기업의 투자지분 비율이 더 높아지거나 다수지분이나 단독지분 투자가 더 확대되지는 않아 현지 기업에 대한 소유권은 더 높아지지는 않았다. 또한 신설투자보다 M&A가 더욱 확대된 것은 아니어서 현지 기업의 경영자원의 신속한 확보의 필요성 등의 요인은 작용하지는 않는 것으로 판단된다.

이러한 연구 결과는 최근 세계 경제에서 그 비중이 갈수록 커지고 있는 중국 기업의 oFDI에 대한 이해를 높이고 특히 국제경영 분야에서 기업의 해외시장 진입 방식(foreign entry modes)이나 투자 입지 선정에 관한 학문적 연구와 oFDI를 통한 기업의 해외진출에 대한 국가 정부의 정책의 영향을 분석하는 데 기여할 수 있을 것으로 사료된다.

특히 이 연구는 국가, 산업, 기업, 거래 수준의 다양한 변수들을 종합적으로 고려하고 있다는 점과 실증분석에서 대부분의 기존 연구들은

단순히 특정 연도 (2013년)을 기준으로 표본을 구분하여 분석하는 데 반해 BRI 연선국가를 대상으로 투자 각각의 건에 대하여 투자대상국들의 BRI 참여 이전과 이후의 시기를 구분함으로써 더욱 정확히 표본을 분류하여, 시기별 차이를 비교하거나 연선국가와 비연선국가와 비교함으로써 그 분석의 신뢰도를 높였다는 것이 특징이라고 할 수 있다.

본 연구에서는 다음과 같은 유용한 시사점을 얻을 수 있을 것으로 사료된다. 먼저 기업 측면에서 보면, 한 국가의 대내외 정책 하에서 oFDI를 통해 해외에 진출하려는 그 국가의 기업이 국가 정책에 참여 또는 편승하여 기업의 성과를 어떻게 높일 것인지와 같은 기업의 경영전략에 대한 시사점을 찾을 수 있을 것으로 보인다. 예를 들어 국유기업 또는 국가가 통제하는 기업이 지배적인 국가에서도 일반적인 통념과는 달리 민간기업이 큰 역할을 할 수 있다는 점으로 이 경우 어떻게 민간기업이 사적(私的) 이익을 추구하면서 공적(公的) 이익 또는 사회적 기여를 최대화할 수 있을지가 중요한 문제로 대두된다. 이에 대한 근본적인 대답은 본 연구의 범위를 벗어나는 것이기는 하지만 본 연구의 분석 결과에서도 상당히 유용한 시사점을 얻을 수 있을 것으로 판단된다.

예를 들어, 경제발전 수준이나 제도적 수준이 낮은 국가에 대한 투자는 이를 통하여 개도국 발전에 기여한다는 국가 차원의 협력의 효과를 더욱 제고할 수 있음과 동시에 본국에서 제도적 애로를 안고 있는 기업이 일종의 '제도적 도피 (institutional escape)' (Wu and Deng, 2020)를 실시할 수 있는 기회로도 활용할 수 있기 때문에 이 경우 사적 이익과 공적 이익의 조

화를 달성할 수 있을 것이다. 또한 투자지분 선택에 있어서는 강한 경쟁우위를 가지고 있지 않은 기업은 물론이고 그렇지 않은 기업도 전략적으로 이익을 극대화하기 위해 기업이 높은 투자비율을 추구할 것으로 예상되는 경우에도 이 기업들은 국가 정책적 목표에 의해 더 낮은 투자비율을 감수할 수 있는데 이 경우 현지 사업에 대한 통제권을 어떻게 유지하느냐가 중요한 과제가 된다. 그 방법으로는 본국 정부나 현지 정부의 정치적 또는 외교적 지원에 의존하거나 중요 기술이나 판매 시장 장악 등 지분 이외의 수단으로 현지 사업에 대한 통제권을 확보할 수 있을 것이다.

이 연구가 가지고 있는 한계점으로는 먼저 BRI 전후 시기의 중국 기업의 oFDI 특성의 변화를 분석하기 위해 BRI 연선국가 투자를 그 분석대상으로 하였으나 BRI 추진의 영향을 직접 검증한 것은 아니고 결과로서 패턴의 변화에 초점을 두었다는 점이다. 또한 실증자료로서 2차 자료를 사용했다는 한계점으로 해당 자료는 대규모 투자만을 포함하고 있고 수집 방법도 원자료가 아니고 매체 등에서 획득한 정보를 바탕으로 했기 때문에 자료의 제한성과 신빙성의 문제를 안고 있다.

향후 이 분야의 연구는 BRI가 중국 기업의 oFDI에 미치는 직접적인 영향을 분석하기 위해 BRI 추진 전후 oFDI 특성 차이를 발생시키는 요인들에 대한 인과 관계 분석이 필요하고 실증분석을 위한 자료도 설문 조사나 면담 조사 등으로 1차 자료를 수집한다면 더 다양하고 심층적인 기업 수준, 사업 수준, 경영자 수준의 변수들을 활용하여 기업의 oFDI를 더욱 심도 있게 분석할 수 있을 것으로 기대된다.

## References

- Ahsan, M. and M. Musteen (2011), "Multinational Enterprises' Entry Mode: Strategies and Uncertainty: A Review and Extension", *International Journal of Management Reviews*, 13(4), 376-392.

- Amighini, A., C. Cozza, R. Rabellotti and M. Sanfilippo (2014), "Investigating Chinese Outward Foreign Direct Investments: How can Firm-level Data Help?", *China & World Economy*, 22(6), 44-63.
- Amighini, A., R. Rabellotti and M. Sanfilippo (2013), "Do Chinese State-owned and Private Enterprises Differ in their Internationalization Strategies?", *China Economic Review*, 27, 312-35.
- Anderson, E. and H. Gatignon (1986), "Modes of Foreign Entry: A Transaction Cost Analysis and Propositions", *Journal of International Business Studies*, 17(3), 1-26.
- Buckley, P. J. and M. Casson (1976), *The Future of the Multinational Enterprise*, London: Springer.
- Buckley, P. J., L. Clegg, R. Cross, M. Rhodes, P. Zheng and H. Voss (2008), "Explaining China's Outward FDI: An Institutional Perspective", In K. P. Sauvant (Ed.), *The Rise of Transnational Corporations from Emerging Markets: Threats and Opportunity?*, London: Edward Elgar, Ch.7, 107-157.
- Canabal, A. and G. O. White III (2008), "Entry Mode Research: Past and Future", *International Business Review*, 17(3), 267-284.
- Chen, J., Y. Liu and W. Liu (2020), "Investment Facilitation and China's Outward Foreign Direct Investment along the Belt and Road", *China Economic Review*, 61, 101458.
- Chin, H. and W. He (2016), *The Belt and Road Initiative: 65 Countries and Beyond*, Hong Kong: Fung Business Intelligence Centre.
- Cho, Eun-Gyo and Gye-Whan Kim (2021), "Chinese Digital Silk Road Strategy and its Implications Focusing on the Foreign Expansion of Chinese Digital Firms", *KIET Industrial Economics*, February, 56-66.
- Cho, Young-Sam, Nak-Seop Choi, Yang-Paeng Kim and Dan-Bi Kim (2016), *Korean Counterstrategy for the One Belt One Road of China*, Seoul: Korea Institute for Industrial Economics & Trade.
- Choi, Young-Jun and Dehua Meng (2020), "One Belt One Road and the Determinants of OFDI of China", *Journal of Asia-Pacific Studies*, 27(3), 33-51.
- De Beule, F. and H. Zhang (2022), "The Impact of Government Policy on Chinese Investment Locations: An Analysis of the Belt and Road Policy Announcement, Host-country Agreement, and Sentiment", *Journal of International Business Policy*, 5(2), 194-217.
- Ding, Ling-Yuan and Ki-Bo Ku (2021), "An Empirical Analysis of the Influencing Factors and Export Potential of China's Export of Solar Products to 'One Belt One Road' Neighboring Countries Focusing on the Gravity Model", *The Journal of Northeast Asian Economic Studies*, 33(3), 1-31.
- Du, J. and Y. Zhang (2018), "Does One Belt and One Road Initiative Promote Chinese Overseas Direct Investment?", *China Economic Review*, 47, 189-205.
- Dunning, J. H. (1981), *International Production and the Multinational Enterprise*, London: Allen & Unwin.
- Grosse, R. (2021), "Who Owns International Business?", *Transnational Corporations*, 28(3), 183-200.
- Guan, Hai-Ming and Hail Park (2020), "The Impact of Trade Facilitation on Bilateral Trade Flows - Focusing on China and the Other Belt and Road Member Countries", *Korea Trade Review*, 45(4), 25-43.
- Guo, B., Xu, G. and W. Li (2017), "Seeking Legitimacy: Chinese OFDI and Domestic Isomorphic Pressure", *Asian Business & Management*, 16, 1-24.
- Hennart, J.-F. (2009), "Down with the MNC-centric Theories! Market Entry and Expansion as the Bundling of MNE and Local Assets," *Journal of International Business Studies*, 40(9), 1432-1454.
- Hymer, S. H. (1960), *The International Operations of National Firms: A Study of Direct Foreign Investment*, Cambridge, MA: MIT Press (Published 1976).
- Hyun, Ki-Soon (2021), "China's Belt and Road Initiatives: Implications for Global Trade Networks", *Journal of the Economic Geographical Society of Korea*, 24(3): 243-258.



- Jung, Hye-Young and Myoung-Ah Kim (2017), "Study on Change and Strategy of China's OFDI Policy Paradigm - At the Turning Point of Capital Exports Country", *Korean-Chinese Social Science Studies*, 15(1), 71-115.
- Kang, L., F. Peng, Y. Zhu and A. Pan (2018), "Harmony in Diversity: Can the One Belt One Road Initiative Promote China's Outward Foreign Investment?", *Sustainability*, 10, 1-28.
- Kim, Dong-Su (2021), *Chinese Dream and the Belt and Road Initiative*, Seoul: Korea Institute for Industrial Economics & Trade.
- Lee, Choong-Bae, Jong-Chul Lee and Yong-Qiang Xu (2021), "Impact of Country Risks in Countries along the 'One Belt and One Road' on China's Overseas Direct Investment", *Korea Trade Review*, 46(3), 119-133.
- Lee, Jong-Chul (2015), "Chinese Style State Capitalism and its Outward Foreign Direct Investment", *Journal of Chinese and Russian Studies*, 39(1), 131-172.
- Lee, Seung-Shin, Sang-Baek Hyun, Su-Yeob Na and Go-Woon Cho (2018), *Overseas Strategies of Chinese Enterprises through M&A and Their Implications*, Seoul: Korea Institute for International Economic Policy.
- Li, Q. (2012), *Political Relations and Chinese Outbound Direct Investment: Evidence from Firm- and Dyadic-Level* (Working Paper, No. 19), Bloomington, IN: Research Center for Chinese Politics and Business.
- Liu, B. and Q. Wang (2021), "Speed of China's OFDI to the Belt and Road Initiative Destinations: State Equity, Industry Competition, and the Moderating Effects of the Policy", *Journal of International Business Policy*, 5, 218-235.
- Liu, H. Y., Y. K. Tang, X. L. Chen and J. Poznanska (2017), "The Determinants of Chinese Outward FDI in Countries along "One Belt One Road"", *Emerging Markets Finance & Trade*, 53, 1374-1387.
- Liu, M., C. Su, F. Wang and L. Huang (2020), "Chinese Cross-border M&As in the "One Belt One Road" Countries: The Impact of Confucius Institutions", *China Economic Review*, 61, 101432.
- Liu, Yanfeng and Choong-Bae Lee (2019), "The Geopolitics of Chinese Overseas Investment in Transport Infrastructure and SWOT-PEST Analysis Under the 'One Belt One Road' Initiatives", *International Commerce and Information Review*, 21(3), 87-108.
- Luo, Y., Q. Xue and B. Han (2010), "How Emerging Market Governments Promote Outward FDI: Experience from China", *Journal of World Business*, 45(1), 68-79.
- Malera, M. O. and T.-H. Lee (2021), "The Impacts of China's Belt and Road Initiative (BRI) on the Trade Patterns of Tanzania", *Korea Trade Review*, 46(3), 1-24.
- Mukhtar, A., Y. Zhu, Y. Lee, M. Bambacas and T. Cavusgil (2022), "Challenges Confronting the 'One Belt One Road' Initiative: Social Networks and Cross-Cultural Adjustment in CPEC Projects", *International Business Review*, 31(1), 1-16.
- Nayyara, R. and R. Maity (2021), "Overcoming Institutional Voids in the Home Country for internationalization: An Exploratory Examination of Institutional Strategies of Indian MNEs", *Transnational Corporations*, 28(3), 97-126.
- Nedopil, C. (2021 and 2022), *China Belt and Road Initiative (BRI) Investment Report*, Shanghai, China: Green Finance & Development Center, FISF Fudan University.
- Nugent, J. B. and J. Lu (2021), "China's Outward Foreign Direct Investment in the Belt and Road Initiative: What are the Motives for Chinese Firms to Invest?", *China Economic Review*, 68, 101628

- Park, Chul-Soo (2020), "An Empirical Study on the Impact of China's One Belt and One Road Initiative on Asian Countries and North Korean Economy in the Aspect of Digital Transformation of the 4th Industrial Revolution", *Knowledge Management Research*, 21(4), 59-88.
- Park, Sung-Jun, Kwang-Soo Kil and Se-Won Kim (2016), "China's "One Belt-One Road" Initiative and its Implications for Korean Maritime Logistics - From the Perspective of Global Value Chains -", *Journal of Shipping and Logistics*, 32(2), 361-385.
- Ramasamy, B., M. Yeung and S. Laforet (2012), "China's Outward Foreign Direct Investment: Location Choice and Firm Ownership", *Journal of World Business*, 47(1), 17-25.
- Sachs, D. (2021), "Countries in China's Belt and Road Initiative: Who's in and Who's Out", Available from <https://www.cfr.org/blog/countries-chinas-belt-and-road-initiative-whos-and-whos-out> (accessed July 4, 2021).
- Scott, W. R. (2008), *Institutions and Organizations*, 3rd ed., Los Angeles, CA: Sage.
- Shao, X. (2020), "Chinese OFDI Responses the B&R Initiative: Evidence from a Quasi-natural Experiment", *China Economic Review*, 60, 101435.
- Slangen, A. H. L. and J. F. Hennart (2007), "Greenfield or Acquisition Entry: A Review of the Empirical Foreign Establishment Mode Literature", *Journal of International Management*, 13(4), 403-429.
- Song, Min-geun, Young-Doo Cha and Gi-Tae Yeo (2016), "An Analysis of the "One Belt, One Road" Research Trend Using Social Network Analysis", *Journal of Shipping and Logistics*, 32(2), 387-413.
- Sutherland, D., J. Anderson, N. Bailey and I. Alon (2020), "Policy, Institutional Fragility, and Chinese Outward Foreign Direct Investment: An Empirical Examination of the Belt and Road Initiative", *Journal of International Business Policy*, 3, 249-272.
- UNCTAD (2022), *World Investment Report*, Paris: United Nations Conference on Trade and Development.
- Wang, B. and K. Gao (2019), "Forty Years Development of China's Outward Foreign Direct Investment: Retrospect and the Challenges Ahead", *China & World Economy*, 27(3), 1-24.
- Wang, Guan and Seung-Bum Ahn (2020), "Evaluating Performance and Efficiency of Logistics in Chinese Provinces and Cities along the Belt and Road Initiative", *Korean Journal of Logistics*, 28(3), 13-26.
- Wang, Guan-Hao and Sok-Tae Kim (2021), "A Study on Trade Convergence Degree and Trade Cooperation Potential Between China and the Belt and Road Countries", *Korean-Chinese Social Science Studies*, 19(3), 84-102.
- Wernerfelt, B. (1984), "A Resource-based View of the Firm", *Strategic Management Journal*, 5(2), 171-180.
- World Bank (2022), *World Bank Open Data*, Available from <https://data.worldbank.org> (accessed November 1, 2022)
- WSJ (*Wall Street Journal*, September 26, 2022) "China Reins in its Belt and Road Program, \$1 Trillion Later".
- Wu, B and P. Deng, 2020, "Internationalization of SMEs from Emerging Markets: An Institutional Escape Perspective", *Journal of Business Research*, 108(2), 337-350.
- Yao, S., F. Zhang, P. Wang, and D. Luo (2017), "Location Determinants of China's Outward Foreign Direct Investment", *China & World Economy*, 25(6), 1-27.
- Yu, S., X. Qian and T. Liu (2019), "Belt and Road Initiative and Chinese Firms' Outward Foreign Direct Investment", *Emerging Markets Review*, 41, 100629.
- Zaheer, S. (1995), "Overcoming the Liabilities of Foreignness", *Academy of Management Journal*, 38(2), 341-363.

- Zhao, Peng, Yanfeng Liu and Choong-Bae Lee (2020), "The Locational Determinants of China's FDI by Economic Corridor Under the 'One Belt One Road' Initiative", *The Journal of Northeast Asian Economic Studies*, 32(2), 1-32.
- Zhao, Ting-Ting, Kyong-Jun Yun, Mao-Wei Chen and Hyang-Sook Lee (2020), "Belt and Road Network Analysis Using SNA Method - Focusing on China's Freight Airport City -", *Korea Logistics Review*, 30(2), 127-135.