

해외직접투자 유입의 촉진 요인 분석 - 대륙별 개발도상국 거시 사회·경제변수를 중심으로 -

김무수
동국대학교 무역학과 박사

이찬희
성균관대학교 경영대학 겸임교수

An Analysis on the Facilitating Factors of Foreign Direct Investment Inflows - Focusing on National Macro Socio-Economic Factors of Developing Countries by Continent -

Moo-Soo Kim^a, Chan-Hee Lee^b

^aPh. D. Department of Trade, Dongkuk University, South Korea

^bAdjunct Professor, College of Business Administration, Sungkyunkwan University, South Korea

Received 24 May 2019, Revised 21 June 2019, Accepted 24 June 2019

Abstract

This study investigates the facilitating factors of FDI (foreign direct investment) inflows in 15 developing countries of three continents (Asia, Latin America, and Africa) using fixed-effect panel regression analysis with 30-year macro socio-economic data. The facilitating factors of FDI inflows in each continent differed. In Asia, labor compensation, GDP, consumer expenditure, human capital, and export facilitated FDI inflows in decreasing order, as did export, total factor productivity, GDP, and human capital in Latin America, and investment expenditure, human capital, government expenditure, and export in Africa. Most importantly, the character of cost saving efficiency-seeking investment was very strong in Asia. Also, third-party export-oriented investment and economic growth-oriented investment were shown in Latin America and Africa, respectively.

Keywords: Developing Country, Export, FDI(Foreign Direct Investment), Investment Expenditure, Labor Compensation

JEL Classifications: F14, F18, F21, F23

^a First Author, E-mail: muso59@naver.com

^b Corresponding Author, E-mail: chanhee1@naver.com

© 2019 The Korea Trade Research Institute. All rights reserved.

I. 서론

해외직접투자는 기업의 지속성장을 위해 생산과 영업 등 경영 활동의 일부를 해외로 이전하여 생산성을 높이고자 하는 다국적기업(Multi-National Corporation)의 의사결정에 의해 이루어진다. 이러한 의사결정은 기업이 소유하고 있는 기술과 경영 노하우 등 비교우위를 가진 내적 요소와 선택 지역이 가지는 특정이점(specific advantage)의 상호 작용을 통한 시너지 효과를 극대화시켜 기업의 경영성과와 가치를 높이고자 하는 의도로 진행된다.

해외직접투자를 유치하고자 하는 투자 대상국의 매력은 국제생산의 비교우위와 국내 투자 환경의 결합을 통해 결정된다고 볼 수 있다. 여기서 투자환경이라 함은 관세특혜 등 외국투자자 유치정책은 물론 거시적 경제 환경, 정치적 안정성 등과 같은 일반적 투자환경을 포함하는 폭넓은 개념으로 볼 수 있다. 오늘날 일반적 투자환경이 적절히 조성되지 못한 상태에서 단순한 관세 인하 등의 투자 유인책만으로는 투자를 제대로 유치할 수 없다는 것이 상식이 되고 있다.

다국적기업으로 하여금 해외직접투자를 결정하게 하는 요인을 푸쉬(push)요인과 풀(pull)요인으로 정리해 보면, 해외직접투자를 실행하도록 하는 푸쉬 요인으로 시장 확대와 사업 확장을 통해 수익을 극대화하고 지속적인 성장을 달성하고자 하는 기업의 욕구를 들 수 있다. 그리고 해외직접투자를 특정 지역으로의 풀 요인으로 투자대상국의 시장규모, 높은 생산성의 노동시장 등 여러 사회경제적 여건과 같은 일반적인 투자환경을 들 수 있다(Dunning, 1998).

UNCTAD에서 발표한 세계투자보고서(2016)에 의하면 2015년 들어 글로벌 해외직접투자의 규모가 38%이상 급격히 증가한 약 1조7,620억 달러에 달하고 있는데, 이는 2008년 글로벌 금융위기 이후 가장 높은 수준이다. 선진국에 대한 해외직접투자 규모는 약 9,620억 달러로 전 세계 해외직접투자의 약 55%를 차지하며, 개발도상국들에 대한 해외직접투자는 약 7,650억 달러(약 45%)에 달하고 있다. 전 세계적으로 해외직접투자의 규모는 점차 증대하여 누적 투

자유입규모가 1990년 2조770억 달러에서 2015년 24조9830억 달러로 약 12배 증가하였으며, 투자유출규모도 이와 비슷한 것으로 나타났다. 지역별로 살펴보면 선진국의 경우 유럽이 5,040억 달러로 최다 투자유입국으로 나타났으며, 그 다음이 미국으로 4,290억 달러를 기록하고 있다. 개발도상국의 경우 아시아 지역이 약 5,410억 달러로 투자유입액이 가장 많고, 중남미(약 1,680억 달러), 아프리카(약 540억 달러), 동유럽(약 350억 달러) 등의 순으로 나타났다.

이러한 해외직접투자는 다국적기업들의 독자적인 결정에 의해 이루어지지만 궁극적으로 세계경제의 글로벌화를 유도하는 역할을 수행하고 있다. 다국적기업의 해외직접투자의 결정은 기업의 내재적 비교우위 요소뿐만 아니라 투자대상국의 거시적 경제 요인 등 일반적 투자환경의 영향을 받는다(Dunning, 1993). 해외직접투자를 전 세계 자원의 합리적 배분을 통해 생산의 효율성을 극대화시킬 수 있는 곳으로 이동하는 국제자본이라는 명제 하에서 이는 단순한 개별 기업의 차원을 넘어 국가별 거시적 사회·경제요인과 밀접한 관련이 있다고 할 수 있다.

지금까지 국내외에서 수행된 연구결과를 종합해보면 해외직접투자의 유입 요인을 주로 미시적 관점에서 분석이 이루어졌으며, 거시적 경제요인인 국내총생산을 설명변수로 활용하고 있는 정도이다. 최근 Hong Seung-Gee and Kim Moo-Soo (2018)의 연구에 따르면 해외직접투자 유입은 투자대상국의 거시적 사회·경제요인에 의해 영향을 받으며, 경제성장의 질적 수준에 따라 국내총생산의 세부 구성 요소인 소비지출, 재정지출, 투자지출이 미치는 영향도 다르다. 그러나 개발도상국의 경우 투자자본을 제공하는 선진국과는 달리 경제성장에 필요한 자금을 외부에 의존하는 비중이 높으며, 아울러 각 개발도상국들 간에도 사회·경제 발전 수준 및 투자 환경의 편차가 크다. 따라서 각 개발도상국들의 사회·경제상황에 따라 해외직접투자의 유입에 영향을 미치는 요인이 달라질 수 있을 것이나 아직 이에 대한 설명이 부족하다. 따라서 본 연구에서는 개발도상국의 해외직접투자유입에 영향을 미치는 거시

적 사회·경제 요인들을 대륙별로 구분하여 비교 분석하고자 한다.

II. 선행연구

1. 해외직접투자 동기 및 유형

다국적기업이 해외직접투자를 추구하는 동기는 시장추구형, 자원추구형, 효율성추구형, 전략적자산추구형으로 구분된다(Dunning, 1998/2002). 시장추구형(market seeking) 동기는 투자 대상국의 내수시장 규모와 인접 시장으로의 접근성과 깊은 관련이 있다. 기업이 자국 시장에서의 한계를 극복하고자 해외로 진출하려고 할 경우 투자대상국 시장의 크기와 국제 무역을 통한 접근 제한성이 일차적으로 고려된다. 수출을 통해 접근하던 시장이 높은 관세장벽 등으로 시장의 접근성을 제약받을 때 현지에서 직접 진출하여 생산, 판매하는 것이 더 유리하다고 판단될 경우 주로 이용되므로 관세 회피형이라고도 한다. 그리고 투자대상국 시장의 조건에 맞는 제품·서비스의 공급을 통해 신규 시장을 개척하고 확대하기 위한 전략적 차원에서 투자가 이루어진다고 볼 수 있다.

자원추구형(resources seeking) 동기는 희소 자원을 상대적으로 낮은 임금으로 취득, 활용하기 위해 시장추구형과 함께 다국적기업의 초창기 투자 유형이다. 여기에는 농산물, 지하자원 등의 물질적 자원을 추구하는 경우뿐만 아니라 노동집약적, 기술집약적 산업의 발달에 따른 저임금의 비숙련 노동력과 숙련된 인적자원, 기술발전에 필요한 제반 산업기반 시설 등이 축적된 사회자산도 자원에 포함된다. 투자기업이 활용할 수 있는 숙련된 인적자원, 산업기술, 기반시설 등이 부족하다면 고부가가치 산업의 기술을 보유한 다국적기업의 투자 유치를 유인할 동력이 부족하다고 할 수 있다.

효율성추구형(efficiency seeking) 동기는 저임금 국가로 생산을 이전하여 인건비 절감을 통한 비용 효율성을 높이는 것이 가장 큰 목적으로 수출지향적 투자라고 할 수 있다. 비용절

감이 우선적인 수직적으로 통합된 생산의 비용 효율성을 높이기 위해 활용되는 형태이다. 예를 들어, 기업이 자사제품을 미국으로 직접 수출하는 것에 비해 미국과 북대서양자유무역지역(NAFTA)협정을 맺고 있는 멕시코에 진출하여 저렴한 노동력과 무관세 부품을 활용하여 생산한 제품을 낮은 역내 관세의 미국으로 수출하는 것이 유리할 때 멕시코에 공장을 설립하게 된다. 또한 이미 투자되어 활동 중인 다국적기업의 경영 합리화를 위한 투자도 효율성추구 투자에 해당된다. 이는 주로 근접 지역과의 경제적 통합으로 다른 지역에 비해 경제적 비교우위에 있는 경우 고려된다. 하지만 효율성추구형의 투자에 앞서 시장진출이나 비용절감형 투자가 이루어져야 한다.

전략적자산추구형(strategic asset seeking) 동기는 기업의 장기전략에 필요한 유무형의 전략자산을 획득하기 위해 사용하는 경우이다. 즉, 기업들이 현재 소유하고 있는 비교우위 요소들을 찾는 것이 아니라 기업의 장기 성장에 필요한 지식이나 해외 네트워크 등을 축적하여 경쟁력을 높이는 도구로 활용된다. 특허, 상표권, 경영노하우 등의 축적된 지식과 해외 기업간의 네트워크 형성은 성장의 밑거름이 되며, 이는 기업의 비교우위를 강화시키기보다 경쟁자의 경쟁력을 약화시키는 것에 초점이 맞춰진다.

2. 해외직접투자 요인

한국에 대한 외국기업의 직접투자가 이루어지는 유인요인에 대한 연구 결과를 살펴보면 다음과 같다. 국내총생산, 환율, 개방성, 체제지속가능지수, 인적자원개발지수가 긍정적인 영향을 미친 반면에, 투자비용, 임금, 세율, 정부부패지수, 정부규제, 노사분규는 부정적인 영향을 주었다(Kang Han-Gyoun, 2010; Ko Suk-Nam, 2006). 산업별로 구분하여 볼 때 경공업과 중공업분야의 경우 국내총생산은 긍정적인 영향을 미치고, 임금은 부정적인 영향을 주었다. 그리고 지식기반서비스업의 경우 국내총생산과 경제자유화는 긍정적인 영향을 미치며, 임금은 부정적인 영향을 주었다(Yeo Taek-Dong and

Lee Min-Hwan, 2009). 제조업의 경우 국내총생산, 수출, 광고비, 연구개발비, 영업이익이 긍정적 요인으로 확인되었으며, 임금은 부정적인 요인으로 확인되었다(Cho Taek-Hee, 2008). 1970년에서 2009년을 1997년 전후로 나누어 볼 때 모든 산업에 있어 국내총생산, 교육, 정보화, 외국인 직접투자정책이 유의한 요인으로 확인하였고, 노사분규는 1997년까지만 유의하였다. 그리고 임금은 제조업의 경우에 1997년까지 부정적인 영향을 주었으며, 그 이후 유의하지 않은 것으로 나타났다(Jung Young-Chul, 2011).

Dunning이 제시한 해외직접투자의 동기에 따라 영향요인을 분석한 결과를 정리하면 시장추구형 직접투자에서는 국내총생산 등과 같은 투자국의 시장규모가 가장 큰 영향을 주는 요인으로 확인되었다(Arbatli, 2011; Nunnenkamp, 2002; Pattayat, 2016; Rutihinda, 2005; Sankaran, 2015; Sethi et al., 2003). 그리고 경제성장, 시장규모 등도 주요한 요인들로 파악되었다. 1981년부터 2000년까지 미국 기업의 해외직접투자 추세를 분석한 결과 국민총생산, 인구 등과 같은 시장규모가 해외직접투자에 긍정적인 영향을 주었다(Sethi et al., 2003). 그리고 1988년부터 1997년까지 저성장국가에 대한 해외직접투자는 국내총생산의 성장이 긍정적인 영향을 미쳤다(Lewis, 2000). 또한 시장추구형 동기로 국내총생산과 수출이 긍정적인 영향을 주는 것으로 확인되었다(Wadhwa and Reddy, 2011).

자원추구형 직접투자에서는 사회간접시설과 인적자원의 활용 가능성이 중요한 요인으로 작용하였다. 발전된 사회자본이 저성장국가에 대한 투자유입에 긍정적인 영향을 주었다(Asiedu, 2005; Lewis, 2000; Rutihinda, 2005; Sankaran, 2015). 하지만 숙련된 인적자본의 경우 상반된 결과를 나타내었다. 즉, 숙련된 인적자본이 긍정적인 영향을 미친다는 주장이 있는 반면에(Djurovic, 2012; Lewis, 2000; Rutihinda, 2005; Sankaran, 2015), 선진국에 대한 투자유입에는 영향을 주지 않는다는 연구 결과도 존재한다(Murthy and Sinha, 2016). 그 외에도 개발도상국의 시장규모, 수출, 무역개방, 그리고 세금 인하 등과 같은 우호적인 경제

정책이 투자유입에 긍정적 요인으로 확인되었다(Arbatli, 2011).

효율성추구형 직접투자의 경우 미국의 다국적기업이 아시아지역의 개발도상국으로 생산비 절감을 추구하는 효율성 투자가 확대되었을 뿐만 아니라 1984년부터 20년 동안 수출지향적 효율성추구형의 투자도 증가세를 보이고 있다(Athukorala, 2009; Sethi et al., 2003). 그리고 개발도상국의 수출규모가 해외직접투자의 유입에 긍정적인 영향을 주고 있다(Masron and Nor, 2013; Tran and Dinh, 2014).

최근 Hong Seung-Gee and Kim Moo-Soo (2018)는 세계 38개국(13개 선진국, 15개 개발도상국)을 대상으로 거시적 사회·경제요인이 해외직접투자의 유입에 미치는 영향을 투자대상국의 경제발전의 질적 수준 및 발전 단계에 따라 분석하였다. 분석결과 선진국과 개발도상국으로 유입되는 투자 동기와 유형은 다르게 나타났다. 선진국의 경우 재정지출, 소비지출, 국내총생산 등이 큰 영향을 미치는 것으로 나타나 시장추구형의 수평적 투자 특성을 보인 반면, 개발도상국의 경우 노동보상, 인적자본의 영향이 크게 나타나 효율성추구형의 수직적 투자 특성을 보였다. 이는 선진국의 경우 보유 내생자본이 풍부하고, 자체 자금조달이 용이한 상황에서 해외직접투자 자금의 원천 국가가 될 수 있다. 하지만, 내생자본이 부족한 개발도상국의 경우 경제발전에 필요한 자금을 외부에 의존할 수밖에 없으며, 선진국 기업들의 하청 역할을 수행할 수밖에 없는 것으로 볼 수 있다. 또한 선진국과 달리 개발도상국 간에는 사회·경제발전의 질적 편차가 크다. 이에 개발도상국을 대륙별로 나누어 각 지역별 해외직접투자의 유입을 촉진시키는 영향들의 차이를 살펴보는 것도 충분한 가치가 있을 것으로 판단된다.

Ⅲ. 연구방법

1. 변수의 정의

본 연구에서는 Hong Seung-Gee and Kim Moo-Soo (2018)의 연구에서 대상으로 한 28개

Table 1. Analysis Data(1985~2014)

Variables	N	Mean	SD	Min	Max
FDI1)	812	11.19	1.44	7.71	14.37
GDP2)	812	13.21	1.05	10.78	15.34
Share of Household Consumption (C)3)	812	0.57	0.10	0.29	0.88
Share of Government Consumption (G)3)	812	0.15	0.04	0.02	0.36
Share of Gross Capital Formation (I)3)	812	0.25	0.08	0.05	0.67
Capital Stock (Δ CK)4)	812	145,182	233,857	-743,350	179,287
Human Capital Index (HC)5)	812	2.75	0.62	1.21	3.73
Share of merchandise Export (X)3)	812	0.40	0.40	0.02	2.78
Share of labour compensation (L_sh)6)	812	0.54	0.09	0.25	0.72
Total Factor Productivity level (TFP)7)	812	0.97	0.10	0.64	1.24

- Notes: 1. Accumulated FDI Amounts (in Mil. US\$), UNCTAD
 2. Real GDP at chained PPPs (in Mil. 2011 US\$), Penn World Table
 3. Share of household consumption in real GDP at current PPPs, PWT
 Share of gross capital formation in real GDP at current PPPs, PWT
 Share of government consumption in real GDP at current PPPs, PWT
 Share of merchandise exports in real GDP at current PPPs, PWT
 4. Capital Stock at current PPPs (in mil. 2011 US\$), PWT
 5. Human Capital Index (Based on years of schooling and returns to education), PWT
 6. Share of Labour compensation in GDP at current national prices, PWT
 7. Total Factor Productivity constant national prices (2011=1), PWT

국가 중에서 15개 개발도상국(아시아 7개국, 중남미 4개국, 아프리카 4개국)을 분리하였으며, 1985년부터 2014년까지 30년간의 패널 자료를 활용하여 분석하였다(〈Table 1〉 참조).¹⁾

본 연구에서 채택된 종속변수는 국제연합무역개발회의(UNCTAD)에서 발표하는 해외직접투자 누적유입액(stock)이며, 설명변수는 전 세계 국가의 거시적 사회·경제 데이터를 제공하는 Penn World Table 9.0을 이용하였다. 시장추구형 동기와 관련된 요인을 파악하기 위해 내수시장의 규모를 알 수 있는 국내총생산과 국내총생산을 구성하는 소비지출, 재정지출, 투자지출의 비중을 함께 채택하였다. 그리고 자

원추구형 동기와 관련된 요인을 파악하기 위해 각국이 보유하고 있는 축적자본과 인적자본을 채택하였다. 각국이 보유하고 있는 축적자본은 Caselli and Wilson (2004)이 제시한 자료를 사용하였으며, 인적자본은 Barro and Lee (2010)와 Psachropoulos (1994)의 연구에 근거한 인적자원지수를 사용하였다. 또한 효율성추구형 동기와 관련된 요인을 파악하기 위해 각국의 수출규모, 노동보상, 총요소생산성을 채택하였다.

기존연구에서 대외무역 개방수준이나 대외교역량의 영향을 파악하기 위해 사용한 무역수지는 총수출액에서 총수입액을 차감하므로 실질 수출규모를 파악하기에 한계가 있다. 따라서 본 연구에서는 수출지향적 투자의 영향을 파악하기 위해 국내총생산에서 총수출이 차지하는 비중을 변수로 사용하였다. 아울러 노동

1) 대상 국가는 한국, 홍콩, 타이완, 싱가포르, 말레이시아, 태국, 터키, 멕시코, 아르헨티나, 브라질, 칠레, 이집트, 모로코, 나이지리아, 남아프리카공화국이다.

비용이 낮은 국가를 선택해 생산성을 높이고자 하는 효율성추구형 동기의 특성을 파악하기 위해 Gollin (2002)의 연구를 바탕으로 국내총생산 중에서 노동보상이 차지하는 비율을 사용하였다. 또한 총요소생산성이 해외투자유입에 미치는 영향을 살펴보기 위해 선행연구(Feenstra et al., 2013; Diewert and Morrison, 1986; Caves et al., 1982a/1982b)에 근거한 자료를 활용하였다.

2. 연구모형

본 연구에서는 해외직접투자의 유입에 영향을 미치는 거시적 사회·경제요인들을 패널모형을 활용해 분석하고자 한다. Dunning (1993)이 제시한 해외직접투자의 동기 중에서 시장추구형, 자원추구형, 효율성추구형을 중심으로 해외직접투자의 유입요인을 파악하고자 하며, 개발도상국의 지역에 따른 차이를 파악하기 위해 아시아, 중남미, 아프리카로 구분하고자 한다. 그리고 Masron and Abdullah (2010)의 연구를 근거로 아래의 모형(1)을 도출하였다.

$$\text{FDI inflow} = f(\text{MSV}, \text{RSV}, \text{ESV}) \quad (1)$$

MSV(Market Seeking Variables, 시장추구형 변수)

RSV(Resource Seeking Variables, 자원추구형 변수)

ESV(Efficiency Seeking Variables, 효율성추구형 변수)

시장추구형 동기의 설명변수로는 국내총생산(GDP)과 국내총생산 중에서 소비지출(C), 재정지출(G), 투자지출비중(I), 그리고 자원추구형 동기의 설명변수는 축적자본(ΔCK), 인적자본(HC)을 채택하였다. 또한 효율성추구형 동기의 설명변수로 총수출(X), 노동보상(L), 총요소생산성(TFP)을 채택하여 고정효과 패널모형(2)를 도출하였다.

$$\begin{aligned} \log \text{FDI}_{it} = & \alpha + \mu_i + \beta_1 \log \text{GDP}_{it} + \\ & \beta_2 \log C_{it} + \beta_3 \log G_{it} + \beta_4 \log I_{it} \\ & + \beta_5 \log \Delta \text{CK}_{it} + \beta_6 \log \text{HC}_{it} + \beta_7 \\ & \log X_{it} + \beta_8 \log L_{it} + \beta_9 \log \text{TFP}_{it} + \epsilon_{it} \end{aligned}$$

(ϵ_{it} : 오차항, μ_i : 국별 고정효과
 α : 상수항) (2)

3. 분석방법

패널자료는 시계열자료와 횡단면자료를 결합하여 여러 개체에 대한 현상과 특성을 일련의 관찰시점별로 기록한 자료이다. 따라서 패널분석은 시간 경과에 따른 변수의 특성만 고려한 시계열분석과 일정시점의 변수들을 이용한 횡단면분석의 한계를 극복하고 변수들 간의 동적관계를 분석할 수 있다. 그리고 기본모형으로 고정효과모형(fixed effect model)을 사용하고자 하는 것은 확률효과모형에서 파악하기 어려운 개별 국가의 이질적(heterogeneous) 요인이 해외직접투자의 유입에 미치는 영향을 파악하는데 유용하기 때문이다. 또한 불완전 비선형 관계를 선형 관계로 수정하기 위해 원 자료를 log변환하였으며, 독립변수 간 상관관계가 높은 축적자본은 1차 차분하여 적용하였다.

Ⅲ. 분석결과

1. 상관관계 분석

본 연구에 투입된 변수들 간의 판별타당성의 충족 정도를 확인하기 위해 상관관계 분석을 실시하였다. 분석 결과 통계적 유의성을 확보한 것으로 보인다. 하지만 소비지출과 투자지출은 -0.57, 국내총생산과 축적자본은 0.54, 소비지출과 수출은 -0.52, 인적자본과 노동보상은 0.57로 상대적으로 높게 나타났다(<Table 2> 참조).

2. 패널 단위근 검정

패널자료는 시계열자료와 횡단면자료가 결

Table 2. Correlations between Measured Variables

	Log (FDI)	Log (GDP)	C	G	I	ΔCK	HC	X	L_sh	TFP
Log (FDI)	1.00									
Log (GDP)	0.52*	1.00								
C	-0.09*	0.14*	1.00							
G	0.20*	0.26*	-0.11*	1.00						
I	0.04	-0.04	-0.57*	-0.03	1.00					
ΔCK	0.34*	0.54*	0.01	0.16*	0.09*	1.00				
HC	0.59*	0.41*	-0.32*	0.02	0.31*	0.20*	1.00			
X	0.14*	-0.32*	-0.52*	-0.23*	0.47*	-0.12*	0.24*	1.00		
L_sh	0.21*	0.40*	-0.10*	0.17*	0.25*	0.17*	0.57*	-0.07	1.00	
TFP	0.23*	0.25*	0.15*	0.14*	-0.09*	0.14*	-0.04	-0.16*	0.04	1.00

* $p < 0.01$

Table 3. Panel Unit Root Test

Variables	ADF-Fisher χ^2		PP-Fisher χ^2	
	Statistic	p-value	Statistic	p-value
log(FDI)	49.11	0.73	79.88	0.02
log(GDP)	58.07	0.40	156.06	0.00
C	67.53	0.14	81.38	0.02
G	65.17	0.19	89.40	0.00
I	88.44	0.00	61.35	0.29
ΔCK	2.52	1.00	1.52	1.00
HC	34.14	0.99	154.14	0.00
X	37.97	0.97	35.72	0.98
L_sh	73.10	0.04	77.09	0.02
TFP	55.84	0.48	70.85	0.09

합된 형태이다. 만일 불안정한 시계열자료를 이용하여 두 변수간의 회귀분석을 실시할 경우 실제 두 변수 간에 아무런 관계가 없음에도 매우 유의하게 나타날 수 있는 가성적 회귀현상(spurious regression)이 발생할 수 있다. 이 경우 불안정 시계열자료를 1차 차분하여 안정적 시계열 자료로 변환하여야 전통적 회귀분석 이론을 적용할 수 있다. 이처럼 시계열자료의 회귀분석에서 나타날 수 있는 가성적 회귀를 해결하기 위해 자료의 안정성을 판단할 수 있는 단위근 검정(unit root test)을 실시하였다.

단위근 검정방법에는 Dickey-Fuller(DF)검정, Augmented Dickey-Fuller(ADF)검정, Phillips-Perron(PP)검정 등이 있다. 이 중 단위근 DF검정은 오차항이 백색잡음인 경우에만 유효하기 때문에 계열 간 상관뿐만 아니라 이분산을 조정하기 위해 DF검정의 t통계량을 조정한 PP검정이 사용된다. 하지만 Monto-Carlo연구에 따르면 PP검정은 불안정하다는 귀무가설을 기각하는 경향이 나타나 이의 교차점점을 위해 DF검정에 시차변수를 추가한 ADF검정을 이용한다(Schwert, 1987).

Table 4. Engle-Granger Cointegration Test

Series: LOG(FDI), LOG(GDP), C, G, I, D_CK, HC, X, L_sh, TFP				
Null Hypothesis: No cointegration				
Augmented Dickey-Fuller Test			t	p-value
			-6.04	0.00
Dependent Variable: D(RESID)				
Variable	Coefficient	SE	t	p-value
RESID(-1)	-0.20	0.02	-8.87	0.00
D(RESID(-1))	-0.01	0.04	-0.39	0.70

단위근 검정은 장기 분석에 있어서 공적분 관계가 존재하는지를 확인하는 공적분 검정에 앞서 실시되어야 한다. 따라서 ADF 단위근 검정을 실시하여 1%의 유의수준에서 투자지출을 제외한 모든 변수에 단위근이 존재한다는 귀무가설을 기각하지 못하므로 투자지출을 제외한 모든 변수에 단위근이 존재하는 것으로 볼 수 있다(〈Table 3〉 참조).

3. 패널 공적분 검정

패널자료에서 개별 시계열 자료가 단위근을 가진 불안정 계열인 경우 가성적 회귀 현상 등의 문제가 발생한다. 대체로 두 시계열 간의 회귀분석을 실시하여 결정계수(R²)값이 높게 나타나면서 Durbin-Watson 검정값이 낮게 나타나는 경우 시계열 자료가 불안정하다는 문제점을 고려해야 한다. 하지만 단위근을 갖는 불안정한 시계열간에 안정적인 시계열을 생성하는 선형 결합이 존재하는 경우 이들 시계열은 공적분 관계에 있다고 볼 수 있다. 이러한 공적분 관계는 단기적으로 상호 괴리를 보이는 일련의 변수들이 장기적으로 일정한 관계를 가질 것이라는 가정에 부합되는 것으로 볼 수 있다. 따라서 불안정한 시계열이 안정적 공적분 관계를 가진다면 일직성을 갖는 회귀계수들의 추정치를 구할 수 있는데, 공적분 관계는 개별 변수들이 불안정하더라도 변수들 간의 선형 결합이 안정적일 때 나타나기 때문이다.

공적분 검정을 위한 Engle-Granger 공적분 검정은 두 개의 적분계열 X와 Y사이에 공적분

관계가 있는지는 변수 Y를 X에 대해 회귀분석할 경우 $Y_t = \beta_1 + \beta_2 X_t + Z_t$ 에서 잔차항 Z_t 가 안정적 계열을 이루는가에 의해 결정된다. 여기서 Z_t 가 I(0)이면 X와 Y의 사이에 공적분 관계가 있으며, Z_t 가 I(1)이면 X와 Y가 공적분 관계가 없다는 결론을 내릴 수 있다. Engle-Granger (1987)의 공적분 검정은 2단계 과정을 거친다. 먼저 Y를 X에 대해 회귀분석하여 잔차항 Z_t 를 구한 다음 Dickey-Fuller 검정을 이용하여 Z_t 에 대한 단위근 검정을 실시한다. 즉, $\Delta Z_t = Z_t - Z_{t-1}$ 을 Z_{t-1} 에 대해 회귀분석하여 t-value를 구한 후 임계치와 비교한다. 만일 t-value > 임계치이면 X와 Y사이에 공적분 관계가 없음을 의미하며, 반대로 t-value < 임계치이면 공적분 관계가 존재함을 의미한다. 〈Table 4〉는 공적분 검정결과로 유의수준 1%에서 공적분이 없다는 귀무가설을 기각하므로 회귀식에 공적분이 존재한다고 볼 수 있다.

4. 오차수정모형

오차수정모형은 변수 간에 균형관계가 존재하는 경우 임의의 어느 한 시점에서의 장기균형으로부터의 괴리가 시간이 경과함에 따라 조정될 것이라는 개념에 기초하고 있다. 오차수정모형은 공적분한 변수들의 단기 변동뿐만 아니라 장기균형관계에 대한 특성을 나타낼 수 있다는 장점이 있다.

오차수정모형을 사용하기 전 수준변수로 1차 회귀분석을 실시한 결과 〈Table 5〉와 같이 결정계수(R²)는 높으면서 Durbin-Watson 검정

값은 낮게 나타나 자기상관이 존재하는 불안정 시계열의 특성을 보였다. 해결방안으로 변수간의 장기적 관계에 대한 정보를 확보하기 위해 지난기의 균형오차($Z_t - 1$)를 추정하고 이를 추가해 설명변수로 활용한 아래의 오차수정모형(3)을 도출하였다.

$$\begin{aligned} \log \text{FDlit} = & \alpha_0 + \alpha_1 Z_{t-1} + \mu_i + \\ & \beta_1 \log \text{GDPit} + \beta_2 \text{Cit} + \beta_3 \text{Git} + \\ & \beta_4 \text{Iit} + \beta_5 \Delta \text{CKit} + \beta_6 \text{HCit} + \beta_7 \\ & \text{Xit} + \beta_8 \text{L_sh it} + \beta_9 \text{TFPit} + \epsilon_{it} \quad (3) \end{aligned}$$

(3)의 오차수정모형으로 2차 회귀분석을 실시한 결과, <Table 5>와 같이 결정계수(R2)는 큰 변동이 없으면서 Durbin-Watson 검정값은 0.8이하에서 2이상으로 높아져 자기상관이 존재하지 않는 안정적 추정이 가능하게 되었다.

5. 대륙별 분석 결과

15개 개발도상국을 아시아, 중남미, 아프리카 대륙으로 나누어 해외직접투자의 유입 요인을 분석한 결과를 살펴보면 다음과 같다 (<Table 5> 참조). 전체적으로 볼 때 아시아 지역 투자유입에는 노동보상이 가장 큰 영향을 주며, 국내총생산, 소비지출, 인적자본, 수출 등이 영향을 미치는 것으로 나타났다. 중남미 대륙의 경우 투자유입에는 수출이 가장 큰 영향을 주며, 총요소생산성, 국내총생산, 인적자본 등이 영향을 미치는 것으로 밝혀졌다. 그리고 아프리카 대륙의 투자유입에는 투자지출이 가장 큰 영향을 주며, 인적자본, 재정지출, 수출 등이 영향을 미치는 것으로 나타났다.

해외직접투자 동기별로 살펴보면 다음과 같다. 먼저 시장추구형 투자 동기에서 아시아와 중남미의 경우 국내총생산이 해외직접투자의 유입에 긍정적인 영향을 미치는 것으로 나타났다. 아시아와 중남미 국가의 국내총생산이 클수록 해외직접투자가 증가한다는 사실을 보여준다. 이는 선행연구(Lewis, 2000; Seith et al., 2003; Wadhwa and Reddy, 2011)에서 밝힌 내용과 동일하다. 하지만 아프리카국가에서는 국

내총생산이 직접투자의 유입에 부정적인 영향을 미치는 것으로 나타났다.

경제성장의 질적 수준에 따른 차이를 분석한 결과, 아시아에서는 소비지출과 재정지출이 긍정적인 영향을 미친 것으로 나타나 소비시장 및 정부정책이 해외직접투자의 유입을 촉진시킨 것으로 나타났다. 그리고 아프리카 국가에서는 투자지출, 재정지출, 소비지출 모두 긍정적이며, 이 중에서 투자지출이 가장 큰 영향을 미치는 것으로 나타났다. 이는 아프리카 국가 경제발전에 필요한 정부주도의 투자성장정책이 해외직접투자를 촉진시킨 것으로 볼 수 있을 것이다. 하지만 중남미 국가의 경우 국내총생산이 긍정적인 영향을 미친것과는 달리 세무지출들은 유의하지 않은 것으로 나타났다. 이는 중남미로는 시장추구보다는 효율성추구나 자원추구 동기에 의한 영향이 더 클 것으로 예상된다.

둘째, 자원추구형 투자 동기의 경우 인적자본이 아시아, 중남미, 아프리카 국가에게 긍정적인 영향을 미치는 것으로 나타났다. 잘 훈련된 인력을 보유한 개발도상국일수록 해외직접투자가 더 활발하게 일어나고 있다는 것을 말한다. 특히, 아프리카 국가에서 인적자본은 투자지출 다음으로 큰 영향을 미치는 것으로 나타나 우수한 인적자원을 양성하는 것이 해외직접투자의 유입을 촉진시키는 요인이 될 수 있다. 이러한 결과는 인적자본이 중요한 투자 요인이라고 밝힌 선행연구(Lewis, 2000; Rutihinda, 2005)를 지지하고 있다. 그리고 축적된 사회자본은 아시아 지역에서만 약하게 긍정적인 영향을 미치는 것으로 나타났고, 중남미와 아프리카 국가에서는 통계적 유의성이 없는 것으로 나타났다. 이는 투자대상국의 발전된 사회간접자본이 해외직접투자의 유입에 긍정적인 영향을 미친다는 선행연구(Botello and Davila, 2016; Lewis, 2000; Rutihinda, 2005; Sankaran, 2015)를 지지하는 것을 보여준다. 아시아에서 유의한 영향을 미치는 것은 중남미나 아프리카보다 상대적으로 발달된 사회기반시설을 보유하고 있어 해외직접투자의 유입에 긍정적 영향을 미친 것으로 보인다.

셋째, 효율성추구형 동기로 수출이 아시아,

Table 5. Fixed-effect Panel Regression Analysis by Continent

	Asia		Latin America		Africa	
	level variable (N=203)	Error Correction (N=196)	level variable (N=116)	Error Correction (N=112)	level variable (N=116)	Error Correction (N=112)
constant	-12.69*** (-7.99)	-11.17*** (-9.270)	-8.01*** (-5.28)	-8.77*** (-7.09)	4.32*** (5.19)	4.29*** (6.88)
Log(GDP)	1.76*** (11.66)	1.617*** (14.160)	1.39*** (8.19)	1.44*** (10.20)	-0.32*** (-3.18)	-0.26*** (-3.46)
C	0.89 (1.95)	1.043*** (2.996)	1.46 (1.38)	1.16 (1.34)	1.62*** (3.07)	0.93** (2.30)
G	1.72 (1.60)	1.807** (2.155)	0.03 (0.03)	-0.14 (-0.18)	1.90*** (3.00)	1.66*** (3.03)
I	0.15 (0.36)	-0.104 (-0.324)	1.58 (1.62)	1.15 (1.41)	5.83*** (-7.63)	5.51*** (9.25)
Δ CK	2.64E (1.36)	2.55E* (1.779)	1.60E (1.30)	7.97E (0.80)	8.39E* (1.95)	1.25E (0.36)
HC	0.76*** (3.21)	0.962*** (5.474)	0.99*** (3.34)	0.98*** (4.11)	3.70*** (11.66)	3.69*** (15.23)
X	0.52*** (3.75)	0.511*** (4.622)	3.41*** (5.48)	3.32*** (6.44)	1.65*** (3.17)	1.27*** (3.29)
L_sh	-4.28*** (-5.34)	-4.155*** (-6.985)	-2.05*** (-2.68)	-1.22* (-1.92)	-1.05 (-1.46)	-0.56 (-1.02)
TFP	-0.64 (-1.29)	-0.914** (-2.456)	-2.35*** (-3.48)	-2.25*** (-4.05)	0.86 (1.64)	0.68* (1.72)
Error		0.677*** (12.221)		0.62*** (7.60)		0.72*** (9.08)
R2	0.96	0.974	0.97	0.98	0.945	0.98
D-W	0.67	2.333	0.81	2.09	0.720	2.13

Notes: 1. () shows F statistic.

2. * $p < 0.1$, ** $p < 0.05$, *** $p < 0.001$.

중남미, 아프리카 모두에게 긍정적인 영향을 미치는 것으로 나타났다. 즉, 투자대상국의 수출규모가 클수록 해외직접투자의 유입이 촉진된다는 것을 보여준다. 이는 무역개방수준이 높고, 수출규모가 클수록 수출 지향적 투자의 유입을 촉진시킨다는 기존연구(Masron and Nor, 2013; Tran and Dinh, 2014)와 일치한다. 특히, 중남미 국가의 경우 수출이 가장 큰 영향을 주는 것으로 나타났다. 이는 중남미 국가를 세계에서 가장 큰 시장인 미국과 지리적으로 가장 가까우며, 북미 지역과의 시장통합의 이

점을 활용할 수 있는 지리적 특성을 가지고 있기 때문으로 보인다. 미국시장에 우회적으로 수출하려는 수출지향적 투자가 목적인 것으로 볼 수 있다.

노동보상은 아시아 지역의 투자유입에 가장 큰 영향을 미치는 것으로 나타난 반면에, 중남미 지역에서는 통계적 유의성이 약하고, 아프리카 지역에서는 유의하지 않은 것으로 나타났다. 특히, 아시아의 경우 노동보상이 가장 큰 영향요인으로 나타난 것은 다국적기업의 투자 지역으로 아시아 국가를 선택할 때 무엇보다

저임금을 통한 생산성 향상이 가장 큰 유인 요인이었음을 알 수 있다. 이는 미국의 다국적기업이 저임금을 활용한 생산성향상을 위해 아시아 국가로 투자를 확대하였다는 Sethi et al. (2003)의 연구와 일치한다. 이러한 결과를 통해 효율성 추구형 투자는 비용절감을 통한 생산성 향상과 동시에 우회수출 지향적 목적에 의해 발생한다는 것을 알 수 있다.

중요소생산성은 투자대상 대륙에 따라 상반된 결과를 보여주고 있다. 아프리카 국가에서 해외직접투자의 유입에 긍정적인 영향을 미치는 반면에, 아시아와 중남미 국가에서는 부정적인 영향을 미치는 것으로 나타났다. 아프리카 국가의 경우 아직 내생자본이 충분히 형성되지 못한 상황에서 지속적인 경제성장을 통한 기초체력을 높이고, 생산성을 향상시키는 것이 다국적기업의 투자를 유입시킨 요인이라 볼 수 있다. 이는 현지국의 기술을 활용할 가능성이 해외직접투자의 요인이라고 밝힌 선행연구(Brenner, 2014; Nunnenkamp, 2002)와 일치한다.

V. 결론

본 연구는 해외직접투자 유입 규모가 큰 15개 개발도상국의 30년간 거시적 사회·경제자료를 활용하여 해외직접투자의 유입에 영향을 미치는 요인을 아시아, 중남미, 아프리카로 구분하여 비교 분석하였다.

본 연구에서 확인된 결과를 요약하면 다음과 같다. 첫째, 해외직접투자의 유입에는 시장추구형, 자원추구형, 효율성추구형 동기요인이 혼재되어 영향을 미치는 것으로 확인되었다. 그리고 경제성장의 질적 수준에 따라 달라지며, 개발도상국의 대륙 간에 차이가 존재하는 것으로 밝혀졌다. 선행연구에서 선진국의 경우 재정지출, 소비지출이 국내총생산과 함께 가장 큰 영향을 미치는 것으로 나타나 시장추구형 수평적 투자 동기가 두드러지게 나타난다고 주장하였다. 본 연구결과 개발도상국의 경우 노동보상과 인적자본이 가장 큰 영향을 미치는 것으로 나타나 효율성 추구형 수직적 투자 동

기가 두드러졌다. 또한 사회적 축적자본, 인적자본, 수출 등도 선진국뿐만 아니라 개발도상국에게도 영향을 주는 것으로 나타나 자원추구형과 수출지향적 효율성추구형도 함께 혼재되어 있는 것으로 확인되었다.

이를 통해 다국적기업의 해외직접투자는 시장규모가 크고, 개방형 경제체제 하에서 수출 규모가 크며, 잘 교육받고 숙련된 노동이 있고, 사회간접시설이 발달되고 우수한 생산시설과 기술이 있으며, 값싼 노동력을 활용하여 생산성을 향상시킬 수 있는 지역으로 투자가 이루어지는 것으로 유추할 수 있었다. 특히, 노동보상이 전 세계 해외직접투자에 가장 큰 영향을 미치는 것으로 밝혀져 다국적기업들의 투자동기 중에서 효율성 추구가 가장 큰 동기로 작용하고 있는 것을 알 수 있었다. 따라서 해외직접투자의 적극적인 유치를 위해서는 상대적으로 저렴하고 안정된 노동시장이 유지될 수 있는 정책이 필요하다 할 것이다.

둘째, 개발도상국에 대한 해외직접투자를 유입하는 요인은 대륙별로 차이가 있음을 알 수 있다. 아시아 지역의 경우 노동보상이 가장 큰 영향을 주고, 중남미 지역의 경우 수출이 가장 큰 영향을 미쳤다. 그리고 아프리카 국가에서는 투자지출이 가장 큰 영향을 주는 것으로 나타났다. 이를 통해 아시아 지역으로는 저렴한 노동력을 활용한 생산성 향상을 도모하는 효율성추구형의 투자자금이 유입되었고, 중남미 지역으로는 미국 등 제3국으로 우회 수출하려는 수출지향적 투자자금이 유입되었으며, 아프리카 지역으로는 경제성장에 필요한 정책투자자금이 유입되었음을 보여주는 것으로 볼 수 있다. 이를 통해 내부유보자본이 부족한 개발도상국의 경우 경제성장을 위해 필요한 투자자금을 해외직접투자자와 같은 외부자원에 의존할 것이라는 것을 유추할 수 있다. 그리고 기초기술생산성의 향상을 통한 지속적인 경제성장이 유지될 수 있어야만 다국적기업의 투자 관심을 높일 수 있을 것으로 판단된다. 따라서 내부 유보자본이 부족한 저성장 개발도상국의 경우 해외투자자금의 유입을 촉진시키기 위해서는 먼저 국가주도의 공공개발과 성장정책이 우선적으로 필요하다 할 것이다.

본 연구의 결과가 시사하는 바는 다음과 같다. 해외직접투자는 개별 기업의 의사결정에 의해 이루어진다. 하지만 모든 국가의 합리적인 자원배분을 전제로 장기자본이 이동한다는 명제를 고려할 때 해외직접투자는 후생의 최적화를 유도하며, 세계경제의 글로벌화를 촉진시킨다. 따라서 해외직접투자는 투자대상국의 거시적 사회·경제요인들과도 밀접한 관계가 있으며, 투자 동기와 경제성장의 단계에 따라 달라진다. 따라서 각국은 경제성장의 동력으로 활용되어지는 다국적기업의 해외직접투자를 적극 유치하기 위해서는 각국의 경제 여건에 맞는 투자유치정책은 물론 경제성장정책을 면밀하게 수행하여야 할 필요가 있다. 특히, 개발도상국은 선진국에 비해 상대적으로 저렴한 임금 체계를 안정적으로 유지할 수 있는 노동시장정책을 시행할 필요가 있다. 또한 내수시장 규모를 키우는 것은 물론, 시장개방을 통한 수출확대 정책을 실시하고, 낙후된 사회기반시설

에 대한 투자와 함께 우수한 인적자원을 양성하기 위한 교육투자도 필요할 것이다.

본 연구에서 해외직접투자의 유입에 영향을 미치는 총요소생산성은 아프리카 국가에서는 약하지만 긍정적인 영향을 주었으나 아시아와 중남미 국가에서는 반대의 결과를 보였다. 그리고 중남미의 경우 국내총생산이 긍정적인 영향을 미침에도 세부 구성요소들은 통계적 유의성을 보이지 않았다. 그 이유에 대해서는 추가적인 연구가 필요하다. 또한 종속변수인 해외직접투자 유입을 누적유입액(stock)의 관점에서 분석하였다. 하지만 매년 유입되는 순투자 규모를 의미하는 순유입액(net inflow)의 관점에서 분석한다면 다른 결과를 보일 수 있을 것이다. 또한 대부분의 해외투자가 이루어지는 선진국, 특히 유럽과 미국으로의 해외직접투자 유입 요인을 국가별 제도(institution)등과 같은 무형의 요인들을 포함시켜 비교 분석하는 연구는 후속 연구과제로 삼고자 한다.

References

- Arbatli, E. (2011), "Economic Policies and FDI Inflows to Emerging Market Economies", *IMF Working Paper*, No.11/192.
- Asiedu, E. (2005), "Foreign Direct Investment in Africa: The Role of Natural Resources, Market Size, Government Policy, Institutions and Political Instability", *Working Paper*, RP2005/24.
- Athukorala, P. (2009), "Trends and Patterns of Foreign Direct Investments in Asia: A Comparative Perspective", *Journal of Applied Economic Research*, 3(4), 365-408.
- Barro, R. J. and J. W. Lee (2010), "A New Data Set of Educational Attainment in the World, 1950-2010", *NBER Working Paper*, No 15902.
- Botello, J. C. and M. Davila (2016), "How to Increase FDI Flows: A Demonstration of the New Determinant Creation Theory for Mexico and Chile", *Journal of Business and Retail Management Research*, 11, 386-398.
- Brenner, T. (2014), "The Impact of Foreign Direct Investment on Economic Growth: An Empirical Analysis of Different Effects in Less and More Developed Countries", *Working papers on Innovation and Space*, Philipps university of Marburg.
- Caselli, F. and D. J. Wilson (2004), "Importing Technology", *Journal of Monetary Economics*, 51(1), 1-32.
- Caves, D. W., L. R. Christensen and W. E. Diewert (1982a), "The Economic Theory of Index Numbers and the Measurement of Input, Output, and Productivity", *Econometrica*, 50(6), 1392-1414.

- Caves, D. W., L. R. Christensen and W. E. Diewert (1982b), "Multilateral Comparisons of Output, Input and Productivity Using Superlative Index Numbers", *Economic Journal*, 92(365), 73-86.
- Cho, Taek-Hee (2008), "Analysis on the Determinants of FDI Using Stationary Panel Data in Korea by Industry", *Journal of Economics Studies*, 26(2), 77-105.
- Diewert, W. E. and C. J. Morrison (1986), "Adjusting Outputs and Productivity Indexes for Changes in the Terms of Trade", *Economic Journal*, 96, 659-679.
- Djurovic, A. B. (2012), "The impact of Foreign Direct Investment on the Economic Growth of Developing Countries", *Economic Development*, 2(3), 160-175.
- Dunning, J. H. (1993), *Multinational Enterprises and the Global Economy*, Wokingham, England and Reading, Mass.; Addison Wesley.
- Dunning, J. H. (1998), "Location and Multinational Enterprise: A Neglected Factor?", *Journal of International Business Studies*, 29(1), 45-66.
- Dunning J. H. (2002), *Determinants of Foreign Direct Investment: Globalization Induced Changes and the role of FDI policies*, World Investment Prospects, Economist Intelligence Unit, London.
- Engle, R. F. and C. W. J. Granger (1987), "Co-Integration and Error Correction: Representation, Estimation, and Testing", *Econometrica*, 55(2), 251-276.
- Feenstra, R. C., R. Inklaar and M. P. Timmer (2013), *The Next Generation of the Penn World Table*, Mimeo, available at: www.ggd.net/pwt.
- Gollin, D. (2002), "Getting Income Shares Right", *Journal of Political Economy*, 110(2), 458-474.
- Hong, Seung-Gee and Moo-Soo Kim (2018), "A Study on Facilitation Factors of Foreign Direct Investment Inflows in the World: Focusing on National Macro Socio-Economic Factors", *Journal of Korea Trade*, 43(2), 47-67.
- Jung, Young-Chul (2011), *A Study on the Characteristics and Economic Effects of Inward Direct Investment in Korea*, Graduate School Inje University.
- Kang, Han-Gyoun (2010), "Determinants and Promotive Plans of Attracting Inward Direct Investment in Korea Using Knowledge-Capital Model", *Korean Journal of Business Administration*, 23(6), 3015-3029.
- Ko, Suk-Nam (2006), "What has Caused Inconsistent Empirical Results in the Determinants of FDI?", *Journal of Industrial Economics and Business*, 19(3), 1051-1070.
- Lewis, G. (2000), "Factors Influencing Foreign Direct Investment in Lesser Development Countries", *Park Place Economist*, 7(1), 99-107.
- Masron, T. A. and H. Abdullah (2010), "Institutional Quality as a Determinant for FDI inflows: Evidence from ASEAN", *World Journal of Management*, 2(3), 115-128.
- Masron, T. A. and E. Nor (2013), "FDI in ASEAN-8: Does Institutional Quality Matter?", *Applied Economics Letters*, 20(2), 186-189.
- Murthy, K. V. B. and M. K. Sinha (2016), "Inward Foreign Direct Investment and Economic Development of Developed Countries: Panel Regression Approach", *Journal of Applied Finance*, 22(4), 55-75.
- Nunnerkamp, P. (2002), "Determinants of FDI in Developing Countries: Has Globalization Changed the Rules of the Game?", *Kiel Working Paper*, 1122.
- Pattayat, S. S. (2016), "Examining the Determinants of FDI Inflows in India", *Theoretical and Applied Economics*, 23(2), 225-238.
- Psacharopoulos, G. (1994), "Returns to Investment in Education: A Global Update", *World Development*,

22(9), 1325-1343

- Rutihinda, C. (2005), "Determinants of Foreign Direct Investments in Less Developed Countries: A Factor Analysis Approach", *Journal of International Business and Economy*, 1-14.
- Sankaran, C. (2015), "An Analysis of the Determinants of FDI Inflows: The Case of the Dominican Republic", *Journal of Applied Economics*, 14(1), 47-68.
- Schwert, G. W. (1987), "Effects of Model Specification on Tests for Unit Roots in Macroeconomic Data", *Journal of Monetary Economics*, 20, 73-103.
- Sethi, D., S. Guisinger, S. Phelan and D. Berg (2003), "Trends in Foreign Direct Investment Flows: A Theoretical and Empirical Analysis", *Journal of International Business Studies*, 34(4), 315-326.
- Tran, T. A. D. and T. T. B. Dinh (2014), "FDI Inflows and Trade Imbalances: Evidence from Developing Asia", *European Journal of Comparative Economics*, 11(1), 147-169.
- Wadhwa, K. and S. Reddy (2011), "Foreign Direct Investment into Developing Asian Countries: The Role of Market Seeking, Resource Seeking and Efficiency Seeking Factors", *International Journal of Business and Management*, 6(11), 219-226.
- Yeo, Taek-Dong and Min-Hwan Lee (2009), "A Study on the Features and Determinants of Foreign Direct Investment in Korea", *Journal of Korea Trade*, 34(4), 339-367.