

중국 부동산 개발사업에서의 투자 단계별 위험요소가 투자의사에 미치는 영향

The Effect of Risk Factors to Investment Intension in
Real Estate Development in China

김 봉 주*
Kim, Bong Ju

目 次

- | | |
|---------------|----------------|
| I. 서론 | III. 연구가설 검증결과 |
| 1. 연구의 배경과 목적 | 1. 가설 검증결과 |
| 2. 연구의 방법과 범위 | IV. 결론 |
| 3. 선행연구의 검토 | 1. 결론 요약 |
| II. 연구분석 | 2. 연구의 차별성 |
| 1. 연구가설 분석 | 3. 연구의 한계 |
| 2. 연구가설의 검증 | 〈abstract〉 |
| | 〈참고문헌〉 |

ABSTRACT

1. CONTENTS

(1) RESEARCH OBJECTIVES

This study aims to examine the effect of risk factors in real estate development in China to investment intension. To achieve the goal, the study divided the risk factors into three large categories and eight sub-categories through literature review. Then this study analyzed how the risk factors effect to investor behavior by being mediated of investor sentiment.

(2) RESEARCH METHOD

To collect data, this study sampled and surveyed companies which have experiences of real estate development in Korea and China, and now settled in China. 100 questionnaires in total were analyzed and the samples' characteristics are as follows.

* 주 저 자 : 정림건축 선양 현지법인 지사장, bongju.kim@junglim.com

▷접수일(2018년 12월 6일), 수정일(1차 : 2018년 12월 26일, 2차 : 2019년 1월 3일, 3차 : 2019년 2월 12일), 게재확정일(2019년 2월 14일)

(3) RESEARCH FINDINGS

The survey analyzed the risk factors of China's real estate investment phase and analyzed the effect of the related systems on investor sentiment and investment behavior.

2. RESULTS

The analysis results are as follows: First, risk factors in the step-by-step development process did not statistically represent significant causes and consequences for each other. Second, the effect that investment psychology decreases as risk components increase was significant. Third, the effect of increasing risk factors also was significant. Fourth, investor psychology has had a significant impact in proportion to investor behavior. And by dividing the model into direct and indirect effects, the risk factors directly affected the entity's investment behavior, showing the effect of investment psychology on the entity's investment behavior. In particular, post-development risk factors have the greatest impact on investor behavior.

An analysis of the overall impact on investment decisions showed that risk factors at each stage decreased investor sentiment as risk factors increased, and that investment behavior also decreased, and investment behavior increased as investment psychology increased.

3. KEY WORDS

- Real Estate Development Project in China, Risk, Special Permit, Investor Sentiment and Behavior, Investment Intension

국문초록

중국 부동산 개발 프로젝트를 진행하는 과정에서 발생하게 되는 투자 단계별 (개발 착수 단계, 개발 실시 단계, 개발 후 단계) 위험요인과 투자심리 및 투자행동의 구조적 관계를 파악하고, 변인들 간의 인과관계를 검토하는데 연구 목적이 있다. 또한 주요 변수 간의 인과적 관계와 단계별 위험요소에 반응하는 민감도를 분석하고 그 민감도에 따라 사업 진행 과정에서 어떠한 위험요인이 설정한 6개의 가설이 채택되고 배제되는지를 실증적으로 검증 분석하여 결과를 제시하였다. 검증 결과 “착수단계 위험요인이 증가할수록 실시 단계의 위험요인은 증가할 것이다”는 가설 1과 “실시단계 위험이 증가할수록 개발 후 단계의 위험도 증가할 것이다”는 가설 2는 기각되었다. 가설 3의 개발 단계의 위험요인이 증가할수록 기업들의 투자심리는 감소하고 가설 4의 위험요인이 증가할수록 기업들의 투자행동도 감소하는 것으로 분석되었다. 가설 5의 “중국 부동산 개발기업들의 투자심리가 증가할수록 투자행동은 증가 한다”는 결론을 얻었으며 단계별 위험요인이 기업들의 투자행동에 미치는 영향에서 투자심리는 매개효과를 가질 것이라는 가설 6도 채택으로 확인되었다.

핵심어 : 중국 부동산 개발, 위험요소, 투자심리, 투자행동, 투자의사

I. 서 론

1. 연구의 배경과 목적

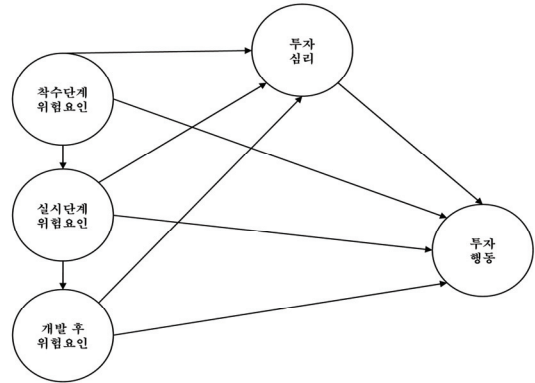
중국 부동산 시장의 급격한 변화는 한국 기업이 중국 부동산 시장에 대한 투자전략을 유동적으로 변화시키면서 시장 요구에 맞는 적합한 모델의 부동산 투자를 부단히 요구하고 있다. 하지만 한국 기업은 한·중 수교 이후 26년의 기간을 중국 부동산에 투자하고 있으면서도 중국 부동산 시장의 정확한 접근과 한국 자본의 투자규모에 맞는 프로젝트 발굴에는 아직도 미흡하게 보여 진다. 그리고 무엇보다 중요한 부동산 개발의 성공 모델이 부족하고 개발 과정에서 충분한 이해와 개발사업의 위험요인에 적합한 대책을 체계적으로 수립하고 사업에 적용시키는 사례도 드물게 보여 매우 안타깝다.

따라서 저자는 중국 부동산의 투자 단계별로 발생 가능한 위험을 사전에 예상하고 회피하고자 개발사업의 투자 단계별 위험요인을 파악할 필요가 있다고 판단하였다. 그 이유는 투자위험을 사전에 인지하고 최소화하기 위해서는 사업의 위험요인을 투자자가 어떻게 인지하고 있는지에 따라 달라진다고 보았으며 결과적으로 투자자의 심리 및 행동에 영향을 미칠 것이 분명하기 때문이다.

구체적으로 본 논문에서는 투자 단계별 위험요인이 상호 어떤 작용을 하고 있으며 투자심리와 투자행동에는 어떻게 영향을 미치는지를 명확히 알아보기 위해 연구모형을 구성하고 연구가설을 설정하였다.

본 연구는 연구목적을 달성하기 위하여 단행본과 학술논문, 각종 간행물과 통계 자료를 통한 문헌적 고찰과 실증연구를 병행하였으며 선행연구와 부동산 관계자와의 인터뷰를 통해 투자결정 요인에 미치는 변수들을 추출하여 연구모형을 구성하였다(송동원·최민섭, 2014). 또한 선행연구를 바탕으로 도출된 인과관계를 실증적으로 분석하기 위하여 다음과 같은 연구문제를 도출하였다.

〈그림 1〉 연구모형



연구문제 1. 개발 착수 단계 위험요인, 개발 실시 단계 위험요인, 개발 후 단계 위험요인간의 인과관계가 존재하는가?

연구문제 2. 개발 착수 단계 위험요인, 개발 실시 단계 위험요인, 개발 후 단계 위험요인과 투자심리와 투자행동의 독립적 인과관계가 존재하는가?

연구문제 3. 중국 부동산 프로젝트 시행 상의 위험요인과 투자행동의 관계에서 투자심리의 매개효과를 밝힌다.

위에서 서술한 연구모형과 연구문제를 바탕으로 투자 지각 요인인 투자심리와 투자행동이 중국 부동산 개발사업에서 도출된 독립변수의 위험 변인들과 연구모형에서 설정된 가설에 어떻게 반응하는지를 확인함으로써 향후 유사하거나 동일한 형태의 사업 투자에 있어 본 논문에서 제시된 내용을 근거로 성공적인 부동산 투자의 방향을 제공하는데 그 연구목적이 있다.

2. 연구의 방법과 범위

본 연구에서는 부동산 개발과정을 8개 단계로 임의 확정된 후 세밀히 분석하고 단계별로 발생할 수 있는 위험요인을 도출하였다. 도출된 위험요인을 근거로 한국과 중국에서 부동산 개발

사업을 진행한 경험이 있는 기업의 인원을 선별하여 동일한 투자성향 분석 설문지를 100부¹⁾ 배포하였다. 설문 수집 기간은 2017년 6월 12일부터 7월 21일까지 우편발송과 전자우편으로 실시하였다. 수집된 설문지의 분석 결과에 따라 단계별 위험요소에 상호 반응하는 민감도를 분석하였으며 참여하는 기업들의 투자행동에 영향을 미치는 어떠한 위험요인이 채택되고 배제되는지를 분석하였다.

본 연구에서는 측정오차를 통제할 수 있고, 매개변수의 사용이 용이하며, 이론 모형에 대한 통계적 평가가 가능한 장점을 가진 구조방정식 모형을 통해 가설을 검증해 보고자 하였다. 그리고 Anderson and Gerbing의 2단계 분석법(two-step approach)을 적용한다. 2단계 분석법은 확인요인 분석(Confirmatory Factor Analysis: CFA)을 통하여 측정모형의 오류를 수정한 후 경로분석(pathanalysis)을 실시하는 것이다(Anderson and Gerbing, 1988). 확인요인 분석 결과를 바탕으로 Fornell and Larcker (1981)의 방식에 따라 신뢰성과 타당성을 검토하였다. 본 연구에서 자료의 분석은 사회과학 통계패키지 프로그램인 SPSS 21.0을 이용하였고, 구조방정식 모형을 위해서 AMOS 21.0을 사용하였다.

3. 선행연구 검토

1) 투자의사 결정 관련 연구

정태식(2008)은 한국의 해외 부동산 직접 투자의 동기를 경제적인 요인과 비경제적인 요인으로 나누고 OECD 가입 이전과 이후를 구분하여 어떠한 요인들이 투자 결정에 직접적인 영

향을 끼치는지를 분석하였다. 임영술(2009)은 중국 내 부동산 개발사업의 진행 과정을 8단계로 구분하고, 단계 속에서 중요도 분석과 각 단계별 위험 요인을 설문조사를 통해 분석함으로써 사업의 기획단계나 사업화 단계에서 투자를 결정하는 위험요인을 제시하였다. 김승욱·이창석(2009)은 부동산의 투자와 투기에 대해 연구하였는데, 투자 행동과 투기 행동을 이론적으로 구별함으로써 부동산 시장에서 건전한 투자를 유도하기 위한 연구이다. 투자와 투기의 입장 차이를 자동 시장 조절 기능과 수요 곡선의 형태로 연관지어 논리를 전개하였다. 장재우(2011)는 도시형 생활주택을 중심으로 부동산 개발자의 위험요소 지각과 투자의사 결정요인이 무엇인지를 서울과 수도권 지역 소규모 수익형 부동산(도시형 생활주택) 개발사업을 추진하거나 계획한 사람들을 통해 분석하였다. 장민기(2011)는 행동재무(Behavioral Finance) 이론을 부동산 투자에 접목시켜서 연구하였다. 부동산 투자에 있어서 투자심리가 투자행동과 투자성에 어떠한 영향을 끼치는지를 문헌 연구와 실증 연구를 병행하여 규명하고자 했으며 투자심리를 낙관적 요인, 자기확신 요인, 외부정보 요인, 수익확신 요인 4개로 나누어 구분하였다. 김진(2012)은 부동산 투자 결정 과정에서 결정요인을 투자위험, 수익성, 환금성(유동성), 입지, 상권, 정보활용의 적극성 및 정보 수용 성향, 투자 대상물에 대한 인식 성향, 브랜드 신뢰도 등으로 구분하여 분석하였다. 김영균(2015)은 생활주택을 중심으로 수익형 부동산의 개발과 투자에 있어서의 실무자가 지각하는 시장 환경 요인과 가격결정 요인 등이 최종적으로 개발 투자의사 및 가격결정에 어떠한 영향을 미치는지를 실증적으로 심층 분석하였다.

1) 설문 대상자는 현재 중국에서 근무 중이며 중국 진출에 개발사업을 담당하고 현지 사정에 이해도가 높으며 의사결정에 참여하는 차장·부장급 직원을 대상으로 수집하였다. 참여 대상을 차장·부장급으로 한정된 이유는 대부분의 기업이 파견 주재원의 구성비율이 높지 않으며, 현지 채용 인원의 비중을 높이고 있는 현실에서 의사결정 가능한 사업 참여자의 설문조사에 한계가 있다고 판단하였다. 당초 200부 정도를 조사 대상으로 예상하였으나 설문조사 부수의 수량적 한계점에 대해서는 중국의 지역 특수성으로 인정하여야 할 부분으로 간주하였다. 설문지 배포 대상기업은 선양, 파리엔, 베이징, 청두, 옌벤 등지에서 복합시설물 또는 주거, 오피스텔, 생산시설을 개발 중인 한국 대기업을 대상으로 진행하였음.

〈표 1〉 변수 도출 참고문헌

변수 및 선행연구(주)		1	2	3	4	5	6	7	8
개발 착수 단계	사업입지 환경 분석		●		●			●	●
	의사소통 및 현지실정 이해		●		●	●	●		
	사업 및 시공관리 자질		●	●			●	●	
	개발자금 조달능력		●	●	●	●		●	
	부지 개발계획 설정		●	●	●		●	●	
개발 실시 단계	토지입찰과 계약절차 과정				●	●	●	●	
	설계조직 선정 및 협업관계			●	●			●	
	현지전문 감리회사 선정의 적정성				●				
	복잡한 인허가 절차		●		●	●	●	●	
	건설사 시공능력 평가와 회사 재정평가			●			●	●	
	사업기간 연장 및 공사비 초과		●		●			●	
개발 후 단계	미분양과 분양률 저조		●					●	
	시공사의 준공지연 및 정산문제			●				●	
	하자보수에 대한 책임소재		●	●				●	
	수분양자의 입주 후 불만민원		●					●	
	과실송금제한 및 세금 정책		●		●	●			
	법인청산의 복잡성		●						
	추가 시설투자 요구			●					
투자 심리	낙관적 전망 요인	●							●
	자기확신 요인	●							●
	외부정보 요인	●							●
	수익확신 요인	●							●
투자 행동	기대수익률 보전의 적극적 투자	●				●			●
	장기적 투자의향의 보수적 투자	●				●			●

- 주) 1. 김경해(2016) - 부동산 경매 위험요인이 투자심리 및 행동에 미치는 영향에 관한 연구
 2. 김민형(2005) - 부동산 개발사업의 위험 요인분석 및 관리 방안
 3. 김재한·이상엽(2006) - 부동산 개발프로젝트의 위험요소 정립 및 위험도 산정
 4. 김지인(2013) - 중·한 합작 중국 부동산 프로젝트의 위험관리
 5. 김만기(2009) - 중국 투자 환경에서의 위험변수 관리에 관한 연구
 6. 도장현(2012) - 중국 부동산 개발사업의 단계별 위험요인 관리방안
 7. 윤형식·성주환(2014) - 부동산 개발사업에 관한 단계별 위험의 상대적 중요도와 효율적인 위험관리 방안에 대한 연구
 8. 장민기(2017) - 부동산 투자심리가 투자행동과 투자성가에 미치는 영향에 관한 연구

김경해(2016)는 부동산 경매의 위험요인이 투자심리 및 행동에 미치는 연구를 통해서 위험이 존재하지만 최대의 수익을 추구하는 부동산 경매의 특성을 대내·외적인 환경적 위험요인에 연계시켜 투자심리와 투자행동에 미치는 영향을 연구하였다.

김광훈(2016)은 한국 투자자들이 해외 부동산에서 직접 투자를 결정할 때 거시적인 측면의 변수 외에 투자대상에 대한 미시적인 변수를 2003~2014년까지 11년의 기간으로 설정하였다. 한국에서 투자한 23개국을 비교 대상으로 로지스틱스 분석기법으로 실증 분석하여 구체적인 투자 결정 요인을 투자 대상의 관점에서 분석하였다.

2) 투자 단계별 위험요인 관련 연구

한국의 국내 논문에 대한 선행연구를 살펴보면 중국의 실제 투자사례를 통한 분석으로 김무택(2008)은 중국 쿤산 프로젝트의 사례 분석을 통해 개발사업의 진행 절차를 사업, 기획, 실시, 처분, 유지보수의 5단계로 구분하여 중국 주거시설에 대해 연구하였다. 백준홍(2008)은 5개 단계로 단계별 사업수행 절차를 나누고 수행인허가 및 사업 자금의 상관관계에 대해 설명하였다. 김만기(2009)는 부동산 투자환경을 중심으로 위험변수를 도출하고자 중국 통계국 자료 및 각 성(省)·시(市) 별 연구 자료를 근거로 제시하였고 그 외의 변수 분석을 위해 정치, 법제, 경제, 사회·문화 환경으로 대분류 하여 분석하였다.

중국 부동산 개발사업의 단계별 위험요인 관리방안 연구에서 도장현(2012)은 중국 내 부동산 사업이 진행된 청두, 선양, 쿤산 사례를 위주로 분석하였으며 김지인(2013)은 중·한 합작의 중국 부동산 개발 위험관리 연구의 9대 위험요인을 분석하고 그 중 시공 공사기간 연장과 불합리한 설계 결과물 및 설계착오, 공사효율 저하를 최대 위험요인으로 분석하였다. 김건희(2016)는 해외 부동산 개발사업 위험요인 분석을 카자흐스탄 개발사례를 중심으로 연구하였는데 카자흐스탄의 개발사업 관련 제도 및 법률, 경제, 부동산 시장 환경 검토를 이론적 분석을 통해 토지 매수시점부터 부실채권 단계까지의 사례를 통해 위험요인을 분석하였다. 김봉주·김철홍(2017)은 중국 부동산 개발과정의 특수인허가 심사 과정 중 초한심사와 단계별 사업성 위험을 도출하기 위하여 기획단계와 사업화 단계의 추진현황과 초보적 위험요인을 분석하고 단계별로 비교하여 최종 위험요인을 도출하였으며 또한 인방심사를 위주로 사업 진행 단계에서 인허가의 특수한 원인이 원가와 사업 일정에 미치는 영향에 대해 분석을 진행하였다.

II. 연구 분석

1. 연구가설 분석

1) 연구가설 설정

본 연구는 중국 개방 초기부터 현재까지 부동산 개발사업에 종사한 저자의 중국 부동산 관련 경험과 문헌적 자료를 통해 중국의 부동산 개발사업 진행을 단계별로 대분류 개발 단계에서 사업의 진행 시점에 따라 개발 착수 단계, 개발 실시 단계, 개발 후 단계인 3단계로 나눌 수 있고 더욱 세분화되는 단계별 업무에 따라 소분류 개발단계의 사업기획, 부지확보, 설계, 인허가, 시공, 분양, 준공, 사후관리의 과정의 8단계로 분류하였다.

또한 중국 부동산 개발에 참여하는 기업들의 투자 단계별 위험요인이 투자심리를 매개로 하여 투자행동에 미치는 영향을 실증분석하기 위하여 이론적 배경과 선행연구를 통해 연구모형을 설정하였고, 각 변수 간의 관계를 토대로 다음과 같은 연구가설을 설정하였다.

- 연구가설 1. 중국 부동산 개발 착수 단계 위험요인이 증가할수록 실시단계 위험요인은 증가할 것이다.
- 연구가설 2. 중국 부동산 개발 실시 단계 위험요인이 증가할수록 개발 후 단계 위험요인은 증가할 것이다.
- 연구가설 3. 중국 부동산 개발 단계의 위험요인이 증가할수록 기업들의 투자심리는 감소할 것이다.
- 연구가설 4. 중국 부동산 개발 단계의 위험요인이 증가할수록 기업들의 투자행동은 감소할 것이다.
- 연구가설 5. 중국 부동산 개발기업들의 투자심리가 증가할수록 투자행동은 증가할 것이다.

연구가설 6. 중국 부동산 개발 단계별 위험요인이 기업들의 투자행동에 미치는 영향에서 투자심리는 매개효과를 가질 것이다.

2) 확인요인 분석

본 연구에서는 주성분 분석에서 불필요한 요인들은 제거하고 신뢰도를 검증하였으며 본격적으로 구조방정식을 통해 인과관계를 확인하는데 우선 확인요인 분석을 진행하였다. 확인요인 분석을 실시하는 이유는 관측변수들이 잠재변수들을 대리해서 잘 측정되고 있는가를 확인하는 것이다. 분석 결과 음오차 분산 등의 오류가 발생하지 않아서, 바로 적합도 지수를 검토하였다. 먼저 대표적인 절대 적합 지수인 χ^2 값의 경우 χ^2 검정(p).05)에서 .000으로 수용 기준에 부적합함을 알 수 있다. 하지만 χ^2 검정의 경우 샘플수와 함수관계를 형성하고, 영가설의 엄격성 때문에 대안적인 적합도 지수가 활용된다.

Bollen and Long(1993)과 김주환·김민규·홍세희(2009)에 의하면 표본 크기에 덜 민감하고 모형의 간명성을 고려할 수 있는 RMSEA와 같은 적합도 지수를 활용할 것을 추천하고 있다. 따라서 본 연구는 분석 결과를 해석하는데 있어 모형의 적합도를 평가하는 적합도

지수로 홍세희(2000)의 연구를 바탕으로 CFI (Comparative Fit Index), TLI (Tucker Lewis Index), RMSEA (Root Mean Square Error or Approximation)을 확인하였다.

〈표 2〉 확인요인 분석 모형의 적합도

모형	χ^2	p	df	CFI	TLI	RMSEA
측정 모형	316.215	<.000	201	.926	.893	.070

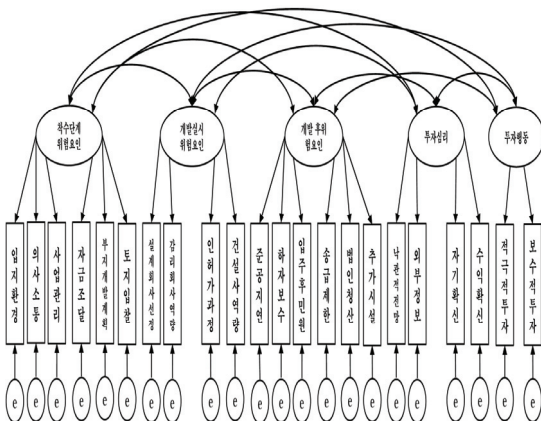
적합도 지수의 수용 기준의 경우 CFI, TLI의 경우 .90 이상인 경우 모형을 수용하는데 문제가 없는 것으로 판단하며(홍세희, 2000), RMSEA의 경우 .05이하면 아주 좋은 모형, .08이하면 좋은 모형, .10이하면 보통 수준으로 평가한다(Brown & Cudeck, 1993).

분석 결과 절대 적합 지수 중 전반적 적합도를 알려주는 RMSEA는 .070으로 적합을 이루고 있었고, CFI는 만족할 만한 수준(CFI = .926)이었지만, TLI는 수용 기준에 미치지 못하는 것으로 확인되었다(TLI = .893).

3) 확인요인 재분석

확인요인 분석결과 측정 변수들의 요인 부하량의 경우에 잠재변수를 대리하여 측정하기 어려운 관측변수가 존재하고 있었다. 따라서 일반적으로 확인요인 분석의 수정은 관측변수의 제거로 이루어지므로(김대업, 2008), 본 연구에서는 표준화 람다가 유의하지 못한 관측변수를 제거하였다. 따라서 상기의 세 가지 관측변수를 (개발 착수 단계 위험요인 : 착수 2-의사소통과 착수 6-토지입찰 변인, 투자심리 단계 : 수익확신 변인) 제거하고 확인요인 분석을 재실시하였다.

〈그림 2〉 확인요인 분석

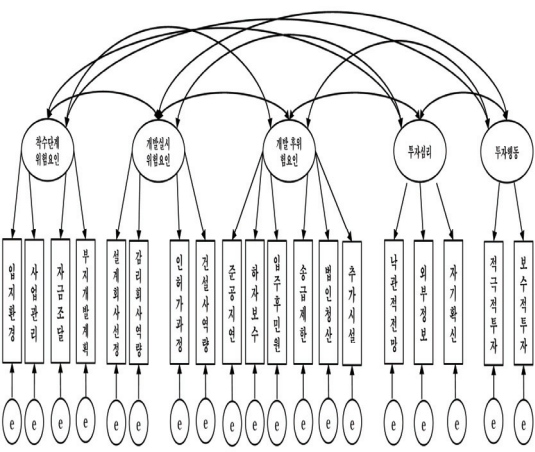


수정된 확인요인 분석을 재 실시 한 결과 전반적 적합도를 알려주는 RMSEA는 .068로 적합을 이루고 있었고, CFI와 TLI 모두 수용 기준을 충족하는 것으로 분석되었다(CFI = .974, TLI = .953).

〈표 3〉 수정된 확인요인 분석 모형의 적합도

모형	χ^2	p	df	CFI	TLI	RMSEA
측정 모형	254.080	<.000	144	.974	.953	.068

〈그림 3〉 확인요인 분석의 수정



〈표 4〉 측정변수들의 요인 부하량 (재분석)

잠재변수	관측변수	λ	S.E.	Cr.R.
개발 착수단계 위험요인	착수1 (입지환경)	.438	.137	3,200**
	착수3 (사업관리)	.697	.147	4,749***
	착수4 (자금조달)	.942	.156	6,044***
	착수5 (부지개발계획)+	1.000	—	
개발 실시단계 위험요인	실시1 (설계회사선정)	.973	.128	7,618***
	실시2 (감리회사 역량)	.827	.126	6,572***
	실시3 (인허가 과정)+	1.000	—	
	실시4 (건설사 역량)	.726	.099	7,333***
개발 후 단계 위험요인	후1 (준공지연)	.589	.146	4,027***
	후2 (하자보수)	.856	.150	5,714***
	후3 (입주후 민원)+	1.000	—	
	후4 (송금제한)	.888	.147	6,028***
	후5 (법인청산)	.784	.140	5,604***
	후6 (추가시설)	.907	.163	5,558***
투자심리	낙관적 전망	.624	.076	8,174***
	자기확신+	1.000	—	
	외부정보	.304	.096	3,152**
투자행동	적극적 투자	.736	.090	8,149***
	보수적 투자+	1.000	—	

주: +는 준거변수를 의미함. ***p<.001

〈표 5〉 신뢰성과 타당성 검사 결과

잠재변수	관측변수	std. λ	C.R./AVE	SMC
개발 착수단계 위험요인(A)	착수1 (입지환경)	.677	.814/.524	A&B=.39 A&C=.51 A&D=.17 A&E=.13 B&C=.47 B&D=.16 B&E=.12 C&D=.23 C&E=.14 E&D=.15
	착수3 (사업관리)	.702		
	착수4 (자금조달)	.729		
	착수5 (부지개발계획)+	.783		
개발 실시단계 위험요인(B)	실시1 (설계회사선정)	.804	.868/.622	
	실시2 (감리회사 역량)	.711		
	실시3 (인허가 과정)+	.855		
	실시4 (건설사 역량)	.778		
개발 후 단계 위험요인(C)	후1 (준공지연)	.698	.914/.642	
	후2 (하자보수)	.749		
	후3 (입주후 민원)+	.898		
	후4 (송금제한)	.789		
	후5 (법인청산)	.735		
	후6 (추가시설)	.729		
투자심리(D)	낙관적 전망	.735	.820/.605	
	자기확신+	.885		
	외부정보	.702		
투자행동(E)	적극적 투자	.756	.815/.690	
	보수적 투자+	.899		

주: +는 준거변수임.

***p<.001

수정된 확인요인 분석을 실시한 결과 모든 관측변수들은 잠재변수들을 대리하여 측정하는데 문제가 없는 것으로 확인되었다.

4) 포넬과 라커의 신뢰도·타당도 검토

신뢰도(reliability)와 타당도(validity) 검증은 Fornell and Larcker(1981)의 다섯 단계를 통해 검토하였다. 첫째, 측정 모형의 확인요인 분석의 적합도 지수들은 기준치를 만족하고 있다. 둘째, λ 의 Cr.R.은 1% 유의수준에서 2.58, 5% 유의수준에서 1.96보다 크거나 같아야 하는데 모든 관측 변수들의 Cr.R.값(Critical Ratio)이 3.200에서 8.174의 범위에 있으므로 유의수준 1%에서 유의하다. 따라

서 잠재변수를 구성하고 있는 19개의 관측변수들은 모두 잠재변수를 대리해서 측정하는데 제 몫을 하고 있다.

셋째, 수렴 타당성에 대한 평가는 Bagozzi and Yi(1991)의 기준을 활용하였는데, 넷째, 다섯 개의 잠재변수들 각각의 개념 그 기준은 표준화 λ 의 값을 .5에서 .95의 범위에 있어야 한다고 제시한다. 19개의 관측변수들의 표준화 λ 가 .677에서 .899의 범위에 있어 수렴 타당성이 인정된다. 신뢰성(Construct Reliability : C.R.)과 추출된 분산 평균(Average Variance Extract : AVE)이 각각 .7과 .5를 초과해야 신뢰성이 인정된다(김덕진, 2016). 개발 착수 단계 위험요인의 개념 신뢰성은 .814, 개발 실시단계 위험요인의 개념 신뢰성은 .868, 개발 후 단계

위험요인의 개념 신뢰성은 .914, 투자심리의 개념 신뢰성은 .820, 투자행동의 개념 신뢰성은 .815로 분석되었다. 그리고 추출된 분산평균의 경우 개발 착수단계 위험요인은 .524, 개발 실시 단계 위험요인은 .622, 개발 후 단계 위험요인은 .642, 투자심리는 .605, 투자행동은 .690으로 분석되어 모든 잠재변수들의 신뢰성이 확보되었다.

다섯째, 추출된 분산평균과 상관계수의 제곱(Squared Multiple Correlation: SMC)을 기준으로 잠재변수들의 판별 타당성을 검토한다. 이 과정에서 개별적 잠재변수에서 추출된 분산 평균값 등이 잠재변수 간의 상관계수의 제곱보다 반드시 더 커야 하는데 모든 잠재변수는 판별 타당성이 인정되는 것으로 나타났다.

결과적으로 <표 5>의 + 준거변수가 갖는 의미는 독립변수와 매개변수, 종속변수 각각의 잠재 변인별 최대 중요 변수를 도출한 것이다. 이는 측정변수가 잠재변수를 대리해서 잘 측정하고 있다는 것을 알 수 있음과 동시에 중국에서 개발사업을 진행함에 있어서 설문 응답자는 위 준거변수를 본 논문에서 도출된 위험 변수들 중 제일 중요한 위험요인으로 인지하고 있다는 결과이다. 이를 세부적으로 분석해 보면 개발 착수 단계에서는 착수 5의 부지개발 계획(.783)이 위험요인을 가장 많이 내포하고 있으며 위험요인의 빈도가 높다는 것은 사업초기에 가장 중요하게 판단되어야 하는 요인들이 된다는 의미이다. 개발 실시 단계에서의 인허가(.855) 위험요인의 최대 관측변수 선택은 역시 중국의 지역적인 특성이 충분히 고려되었다고 볼 수 있다.

더불어 또 다른 의미에서는 대부분의 진출 기업이 제일 애로를 체감하고 있는 단계라고 판단할 수 있어 본 논문의 연구 취지에 맞게 매우 신중하게 다루어 져야 할 부분이다.

또한 개발 후 단계의 최대 준거변수가 입주 후 민원(.898)으로 분석된 것은 부동산 기업의 특성상 장시간의 부동산 개발기간 중에 변동하는 부동산 경기가 구매자의 집값 상승을 견인하

지 못할 경우 입주하자 및 계약조건 불이행의 고의적인 사유로 개발업체에게 계약 해지를 요구할 수 있다. 이러한 결과는 중국의 특수성으로 매우 조심해야 할 부분이라 판단된다. 이외에 투자심리의 매개변수를 독립적으로 판단할 때는 투자의 최종 선택은 스스로 선택한 자기확신 요인(.885)에 의한 투자가 제일 높은 심리적 요인이다. 종속변수인 투자행동에서는 기대수익률 보전의 적극적 투자(.756)와 장기적 투자의향의 보수적 투자(.899)의 스탠더드 람다(std. λ) 값이 비슷한 결과를 보였다.

2. 연구가설의 검증

연구가설에 대한 검증을 실시하기 위해 경로 분석을 진행하였으며 변인들 간의 직·간접 효과를 분석하였다. 최종모형으로 확정된 연구 모형의 추정된 경로계수를 통해 변인 간의 관계를 살펴보았다. <표 6>에서 제시된 최종모형의 경로계수들을 살펴보면 다음과 같다.

먼저 독립변수인 개발 단계별 위험요인들은 통계적으로 유의한 인과관계를 확인할 수 없었다. 즉 개발 단계별 위험요인이 존재하기는 하지만, 단계들이 원인과 결과의 관계는 아닌 것으로 나타났다. 구체적으로 살펴보면, 개발 착수 단계 위험요인이 개발 실시 단계 위험요인에 미치는 영향은 통계적으로 유의하지 않았고($\gamma = .398$, $p > .05$), 개발 실시 단계 위험요인이 개발 후 단계 위험요인에 미치는 영향도 통계적으로 유의한 영향은 아니었다($\beta = .326$, $p > .05$).

독립변수인 개발 단계별 위험요인이 매개변수인 투자심리에 미치는 영향은 모두 유의한 것으로 분석되었다. 즉, 개발 착수 단계 위험요인($\gamma = .412$, $p < .001$), 개발 실시 단계 위험요인($\gamma = .325$, $p < .001$), 개발 후 단계 위험요인($\gamma = .411$, $p < .001$)으로 분석되었다.

독립변수인 개발 단계별 위험요인이 종속변수인 투자행동에 미치는 영향도 모두 유의한 것으로 분석되었다. 즉 개발 착수 단계 위험요인($\gamma = .376$, $p < .001$), 개발 실시 단계 위험요인(γ

〈표 6〉 최종모형의 경로계수

경로	γ, β	S.E.	std. γ , std. β
착수단계 위험요인 → 실시단계 위험요인	.307	.052	.398
실시단계 위험요인 → 개발 후 위험요인	.557	.086	.326
착수단계 위험요인 → 투자심리	.309	.095	.412***
실시단계 위험요인 → 투자심리	.437	.055	.325***
개발 후 위험요인 → 투자심리	.439	.038	.411***
착수단계 위험요인 → 투자행동	.309	.095	.376***
실시단계 위험요인 → 투자행동	.445	.047	.296***
개발 후 위험요인 → 투자행동	.471	.038	.395***
투자심리 → 투자행동	.693	.105	.406***

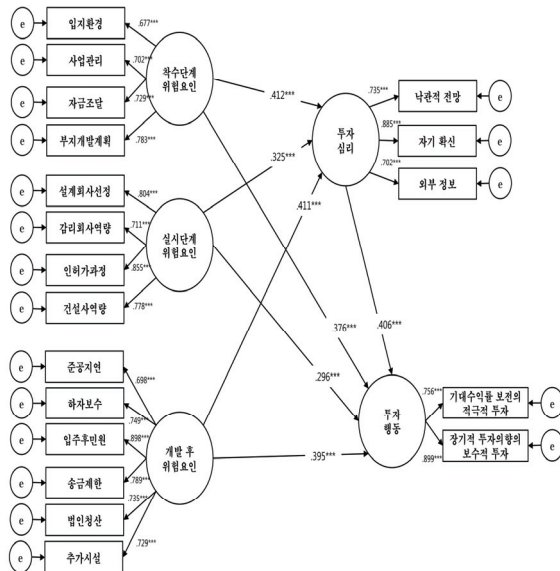
주: 유의하지 않은 경로는 삭제되었음

*** $p < .001$

=.296, $p < .001$), 개발 후 단계 위험요인(γ =.395, $p < .001$)으로 분석되었다.

마지막으로 매개변수인 투자심리는 종속변수인 투자행동에 통계적으로 유의한 영향을 미치고 있었다($\beta = .406$, $p < .001$).

〈그림 4〉 연구모형의 구조모형 검증결과



Ⅲ. 연구가설 검증결과

1. 가설 검증결과

연구가설에 따른 분석 결과는 아래와 같다.

첫째, “개발 착수단계 위험요인이 증가할수록 실시 단계의 위험요인은 증가할 것이다”는 가설 1은 기각되었다.

둘째, “개발 실시단계 위험이 증가할수록 개발 후 단계의 위험도 증가할 것이다”는 가설 2 또한 기각되었다.

이것을 분석해 보면 좀 예외적인 결과라 할 수 있다. 저자는 단계별 위험요인은 그 영향이 증가할수록 단계 관계에 연동관계가 적지 않을 것으로 예측하였다. 그러나 예상외로 설정된 2가지 가설은 단계별의 위험요인은 사업진행 단계에서 검토되고 해지되어야 하는 독립적 위험인자이지 그것이 상호 연동관계를 갖지는 않는다는 의미이다.

이는 결과에 대한 2가지 가능성을 예측할 수 있는데 하나는 설문 대상자들이 중국의 개발 사업 경험이 있는 인원으로 구성되어 있어 위험요인에 대해 기본적인 학습 효과를 경험하였다 볼 수 있다. 하지만 행동경제학의 내성착각

(Introspection Illusion)²⁾ 현상처럼 실제적으로는 명확한 위험에 대한 해결 능력은 없다는 것은 인지하고 있으면서, 이러한 위험은 외국이라는 지역적 특수성으로 인해 발생하는 영향이 매우 돌발적이고 통제 불가능한 원인이라 위험을 사전에 예방할 수 있는 범주를 넘어선다는 자기 합리적 심리상태를 보이고 있다 할 수 있다. 그리고 다른 하나는 설문업체 대부분이 대기업 군에 속한 회사들로 분포되어 업무 수행 분야가 전문화되어 있고 세분화된 업무분장에 따라 구성원들이 위험요인을 서로 공유하지 않고 분리해서 생각하고 있다고 추측해 볼 수도 있다.

셋째, “개발 단계별 위험이 증가할수록 투자심리는 감소할 것이다”는 가설 3은 채택되었다. 이것은 결국 중국 부동산 사업은 중국이라는 특수성이 작용되어 사업 진행 단계별로 다양한 위험에 노출되어 있고 투자자는 위험요인이 반영된 시장 상황에 따라 유동적인 투자심리 상태를 나타낸다고 볼 수 있다. 그 결과는 위험회피라는 개념에서 판단하여야 할 것이다. 위험이 존재하는 한 합리적인 투자는 원칙적으로 투자를 포기하는 것이다. 그러나 본 연구는 개발과정에서 위험이 분명히 존재하지만 그래도 투자를 진행한다는 비합리적인 투자심리 상태를 근간으로 판단해 본 것이다. 그 결과가 모든 개발 단계별 위험 요인의 증가는 투자심리를 감소시키는 것으로 나타난 것은 부동산 사업의 특성이 다른 사업에 비해 고위험군에 속해 있는 사업이고 투자비용이 크기 때문에 위험을 체감하는 정도도 크다고 볼 수 있다. 따라서 사업 단계의 위험요인이 증가한다는 것은 투자에 대한 시장의 낙관적인 전망과 투자 관련 외부정보 및 소식에 대한 관심도와 민감도에서 현저히 멀어지고 투자심리도 동반 감소한다는 결과로 판단된다.

넷째, 가설 4에서 “단계별 위험요인이 증가할수록 투자행동은 감소할 것이다”는 가설이 채택되었다. 이것은 부동산 투자와 행동의 패턴이 단순하게 개발 단계의 위험요인에 국한해서 모든 투

자가 결정된다고 볼 수 없지만 적어도 중국에서의 부동산 개발은 각 단계에서 존재하는 위험요인이 투자심리와 투자행동은 동일하게 움직인다는 결과를 보여주는 것이다. 물론 설문 대상자의 대부분이 대기업에 소속된 직원들로 구성되었고 기업의 특성이 투자 위험에 민감하게 반응하여 위험이 증가하면 급격히 투자가 위축되는 의사결정 시스템을 다수의 개발 사례를 통해 인지하고 있는 직원의 심리상태가 반영된 사례로 판단된다.

다섯째, 가설 5에서 “중국 부동산 개발기업들의 투자심리가 증가할수록 투자행동은 증가할 것이다”는 가설은 채택되었다. 장민기(2011)에서 보면 투자심리의 측정변수를 낙관적 전망, 자기확신, 외부정보(군중심리, 정보편향), 수익확신으로 구성하면서 측정변수에 대한 조작적 정의를 설명해 놓았다. 미래에 대한 장밋빛 견해에 대한 낙관적 전망에 대한 투자 또는 자신의 투자 판단이 옳다고 믿고 투자의 결과를 확인하는 자기 확신적 투자 그리고 자신이 가지고 있는 외부정보에 편승하고 다른 사람의 정보에 반응하여 투자를 결심하는 심리상태를 언급하고 있다. 결론적으로 투자자가 어떠한 심리상태를 가지고 있건 투자심리 증가는 투자행동 증가로 연결되는 결과는 본 연구에서도 확인할 수 있었다.

여섯째, 중국 부동산 개발 단계별 위험요인이 기업들의 투자행동에 미치는 영향에서 투자심리는 매개효과를 가질 것이라는 가설 6은 부분 채택되었다. 이는 부동산 사업의 특성을 투자의 행동은 투자의 심리에 기인한다는 결과로 보여주었다.

IV. 결론

1. 결론 요약

사실 중국 부동산 개발의 투자 단계별 위험요소를 선별한 다는 것은 광범위한 위험 과정에

2) 내성 작각의 정의는 스스로 자신의 정신상태의 과정에 직접 접근할 수 있다고 자신하는 것에서 발생하는 착각 현상으로 자신이 어떤 것을 잘 알고 있다고 스스로 생각하지만 실제로는 제대로 알지 못하는 신리상태를 의미한다. 출처 : 설계된 망각, 탈리 샤랏, 출판사 리더스 북

서 일부를 선별하는 것과 같다. 실제 현장에서는 설문지에 포함된 단계별 위험요인 보다 더욱 광범위한 위험요인이 분포하고 있으며 그 위험 발생 역시 상당히 세분화되어 발생하는 특성을 지닌다. 그만큼 해외 부동산 개발에서의 위험인자는 모든 개발 순간마다 존재하며 그것은 때로는 사업의 성패에 결정적인 영향을 미치게 된다.

특히 개발 위험요인에서 상위에 분포된 가장 주요한 영향력을 미치는 최대 준거변수에 대한 도출을 확인하였다. 여기서 최대 준거변수란 중국 부동산 사업에서 제일 중요한 위험요인인데 결과적으로 부지개발 계획과 인허가 과정 그리고 입주 후 민원으로 분석 되었으며 그 중에서도 가장 중요한 사업상의 위험 인자는 인허가 위험으로 나타났다. 이 위험은 자세히 분석할 필요가 있는데 설계 인허가 및 각종 영향평가³⁾와 인프라 인입에 대한 인허가와 건축심의(건설공정규획허가)와 착공허가(시공허가증)의 수속을 진행하여야 하는 시공 인허가 부분으로 나눌 수 있다. 이는 사업의 전반적인 분양에 연동되는 위험으로 특별한 관리가 필요하다.

설문 분석결과 의사소통과 토지입찰, 수익 확신의 관측 변수들이 제거 된 것은 의미하는 바가 크다. 의사소통의 요인 탈락은 이미 한국 기업이 국제화되어 있는 경쟁력과 위상을 확인할 수 있는 부분이었다. 토지입찰의 위험요인 변수 제거는 중국의 토지매매 조건이 이제는 개발이 가능한 완전한 토지를 양도해 주어야 하는 법규를 구비하였다는 점을 한국 투자자가 이미 인지하고 있다는 분석이 가능한 결과이며 중국 부동산 시장의 투명성이 제고된 결과라 볼 수 있어 매우 고무적이라 할 수 있다. 그러나 토지 구매 후 사업의 안정성 확보를 위한 변수 확인과 토지 구매에 대한 우대정책 협의 (용적률, 건폐율, 층고) 철거 및 보상 그리고 토지 사용 분담금 협의 등은 설문의 결과와 달리 신중하게 검토 되어야 할 문제이다. 더욱 특이한 것은 본 설문 조사 과정에서 매우 중요하게 판단될 것으로 예상되었던 분양

수입과 연관된 미분양과 분양률 제고에 대한 위험요소가 상대적으로 낮은 위험요소로 분석되어 제외된 것은 예상과 달랐다.

이는 한편으로는 한국 기업의 진출시기가 중국의 부동산 경기 상승 시기와 맞물리고 결과적으로 우세한 부동산 시장 환경 속에서 낙관적인 분양 결과를 예상했다고 볼 수 있다. 게다가 설문지 배포 기업이 주로 대기업 위주로 분포되어 개발과정에서 사업적 자금을 충분히 확보할 수 있는 여건이 구비되었다는 것을 고려한다면 가능한 결과이기도 하다. 하지만 투자를 고려하는 기업은 미분양과 분양률 제고에 대한 위험요인은 반드시 면밀한 검토를 요하는 부분이다. 종합적으로 투자의사에 미치는 영향을 분석해 보면 투자 단계별 위험요인은 매 단계별 위험요인이 증가할수록 투자심리는 감소하였고 투자행동도 또한 감소한 것을 알 수 있었으며 투자심리가 증가할수록 투자행동도 동반 상승하는 결과를 얻을 수 있었다.

또한 매 단계별 위험요인은 투자행동에 별도로 각각의 매개 역할을 하는 것으로 분석되었으며 반드시 투자심리가 단계별 위험요인과 투자행동을 완전히 매개하지는 않는다는 결론도 도출되었다. 그러나 투자의사의 최종 결정 과정의 분석값이 장기적 투자의향의 보수적인 투자로 적극적인 투자보다 우세하게 도출된 것은 한국 기업의 중국 부동산시장에 대한 불안감과 불투명한 성과에 대한 경계심이라 판단된다.

2. 연구의 차별성

현재까지 중국 부동산 개발 사업의 위험요인 분석에 대한 논문은 다수가 있었으나 대부분 이론적인 고찰에 그치고 중국의 부동산 시장의 변화에 대한 설명 정도의 질적 논문에 그쳤으며 실제 사례를 접목하여 중국의 개발 단계별로 특성에 맞는 위험 해지 내용을 이론적으로 연구한 논문은 매우 드물었다. 또한 설문지를 통해 중국

3) 환경영향평가, 교통영향평가, 인방심사, 초장심사, 초한심사, 공장 개발의 경우 수토지질 평가, 에너지절감 평가 등이 포함된 인허가 과정의 한 부분.

부동산 시장에 진출한 한국 기업의 부동산 투자 성향을 분석한 논문은 본 논문이 거의 유일하다 할 수 있다.

또한 한국적인 추진방법을 탈피하여 현지화한 개발 추진방법 속에서 단계별로 발생 가능한 위험적인 사업인자를 사전에 파악하고 해지할 수 있게 유도하였다는 점이다. 이는 한국 기업들에게 중국 부동산 개발의 새로운 인식전환 계기를 제공하여 보다 넓은 중국 부동산 시장의 양적 확대와 합리적 진행을 견인할 수 있는 독창적인 학술적 근거를 제시하는 것은 매우 가치 있는 연구 기대효과라 할 수 있으며 이점이 타 연구들과 차별성을 지니는 부분이라 할 수 있다.

3. 연구의 한계

본 논문에서는 전체적으로 개발 과정에 따른 위험 요인은 분석하였지만 더욱 다양한 계층과 충분한 수량의 설문 표본이 수집되지 못한 것과 특히나 각 단계의 위험 요소가 개발 원가에

미치는 영향에 대해서는 다루지 못한 것은 아쉬운 점이다. 또한 연구방법론에서 직접 측정할 수 없는 잠재변수를 경로와 회귀·요인 분석을 통해 인과관계를 분석할 수 있는 구조방정식의 장점을 고려하여 본 연구에 연구 분석 방법으로 선택하였다. 그러나 일부 개발 위험요인들을 잠재변수로 계량하고 한정할 수 있느냐에 대한 의문과 투자 의사 결정의 결과 도출을 의사결정 계층(AHP)분석 방법을 통해 위험이 되는 요인들의 계층분석과 계량이 불가능한 정성적인 요소들에 대한 투자의사 결정자의 논리적 일관성을 연구 방법론의 전개 과정에서 보완하여 구조방정식과 비교하면서 분석하지 못한 점은 연구의 한계로 보여 진다. 추가적으로 이 결과들이 사업성에는 어떠한 연관 관계를 가지는지에 대해 사업 원가 측면에서 진행 완료된 중국 개발기업의 실제 사례와 비교하여 연구하고 대안을 제시하며 국내 기업의 중국 진출에 양호한 투자 환경 조성 및 사업성과를 견인할 수 있는 연구는 향후에도 지속적으로 진행되어야 할 연구과제이다.

參考文獻

- 김건희(2016), “해외부동산 개발사업 위험요인에 관한 연구: 카자흐스탄 개발 사례를 중심으로”, 건국대학교 부동산대학원 석사학위논문.
- 김경혜(2016), “부동산 경매 위험요인이 투자심리 및 행동에 미치는 영향에 관한 연구”, 동의대학교 경영대학원 석사학위논문.
- 김만기(2009), 중국 투자환경에서의 위험변수 관리에 관한 연구, 한국외국어대학교 박사학위논문.
- 김민형(2005), 부동산 개발사업의 리스크 요인분석 및 관리방안 : 공동주택 개발 사업을 중심으로, 한국 건설산업 연구원.
- 김무택(2008), “중국 주거시설의 부동산 개발 사업현황 및 진행 절차에 관한 연구”, 연세대학교 석사학위논문.
- 김봉주·김철홍(2018), “중국 부동산 개발의 특수인허가 심사 영향분석 : 초한심사, 인방심사”, 한국감정평가학회, 감정평가학 논집, 17(1), 169~191쪽.
- 김승욱·이창석(2009), “부동산의 투자와 투기에 관한 이론적 고찰”, 한국부동산학회, 부동산학보, 36, 213~226쪽.
- 김진(2012), “부동산의 투자 결정과정과 의사결정 요인에 관한 연구”, 한국전자 통신학 논문지 7(3), 625~632쪽.
- 김주환·김민규·홍세희(2009), “구조방정식 모형으로 논문쓰기”, 서울 : 커뮤니케이션 북스.
- 김재환·이상엽(2006), “부동산 개발 프로젝트의 위험요소 정립 및 위험도 산정”, 주택연구논문집, 14(1), 85~114쪽.
- 김무택(2008), “중국 주거시설의 부동산 개발 사업현황 및 진행 절차에 관한 연구”, 연세대학교 석사학위논문.
- 김태식·김대원(2006), “해외부동산 개발시장 및 사례분석: 중국베이징 주상복합 개발사례 중심으로”, 한국건설관리, 7(4), 8~12.

- 도장현(2010), 중국 부동산개발 사업의 단계별 위험 요인관리방안, 중앙대학교 석사학위논문.
- 송동원·최민섭(2014), “부동산 간접투자기구 투자결정 요인에 관한 연구 : 개발전문 자기 관리형 REITs를 중심으로,” 부동산연구 논문집, 20(2), 17~39쪽.
- 임영술(2009), 중국 부동산 개발사업의 리스크 관리방안에 관한 연구, 한양대학교 석사학위논문.
- 홍세희(2000), “이항 및 다항 로지스틱 회귀분석”, 교육과학사.
- Fornell. C, Larcker, D. (1981), Evaluating Structural Equation Models with Unobservable Variables and Measurement Error, *Journal of Marketing Research*, 18(1), pp. 39-50.
- 金智仁(2013), “中韓合作開發項目中國房地產項目的風險管理”, 清華大學碩士學位論文.