

분양상가 투자행동요인과 속성들이 투자의도에 미치는 영향: 요인과 속성수준에서의 비교 및 투자이도 세분화집단 간 비교

Effects of Investment Behavior Factors and Sub-attributes for Lots Shopping Building on Investment Intention: Comparative Studies between Factor Level and Attribute Level and among Investors Segmented by Investment Intention

장호섭*, 김종인**

(주)좋은예감알앤디*, 홍익대학교 상경대학 글로벌경영학과**

Hosup Jang(ttl2417@naver.com)*, Joongin Kim(jokim@hongik.ac.kr)**

요약

부동산 투자행동요인은 수익성, 위험성(안정성), 환금성(유동성), 규제성(규제완화) 요인 등으로 구분되며, 이러한 투자행동요인들의 하위속성들은 일반적으로 조형지표적인 성격을 지니고 있다. 조형지표는 반영지표와 다르게 투자행동요인들이 종속변수에 미치는 영향력뿐만 아니라 하위속성들이 종속변수에 미치는 영향력의 파악도 가능하기 때문에 요인과 하위속성간에 영향력 비교에 대한 이론적·실무적 필요성이 제시되어 왔다. 이에 따라 본 연구에서는 분양상가 투자행동요인들과 투자이도간의 인과관계와 하위속성들과 투자이도간의 인과관계를 전체집단, 투자이도가 높은 집단, 투자이도가 낮은 집단으로 세분화하여 실증적으로 비교분석함으로써 분양상가 마케팅에 도움이 되는 정보를 제공하고자 하였다. 이를 위해 수도권과 세종시에서 상가개발 및 분양을 수행해온 업체의 고객 DB에 있는 기존투자자 237명을 대상으로 설문조사를 수행하고 다중회귀분석을 사용하여 분석하였다. 연구결과, 요인수준에서는 전체집단과 투자이도가 낮은 집단에서는 수익성과 규제성의 영향력이 유의하였지만, 투자이도가 높은 집단에서는 위험성과 환금성의 영향력이 유의하였다. 속성수준에서 도 세 집단의 결과가 모두 다르게 나타났다.

■ 중심어 : | 부동산 마케팅 | 분양상가 | 투자행동요인 | 투자이도 | 조형지표 |

Abstract

Real estate investment behavior factors are divided into profitability, risks (stability), liquidity, and regulation (deregulation) factors. The sub-attributes of the investment behavior factors are generally formative indicators. Unlike reflection indicators, formative indicators can identify not only the influence of investment behavior factors on dependent variables, but also the influence of sub-attributes on dependent variables. Therefore, theoretical and practical needs of comparing the influences of factors and sub-attributes on dependent variables has been suggested. In this study, in order to provide information that help marketing for lots shopping building, both the causality between investment behavior factors and investment intention and the causality between sub-attributes and investment intention were comparatively studied for each of the three investor groups: the whole group, the group with high investment intention and the group with low investment intention. For this purpose, a survey and multiple regression analyses were conducted on 237 existing investors in the customer DB of a company that have been developing and selling lots shopping building in the metropolitan area and Sejong City. At the factor level, the effects of profitability and regulation were significant in the whole group and the group with low investment intention, but the effects of risk and liquidity were significant in the group with high investment intention. At the sub-attribute level, all three groups showed different results.

■ keyword : | Real Estate Marketing | Lots Shopping Building | Investment Behavior Factor | Investment Intention | Formative Indicator |

I. 서론

부동산투자에 관한 선행연구들에서는 부동산투자에 영향을 미치는 투자행동요인을 수익성, 위험성(안정성), 환금성(유동성) 및 규제성(규제완화) 요인으로 구분하고 있으며, 이러한 경제적·법적 개념의 요인들 이외에 부동산의 물리적 특성, 입지 등은 부동산특성요인이라고 하여 투자행동요인과 구분하고 있다[1-8]. 이러한 부동산 투자행동요인들은 다시 하위속성(측정변수)들로 구성되는데, 부동산 투자행동요인에 관한 선행연구들에서는 조형지표(formative indicator)적 성격을 지닌 하위속성들로 구성되어 측정하고 있다. 가령, 수익성의 하위속성으로 임대수익, 매매차익, 자본가치 및 효용가치의 증가 가능성, 물가상승률만큼 수익성을 보장하는 인플레이션 헤지 등을 제시하고 있는데, 이러한 속성들은 수익성 요인과의 인과관계에서 속성들이 원인이 되고 요인이 결과가 되기 때문에 조형지표, 형성지표 또는 원인지표(cause indicator)라고 한다. 반대로 요인이 원인이 되고 하위속성들이 결과가 되는 경우에는 그 속성들을 반영지표(reflective indicator) 또는 결과지표(result indicator)라고 한다[9-11]. 조형지표들은 서로 간에 독립적이고 차별적인 특징이 있기 때문에 각각의 지표들이 개별적인 독립변수로서 종속변수에 미치는 차별적인 영향력을 파악하는 것이 의미가 있지만, 반영지표들은 모두 비슷하고 연관성이 높은 특성을 지니고 있기 때문에 구별하여 그럴 필요성이 없다[9-11].

한편, 부동산 투자행동요인에 관한 선행연구들은 요인들의 절대적·상대적 중요도 등을 분석한 요인수준의 연구[2-4][6-7]와 하위속성들의 절대적·상대적 중요도 등을 분석한 속성수준의 연구[1][5]로 구분할 수 있다. 부동산 투자행동요인에 관한 국내학술지 논문은 9편[1-7][12][13] 정도에 불과한 것으로 파악되며, 부동산 투자행동요인에 관한 해외학술지 논문은 1편[8] 정도를 제외하면 찾아보기가 어려운 실정이다. 이러한 연구들은 각각 서로 다른 수준에 있는 요인과 하위속성 중에서 한 가지 수준에 대해서만, 즉 요인만을 대상으로 하거나 하위속성만을 대상으로 하여 실증적으로 분석하여 왔다. 부동산 투자행동요인에 관한 선행연구들에서는 이 두 가지 수준에 대해 함께 비교분석 하기 보다는

투자행동요인뿐만 아니라 부동산특성요인들도 포함하여 포괄적으로 분석하는 방향으로 연구의 차별화를 두어 왔다. 그러나 조형지표인 경우에는 요인과 하위속성 수준의 연구를 함께 수행하여 요인수준과 속성수준 간에 차별적인 결과를 비교분석하여 실무에 적용할 필요가 있다[9-11].

또한, 부동산 투자행동요인에 관한 선행연구들을 살펴보면, 부동산 유형의 구분 없이 일반적인 부동산을 대상으로 하거나 종합적인 부동산을 대상으로 한 연구[1-4][7][12][13], 주거용과 상업용 부동산으로 구분하여 비교한 연구[5], 중소형빌딩이라는 특정 유형의 부동산을 대상으로 한 연구[6] 등으로 구분할 수 있다. 그 외 소수의 연구[14]에서는 분양사를 대상으로 하였지만 투자행동요인이 아닌 부동산특성요인만을 대상으로 하였다. 이와 같이 관련연구가 부족한 상황에서 분양사와 같이 특정한 부동산 유형에 대한 투자행동요인이나 속성에 관한 연구는 매우 미흡한 실정이다. 특히 분양사의 경우에는 투자자가 한정되어 있고 정보의 비공개성 등과 같은 상품의 특성으로 인해 관련 연구가 더욱 부족한 상황이다.

2020년과 2021년 KB 부동산 보고서(상업용편)[15][16]에 의하면 코로나19로 인한 자영업 경기 침체, 온라인 소비 확대, 수도권 상가 공급면적 증가 등으로 인해 상가 임대여건 악화(공실률 증가 및 임대료 하락)와 투자수익률이 하락세를 보임에도 불구하고 저금리, 유동성 증가, 부동산 자산 가격의 상승, 아파트·주택 시장에 대한 규제 강화 등으로 상가에 대한 투자수요, 거래가격 및 거래량은 상승세를 보이고 있다. 그러나 임대수요 기반이 약화되고 투자수익률 하락세가 지속되는 상황에서 공실 위험 등을 감수하고 상가에 투자하려는 수요가 지속되기는 어려울 것으로 보인다[15][16]. 이처럼 향후 상가분양 및 투자에 위험이 존재하는 상황에서, 개발 및 분양사는 위험요소를 최소화하고 투자자의 상가 투자행동요인과 속성들을 분석하여 투자의도를 유인할 수 있는 상가 개발 및 마케팅 전략이 필요하다.

한편, 소비자 구매에서 가장 핵심적인 종속변수는 구매 바로 전 단계인 구매의도인 것처럼, 부동산투자에서도 실제 투자 전 최종 종속변수는 투자의도이기 때문에

투자이도를 종속변수로 설정하였다. 그리고 전체 투자자 집단에 대한 분석도 필요하지만, 투자이도가 높은 집단과 투자이도가 낮은 집단으로 구분하여 각 집단별로 어떤 요인과 속성 때문에 투자이도가 높고 낮은지를 분석하는 것이 필요하다. 또한, 세분화된 집단별 결과와 전체 집단에 대한 결과가 같은지 다른지를 비교하는 것도 필요하며, 이러한 분석을 통해 목표고객집단을 선정하고 세분화된 집단별 전략이나 전체집단에 대한 전략을 수립할 수 있을 것이다.

이상과 같이 선행연구와 차별화된 연구의 필요성에 따라, 본 연구에서는 분양상가에 대한 투자행동요인들과 투자이도간의 인과관계 및 속성들과 투자이도간의 인과관계를 전체집단, 투자이도가 높은 집단, 투자이도가 낮은 집단으로 구분하여 실증적으로 비교분석함으로써 분양사업자나 분양대행사의 마케팅 커뮤니케이션에 도움이 되는 정보를 제공하고자 하였다.

II. 이론적 고찰

1. 조형지표

조형지표들은 서로 간에 독립적이고 차별적인 특징이 있지만, 반영지표들은 서로 비슷하고 연관성이 높은 상반된 특징을 지니고 있다. 예를 들어, 직무만족의 경우 하위속성을 급여만족, 과업만족, 동료만족, 상사만족 등과 같이 차별적이고 독립적이며 직무만족의 원인이 되는 조형지표로 구성할 수도 있고, '업무에 즐거움을 느낀다', '행복감을 느낀다', '업무에 열정적이다' 등과 같이 서로 비슷하고 연관성이 높으며 직무만족의 결과가 되는 반영지표들로 구성할 수도 있다. 조형지표들은 각각의 변수들이 종속변수에 미치는 차별적인 영향력을 파악하는 것이 의미가 있지만, 반영지표들은 모두 비슷한 특성을 지니고 있기 때문에 반영지표들이 직접 종속변수에 미치는 차별적인 영향력을 파악할 필요가 없다[9-11].

조형지표에 관한 분석방법으로는 다중회귀분석, 구조방정식모형, AHP(Analytical Hierarchy Process) 등을 사용하여 왔다. 다중회귀분석에서는 요인과 종속변수간의 인과관계뿐만 아니라 조형지표와 종속변수간의

인과관계도 각각 독립적으로 분석할 수 있지만, PLS 구조방정식모형에서는 요인과 조형지표를 함께 모델링하는 인과관계 모형만을 분석할 수 있다. 즉, 조형지표가 요인을 매개로 하여 종속변수에 영향을 미치는 간접적인 인과관계를 모델링할 수 있지만, 조형지표와 종속변수간의 직접적인 인과관계는 모델링할 수 없다. 이와는 반대로, AMOS 등을 사용하는 공분산기반 구조방정식 모형에서는 조형지표와 종속변수간의 직접적인 인과관계를 분석할 수 있지만, 조형지표가 요인을 매개로 하여 종속변수에 영향을 미치는 간접적인 인과관계는 모델링할 수 없다. AHP에서는 조형지표와 종속변수간의 인과관계를 분석하는 것이 아니라 요인과 조형지표들을 계층구조로 구성해서 요인들 간 또는 측정변수들 간의 쌍대비교에 의한 상대적 중요도를 분석할 수 있다 [17].

조형지표인 경우에는 요인과 속성수준의 연구를 함께 수행하여 요인과 속성 간에 결과를 비교할 필요가 있다[9-11]. 보다 구체적으로, 요인과 속성수준에서의 비교연구는 다음과 같은 이유로 이론적·실무적인 측면에서 차별화된 연구의 필요성이 제기된다.

먼저, 다중회귀분석 등을 사용하는 인과관계 분석에서 요인수준에서는 각각의 하위속성들이 종속변수에 미치는 직접적인 영향력을 분석하는 것이 아니라 하위 속성들을 종합한 요인들의 영향력만을 제시하게 된다. 따라서 인과관계 분석에서 요인수준에서만 분석하고 속성수준에서는 별도로 분석을 하지 않는 경우에는, 종속변수에 유의한 영향력을 지닌 요인의 속성들도 모두 종속변수에 유의한 영향력을 지닌 것으로 해석하고, 종속변수에 유의하지 않은 영향력을 지닌 요인의 속성들은 모두 유의하지 않은 것으로 해석하게 된다[9]. 예를 들어, 투자이도에 미치는 수익성 요인의 영향력이 유의하고 위험성 요인의 영향력은 유의하지 않게 나타나는 경우, 속성수준에서의 분석결과가 없으면 수익성의 속성들이 투자이도에 미치는 영향력은 모두 유의한 것으로 간주하고 위험성의 속성들의 영향력은 모두 유의하지 않은 것으로 간주할 수밖에 없다. 그러나 속성수준에서 분석해보면, 수익성의 속성들 모두가 투자이도에 유의한 영향력을 미치는 것이 아니라 유의하지 않은 속성들이 혼재되어 나타나고, 위험성의 속성들 중에서도

유의한 속성이 나타날 수 있다. 또한, 수익성의 속성들 보다 더 큰 영향력을 지닌 위험성의 속성이 나타날 수도 있는데, 그렇게 되면 요인수준에서는 수익성이 더 중요하지만 속성수준에서는 위험성의 속성이 더 중요하게 되는 차별적인 결과가 나타날 수 있다.

실무적인 측면에서는 분양사업자나 분양대행사가 투자자들을 대상으로 광고홍보와 같은 마케팅 커뮤니케이션을 하는 경우 요인수준의 연구결과만을 적용하게 되면 구체적인 속성수준의 정보부재로 인해 오류를 범할 수가 있다. 예를 들어, 수익성의 유의하지 않은 속성들도 모두 중요한 것처럼 소구할 수 있으며, 위험성의 유의한 속성들을 소구점에서 제외시킬 수가 있기 때문이다. 일반적으로 분양사업자나 분양대행사가 마케팅 커뮤니케이션을 하는 경우에는 요인수준이 아니라 구체적인 속성수준에서 상대적 중요도가 높은 속성들을 소구할 것이다. 즉, 단순히 '수익성이 좋다'라고만 하지 않고 보다 구체적으로 수익성 요인의 속성들인 임대수익, 매매차익, 물가상승률만큼 상가수익 보장(인플레이션 헤지) 등에 관해 구체적으로 제시하게 된다[18][19]. 따라서 요인과 종속변수간의 인과관계뿐만 아니라 속성과 종속변수간의 인과관계도 함께 파악하여 비교할 필요가 있는 것이다.

2. 부동산 투자행동요인

투자자들은 투자상품을 선택할 때 보통 수익성, 위험성(안정성), 환금성이라는 세 가지 기준에 의해 상품을 선택하게 된다. 부동산투자는 여기에 법적·제도적 규제성(규제완화)라는 기준이 추가로 고려된다[1-6][8].

먼저 투자자가 투자를 하는 근본적인 목적은 수익을 얻기 위함이다. 따라서 투자상품이 얼마나 많은 이익을 실현시켜 줄 수 있는지를 나타내는 수익성을 가장 우선적으로 고려하게 된다. 특히 상가와 같은 상업용 부동산의 경우에는 임대수익, 매매차익, 자본가치 및 효용가치의 증가 가능성, 물가상승률만큼 수익성을 보장하는 인플레이션 헤지 등을 고려하게 된다[1-3][5-7][20].

위험성(안정성)은 투자로 인하여 얻게 될 수익의 불확실성이나 투자원금의 손실 가능성을 의미한다. 수익성과 위험성은 보통 서로 정비례하는 관계를 가지고 있지만[3][20][21] 반드시 그런 것만은 아니다. 경우에 따

라서는 수익성이 작으면서 위험성은 큰 것도 있으며, 드물지만 수익성이 크면서 위험성이 작은 것도 얼마든지 있을 수 있다[12][13]. 하지만 수익성과 위험성간의 일반적인 상충관계를 고려하여 투자자의 위험감수성향을 위험추구형, 위험회피형, 중립형 등으로 구분한다. 분양상가의 경우에 고려할 수 있는 위험성에는 수익률의 불확실성, 대출이자율의 상승 가능성(레버리지 위험)과 같은 금융위험(재무적 위험), 입점지연이나 개발업체부도 가능성(개발위험), 경제적 환경의 변동가능성(경영위험), 상권의 변동가능성(시장위험) 등이 있으며, 경제적 환경과 상권의 변동가능성을 하나로 묶어서 향후 투자지역의 성장에 관한 위험으로 정의하기도 한다 [1-3][5-7][12].

한편, 일부 연구에서는 위험성과 안정성을 서로 정반대의 의미를 지닌 일차원적인 개념으로 정의하지 않고, 위험성과 안정성을 별개의 개념으로 측정하기도 하였다[1-2][5][6]. 그러나 이러한 연구들에서 사용한 측정항목들을 보면 위험성은 다른 연구들에서의 위험성과 동일하지만, 안정성은 조기자본회수(환금성), 재무적 안전성, 소유권 취득(법적 재산권 위험)이라는 세 가지 항목으로 측정함으로써 다른 연구들에서의 환금성과 위험성 측정항목들이 혼합되어 있음을 알 수 있다. 또한, 위험성과 안정성에 대한 개념적 정의가 제시되지 않는 등 위험성과 안정성을 명확하게 구분하여 이해하기 어려운 면이 있다. 따라서 본 연구에서는 대부분의 연구들에서 사용하고 있는 일반적인 정의에 따라 위험성과 안정성을 일차원적인 개념으로 정의하고 측정하고자 한다.

환금성(유동성)은 필요한 경우 언제든지 쉽게 또는 합리적인 시간에 매각을 통해 현금화할 수 있는 가능성을 의미한다. 일반적으로 현금화하는 기간이 짧은 자산을 환금성이 높은 자산이라고 하는데, 부동산은 고가의 자산으로 주식, 채권 등과 같은 금융자산과는 달리 거래비용이 높고 거래시간이 길기 때문에 환금성이 낮은 대표적 자산으로 취급되고 있다[12][13]. 상업용 부동산의 환금성으로는 매매 용이성, 필요시 조기 환급(자본회수/원금회수) 가능성, 매매가능성을 높일 수 있는 용도변경 가능성 등을 고려할 수 있다.

규제성은 부동산 관련 법령 및 규제의 여부나 완화

정도를 의미하며, 세금, LTV, DTI 등과 같은 부동산 투자관련 규제, 이자율 완화와 같은 금융규제 완화, 투자관련 인허가 절차 등을 고려할 수 있다[1-6].

3. 기존연구 검토

양화석(2003)[4]은 일반적인 부동산을 대상으로 수익성, 안정성, 환금성, 법령규제성, 지역성, 신뢰성에 대한 중요도가 투자만족도를 매개로 재투자의도에 영향을 미치는 완전매개모형을 구성하고 투자경험자들을 대상으로 분석하였다. 분석결과, 투자행동요인들 중에서는 안전성(-)과 환금성(+)-만이 만족도에 유의한 영향을 미치는 것으로 나타났다. 괄호 안의 (+), (-)는 영향력의 방향성을 의미한다. 즉, 안정성을 중요시할수록 만족도는 감소하고, 환금성을 중요시할수록 만족도는 증가하였다. 이러한 결과는 안정성을 너무 고려하게 되면, 수익성이 낮아지기 때문에 만족도가 낮아지는 것으로 판단할 수 있다고 하였다.

심규열 등(2006)[3]도 일반적인 부동산을 대상으로 수익성, 안전성, 환금성, 법령과 규제성, 입지성, 웰빙성이 투자만족과 투자회사신뢰를 통해 재투자의도에 미치는 영향을 투자경험자들을 대상으로 분석하였으며, 수익성(+)과 환금성(+)-만이 만족도에 유의한 영향을 미치는 것으로 나타났다.

하정순·신종철(2008)[7]은 일반적인 부동산을 대상으로 접근용이성, 수익보장성, 자본회수가능성, 개발가능성, 인허가가능성이 투자만족도에 미치는 영향을 투자경험자들을 대상으로 분석하였다. 여기서 각 요인들의 측정항목을 살펴보면 수익보장성은 수익성과 위험성 항목들이 혼합되어 있고, 자본회수가능성은 환금성 항목들로 구성되어 있으며, 개발가능성과 인허가가능성은 규제성 항목들로 구성되어 있음을 알 수 있다. 분석결과, 수익보장성(+)과 접근용이성(+)-만이 만족도에 유의한 영향을 미치는 것으로 나타났다.

김진·원영수(2011)[13]과 김진(2012)[12]은 상업용 부동산 투자행동요인을 수익성, 위험성, 환금성으로 구분하였으며, 부동산은 환금성이 적다고 하였다.

백준석·이주형(2012)[2]은 일반적인 부동산의 수익성, 안전성, 위험성, 규제완화, 입지, 시설이 투자만족도를 매개로 재투자의도에 미치는 영향을 투자경험자들

을 대상으로 분석하였으며, 수익성(+), 안정성(+)- 및 입지(+)-가 유의한 영향을 미치는 것으로 나타났다.

임석우·박상열(2016)[6]은 중소형빌딩 투자자를 대상으로 수익성, 안전성, 위험성, 규제완화, 입지, 시설에 대한 중요도를 분석한 결과, 중요도 순위가 수익성, 안정성, 시설, 입지, 위험성, 규제성의 순으로 나타났다. 또한, 투자자를 세 가지 유형(투자지향형, 안전추구형, 자산유지형)으로 구분하여 비교한 결과, 투자지향형은 수익성을, 안전추구형과 자산유지형은 위험성을 가장 중요시하는 것으로 파악되었다.

백준석 등(2016)[1]은 일반적인 부동산을 대상으로 수익성, 안전성, 위험성, 규제완화, 입지, 시설의 하위속성들(측정변수들)이 투자만족도에 미치는 영향을 기관투자자와 일반투자자로 구분하여 비교하였다. 그러나 각 요인들이 투자만족도에 미치는 영향력은 직접적으로 파악하지 않고, 속성들의 영향력을 통해 간접적으로 해석하였다. 분석결과, 기관투자자의 경우에는 인플레이션 헤지, 조기자본회수, 재무적 안전성, 레버리지 위험 등의 순으로 투자만족도에 영향을 미치는 투자선호 특성이 도출되었다. 즉, 안정성과 위험성의 속성들이 높은 중요도를 보이고 있는데, 기관투자자의 경우 해당 기업의 자산이나 일반투자자의 자산을 바탕으로 투자하기 때문에 임대수익이나 매매차익 같은 수익성보다는 투자자산에 대한 안정성을 선호하는 것으로 보였다. 일반투자자의 경우에는 임대수익, 시설 및 설비, 상권 및 인구, 투자관련 인허가, 시설접근성, 금융규제완화 등의 순으로 투자선호특성이 도출되었다. 즉, 일반투자자들은 수익성과 규제성을 더 중요시하는 것으로 보았다.

이동주 등(2017)[5]은 주거용부동산과 상업용부동산으로 구분하여 소득, 배후지(주거밀집지역, 상업지역 등과 같은 부동산이 위치한 지역의 특성), 대중교통접근성 및 호재(재건축, 재개발, 역세권개발 등)에 대한 선호도를 주거용부동산과 상업용부동산 간에 비교하였다. 그러나 투자선호요인들(수익성, 안전성, 위험성, 규제완화, 입지, 시설)에 대해서는 부동산 유형을 구분하지 않고 각 하위속성들의 절대적 중요도 평균만을 기술통계적으로 분석하였다.

이상의 선행연구들을 요약하면 [표 1]과 같으며, 이

표 1. 선행연구 요약

| 선행연구 | 부동산유형 | 투자행동요인 | 종속변수 | 연구결과 |
|----------------------------------|----------|-------------------------------|------------------------------|--|
| 양화석(2003)[4] | 일반적인 부동산 | 수익성, 안정성, 환금성, 법령규제성 | 투자만족도(직)*, 재투자이도(간)* | 안전성(-), 환금성(+) |
| 삼규열 등(2006)[3] | 일반적인 부동산 | 수익성, 안전성, 환금성, 법령규제성 | 투자만족도(직), 투자회사신뢰(간)재 투자이도(간) | 수익성(+), 환금성(+) |
| 하정순·신종철(2008)[7] | 일반적인 부동산 | 수익보장성, 자본회수가능성, 개발가능성, 인허가가능성 | 투자만족도(직) | 수익보장성(+) |
| 김진(2012)[13] 김진·원영수(2011)[14] | 상업용 부동산 | 수익성, 위험성, 환금성 | - | 개념적 연구 |
| 백준석·이주형(2012)[2] | 일반적인 부동산 | 수익성, 안전성, 위험성, 규제완화 | 투자만족도(직), 재투자이도(간) | 수익성(+), 안정성(+) |
| 임석우·박상열(2016)[6] | 중소형빌딩 | 수익성, 안전성, 위험성, 규제완화 | - | • 투자행동요인들의 절대적 중요도 순위 • 투자자유형태별 비교(투자지향형, 안전추구형, 자산유지형) |
| 백준석 등(2016)[1] | 일반적인 부동산 | 수익성, 안전성, 위험성, 규제완화 | 투자만족도(직) | • 요인이 아닌 속성들의 영향력 • 투자자 유형별 비교(기관, 일반투자자) |
| 이동주 등(2017)[5] | 주거용, 상업용 | 수익성, 안전성, 위험성, 규제완화 | - | 속성들의 절대적 중요도 순위 |

* (직): 직접적인 종속변수, (간): 완전매개모형에서 매개변수를 통한 간접적인 종속변수

중에서 요인수준에서 투자행동요인들과 종속변수간의 인과관계에 관한 연구는 네 편이 해당된다[2-4][7]. 이 네 편의 공통점은 투자행동요인들과 투자이도간의 직접적인 인과관계를 파악하지 않고 투자만족도를 매개로 하여 투자이도와와의 간접적인 인과관계를 파악하거나, 투자만족도만을 종속변수로 설정함으로써 투자이도보다는 투자만족도를 중심으로 하고 있다. 그러나 연구마다 결과가 모두 다르기 때문에 요인수준에서도 추가 연구가 필요한 실정이다. 한편, 하위속성수준에서의 연구는 두 편으로서[1][5], 속성들과 만족도간의 인과관계에 관한 연구와 속성들의 절대적 중요도 순위를 비교한 연구로 구분된다.

이와 같이 관련연구가 부족한 상황에서, 투자행동요인들과 투자이도간의 인과관계 및 속성들과 투자이도간의 인과관계를 동시에 분석한 연구는 없는 것으로 파악된다. 또한, 투자자들을 전체집단, 투자이도가 높은 집단, 투자이도가 낮은 집단으로 구분하여 각 집단별로 어떤 요인과 속성 때문에 투자이도가 높고 낮은지를 비교분석한 연구도 없는 것으로 파악되었다.

III. 연구방법

1. 자료수집

설문조사는 주로 수도권에서 상가개발 및 분양을 하다가 세종시로 이전하여 현재는 세종시내 상가개발 및 분양사업을 수행하고 있는 부동산 total service 업체가 자사의 고객 DB에 있는 기존투자자들에게 직접 방문, 이메일, 우편 등으로 설문조사를 수행하고 결측치가 없는 237부의 설문지를 분석에 사용하였다. 따라서 고객DB는 수도권과 세종시 지역의 분양상가에 투자한 경험이 있는 고객중심의 DB라는 특징이 있으며, 표본의 인구통계적 특성은 [표 2]와 같다.

표 2. 표본의 특성

| 변수 | 구분 | 빈도(%) | 변수 | 구분 | 빈도(%) |
|----|--------|------------|------|-----------|------------|
| 성별 | 여성 | 132(55.7%) | 월 소득 | 600만원미만 | 121(51.1%) |
| | 남성 | 105(44.3%) | | 600만원이상 | 116(48.9%) |
| 결혼 | 기혼 | 141(59.5%) | 직업 | 회사원 | 99(41.7%) |
| | 미혼 | 96(40.5%) | | 공무원 | 9(3.8%) |
| 연령 | 30-40대 | 174(73.4%) | | 전문직 | 33(14.0%) |
| | 50대이상 | 63(25.3%) | | 사업 | 38(16.0%) |
| 학력 | 고졸 | 85(35.8%) | 주부 | 33(14.0%) | |
| | 대졸이상 | 152(64.2%) | 기타 | 25(10.5%) | |

2. 측정변수 및 분석방법

수익성은 분양상가 투자를 통한 수익의 실현가능성

으로 정의하고, 위험성은 수익의 불확실성 및 투자원금의 손실가능성으로 정의하였으며, 환금성은 필요한 경우 언제든지 쉽게 매각을 통해 현금화할 수 있는 가능성으로 정의하고, 규제성은 상가투자에 관련된 법령·규제의 여부나 완화로 정의하였다[1-8][12][13]. 각 요인별 측정변수(하위속성, 조형지표)는 [표 3]과 같으며, 백준석 등(2016)[1], 백준석·이주형(2012)[2], 임석우·박상열(2016)[6]에서 사용한 측정변수들을 사용하였다. 관련 선행연구들에서 모두 측정변수의 중요도(또는 선호도)를 측정하였기에 본 연구에서도 중요도를 리커트 5점 척도로 측정하였다. 일반적인 인과관계 분석에서와 같이 변수의 수준이나 인식정도를 측정하지 않고 중요도를 측정한 것은 특정한 부동산투자 상품이나 분양상가마다 수익성, 위험성, 환금성 및 규제성의 수준과 인식정도가 각각 다르기 때문에 투자자들의 전반적인 상가투자행동성향을 측정하기 위해서는 중요도를 측정하는 것으로 파악된다. 따라서 인과관계분석에서 경로계수가 양(+)이면 해당 요인이나 속성을 중요시할수록 투자여의도가 증가함을 의미하고, 경로계수가 음(-)이면 해당 요인이나 속성을 중요시할수록 투자여의도가 감소함을 의미한다.

측정변수의 타당성과 신뢰성 검증은 위해서는 SPSS

표 3. 요인 및 측정변수(하위속성, 조형지표)

| 요인 | 측정변수 | 인용문헌 |
|-------|--------------------------|---|
| 수익성 | 임대수익 | 백준석 등 (2016)[1] 백준석·이주형 (2016)[2] 임석우·박상열 (2016)[6] |
| | 매매차익 | |
| | 자본가치 및 효용가치 증가 가능성 | |
| | 인플레이션헤지(물가상승률만큼 수익성 보장) | |
| 위험성 | 수익률의 불확실성 | |
| | 금융위험(이자율 상승 가능성(레버리지위험)) | |
| | 개발위험(입점지연, 업체부도 가능성) | |
| | 지역성장위험(경제환경-상권의 변동가능성) | |
| 환금성 | 필요시 조기 현금(자본회수) 가능성 | |
| | 매매 용이성 | |
| | 용도변경 가능성 | |
| 규제성 | 금융 및 부동산 관련 규제 완화 | |
| | 투자관련 인허가 절차 | |
| 투자여의도 | 전반적인 투자여의도 | 심규열 등 (2006)[3] 문상철 등 (2016)[22] |
| | 지인에게 추천여의도 | |
| | 투자권유를 받았을 때 투자여의도 | |
| | 투자만족에 의한 자발적인 투자여의도 | |

를 사용한 탐색적 요인분석과 내적일관성 분석을 수행하였으며, 투자행동요인 및 하위속성들과 투자여의도간의 인과관계는 회귀분석을 통해 파악하였다.

IV. 실증분석

1. 기술통계 분석

투자행동요인과 하위속성의 절대적 중요도에 대한 평균과 표준편차는 [표 4]와 같다. 수익성과 위험성의 중요도가 가장 높지만 거의 비슷하고, 그보다는 약간 낮지만 환금성과 규제성의 중요도가 거의 비슷하였으며, 투자여의도는 보통보다 약간 낮은 수준(2.85)으로 나타났다.

표 4. 요인 및 측정변수의 절대적 중요도 평균/표준편차

| 요인 | 평균 | 표준편차 | 측정변수 | 평균 | 표준편차 |
|-------|------|------|---------------------|------|------|
| 수익성 | 3.52 | .66 | 임대수익 | 3.53 | .75 |
| | | | 매매차익 | 3.54 | .75 |
| | | | 자본가치 및 효용가치 증가 가능성 | 3.49 | .74 |
| | | | 인플레이션 헤지 | 3.54 | .72 |
| 위험성 | 3.45 | .59 | 수익률의 불확실성 | 3.46 | .67 |
| | | | 금융위험(레버리지위험) | 3.49 | .71 |
| | | | 개발위험(입점지연, 업체부도가능성) | 3.46 | .73 |
| | | | 지역성장위험(환경-상권변동가능성) | 3.41 | .70 |
| 환금성 | 3.27 | .63 | 필요시 조기 현금(자본회수) 가능성 | 3.41 | .79 |
| | | | 매매 용이성 | 3.25 | .71 |
| | | | 용도변경 가능성 | 3.15 | .69 |
| 규제성 | 3.28 | .61 | 금융 및 부동산 관련 규제 완화 | 3.29 | .77 |
| | | | 투자관련 인허가 절차 | 3.27 | .68 |
| 투자여의도 | 2.85 | .68 | 전반적인 투자여의도 | 2.87 | .75 |
| | | | 지인에게 추천여의도 | 2.89 | .75 |
| | | | 투자권유를 받았을 때 투자여의도 | 2.84 | .75 |
| | | | 투자만족에 의한 자발적 투자여의도 | 2.81 | .76 |

2. 변수의 타당성과 신뢰성 분석

먼저, 요인수준에서 주성분분석과 Varimax 직각회전을 사용한 탐색적 요인분석을 수행하였다. 분석결과, 위험성의 '수익률의 불확실성' 속성이 수익성과 교차적 재량(cross loading)이 0.4이상으로 높고, 환금성의 '필요시 조기 현금(자본회수) 가능성' 속성이 위험성과

교차적재량이 0.5이상으로 높아서 이 두 속성을 제거하고, 요인분석을 다시 실시하였다.

이번에는 [표 5]와 같이 요인적재량이 모두 0.6이상, 공통성이 모두 0.5이상, Cronbach α 가 모두 0.7이상, 분산의 누적률이 69.7%로서 60%이상, KMO 표본적합도가 0.868로서 0.5이상, Bartlett의 유의확률이 0.000으로서 모두 기준값을 만족하여 타당성과 신뢰성이 확보되었다.

표 5. 탐색적 요인분석 및 신뢰성분석 결과

| 측정변수 | 요인적재량 | | | | 공통성 | 크론 바흐 α |
|-----------------------|-------|------|------------|------|------|----------------|
| | 투자 의도 | 수익성 | 환금성 규제성 | 위험성 | | |
| 투자권유를 받았을 때 투자의도 | .897 | .154 | .085 | .121 | .849 | .927 |
| 지인에게 추천의도 | .896 | .089 | .118 | .076 | .831 | |
| 투자만족에 의한 자발적인 투자의도 | .880 | .131 | .064 | .033 | .797 | |
| 전반적인 투자의도 | .868 | .187 | .065 | .128 | .808 | |
| 매매차익 | .154 | .882 | .150 | .185 | .859 | .919 |
| 자본가치 및 효용가치 증가 가능성 | .162 | .853 | .188 | .216 | .836 | |
| 임대수익 | .200 | .841 | .149 | .305 | .863 | |
| 인플레이션 헤지 | .162 | .706 | .294 | .267 | .682 | |
| 용도변경 가능성 | .035 | .057 | .900 | .098 | .824 | .854 |
| 투자관련 인허가 절차 | .113 | .220 | .721 | .106 | .592 | |
| 매매 용이성 | .012 | .206 | .691 | .436 | .710 | |
| 금융 부동산 관련 규제 여부 완화 | .172 | .228 | .654 | .209 | .552 | |
| 개발위험(입점지연, 업체부도위험) | .156 | .296 | .159 | .854 | .867 | .808 |
| 지역성장위험(경제환경-상권 변동가능성) | .200 | .251 | .270 | .785 | .792 | |
| 금융위험(레버리지위험) | -.007 | .416 | .290 | .660 | .693 | |

단, 환금성과 규제성이 하나의 공통요인으로 축소되었는데, 요인들 간에 상관관계를 분석한 [표 6]을 보면 환금성과 규제성이 가장 강한 상관관계(0.671)를 가지고 있음을 알 수 있다. 따라서 분양상가 투자자들의 경우에는 규제성을 환금성과 관련된 요인으로 인식하고 있는 것으로 보이며, 선행연구들에서는 환금성과 규제성이 각각 다른 요인으로 나타난 것과 다른 결과 중의 하나이다. 다음으로, 속성수준에서는 신뢰성 분석을 하여 전체 신뢰도 Cronbach α 가 0.918이고, 각 항목들의 항목삭제 시 Cronbach α 가 모두 0.910~0.918의

범위에 있기 때문에 특별히 제거할 속성이 없었다.

표 6. 요인수준에서의 상관관계분석 결과

| | 수익성 | 위험성 | 환금성 | 규제성 | 투자의도 |
|------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 수익성 | 1.000 | - | - | - | - |
| 위험성 | .650* | 1.000 | - | - | - |
| 환금성 | .420* | .525* | 1.000 | - | - |
| 규제성 | .489* | .527* | .671* | 1.000 | - |
| 투자의도 | .373* | .297* | .165* | .294* | 1.000 |

* $p < 0.01$

3. 다중회귀분석

먼저, 요인수준에서 수익성, 위험성, 환금성/규제성을 독립변수로 하고 투자의도를 종속변수로 하여 다중회귀분석을 수행하였다. [표 7]을 보면 수익성(0.306)만이 유의한 영향력을 미치는 것으로 나타났다. 즉, 수익성을 중요시 할수록 투자의도가 증가하였다. VIF(Variance Inflation Factor: 분산팽창계수)는 모두 10미만으로 다중공선성이 존재하지 않았으며, 회귀식은 유의확률 0.000으로 유의하고, 설명력은 $R^2=0.147$, Durbin-Watson 수치는 1.792로 2에 가까우므로 오차항은 독립적이라 볼 수 있다.

표 7. 다중회귀분석 결과(환금성과 규제성을 공통요인으로 한 경우)

| 독립 변수 | 비표준 회계수 | 표준 오차 | 표준화 계수 | t-값 | 유의 확률 | VIF |
|---------|---------|-------|--------|--------|-------|-------|
| (상수) | 1.279 | .273 | - | 4.686 | .000 | - |
| 수익성 | .306* | .084 | .298* | 3.669* | .000* | 1.803 |
| 위험성 | .072 | .093 | .066 | .769 | .443 | 2.031 |
| 환금성/규제성 | .077 | .091 | .084 | .845 | .399 | 1.555 |

회귀식의 유의확률 0.000, $R^2=0.147$, Durbin-Watson 1.792

한편, 하나의 공통요인으로 축소된 환금성/규제성 요인은 투자의도에 영향을 미치지 못하는 것으로 나타났지만, 환금성과 규제성이 각각 독립적으로 투자의도에 미치는 영향의 유의성은 서로 다를 수도 있다. 또한, 선행연구들에서는 환금성과 규제성을 이론적으로 명확히 다른 개념으로 구분하고 있고, 실증분석 결과에서도 각각 다른 요인으로 나타났으며, 투자만족도에 미치는 영향력에서도 차이가 있었다. 탐색적 요인분석에서는 변수가 많은 경우 상관관계가 높은 변수들을 공통요인으

로 묶어서 요인을 축소하기도 하지만, 이론적으로 명확히 구분되는 개념이거나 연구목적에 따라 필요한 경우에는 연구자가 요인들을 사전에 구분하여 분석할 수도 있다. 따라서 환금성과 규제성을 분리하여 투자의도에 미치는 각각의 영향력을 파악해볼 필요가 있다.

이에 따라 환금성과 규제성을 분리하여 다중회귀분석을 수행한 결과, [표 8]과 같이 규제성(0.230)도 수익성(0.285)과 함께 투자의도에 유의한 영향을 미치는 것으로 나타났다. 규제성(0.230)이 긍정적인(+) 영향을 미치고 환금성(-0.139)은 비록 유의하지는 않았지만 부정적인(-) 영향을 미치고 있기 때문에, 환금성과 규제성을 통합한 공통요인에서는 환금성과 규제성의 영향력이 상충되어 결국 유의하지 않게 나타나게 된 것으로 파악된다. 만일, 환금성과 규제성이 동일한 방향(+ 또는 -)으로 영향을 미치면 공통요인으로 분석하여도 상

관없지만, 서로 정반대의 방향으로 영향을 미치고 있기 때문에 환금성과 규제성을 분리하여 분석한 결과가 보다 정확한 정보를 제공하고 있는 것으로 파악된다.

VIF는 모두 10미만으로 다중공선성이 존재하지 않았으며, 회귀식은 유의확률 0.000으로 유의하고, 설명력은 $R^2=0.165$ 로 약간 증가하였지만 환금성과 규제성을 공통요인으로 한 경우와 거의 차이가 없으며, Durbin-Watson 수치는 1.865로 2에 가까우므로 오차항은 독립적이라 볼 수 있다.

다음으로, 속성수준에서도 각 속성들을 독립변수로 하고 투자의도를 종속변수로 하여 다중회귀분석을 수행하였다. [표 9]를 보면 임대수익(0.235), 금융위험(-0.213), 지역성장위험(0.241), 금융 및 부동산 관련 규제 완화(0.235)만이 유의한 영향력을 미치는 것으로 나타났다. 이러한 결과는 요인수준의 분석결과와는 다른 결과이다. 즉, 요인수준에서는 수익성과 규제성만이 유의하였지만, 속성수준에서는 수익성(임대수익)과 규제성(금융 및 부동산 관련 규제 완화)뿐만 아니라 위험성(금융위험, 지역성장위험)의 속성들도 유의한 영향을 미치는 것으로 나타난 것이다.

한편, 유의한 속성들 중에서 금융위험은 부정적인(-) 영향을 미치는 것으로 나타났다. 즉, 금융위험을 중요시할수록 투자의도가 낮아지는 것으로 나타났다. VIF는 모두 10미만으로 다중공선성이 존재하지 않았으며, 회귀

표 8. 다중회귀분석 결과(환금성과 규제성을 독립요인으로 한 경우)

| 독립 변수 | 비표준 회계수 | 표준 오차 | 표준화 계수 | t-값 | 유의 확률 | VIF |
|--|---------|-------|--------|--------|-------|-------|
| (상수) | 1.257 | .271 | - | 4.643 | .000 | - |
| 수익성 | .285* | .083 | .277* | 3.416* | .001* | 1.827 |
| 위험성 | .083 | .093 | .076 | .893 | .001 | 2.037 |
| 환금성 | -.139 | .090 | -.130 | -1.540 | .125 | 1.964 |
| 규제성 | .230* | .098 | .206* | 2.398* | .017* | 2.044 |
| 회귀식의 유의확률 0.000, $R^2=0.165$, Durbin-Watson 1.865 | | | | | | |

표 9. 다중회귀분석 결과(속성들을 독립변수로 한 경우)

| 요인 | 독립변수 | 비표준회계수 | 표준오차 | 표준화계수 | t-값 | 유의확률 | VIF |
|--|--------------------|--------|------|--------|---------|-------|-------|
| - | (상수) | 1.327 | .273 | - | 4.868 | .000 | - |
| 수익성 | 임대수익 | .235* | .118 | .259* | 1.984* | .048* | 5.020 |
| | 매매차익 | -.045 | .116 | -.049 | -.383 | .702 | 4.767 |
| | 자본가치·효용가치 증가 가능성 | .087 | .100 | .094 | .866 | .387 | 3.450 |
| | 인플레이션 헤지 | .114 | .088 | .121 | 1.286 | .200 | 2.582 |
| 위험성 | 수익률의 불확실성 | -.121 | .087 | -.119 | -1.395 | .164 | 2.149 |
| | 금융위험(레버리지위험) | -.213* | .090 | -.222* | -2.371* | .019* | 2.584 |
| | 개발위험(입점지연 업체부도위험) | .102 | .094 | .110 | 1.087 | .278 | 3.006 |
| | 지역성장위험(환경·상권변동) | .241* | .097 | .248* | 2.483* | .014* | 2.921 |
| 환금성 | 필요시 조기환급(자본회수) 가능성 | -.141 | .089 | -.163 | -1.577 | .116 | 3.152 |
| | 매매 용이성 | -.088 | .098 | -.091 | -.898 | .370 | 3.016 |
| | 용도변경 가능성 | .008 | .092 | .008 | .090 | .928 | 2.548 |
| 규제성 | 금융 및 부동산 관련 규제 완화 | .235* | .070 | .267* | 3.375* | .001* | 1.832 |
| | 투자관련 인허가 절차 | .033 | .080 | .033 | .409 | .683 | 1.869 |
| 회귀식의 유의확률 0.000, $R^2=0.240$, Durbin-Watson 1.859 | | | | | | | |

표 10. 집단 간 다중회귀분석 결과(환금성과 규제성을 공통요인으로 한 경우)

| 집단 | 독립변수 | 비표준화계수 | 표준오차 | 표준화계수 | t-값 | 유의확률 | VIF |
|------------|---|--------|------|--------|---------|-------|-------|
| 투자이도 높은 집단 | (상수) | 2.897 | .217 | - | 13.338 | .000 | - |
| | 수익성 | .036 | .055 | .063 | .661 | .510 | 1.595 |
| | 위험성 | .255* | .062 | .426* | 4.121* | .000* | 1.880 |
| | 환금성/규제성 | -.202* | .068 | -.264* | -2.999* | .003* | 1.366 |
| | 회귀식의 유의확률 0.000, R ² =0.160, Durbin-Watson 1.798 | | | | | | |
| 투자이도 낮은 집단 | (상수) | .978 | .279 | - | 3.509 | .001 | - |
| | 수익성 | .315 | .112 | .410 | 2.807 | .006 | 2.264 |
| | 위험성 | -.139 | .115 | -.177 | -1.205 | .232 | 2.291 |
| | 환금성/규제성 | .185 | .099 | .253 | 1.855 | .067 | 1.977 |
| | 회귀식의 유의확률 0.000, R ² =0.237, Durbin-Watson 1.956 | | | | | | |

표 11. 집단 간 다중회귀분석 결과(환금성과 규제성을 독립요인으로 한 경우)

| 집단 | 독립변수 | 비표준화계수 | 표준오차 | 표준화계수 | t-값 | 유의확률 | VIF |
|------------|---|--------|------|--------|---------|-------|-------|
| 투자이도 높은 집단 | (상수) | 2.884 | .220 | - | 13.096 | .000 | - |
| | 수익성 | .034 | .055 | .059 | .619 | .537 | 1.607 |
| | 위험성 | .257* | .062 | .429* | 4.130* | .000* | 1.889 |
| | 환금성 | -.123* | .061 | -.193* | -2.028* | .044* | 1.590 |
| | 규제성 | -.076 | .067 | -.106 | -1.131 | .260 | 1.534 |
| | 회귀식의 유의확률 0.000, R ² =0.161, Durbin-Watson 1.799 | | | | | | |
| 투자이도 낮은 집단 | (상수) | 1.022 | .278 | - | 3.674 | .000 | - |
| | 수익성 | .300 | .112 | .390 | 2.682 | .009 | 2.283 |
| | 위험성 | -.145 | .115 | -.185 | -1.269 | .208 | 2.294 |
| | 환금성 | -.064 | .116 | -.092 | -.555 | .580 | 2.944 |
| | 규제성 | .258 | .121 | .377 | 2.127 | .037 | 3.380 |
| | 회귀식의 유의확률 0.000, R ² =0.258, Durbin-Watson 1.977 | | | | | | |

식은 유의확률 0.000으로 유의하고, 설명력은 R²=0.240으로 요인수준보다 많이 증가하였으며, Durbin-Watson 수치는 1.859로 2에 가까우므로 오차항은 독립적이라 볼 수 있다. 일반적으로 독립변수의 수가 많아지면 설명력 R²가 증가하는데, 본 연구에서도 요인수준보다는 독립변수가 훨씬 많은 속성수준의 분석에서 설명력이 증가하였다.

4. 투자이도가 높은 집단과 낮은 집단 간 비교

투자이도의 중위수를 기준으로 투자이도가 높은 집단(152명)과 낮은 집단(85명)으로 구분하여 다중회귀분석을 수행하였다. 먼저, 환금성과 규제성을 공통요인으로 하여 집단 간 다중회귀분석을 실시한 결과는 [표 10]과 같은데, 투자이도가 높은 집단과 낮은 집단의 결

과가 전혀 다르게 나왔으며, 두 집단의 결과도 각각 전체집단과는 전혀 다르게 나타났다. 즉, 투자이도가 높은 집단에서는 위험성(0.255)과 환금성/규제성(-0.202)만이 유의한 영향력을 미치는 것으로 나타났지만, 투자이도가 낮은 집단에서는 유의한 영향력을 지닌 요인이 없는 것으로 나타났다. 이러한 두 집단의 결과는 전체집단에서 수익성(0.306)만이 유의한 영향력을 미치는 것으로 나타난 것과는 전혀 다른 결과이다. 설명력은 투자이도가 높은 집단(R²=0.160)보다 낮은 집단(R²=0.237)에서 더 높았으며, 두 집단 모두 전체집단의 설명력(R²=0.147)보다 높았다.

다음으로, 환금성과 규제성을 독립요인으로 분리하여 집단 간 다중회귀분석을 실시하였다. 그 결과인 [표 11]에서도 투자이도가 높은 집단과 낮은 집단의 결과가 전

표 12. 집단 간 다중회귀분석 결과(속성들을 독립변수로 한 경우)

| 집단 | 요인 | 독립변수 | 비표준화계수 | 표준오차 | 표준화계수 | 유의확률 | VIF | |
|---|---|--------------------|--------|------|--------|-------|-------|-------|
| 투자의도 높은 집단 | - | (상수) | 2.881 | .220 | - | .000 | - | |
| | 수익성 | 임대수익 | .158* | .080 | .307* | .049* | 4.703 | |
| | | 매매차익 | .033 | .076 | .066 | .664 | 4.613 | |
| | | 자본가치·효용가치 증가 가능성 | -.090 | .065 | -.176 | .164 | 3.115 | |
| | | 인플레이션 헤지 | -.014 | .058 | -.026 | .813 | 2.402 | |
| | 위험성 | 수익률의 불확실성 | -.090 | .053 | -.170 | .094 | 2.016 | |
| | | 금융위험(레버리지위험) | -.068 | .059 | -.134 | .252 | 2.681 | |
| | | 개발위험(입점지연·업체부도위험) | .195* | .061 | .378* | .002* | 2.804 | |
| | | 지역성장위험(환경·상권변동) | .124* | .062 | .229* | .046* | 2.561 | |
| | 환금성 | 필요시 조기환급(자본회수) 가능성 | -.013 | .062 | -.025 | .838 | 2.914 | |
| | | 매매 용이성 | -.055 | .066 | -.101 | .399 | 2.821 | |
| | | 용도변경 가능성 | -.066 | .063 | -.109 | .301 | 2.192 | |
| | 규제성 | 금융 및 부동산 관련 규제 완화 | .078 | .047 | .154 | .100 | 1.704 | |
| | | 투자관련 인허가 절차 | -.102 | .055 | -.156 | .066 | 1.402 | |
| | 회귀식의 유의확률 0.000, R ² =0.301, Durbin-Watson 1.820 | | | | | | | |
| | 투자의도 낮은 집단 | - | (상수) | .914 | .306 | - | .004 | - |
| | | 수익성 | 임대수익 | .288 | .180 | .436 | .114 | 8.723 |
| 매매차익 | | | -.253 | .177 | -.356 | .157 | 7.319 | |
| 자본가치·효용가치 증가 가능성 | | | .192 | .146 | .275 | .192 | 5.119 | |
| 인플레이션 헤지 | | | .008 | .125 | .012 | .949 | 3.774 | |
| 위험성 | | 수익률의 불확실성 | .342* | .162 | .409* | .039* | 4.433 | |
| | | 금융위험(레버리지위험) | -.316* | .136 | -.417* | .022* | 3.745 | |
| | | 개발위험(입점지연·업체부도위험) | .237 | .131 | .358 | .074 | 4.591 | |
| | | 지역성장위험(환경·상권변동) | -.183 | .152 | -.258 | .234 | 5.428 | |
| 환금성 | | 필요시 조기환급(자본회수) 가능성 | -.117 | .112 | -.209 | .300 | 4.690 | |
| | | 매매 용이성 | -.277 | .143 | -.416 | .056 | 5.394 | |
| | | 용도변경 가능성 | .295* | .124 | .474* | .021* | 4.709 | |
| 규제성 | | 금융 및 부동산 관련 규제 완화 | .200* | .088 | .330* | .025* | 2.450 | |
| | | 투자관련 인허가 절차 | -.031 | .110 | -.052 | .780 | 4.019 | |
| 회귀식의 유의확률 0.000, R ² =0.396, Durbin-Watson 1.916 | | | | | | | | |

혀 다르게 나왔으며, 두 집단 중 투자의도가 낮은 집단과 전체집단의 결과가 동일하게 나타났다. 즉, 투자의도가 높은 집단에서는 위험성(0.257)과 환금성(-0.123)만이 유의한 영향력을 미치는 것으로 나타났지만, 투자의도가 낮은 집단에서는 수익성(0.300)과 규제성(0.258)만이 유의한 영향력을 미치는 것으로 나타났다. 전체집단에서는 투자의도가 낮은 집단과 동일하게 수익성(0.285)과 규제성(0.223)만이 유의한 영향력을 미치는 것으로 나타났었다. 따라서 전체집단의 결과를 적용하게 되면 투자의도가 낮은 집단에게만 효과적인 전략을 적용하게 되는 오류를 범할 수 있음을 의미한다. 한

편, 투자의도가 높은 집단이 152명이고 투자의도가 낮은 집단이 85명인데도 전체집단의 결과가 투자의도가 낮은 집단과 동일하게 나타난 것은 응답자수가 연구결과에 영향을 미치지 않았음을 의미한다. 설명력은 투자의도가 높은 집단(R²=0.161)보다 낮은 집단(R²=0.258)이 더 높았으며, 투자의도가 낮은 집단만이 전체집단의 설명력(R²=0.165)보다 높았다.

마지막으로, 하위속성 수준에서 집단 간 다중회귀분석을 실시한 결과는 [표 12]와 같다. 역시 투자의도가 높은 집단과 낮은 집단 간에 전혀 다른 결과가 나왔으며, 전체집단의 결과와 비교해보면 두 집단에서 거의

반반씩 전체집단과 동일한 것으로 나타났다. 즉, 투자이도가 높은 집단에서는 임대수익(0.158), 개발위험(0.195), 지역성장위험(0.124)만이 유의한 영향력을 미치는 것으로 나타났지만, 투자이도가 낮은 집단에서는 수익률의 불확실성(0.342), 금융위험(-0.316), 용도변경 가능성(0.295), 금융 및 부동산 관련 규제 완화(0.200)만이 유의한 영향력을 미치는 것으로 나타났다. 전체집단에서는 임대수익(0.235), 금융위험(-0.213), 지역성장위험(0.241), 금융 및 부동산 관련 규제 완화(0.235)가 유의하게 나타났었는데, 이중에서 임대수익과 지역성장위험은 투자이도가 높은 집단과 동일하고, 금융위험과 금융 및 부동산 관련 규제 완화는 투자이도가 낮은 집단과 동일한 결과이다.

그리고 이러한 결과는 요인수준의 결과와도 다른 결과이다. 즉, 투자이도가 높은 집단의 요인수준에서는 위험성과 규제성만이 유의하였지만, 속성수준에서는 규제성의 속성들이 모두 유의하지 않았으며, 오히려 수익성(임대수익)이 유의한 것으로 나타난 것이다. 투자이도가 낮은 집단에서도 요인수준에서는 위험성과 규제성만이 유의하였지만, 속성수준에서는 위험성(수익률의 불확실성, 금융위험)과 규제성(금융 및 부동산 관련 규제 완화) 뿐만 아니라 환금성(용도변경 가능성)도 유의한 것으로 나타났다. 설명력은 투자이도가 높은 집단 ($R^2=0.301$)보다 낮은 집단($R^2=0.396$)이 더 높았으며,

두 집단 모두 전체집단의 설명력($R^2=0.240$)보다 높게 나타났다.

V. 결론

1. 연구결과의 요약

다중회귀분석 결과에 대한 요인과 속성 간의 비교 및 집단 간 비교를 하나의 표로 요약하면 [표 13]과 같다. 먼저, 요인수준에서는 전체집단과 투자이도가 낮은 집단의 결과가 동일하게 나왔지만, 투자이도가 높은 집단은 전혀 다르게 나타났다. 즉, 전체집단과 투자이도가 낮은 집단에서는 수익성과 규제성의 영향력이 유의하였지만, 투자이도가 높은 집단에서는 위험성과 환금성의 영향력이 유의하였다.

속성수준에서는 세 집단의 결과가 모두 다르게 나타났다. 즉, 전체집단에서는 임대수익, 금융위험, 지역성장위험, 금융·부동산 관련 규제완화가 유의하게 나타났지만, 투자이도가 높은 집단에서는 임대수익, 개발위험, 지역성장위험만이 유의하고, 투자이도가 낮은 집단에서는 수익률의 불확실성, 금융위험, 용도변경 가능성, 금융·부동산 관련 규제완화만이 유의하였다.

요인과 속성간의 결과 비교에서도 서로 다르게 나타났다. 전체집단의 경우 요인수준에서는 수익성과 규제

표 13. 연구결과 요약

| 집단 | 요인 | 영향력 | R ² | 속성 | 영향력 | R ² |
|------------|-----|-------|----------------|-------------------|-------|----------------|
| 전체집단 | 수익성 | .277 | .165 | 임대수익 | .259 | .240 |
| | 위험성 | - | | 금융위험(레버리지위험) | -.222 | |
| | 환금성 | - | | 지역성장위험(환경·상권변동) | .248 | |
| | 규제성 | .206 | | - | - | |
| 투자이도 높은 집단 | 수익성 | - | .161 | 금융 및 부동산 관련 규제 완화 | .267 | .301 |
| | 위험성 | .429 | | 임대수익 | .158 | |
| | 환금성 | -.193 | | 개발위험(입점지연·업체부도위험) | .195 | |
| | 규제성 | - | | 지역성장위험(환경·상권변동) | .124 | |
| 투자이도 낮은 집단 | 수익성 | .390 | .258 | - | - | .396 |
| | 위험성 | - | | 수익률의 불확실성 | .342 | |
| | 환금성 | - | | 금융위험(레버리지위험) | -.316 | |
| | 규제성 | .377 | | 용도변경 가능성 | .295 | |
| | | | | 금융 및 부동산 관련 규제 완화 | .200 | |

성이 유의하였지만, 속성수준에서는 수익성(임대수익)과 규제성(금융 및 부동산 관련 규제 완화) 뿐만 아니라 위험성(금융위험, 지역성장위험)도 유의하게 나타났다.

투자자의도가 높은 집단의 경우, 요인수준에서는 위험성과 환금성이 유의하였지만, 속성수준에서는 수익성(임대수익)과 위험성(개발위험, 지역성장위험)만이 유의하게 나타났다. 특히 환금성의 경우, 요인수준에서는 유의한 것으로 나타났지만 속성수준에서는 유의한 속성들이 전혀 없었다.

투자자의도가 낮은 집단의 경우, 요인수준에서는 수익성과 규제성만이 유의하였지만, 속성수준에서는 위험성(수익률의 불확실성, 금융위험), 환금성(용도변경 가능성), 규제성(금융 및 부동산 관련 규제 완화)만이 유의하게 나타났다. 특히 수익성의 경우, 요인수준에서는 유의한 것으로 나타났지만 속성수준에서는 유의한 속성들이 전혀 없었다.

한편, 투자자의도에 대한 독립변수들의 설명력 R2는 요인수준보다는 속성수준에서 더 높고, 전체집단보다는 세분화된 집단에서 더 높게 나타났다. 그리고 투자자의도에 미치는 영향력이 부정적(-)인 독립변수는 투자자의도가 높은 집단에서의 환금성(-0.193) 요인과 전체집단과 투자자의도가 낮은 집단에서의 금융위험(-0.316) 속성으로 나타났다. 즉, 환금성 요인과 금융위험 속성을 중요시할수록 투자자의도가 낮아지는 것으로 나타났다.

2. 시사점

요인과 속성수준에서 전혀 다르게 나타난 연구결과는 조형지표로 이루어진 요인들 간의 인과관계분석에서 요인수준에서만 분석하고 속성수준에서 분석을 하지 않으면, 투자자의도에 유의한 영향력을 지닌 요인의 속성들도 모두 유의한 영향력을 지닌 것으로 해석하고, 유의하지 않은 영향력을 지닌 요인의 속성들은 모두 유의하지 않은 것으로 해석하는 오류를 범할 수 있음을 시사하고 있다[9].

또한, 세분화된 집단 간의 결과도 전혀 다르게 나타났기 때문에 실제로 마케팅 커뮤니케이션에 적용하는 경우에는 속성수준에서의 세분화된 집단 간의 결과를 적용하는 것이 바람직할 것이다[9]. 즉, 투자자의도가 높은 집단을 목표로 하여 마케팅 커뮤니케이션을

수행하고자 하는 경우에는 임대수익이 높고 개발위험과 지역성장위험이 낮음을 소구하여 투자자의 투자도를 더 높일 수 있을 것이다. 투자자의도가 낮은 집단을 목표로 하여 그들의 투자자의도를 활성화시키고자 하는 경우에는 수익률의 불확실성과 금융위험이 낮으며, 규제 완화에 관해 소구하여 투자자의도를 높일 수 있을 것이다.

특히 투자자의도가 낮은 집단의 경우에는 투자자의도에 유의한 영향을 미치는 수익성의 하위속성들은 없지만, 하위속성들의 영향력을 종합한 수익성 요인의 영향력은 투자자의도에 유의한 정(+)의 영향을 미치고 있으며 수익률의 불확실성도 투자자의도에 유의한 정(+)의 영향을 미치고 있기 때문에 전반적으로는 분양상가투자가 수익성이 높고 수익률의 불확실성이 없다고 인식하고 있음을 시사한다. 또한, 투자자의도가 낮은 이유가 투자의 가장 핵심적인 목적인 수익성 때문이 아니고, 금융위험(-0.316) 때문이라는 점은 대출금리에 따라 투자자의도가 높아질 수 있는 가능성이 있음을 시사하고 있다. 따라서 중도금 무이자 용자, 고정금리 대출 또는 대출이자율의 인상 시에 이자의 일부를 보상하는 Win-Win 전략 등을 적극적으로 고려해 볼 필요가 있을 것이다.

한편, 세분화된 타겟마케팅이 더욱 효과적이겠지만 경우에 따라 전체집단을 대상으로 마케팅을 하고자 하는 경우에는 임대수익이 높고 금융위험과 지역성장위험은 낮으며 금융·부동산 관련 규제가 심하지 않다는 점을 소구하는 것이 효과적일 것이다. 그러나 요인수준에서는 전체집단과 투자자의도가 낮은 집단의 결과가 동일하기 때문에 전체집단의 결과를 적용하게 되면 투자자의도가 낮은 집단에게만 효과적인 전략을 적용하는 오류를 범할 수 있을 것이다.

3. 한계점 및 향후 연구방향

본 연구의 한계점과 향후 연구방향은 다음과 같다. 첫째, 본 연구는 수도권과 세종시·충남지역의 투자자들만을 대상으로 하였기 때문에 본 연구의 결과를 전국적으로 확대하기에는 한계가 있다. 부동산 개발사업은 수도권과 지방 대도시권, 기타 지역에 따라 수익성에 큰 차이를 보이기 때문이다[23]. 따라서 연구결과를 일반화하기 위해서는 표본을 전국적으로 확대할 필요가 있

다.

둘째, 본 연구에서는 투자행동요인과 부동산특성요인 중에서 투자행동요인만을 대상으로 하였다. 그럼으로써 요인수준에서는 투자 의도에 대한 요인들의 설명력이 낮게 나타났다. 따라서 향후연구에서는 부동산특성요인과 그 하위속성들을 포괄적으로 포함하여 연구할 필요가 있다.

셋째, 부동산투자의 은밀성으로 인해 응답자들의 진실성과 불성실한 응답이 있을 수 있다[3][4]. 따라서 설문조사와 함께 면접조사도 병행하는 것이 바람직할 것이다.

넷째, 투자행동요인과 속성들이 투자 의도 등에 미치는 영향력에 대해 다양한 조절변수를 도입하여 차이를 비교할 필요가 있다. 부동산투자 의사결정, 투자행동요인, 부동산특성요인 등에 관한 연구는 아직까지 초기 단계이고 관련 논문의 수도 매우 부족한 상태이며 선행 연구들의 결과도 일치하고 있지 않기 때문에 조절변수에 대한 연구가 활발히 수행될 필요가 있다.

* 본 논문은 장호섭의 석사학위 논문을 발전시킨 것임.

참 고 문 헌

[1] 백준석, 김구희, 이주형, “부동산 투자 의사결정에 있어 투자자 선호특성이 투자만족도에 미치는 영향 분석,” 한국콘텐츠학회논문지, 제16권, 제3호, pp.553-562, 2016.
 [2] 백준석, 이주형, “부동산 투자의 선호특성이 투자만족도 및 재투자 의사에 미치는 영향 분석,” 한국산학기술학회 논문지, 제17권, 제2호, pp.657-665, 2016.
 [3] 심규열, 이승환, 김용만, “구미지역 부동산 투자자 행동요인이 투자만족, 투자회사 신뢰 및 재투자 의도에 미치는 탐색적 연구,” 마케팅논집, 제14권, 제5호, pp.179-203, 2006.
 [4] 양화석, “부동산 투자자의 행동요인이 투자만족도와 재투자 의도에 미치는 영향 분석,” 대한부동산학회지, 제21권, pp.186-208, 2003.
 [5] 이동주, 황종규, 권대중, “부동산 투자 선호요인에 관한 연구,” 대한부동산학회지, 제35권, 제2호,

pp.151-168, 2017.
 [6] 임석우, 박상열, “중소형빌딩투자자의 투자자 특성별 투자 선호요인에 관한 연구,” 집합건물법학, 제19권, pp.217-245, 2016.
 [7] 하정순, 신종철, “부동산 투자 매력속성이 투자자의 실현수익률과 투자만족도에 미치는 영향,” 부동산학보, 제33권, pp.42-58, 2008.
 [8] G. Shim, S. Lee, and Y. Kim, “How Investment Behavior Factors Influence Investment Satisfaction, Trust in Investment Company, and Reinvestment Intention,” Journal of Business Research, Vol.61, No.1, pp.47-55, 2008.
 [9] 김중인, “반영지표 vs. 조형지표: 이론적 논의, 실증적 비교, 그리고 실무적 유용성,” 마케팅연구, 제27권, 제4호, pp.199-226, 2012.
 [10] 윤만희, “서비스공정성 개념의 대안적 측정이 신뢰와 고객의 자발적 행위 추정에 미치는 영향: 반영지표 측정모형과 형성지표 측정모형의 비교,” 경영연구, 제18권, 제4호, pp.167-194, 2003.
 [11] T. Coltman, T. Devinney, D. Midgley, and S. Veniak, “Formative versus Reflective Measurement Models: Two Applications of Formative Measurement,” Journal of Business Research, Vol.61, No.12, pp.1250-1262, 2008.
 [12] 김진, “부동산투자 결정과정과 의사결정 요인에 관한 연구,” 한국전자통신학회논문지, 제7권, 제3호, pp.625-632, 2012.
 [13] 김진, 원영수, “상업용부동산 투자의 결정요인,” 주거환경, 제9권, 제2호, pp.73-86, 2011.
 [14] 전용식, 김광희, “AHP 분석을 통한 분양상가에 대한 수분양자 측면의 선택요인 분석에 관한 연구,” 한국과학예술포럼, 제26권, pp.391-400, 2016.
 [15] KB금융지주금융연구소, 2020 KB 부동산 보고서(상업용편), 2019.12.
 [16] KB금융지주금융연구소, 2021 KB 부동산 보고서(상업용편), 2020.12.
 [17] 이미숙, 김종진, “AHP 기법에 의한 부동산중개업의 직무분석,” 한국콘텐츠학회논문지, 제8권, 제12호, pp.246-255, 2008;
 [18] 한국소비자원, *분양상가 광고 실태조사*, 조사보고서, pp.1-47, 2004.
 [19] 한국소비자원, 부동산 분양·임대 관련 표시·광고 실

태조사, 조사보고서, pp.1-67, 2006.

[20] S. Ross, R. Westerfield, and B. Jordan, *Fundamentals of Corporate Finance*, McGraw-Hill Education, 2008.

[21] C. Wurtzebach and M. Miles, *Modern Real Estate*, Wiley-Interscience, 1991.

[22] 문상철, 김연태, 김철수, “부동산특성별 경매투자자의 투자만족도에 미치는 영향요인 연구,” *대한부동산학회지*, 제34권, 제2호, pp.69-86, 2016.

[23] 이택수, 이주형, “부동산 개발사업의 유형별 투자결정요인 분석,” *한국콘텐츠학회논문지*, 제13권, 제1호, pp.456-466, 2013.

저 자 소 개

장 호 섭(Hosup Jang)

정회원



- 2019년 2월 : 홍익대학교 일반대학원 글로벌경영학과(석사)
- 현재 : (주)좋은예감알앤디 대표이사

〈관심분야〉 : 마케팅

김 중 인(Joongin Kim)

정회원



- 1995년 12월 : Arizona State Univ. 산업경영시스템공학과(박사)
- 1996년 9월 ~ 현재 : 홍익대학교 상경대학 글로벌경영학과 교수

〈관심분야〉 : 마케팅, e-비즈니스