

## 부동산 개발금융 참여자간 관계구조에 관한 연구 - 시공사와 재무적 투자자와의 관계구조를 중심으로 -

A Study on the Relationship Structure of the Real Estate Development Project Partners ;  
Focused on Constructor & Financial Institution

정 도 현 (Chung, Dohyun)\*

최 민 섭 (Choi, Minseub)\*\*

### < Abstract >

The purpose of this study is to examine the influence factors and outcome between constructor and financial investor by reviewing relationship structure under the assumption that financing is the key factor in real estate development structure. Survey data is used to examine whether certain relationship factor has an influence on reliability level and reliability's influence on increasing satisfaction level. As for the analysis technique used in the research, relationship structure's factor analysis and main component analysis technique were used to examine reliability analysis, SPSS 16.0 for statistical treatment, and AMOS 16.0 for structural equation. The hypothesis test has found that each relationship factor has significant influence on reliability level, and reliability, the parameter, has significant influence on satisfaction level.

주 제 어 : 프로젝트파이낸싱, 부동산금융, 시공사, 재무적투자자, 관계구조, 신뢰, 만족도

Keywords : Project Financing, Real Estate Financing, Constructor, Financial Investor,  
Relationship Structure, Reliability, Satisfaction Level

\* 서울벤처정보대학원 부동산학과 박사과정 수료, ceramicchung@naver.com (주저자)

\*\* 서울벤처정보대학원 부동산학과 교수, choi@suv.ac.kr (교신저자)

## I. 서론

우리나라의 부동산 시장은 1997년 외환위기 이후 많은 변화를 겪어왔다. 특히 2001년 이후 부동산경기 호황을 타고 시행사라 불리는 디벨로퍼가 본격적으로 등장하여 건설업체의 불황 타개를 위한 사업구조의 변화와 더불어 디벨로퍼가 부동산 개발사업의 한 주체로서 자리매김하게 되었다. 이러한 배경에는 당시 정부의 기업 부채비율 축소유도 정책으로 인하여 프로젝트 파이낸싱<sup>1)</sup>이라는 새로운 제도가 도입되면서 적극적으로 활용(박원석, 2005)되어 활기를 띠게 된 측면도 있다.

그러나 국내에 도입되어 사용된 부동산 개발 금융은 프로젝트 자체의 사업성에 의한 대출이 아닌 우량한 건설회사가 보증을 서는 기업대출 형식을 취하는 변형된 금융방식이어서, 순수한 의미의 프로젝트 금융이라고 보기는 어려운 측면이 있었다.

한편, 2008년 미국의 리먼브러더스 및 메릴린치 증권이 파산을 계기로 미국 등 선진국의 금융 위기가 전세계의 금융시장을 혼란에 빠지게 하면서 우리나라의 부동산 시장도 침체에 접어들었으며 2010년 4월말 현재 전국에 미분양 아파트의 숫자가 11만 여채에 이르게 되었다.(국토해양부자료)

이러한 글로벌 금융위기 이후 우리나라의 금융기관은 전반적으로 안전자산 선호 현상이 극에 달하면서 신규 PF의 취급은 거의 이루어지지 않은 상태로 침체상태에 놓여있다. 그 이유는 여러 가지가 있겠으나 금융기관과 시공사간의 신용보장에 대한 서로간의 리스크 분산에 대한 견해차이도 그중에 한가지라 하겠다. 다시 말해 금융기관은 금융의 특성상 미래의 현금흐름만을 담보로 여신 취급하기에는 현 시장상황의 불확실성이 너무 크므로 이에 대한 신용보장을 시공사가 해결해야 한다고 주장하고 있으며, 시공사는 과도한 지급보증 규모로 인해 기업의 리스크가 지나치게 확대되며, 전국적인 미분양으로 인한 자금부담으로 인해 기업의 신용에 심각한 문제를 야기할 수 있어 지급보증을 할 수가 없다는 입장이다.

또한 부동산 개발사업은 초기 사업기획부터 사업이 종료되기까지 장기간 소요되기에 사업기간 중 많은 변수에 부딪히게 된다. 사업진행 과정에서 인·허가의 지연 등으로 인한 분양시기의 조절, 정책의 변화나 사업에 따른 민원 등의 다양한 사안이 발생하게 된다. 특히 분양성의 경우 시장상황의 변화에 민감한 관계로 당초 계획했던 분양률에 의한 현금흐름은 사업 진행과정에서 시장의 상황에 따라 변하게 되며 이는 곧 금융기관의 프로젝트 금융 원리금 회수 스케줄에 변화를 초래하게 된다. 이렇듯 프로젝트 금융의 특성상 불확실성 및 리스크는 금융구조 수립과정에서 각

1) 프로젝트 파이낸싱이란 본래 특정한 프로젝트로부터 미래에 발생하는 현금흐름(Cash Flow)을 담보로 하여 당해 프로젝트를 수행하는데 필요한 자금을 조달하는 금융기법을 총칭하는 개념이다. 금융기관이 당해 프로젝트의 사업성과 사업의 신용만을 보고 자금을 지원하고 대출상환은 프로젝트에서 발생하는 수익을 원천으로 하므로 프로젝트에서 발생하는 현금흐름을 유지, 확보하는 것에 초점을 두며 정상적인 현금흐름을 방해하는 것은 모두 리스크로 간주된다. 그러나 민간 부동산 개발사업에서는 프로젝트 리스크에 대한 부분을 모회사나 건설사가 직·간접적으로 보증을 서는 변형된 형태의 프로젝트 금융이 등장하여 운용되고 있다. 이하 PF라는 약어로 표현한다.

당사자 간 적절히 분산하게 되나 요즘처럼 시장의 불확실성이 확대된 상황에서는 시공사나 재무적투자자 간에 리스크 분산에 대한 합일점을 찾기가 쉽지 않아 보인다.

본 연구는 이와 같이 부동산 개발사업에 있어 시공사와 재무적 투자자 간의 리스크 분산이 사업의 성패에 절대적인 요인이라고 보며, 이러한 리스크분산은 결국 양 당사자 간의 관계가 상호공동운명체라고 인식하는데서 출발된다.

이와 같은 인식을 바탕으로 개발사업의 주 참여주체인 양 당사자 간의 관계특성을 이해하며 만족도를 높일 수 있는 방안은 무엇인지 살펴보고 그 방안을 마련하는 데 있어 도움이 될 수 있는 연구가 요구된다고 하겠다.

본 연구는 앞에서 제기한 부동산 개발사업에서의 상호협력의 필요성에 대한 인식을 바탕으로 부동산 개발사업 구조, 특히 자금조달이 가장 중요한 요인이라는 인식하에 주요 구성주체인 시공사와 재무적 투자자를 중심으로 한, 관계차원을 살펴보고 영향요인과 만족도에 대해 연구하고자 한다.

따라서 이 연구는 다음과 같은 사항을 살펴보고자 한다.

첫째, 이론적 배경에서 부동산 개발사업 및 부동산 개발금융에 대해 살펴보고, 개발사업의 주요 구성주체인 시공사와 재무적 투자자간의 관계구축과 관련한 구성개념들을 정비하여 관계요인을 파악하고 관련성을 살펴본다. 즉, 시공사와 재무적 투자자간 관계구조에 대한 내용을 개념화시키며, 이를 통해 두 기업 간 협력관계 요소를 파악한다.

둘째, 파악된 관계요인을 토대로 시공사와 재무적 투자자간 관계구축에 대한 연구모형을 도출

하고 연구가설을 설정한다.

셋째, 설계된 연구모형과 연구가설을 실증조사와 분석을 통해 검증해 본다.

넷째, 분석결과를 통해 시공사와 재무적 투자자간의 개발사업 진행에 있어 만족도를 제고할 수 있는 전략적 운영방안을 마련하는데 활용될 수 있는 기초자료를 살펴본다.

본 연구의 시간적 범위는 설문조사를 실시한 2010년을 기준으로 설정하였으며, 공간적 범위는 국내 민간 개발사업의 주요 주체로 참여하는 국내 시공사 및 재무적 투자자로 한정하였다.

즉 민간 개발사업을 추진하는 사업참여자 간의 관계구조를 위주로 살펴기 때문에, 이는 아파트 등의 주거시설 개발, 오피스나 오피스텔과 같은 업무시설 개발, 상가와 쇼핑센터와 같은 판매시설 개발 등의 사업을 주로 추진하는 사업체들로 구성될 것으로 보인다.

본 연구의 내용적 범위는 시공사와 재무적 투자자의 관계특성을 중심으로 선행변수와 매개변수 및 성과와의 관련성에 한정하였다.

본 연구의 방법으로는 문헌연구와 실증연구를 병행하였다. 문헌연구로 관련 서적, 논문, 각종 간행물 및 통계자료 등을 활용하여 시공사와 재무적 투자자 간의 관계구조 구축에 있어서 기본 바탕이 되는 기업관계이론을 파악하였다.

또한, 선행연구를 바탕으로 시공사와 재무적 투자자간 관계요인을 도출하였으며, 측정항목과 측정척도를 개발하였다. 이를 바탕으로 시공사와 재무적 투자자의 관계모형을 개발하고 이모형을 분석하기 위해 실증적 연구방법을 택하였다.

실증연구를 위하여 시공을 담당하고 있는 건설업체에 근무하는 직원 및 재무적투자자로서 프로젝트금융 및 부동산펀드 등을 담당하는 임직원

에게 설문으로 조사되었다. 실증분석을 위한 통계처리에는 SPSS Version 16.0 및 AMOS 16.0 통계패키지 프로그램을 활용하여 분석하였다.

이용 통계기법으로는 크게 기술적 통계분석(descriptive statistics), 다변량 통계분석(multivariate statistical analysis)방법을 활용하였고, 연구모형과 가설을 검증하기 위해서는 구조방정식모형 분석방법을 활용하였다.

## II. 이론적 고찰

### 1. 부동산금융의 개념

#### 1) 프로젝트금융

프로젝트금융의 개념은 다양하게 정의되고 있다. 개개의 프로젝트가 지닌 권익과 자산을 담보로 하고, 그 프로젝트로부터 파생되는 자금조달 및 수익을 변제재원으로 하는 금융기법<sup>2)</sup>이라고 정의되는가 하면, 대주가 개별 경제단위에 대해 대출을 함에 있어서 우선적으로 그 경제단위의 현금흐름과 수익을 대출의 상환자금으로 검토하고, 대출에 대한 담보는 그 경제단위의 자산으로 하는 금융<sup>3)</sup>이라고 정의되기도 한다. 또 자금조달이 어렵거나 당해 프로젝트로부터 신속한 수입창출이 어려운 대규모 사업에 대한 금융으로써 사업의 성패에 대한 위험부담을 지고 제공하는 금융유형<sup>4)</sup>이라는 정의도 있다. 이를 종합하여 정리하면, 프로젝트 금융이란 특정한 프로젝트로부터

미래에 발생하는 현금흐름을 담보로 하여 당해 프로젝트를 수행하는데 필요한 자금을 조달하는 금융기법을 총칭하는 개념<sup>5)</sup>이라고 할 수 있다.

한편, 프로젝트 금융의 개념을 협의로 파악하면, “프로젝트 스폰서의 신용정도 보다는 프로젝트의 수익성에 기초를 둔 소구권이 없는(non-recourse)부채자금 조달수단”이라고 할 수 있다. 따라서 프로젝트 금융은 독립된 자본투자자에 대한 금융방법의 일종으로서 당해 프로젝트의 실질상의 소유자인 사업주의 기존자산 및 부채와는 구분된다.

#### 2) 부동산 개발금융

부동산개발금융에 대하여 다수의 연구자들은 다양한 시각에서 개념을 정의하고 있다. 서후석(1998)은 부동산개발금융은 부동산개발 단계를 건설시공 전 단계와 시공단계, 시공 후 단계로 나누고 사업부지 매입 등 시공 전 단계와 시공단계에서의 자금 조달과 운용을 부동산개발 금융으로 정의하였다. 시공이후 단계까지 포괄하여 정의할 경우 부동산금융으로 표현할 수 있다고 하였다.

이현석(2006)은 부동산개발금융은 특정 부동산을 개발하기 위해 필요한 토지매입과 건설공사 등에 대해 소요되는 자금을 조달하는 금융으로 정의하였다. 부동산개발금융은 일반 시중은행의 공사대출을 중심으로 하는 단기대출금융(short-term debt financing)이 주를 이루며, 공사대출을 일시키기 위한 선행조건으로 건설회사의 지급 및 분

2) 문영기, 장희순 역, 「부동산 개발사업과 위험관리」, 부연사, 2004

3) Nevitt & Fabozzi, “Project Financing”, 6th, London, Euromoney, 1995

4) Vinter, Graham D, *Project Finance : A Legal Guide*, London : Sweet & Maxwell, 1995

5) 박동규 역, 「프로젝트 파이낸싱의 개념과 실제」, 명경사, 2003

양보증이 개발금융의 중요한 쟁점이라고 지적하였다.

부동산개발 금융상품의 종류로는 부동산 PF 대출, 부동산ABS, 부동산 ABCP, 부동산펀드, 리츠 등이 있다.

## 2. 재무적 투자자의 개념

### 1) 재무적 투자자에 대한 개념

정부는 사회간접자본투자에 소요되는 막대한 투자재원을 모두 국가가 부담하는 것에 한계가 있다고 판단하여 민간투자제도를 도입하게 되었다. 재무적 투자자는 투자재원의 다양화를 위해 도입된 민간투자제도 하에서 발생된 개념이다. 기획재정부 민간투자사업 기본계획에 의하면, 재무적 투자자(Financial Investor) 민자사업에 참여하는 금융기관으로, 펀드를 포함한 금융기관들은 재무적 투자자가 될 수 있다. 국토연구원(2002)은 재무적 투자자를 건설업체 등과 같은 전략적 투자자(Strategic Investor)와 비교하여 구분하고 부동산개발 등에 자본수익을 목적으로 참여하며 사업 전 기간에 걸친 안정성과 수익성을 근거로 투자를 실행하는 출자자로 정의하고 있다.

### 2) 재무적 투자자의 유형

우리나라의 재무적 투자자는 자금운용의 특성상 크게 대출 중심의 시중은행을 비롯한 투·융자 금융기관, 보유자산의 장기운용이 요구되는 보험사와 연기금 및 각종 공제단체, 민간투자사업 등 전문적인 투자를 목적으로 설립된 펀드 등 3가지로 구분할 수 있다(윤광수, 2005). 각 유형별 실태에 대한 내용은 아래와 같다.

첫째, 은행은 지분출자보다는 대출약정에 의한

투자에 참여하고 있는 것이 대부분이다. IMF 외 환위기 이후 가장 적극적으로 시장에 진입하였고 자산건전성을 갖춘 금융기관의 이미지를 바탕으로 수신기능에 바탕을 둔 막대한 대출재원으로 부동산대출시장 최고의 점유율을 기록하였다. 그러나 대부분 담보대출 유형으로, 지분형 PF 사업 참여는 활발하지 못하였다.

둘째, 보험사는 「보험업법」 제19조에 따라 자산을 운용하고 있으며 보험업법 시행령 제14조에서는 보험사가 자산운용을 할 수 있는 방법을 규정하고 있다. 보험사는 유가증권의 취득 및 이용, 부동산의 취득 및 이용, 대출 및 어음의 할인, 금융기관에의 예금, 금전·유가증권 또는 부동산의 신탁, 기타 금융감독원장이 정하는 방법으로 자산을 운용할 수 있다.

셋째, 연. 기금은 기금의 설치 목적 등이 법령 및 조례에 근거해야 하며, 기획재정부와 감사원 등의 관리감독을 받아야 한다. 연·기금의 여유자금은 매우 다양한 형태로 운용되고 있다.

넷째, 펀드를 통한 부동산 투자활동은 각 개별 투자자로부터 다양한 형태의 자금을 투자 목적에 맞게 모집할 수 있고, 펀드 운용회사의 전문성과 독립성을 통하여 투자위험을 최소화할 수 있는 장점이 있다. 다양한 투자대상 선택과 대상사업에 적합한 투자구조를 개발하여 투자가치를 극대화 할 수도 있다. 「자본시장과 금융투자업에 관한 법률」에 의한 부동산펀드의 경우 과거 「간접투자 자산운용업법」에 의해 2004년 6월 설정된 이래 대부분 대출형 펀드의 성격으로 빠른 증가세를 보이고 있다.

### 3. 선행연구 고찰

부동산 개발금융에 관한 선행연구는 재무적 투자자의 참여실태 및 역할(박종덕, 2009), 공공-민간합동형 PF사업 단계별 핵심수행요인(전수현, 2008), 금융기관의 PF활용(이준호, 2007), 특수목적회사의 운용특성과 발전방안(김선규, 2008), 금융위험(박종경, 2009), 이자율결정요인(박만순, 2008), 신용스프레드 분석(정연길, 2004), 프로젝트금융의 법률적 부문(이종훈, 2007) 등 다양한 연구가 이루어졌다. 이 외에도 개발사업 자체에 대한 연구에는 개발사업의 타당성분석에 관한 연구, 주택개발사업에 관한 연구, 재건축·재개발에 관한 연구, 레저·관광지 개발에 관한 연구, 부동산 개발사업의 자금조달방법, 개발사업의 위험관리에 관한 연구 등이 있다. 그러나 부동산 개발사업의 참여자간 관계구조에 대한 연구는 ‘시행사와 시공사간의 관계를 중점적으로 연구한 김재태(2010)의 논문 외에는 거의 없는 실정이다.

부동산 개발사업이 아닌 타 분야를 대상으로 기업 간 관계를 연구한 예는 많이 살펴볼 수 있다. 많은 학자들은 기업 간의 관계특성을 살펴 보면서 다양한 관계 행동요인들을 제시하고 있으며, 이들 요인의 상호작용으로 성과와 연관된다고 하고 있다.

이러한 관계요인을 Morgan and Hunt(1994)는 기업은 관계에 따른 편익, 공유가치, 의사소통, 기회주의적 행동 등이 작용을 하여 서로 협력하거나 갈등한다고 하였으며, Palmatier. et. al(2006)은 관계혜택이나 직원전문성, 관계투자, 커뮤니케이션과 같은 요인들을 논의하였으며, Anderson and Narus(1990)는 서로 간의 대안비교와 상호의존성을 관계요인으로 보기도 하였다.

국내에서는 김재태(2010)는 관계요인을 친밀, 기회주의 및 자산특유성 등이라 하였으며, 이종환(2009)은 서비스품질과 기업이미지, 최성대(2008)는 고객이 지각하는 사회.심리적 편익, 경제적 편익, 고객화 편익, 유영호(2008)는 전문성, 커뮤니케이션, 명성(평판), 물리적환경, 가격요인, 유대관계, 광의택(2005)은 물리적요인, 인적요인, 마케팅환경, 김성대(2003)는 신뢰, 관계몰입, 상호의존성, 자산특유성 이라는 요인 들을 이에 해당한다고 논의하고 있다.

이렇듯 다양한 요인들이 기업 간 관계요인으로 논의되고 있어 이에 대한 명확한 경계선은 없는 것으로 보이며, 다만 선행연구에서 각각의 요인들에 대한 실증적인 연구에 의해서 연구의 성격에 맞게 연구자의 결정으로 이루어진다고 여겨진다.

## III. 연구설계

### 1. 연구모형의 설계

부동산 개발금융의 참여자간 관계구조는 관계형성의 행동요인, 관계행위 특성, 관계의 질적 수준, 관계결과 및 미래 관계의사 등으로 복잡하고 다면적으로 파악할 수 있지만, 본 연구에서는 시공사와 재무적 투자자간 관계요인을 파악하고 매개변수를 경유하여 만족도에 미치는 영향을 살펴보고자 하는 것이다.

본 연구는 <그림 1>과 같이 설정된 시공사와 재무적 투자자간 관계구조의 특성요인과 이에 대한 모형검증 및 연구가설 검증을 과제로 삼는다.

연구목적과 배경에 따라 본 연구모형은 다음

과 같이 살펴볼 수 있다.

첫째, 앞의 이론적 배경에서 파악된 관계요인이 선행변수로서 역할을 하여 매개변수에 영향을 미치는 것으로 추정한다.

둘째, 이들 매개변수는 관계성파에 직접적 영향을 미치는 것으로 추정한다. 여기서 관계요인은 선행연구를 통하여 의사소통, 전문성, 기회주의, 가격요인, 자산특유성으로 파악하였으며, 매개변수는 신뢰로, 결과변수로는 조사대상자들이 인지하는 전반적인 만족도로 살펴보았다.

연구모형을 토대로 구조방정식 모형을 다음과 같이 수식으로 나타낼 수 있다.

$$TR = \beta_{1-1}RC + \beta_{1-2}PRO + \beta_{1-3}OP + \beta_{1-4}PRI + \beta_{1-5}AS + \eta_1$$

$$SAT = \beta_2 TR + \eta_2$$

여기서 TR = 신뢰, SAT = 만족도

RC = 의사소통, PRO = 전문성, OP = 기회주의, PRI = 가격, AS = 자산특유성을 나타내고  $\beta_i$ 는 경로계수로서 통계적으로 추정될 모수를 말하며  $\eta_i$ 는 오차항을 나타낸다.

## 2. 가설의 설정

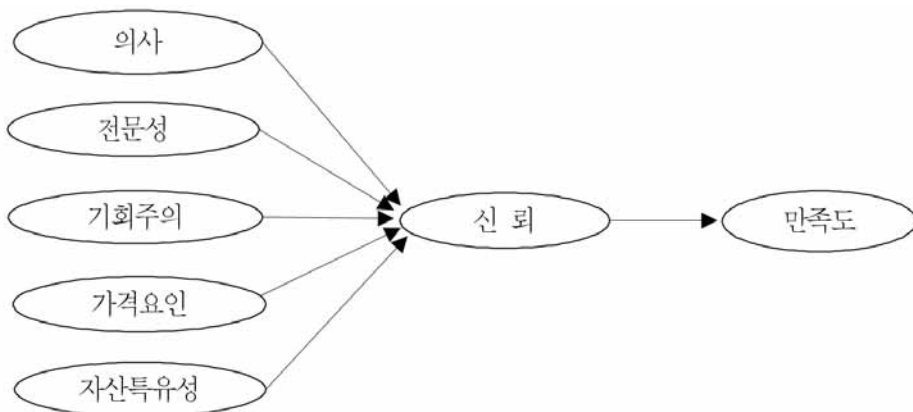
### 1) 선행변수와 매개변수에 관한 가설

#### (1) 의사소통과 신뢰와의 관계

의사소통에 관한 기존의 선행연구에서 보면 의사소통의 질은 신뢰에 영향을 미치는 중요한 요인으로 받아들여진다. 즉, 의사소통은 신뢰의 선행변수로 일정한 기간이 경과한 후 축적되어지는 신뢰는 다시 보다 좋은 의사소통을 촉진시키는 작용을 하고 결국 관계결속에 긍정적인 영향을 미친다.

여행사와 항공사 간의 관계에서 이준호(2001)나 한금희(2004)는 의사소통은 관계주의적 성향에 강한 영향을 미치고 있다고 언급하고 있다. 의사소통을 관계조정 메커니즘으로 인식하여 거래 당사자 간 공동의 의견을 만들고 공동의 행동을 실천하여 상호 공동의 목표를 성취하는 기폭제로 보고 있는 것이다. 정민희(2001)는 거래 당사자는 단순히 상대방이 하는 말에 의해 행동하기보다, 상대방에 대해 기존에 지니고 있는 지각에 따라서 행동하는 것이며 상호 적절한 의사

〈그림 1〉 연구모형



소통관계를 유지하게 될 경우 이는 서로의 신뢰에 긍정적인 영향을 미친다고 한다.

Palmatier et al(2006)는 원활한 의사소통은 신뢰에 긍정적 영향을 미침을 실증 분석하였으며, Dwyer, Shurr and Oh(1987)는 교환관계 발전과정에서 의사소통은 교환관계가 인식되면 이후 상호이익과 장기적인 관계결속으로 연결시켜 주는 역할을 수행한다고 보았다.

따라서 본 연구에서는 상호작용적인 의사소통은 관계행동요인으로 다음과 같은 가설을 설정하였다.

<가설> 1. 시공사와 재무적 투자자간의 의사소통은 신뢰에 긍정적인 영향을 미칠 것이다.

#### (2) 전문성(전문지식)과 신뢰와의 관계

전문성은 판매원이 소비자의 신뢰를 얻는데 있어서 대단히 중요한 요소이다. 일반적으로 소비자는 전문적인 영향력을 지닌 판매원을 보다 신뢰하는 경향이 있다(유영호, 2008). 귀금속·보석 도매점의 관계마케팅 실행에 필요한 요인중 전문성은 고객의 신뢰형성에 유의한 영향을 미치는 것으로 나타난 것으로 보았다(유영호, 2008).

본 연구에서의 전문성의 개념은 시공사의 경우 부동산 개발단계에서 고려되는 각종 사업수행 경험과 지식 등이라 하겠다. 즉 인허가 단계에서의 대관업무, 사업수주 심의 단계에서의 사업성 검토, 적정 공사비 산출, 수주후 공사단계에서의 PM 및 CM업무, 분양업무, 사업 종결단계에서의 수분양자에 대한 입주업무, 보존등기 등 마무리 단계로 구분할 수 있다.

한편 재무적 투자자의 전문성은 금융구조 수립시 각 단계별 리스크 측정 및 분산에 대한

Hedge 단계, 각 사업참여자에 대한 적절한 리스크 분산 구조수립 업무, Exit 구조수립, 자금집행 후 사후관리업무 등으로 구분할 수 있다. 따라서 본 연구에서는 전문성은 관계행동 요인으로 다음과 같은 가설을 설정하였다.

<가설> 2. 시공사와 재무적 투자자간의 전문성은 신뢰에 긍정적인 영향을 미칠 것이다.

#### (3) 기회주의와 신뢰와의 관계

기회주의는 장기적인 상호간의 이익보다는 언제든지 자신만의 이익을 취할 기회가 주어지면 그렇게 행동한다는 것이다. 이러한 기회주의는 자신의 단기적인 이익 지향을 위해 상대 파트너에 대한 관계설정을 바꿔버려 장기적인 신뢰와의 의존성을 하락시키게 한다.

이성근(1993)은 서울소재 제조업체를 대상으로 한 유통경로분석에 관한 실증적 연구에서 기회주의가 신뢰와 몰입에 영향을 미치는데 부정적인 요인으로 작용한다고 하였으며, 박진용(1998)과 한금희(2004) 또한 기회주의는 신뢰와 결속에 부정적 영향을 미친다고 하였다. 즉 기회주의는 경로관계에 악영향을 미치는 요인으로서 신뢰에 영향을 미치는 주요변수로 볼 수 있다.

<가설> 3. 시공사와 재무적 투자자간의 기회주의는 신뢰에 부정적인 영향을 미칠 것이다.

#### (4) 가격요인과 신뢰와의 관계

가격은 고객의 관점에서 볼 때 제품 또는 서비스를 얻기 위해서 희생하거나 포기하는 것으로 정의 한다(Zeithaml, 1988). 가격은 추상적인 의미가 아니라 고객이 인정하거나 지각하고 있는



가격으로 의미가 한정된다. 가격이란 생산자와 소비자 간의 교환에서 생산자가 생산한 제품이나 서비스의 가치와 소비자가 지불하려는 화폐의 가치가 동일하다고 상호간에 의견이 일치되는 교환 비율이다(유영호, 2008). 이러한 관점에서 볼 때, 저렴한 금리나 수수료는 시공사의 입장에서 보면 사업 리스크 및 공사 리스크 등이 낮다고 재무적 투자자가 판단하고 있다는 근거로 이해할 수 있으며 이러한 인식이 양 당사자 간의 신뢰에 영향을 미칠 것으로 전제하였다. 저렴한 공사단가의 경우에도 재무적 투자자의 입장에서 보면 시공사가 사업의 리스크를 낮게 보고 있다는 반증으로 볼 수 있어 양 당사자의 신뢰에 영향을 미칠 것으로 전제하였다. 대규모 개발사업의 경우 금리나 수수료 등의 금융비용은 사업 추진시 사업성에 지대한 영향을 미치고 현금흐름에 영향을 미치기도 한다. 따라서 대규모 프로젝트의 속성상 시공사와 재무적 투자자간의 관계 형성에 있어서도 금리나 수수료 및 공사단가 등은 중요하게 영향을 미칠 수 있다고 보았다.

<가설> 4. 시공사와 재무적 투자자간의 금리나 수수료 및 공사단가 등 금융비용은 신뢰에 긍정적인 영향을 미칠 것이다.

#### (5) 자산특유성과 신뢰와의 관계

거래 특유자산은 거래특성 중 가장 핵심적인 개념으로 특정 자원을 위해 필요한 전문화되고 전환비용 없이는 재배치가 어려운 투자를 의미한다.

이의 가치는 거래상대방의 성실한 행동에 의존하기에 특유자산에 투자한 기업은 거래상대방의 기회주의 행동에 대한 안전장치의 마련이 요구되며, 이러한 안전장치의 극단적인 형태는 수

직적 통합이 될 수 있다.

은행과 소기업고객을 대상으로 연구한 Colgate and Lang(2005)은 고객과의 관계 질이 향상되기 위해서는 설비와 직원에 대한 투자에 기초하여 관계를 구축하는 것이 소요되는 추가적인 비용보다 편익이 더 클 것이기에, 관계지향성 구축은 성장을 위한 첫 단계에 불과하다고 지적하고 있기도 하다.

반면에 시공사는 재무적 투자자의 의사결정 시스템, 전산 시스템, 사고예방, 부정행위 예방, 내부통제 시스템 등의 구비여부 등에 대하여 시공사 자신의 필요를 충족시켜 줄 수 있는 거래상대방을 택할 것이다. 특히 자산유동화, 부동산 펀드, 리츠 등 간접투자 자산에 의한 자금 조달시에는 해당 간접투자기구의 인적, 물적 시스템의 구비여부에 관심이 많을 것으로 보여 진다.

또한 부동산 개발상품은 개발되는 대상 부동산의 입지적 특성에 건축 등의 개발행위라는 요소가 결합하여 이루어진 상품으로 볼 수 있다. 여기서 건설사는 주거나 상업시설 등을 건설함으로써 소비자의 경제·사회·문화적 공간 욕구를 충족시키는 것인 바, 이는 재무적 투자자의 의사결정에 영향을 미칠 수 있는 요소라고 할 수 있다.

<가설> 5. 시공사와 재무적 투자자간의 자산 특유성은 신뢰에 긍정적인 영향을 미칠 것이다.

## 2) 매개변수와 결과변수에 관한 가설

### (1) 신뢰와 만족도와의 관계

부동산 개발 사업에서 시공사와 재무적 투자자는 동일사업에 각자 참여하여 한쪽은 개발이익의 공유 또는 시공이익을 향유하며 다른 한쪽은

자금지원을 통해 금융 수익을 향유하는 관계로 개발사업이 잘 추진되어야 하는 것은 서로가 공유하는 것이다. 즉 서로의 사업에 참여한 관계구조 특성상 각사의 성과는 상호 의존적일 수 있다. 따라서 이들이 거양하는 신뢰와 만족도 간의 관계를 살펴봄으로써 상호 관계구조 특성이 최종적으로 만족도에 어떠한 영향을 미치는가에 대한 시사점을 얻을 수 있다.

한금희(2004)는 신뢰와 몰입이 관계 질로 만족도에 영향을 미치는을 연구하였는데, 시공사와 재무적 투자자 두 기업은 모두 신뢰에 바탕을 둔 적절한 관계구조를 형성하고 있는 기업일수록 만족도를 제고하고 경쟁력은 높아질 것이다.

<가설> 6. 시공사와 재무적 투자자 간의 신뢰 수준이 높을수록 만족도는 향상될 것이다.

### 3. 조사 설계

#### 1) 변수의 조작적 정의

본 연구의 실증분석을 위해 주요변수들에 대해 기존 연구에서 사용되었던 내용들을 근거로 조작적 정의를 내리고, 이를 기초로 질의하는 사항의 구성은 시공사와 재무적 투자자의 관계모형에서 사용하기 적합하도록 수정하여 개발하였다. 또한 특정도구의 신뢰성을 높이기 위하여 모든 변수들을 다항목으로 측정하였으며 각 항목들은 ‘전혀 그렇지 않다’(1점), ‘정말 그렇다’(7점)로 측정하였다.

#### (1) 선행변수

관계요인으로 의사소통, 전문성, 기회주의, 가격요인, 자산특유성을 들고 있는 바, 의사소통의

경우 시공사와 재무적 투자자간 거래관계에서 상호 정보를 공유하는 정도로서 시의적절한 정보뿐만 아니라 필요한 다양한 정보를 공유하는 상태로 정의한다(Anderson. et al, 1990). 의사소통을 교환파트너들 사이에서 배분된 정보의 질이나 총량, 방문횟수로 정의하기도 하는데(Palmatier. et al, 2006), 여기서는 시의적절한 정보의 교환상태로 본다.

시공사와 재무적 투자자 두 기업은 개발사업에서 사업진행에 대한 적합한 정보의 제공이나 정보제공에 대한 적극적인 자세, 신뢰할 만한 정보의 공유 등이 중요한 소통매체로 인식되며, 이는 Anderson and Weitz(1992), Palmatier. et al(2006), 박진용(1998), 이낙귀(2002), 유행주(2008), 김재태(2010) 등에서 다루고 있는 의사소통에 대한 질문을 기초로 적합한 정보의 제공, 의사소통의 용이성, 의사소통의 빈도, 요구사항에의 응답성 등의 내용을 주요 질의 구성내용으로 하여 Likert 7점 척도로 측정하였다.

전문성은 시공사의 담당직원이 서비스를 제공하기 위하여 갖추어야 할 지식, 경험, 능력으로 정의한다(이낙귀, 2002). Anderson and Weitz(1992), Ganesan(1994), 이준호(2001), 정민희(2001), 김성대(2003), 최영로(2005), 유영호(2008), 김재태(2010)가 사용한 변수들을 본 연구에 적합한 내용으로 수정하고, 금융환경 변화에 따른 상품구성 능력을 가미하여 Likert 7점 척도로 측정하였다.

기회주의는 단기의 자사이익만을 위하여 수시로 타 업체와 비교하거나, 사업진행 중에도 더 좋은 조건을 얻어내기 위해 상대방의 약점을 이용하거나, 거래조건을 변경하는 등의 행동을 하는 것으로 정의한다. 개발사업의 소요기간이 비교적 장기간 소요되는 점을 감안할 때, 사업기간

중이라도 시공사나 재무적 투자자는 각자의 이익을 도모하기 위하여 타사와의 거래조건을 비교하기도 하고 조건변경을 요구하고 싶은 충동을 더 느낄 것이다. 이는 Provan and Skinner(1989), 박진용(1998), 김영대(2000), 한금희(2004), 김재태(2010)의 내용을 근간으로 타사와의 비교여부, 약점의 거래조건 활용, 거래처의 변경, 정보의 선택적 전달 등으로 질의 내용을 구성하여 Likert 7점 척도로 측정하였다.

가격요인은 시공사의 경우 공사단가를 말하며, 재무적 투자자의 경우 금리 및 수수료로 정의한다. 자산특유성은 특정기업이 가진 특유화된 지식이나 기술 등으로 부가가치를 창출하는데 도움이 될 수 있는 자산으로 정의한다. Anderson and Weitz(1992), Ganesan(1994), 이준호(2001), 정민의(2001), 김성대(2003), 김재태(2010)가 사용한 변수들을 본 연구에 적합한 내용으로 수정하여 업무처리 시스템, 업무처리능력 등의 항목으로 질의내용을 구성하였으며, 금융여건, 프로젝트의 대형화 및 장기화의 특성상 관리 매뉴얼의 체계화나 내부통제 제도 등을 가미하여 Likert 7점 척도로 측정하였다.

## (2) 매개변수

신뢰는 시공사와 재무적 투자자간 거래에서 솔직하게 행동하여 믿음이 간다는 것으로 정의한다. 이는 Doney and Cannon(1997)의 신뢰 측정 항목을 근간으로 Morgan and Hunt(1994), Palmatier. et. al(2006), 김동진(1997), 정민의(2001), 김성대(2003), 김재태(2010)의 연구에서 사용한 상호 간에 지각하는 신뢰의 구성내용을 바탕으로 본 연구에 맞게 수정하여 거래에 있어서의 솔직성, 약속의 믿음직함, 상대방 입장의 이해, 거래

시 속이지 않음 등의 사항으로 질의하는 내용을 구성하여 Likert 7점 척도로 측정하였다.

## (3) 결과변수

만족도는 시공사와 재무적 투자자간의 거래활동 결과로 나타나는 것으로 본 연구에서는 경영성과, 거래방식, 태도(예절), 정보의 양과 질, 전반적인 관계에 대한 만족으로 정의한다. 이는 Palmatier. et al(2006), 김영대(2000), 한금희(2004), 김재태(2010)의 연구에서 사용되었던 것을 주로 사용하여 Likert 7점 척도로 측정하였다.

## 2) 조사방법

### (1) 표본설계 및 자료수집

본 연구는 부동산 개발사업의 참여주체 중 시공사와 재무적 투자자간의 관계요인이 개발사업을 진행하는 과정 중에 상호작용하여 만족도에 어떻게 영향을 미치는지를 분석하여, 만족도를 높이기 위해서는 어떤 요인에 중점을 두고 관리 또는 운영해야 할지를 파악하기 위한 목적을 가지고 조사하였다.

본 연구의 모집단은 시공사의 경우 국내에서 관계 법령에 의한 등록을 하고 사업을 진행하고 있는 시공사로 하였으며, 설문은 개발 실적이 있고 현재 공사를 담당 하고 있는 시공사에 근무하는 담당자중 부동산 개발금융 취급 실적이 있는 전문가를 대상으로 가급적 시공능력 100위 이내에서 추출하였다. 재무적 투자자의 경우 국내 5대 시중은행, 연·기금중 부동산 투자 담당자, 증권사, 자산운용사등 국내 부동산 금융 취급 실적이 있는 임직원을 대상으로 실시하였다

표본추출방법은 조사자가 모집단에 대한 지식

이 있을 경우 유용하게 사용하는 판단표본추출방법과 표본선정의 편리성에 기준을 둔 임의표본추출방법을 사용하였다. 이러한 방법으로 시공능력 200위 이내 중 특히 50위 이내 시공사를 선정하여 업무경력이 1년 이상 되고, 개발사업을 담당하여 거래상대회사와 거래경험을 지니고 있는 임직원을 대상으로 자기기입법으로 응답하도록 하였다.

본 연구의 자료수집은 2010. 9. 6 - 2011. 1. 15 기간중 실시하였다. 설문지의 응답률을 높이기 위하여 본 연구자 및 연구보조자가 가급적 거래관계가 있는 회사를 직접 방문, 담당자를 면담하거나 Key-man에게 설문지를 배부하고 작성방법을 자세히 설명하여, 무성의한 답변을 최소화 시키는 방법으로 수집하였다. 그러다 보니 설문지 회수기간이 많이 소요되었는 바, 대신 불성실한 응답이 최소화 되었다. 설문결과 시공사 40여개, 재무적 투자자 50여개 회사로부터 265부가 회수되었으며, 이중 일부 주요 항목의 누락이나 불성실한 응답처리로 통계분석이 곤란한 6부를 제외한 259부를 가지고 최종적으로 실증분석 하였다.

## (2) 설문지 구성

본 연구에서 설문지는 선행연구와 관련 문헌에서 설문내용을 추출하고 전문가와 면담을 거쳐 <표 1>과 같이 구성하였다.

설문지는 1차로 선행연구에서의 본 연구에 적절한 것을 발췌한 후, 개발사업 진행경험을 많이 보유한 시공사 임직원들과의 면담을 통해 수집한 자료와 관련 부동산학과 교수 등 전문가와 협의하여 각 문항의 특성을 구분하여 완성하였다.

## (3) 자료 분석 방법

본 연구를 수행하는데 있어서 회수된 자료 중 무성의한 반응을 보인 응답자는 통계처리에서 제외시켰으며, 연구에서 사용된 구체적인 실증분석 방법은 다음과 같다.

우선, 설문 응답자의 인구통계변인 및 거래의 특성, 거래의 유형 등 현 상황을 살펴보기 위하여 빈도분석을 하였으며, 기술통계치 등을 제시 하였다.

또한, 각 문항에 대한 신뢰도 검사를 실시하여 문항간의 신뢰도를 측정하여 예측가능성, 정확성 등을 살펴보았으며, 타당성 검토를 위해 탐색적 요인분석을 실시하여 판별타당성과 수렴타당성을 확인하였다.

다음으로, 측정항목들의 요인별 단일차원성 확인과 검증을 위해 확인적 요인분석을 실시하였다. 가설을 검증하기 위해서는 구조방정식모형의 경로분석을 사용하였다. 본 연구의 가설검증을 위한 실증분석은 유의수준  $p < 0.05$ 에서 검증하였다. 가설검증 이후, 만족도 향상에 초점을 맞추어 관계요인과의 관계를 심층적으로 살펴보고, 성과를 신뢰와 만족도로 구분하여 각 요인과의 관계를 분석하였다. 분석기법으로는 관계구조의 요인 분석과 신뢰도분석은 주성분 분석기법을 이용하였다.

통계처리는 빈도 분석을 위해 SPSS 16.0을 사용하였고, 가설검증을 위한 구조방정식의 컴퓨터 프로그램으로는 최근 개발된 AMOS(analysis of moment structures)가 있는데 이 연구에서는 가장 최근에 개발된 AMOS 16.0 프로그램을 사용하였다.

〈표 1〉 설문지의구성

변수	측정 항목	문항수	척도	
관계 요인	의사소통	<ul style="list-style-type: none"> <li>·거래회사는 우리에게 적합한 정보를 제공한다</li> <li>·거래회사와 의사소통은 원활하게 잘 이루어진다</li> <li>·거래회사와 의사소통 빈도는 매우 높다</li> <li>·거래회사는 서로의 요구사항에 즉각 응답한다</li> <li>·거래회사의 주요 의사결정자와 접촉이 쉽다</li> </ul>	5	Likert 7점 척도
	전문성	<ul style="list-style-type: none"> <li>·거래회사는 업무에 필요한 전문인력이 있다</li> <li>·거래회사 담당자는 업무처리에 전반적으로 유능하다</li> <li>·거래회사는 자금조달방안을 잘 알고있다</li> <li>·거래회사의 담당자는 업무처리에 실수가 없다</li> <li>·거래회사는 현재의 금융상황을 잘 파악하고 있다</li> </ul>	5	Likert 7점 척도
	기회주의	<ul style="list-style-type: none"> <li>·우리는 경쟁 업체와 조건이 좋은지 비교한다</li> <li>·우리는 거래회사의 약점 이용해 더 나은 거래조건 협상한다</li> <li>·우리는 더 나은 업체가 있다면 당연히 거래처를 변경한다</li> <li>·우리는 다른회사를 고려하기 때문에 모든 정보를 전달하지 않는다</li> </ul>	4	Likert 7점 척도
	가격요인	<ul style="list-style-type: none"> <li>·거래회사는 타사에 비해 가격이 저렴하다</li> <li>·거래회사는 우리에게 유리한 가격을 제시한다</li> <li>·거래회사는 과거 실적에 따라 가격을 할인해 준다</li> <li>·거래회사는 도급규모가 클 경우 할인해 준다</li> </ul>	4	Likert 7점 척도
	자산 특유성	<ul style="list-style-type: none"> <li>·거래회사는 업무처리 시스템이 잘 되어 있다</li> <li>·거래회사는 메뉴얼의 전산화가 잘 되어 오류가 발생 않는다</li> <li>·내부통제 시스템이 잘 되어 있어 사고발생 개연성이 낮다</li> <li>·신속,정확한 의사결정 시스템으로 적시투자 결정 가능하다</li> <li>·부정행위 예방시스템을 갖추고 있어 안심하고 거래할 수 있다</li> <li>·거래회사 담당자는 잘못된 요구를 하지 않는다</li> </ul>	6	Likert 7점 척도
매개 변수	신뢰	<ul style="list-style-type: none"> <li>·거래회사는 우리와 거래함에 있어 솔직하다</li> <li>·거래회사가 한 약속은 믿을만 하다</li> <li>·거래회사는 자사의 이익에만 관심이 있다</li> <li>·거래회사는 우리와 거래에 신의와 성실로 노력한다</li> <li>·거래회사는 자신의 의무를 잘 수행한다</li> <li>·거래회사는 공정하다</li> <li>·거래회사는 일관성있게 업무를 처리한다</li> </ul>	7	Likert 7점 척도
결과 변수	만족도	<ul style="list-style-type: none"> <li>·거래함으로써 발생하는 경영성과에 만족한다</li> <li>·거래방식에 만족한다</li> <li>·태도에 만족한다</li> <li>·전달되는 시장에 대한 정보의 양과 질에 만족한다</li> <li>·전반적인 관계에 만족한다</li> </ul>	5	Likert 7점 척도
특성 변수	일반적 특성	<ul style="list-style-type: none"> <li>·성별, 연령</li> <li>·관련업계 종사 경력</li> <li>·회사직위 등</li> </ul>	4	명목척도, 기술형 응답
	회사특성	<ul style="list-style-type: none"> <li>·회사 주요 매출 특성</li> <li>·거래회사와 거래규모</li> <li>·거래유형</li> <li>·거래기간 등</li> </ul>	6	명목척도, 기술형 응답

## IV. 분석결과 및 해석

### 1. 표본분석의 특징

#### 1) 일반적 특성

조사대상자의 일반적 특징을 살펴보면 성별로는 남성 94.2%, 여성 5.8%로 나타나 종사자의

〈표 2〉 조사대상자의 일반적 특성

구분	유형	응답자수(%)	구분	유형	응답자수(%)
성별	남성	244(94.2)	월간 만남수	1회 이하	160(61.8)
	여성	15(5.8)		3회 이하	58(22.4)
	합계	259(100.0)		5회 이하	20(7.7)
연령	20대	9(3.5)		6회 이상	4(1.5)
	30대	167(64.5)		무응답	17(6.6)
	40대	75(29.0)	합계	259(100.0)	
	50대	8(3.1)	규모	무응답	20(7.7)
	합계	259(100.0)		1천억 이하	140(54.1)
근무 년수	5년 이하	121(46.7)		3천억 이하	63(24.3)
	10년 이하	96(37.1)		5천억 이하	17(6.6)
	15년 이하	31(12.0)		5천억 초과	19(7.3)
	20년 이하	10(3.9)	합계	259(100.0)	
	20년 이상	1(0.4)	관계	출자관계	11(4.2)
	합계	259(100.0)		친인척	2(0.8)
매출 구성	주거시설	168(64.9)		전직회사	3(1.2)
	상가	15(5.8)		무관함	225(86.9)
	오피스텔	26(10.0)		기타	18(6.9)
	오피스	29(11.2)	합계	259(100.0)	
	복합시설	19(7.3)	직급	부팀장 이상	53(20.4)
	기타	2(0.8)		차과장	129(49.8)
	합계	259(100.0)		대리사원	77(29.7)
거래 년수	1년 이하	32(12.4)		합계	259(100.0)
	5년 이하	187(72.2)	주도 역할 회사	시중은행	55(21.2)
	10년 이하	30(11.6)		증권회사	23(8.9)
	20년 이하	4(1.6)		연기금	16(6.2)
	무응답	6(2.3)		자산운용사	78(30.1)
	합계	259(100.0)		리츠사	37(14.3)
거래 회사 문제점	리스크전가	174(67.2)		시공사	26(10.0)
	사업성약화	36(13.9)		기타	24(9.3)
	전문성약화	14(5.4)	합계	259(100.0)	
	결정지연	6(2.3)	월간 통화 수	5회 이하	183(70.7)
	기타	28(10.8)		10회 이하	51(19.7)
	무응답	1(0.4)		10회 이상	20(7.7)
	합계	259(100.0)		무응답	5(1.9)
		합계		259(100.0)	

〈표 3〉 소속회사별 주도적 역할 수행기관

(단위 : 표본수, %)

구분	향후 주도적 역할 수행 기관										
	시중은행	저축은행	증권회사	보험회사	연기금	자산운용	리츠	시공사	시행사	기타	합계
재무투자자	29	4	17	6	10	43	21	22	7	2	161
	18.0	2.5	10.6	3.7	6.2	26.7	13.0	13.7	4.3	1.2	100
시공사	26		6	2	6	35	16	4		3	98
	26.5		6.1	2.0	6.1	35.7	16.3	4.1		3.1	100
합계	55	4	23	8	16	78	37	26	7	5	259
	21.2	1.5	8.9	3.1	6.2	30.1	14.3	10.0	2.7	1.9	100

대부분이 남성인 업종의 특성을 그대로 반영한 것으로 보이며, 연령별로는 30대가 64.5%로 과반수 이상을 차지하였고, 직급별로는 차.과장급이 49.8%, 대리.사원급이 29.7%로 대부분이 일선업무 담당자가 설문에 응답한 것으로 보인다.

근무년수는 5년이하가 46.7%를 차지하였으며, 거래년수는 5년이하가 84.6%로 대부분을 차지하였다. 한편 주 매출구성은 주거시설이 64.9%로 대부분을 차지하였다. 회사내 거래규모는 1천억원 이하가 61.8%를 차지해 비교적 규모가 중간 이하의 PF 실적을 보였다. 그리고 거래관계를 보면 특수한 관계(친인척 또는 출자관계 등)가 전혀 없는 상태가 86.9%로 압도적으로 많았다. 그리고 거래관계상 교류 상황을 보면 월간 통화수가 5회 이하가 70.7%, 월간 만남수가 1회 이하가 61.8%로 교류가 활발한 편이 아니었다. 이는 대부분의 개발사업이 장기적인 성격을 띠고 있다 보니 나타나는 현상으로 보인다. 그리고 거래회사의 문제점으로는 상대방에게 리스크를 전가한다는 답변이 67.2%로 대부분을 차지하여, 시공사와 재무적 투자자간의 신용보강에 대한 불만이 상당부분 표출되었다. 앞으로 부동산 금융시장을 주도할 세력으로는 자산운용사 및 리츠사가

44.4%를 나타내 최근의 시중은행 및 저축은행의 PF부실화가 문제점으로 지적되어 향후 간접투자자가 활성화 될 것을 예측한 것으로 보인다.

## 2) 소속 회사별 특성

### (1) 소속회사별 주도적 역할 수행기관

향후 부동산 개발금융 시장을 주도할 기관으로는 자산운용사(30.1%), 시중은행(21.2%) 및 리츠AMC(14.3%) 순으로 나타났다. 자산운용사의 경우 최근 저축은행 및 제1금융권의 PF 부실여신의 증가가 경영에 부담으로 작용하는 현실을 감안할 때, 향후 은행(저축은행 포함)의 단순 Debt Financing (또는 선순위 여신)에만 의존하지 않고 메자닌이나 후순위 대출 및 Equity Financing 등 종합적인 금융구조 수립이 가능한 자산운용사에 대한 기대감의 반영이라고 할 수 있다. 아울러 리츠 AMC의 경우 최근 저축은행의 PF 부실화에 따른 Bridge Loan 시장의 어려움으로 향후 리츠 AMC가 Bridge Loan에 저축은행을 대신할 기관으로 기대한 면을 볼 수 있다.

〈표 4〉 카이제곱 검정결과

구분	값	자유도	접근 유의확률 (양쪽검정)
Pearson 카이제곱	85.688(a)	54	.004
우도비	83.036	54	.007
선형 대 선형결합	0.001	1	.980
유효 케이스 수	259		

a :56셀(80.0%)은 5보다 작은 기대빈도를 가지는 셀입니다. 최소기대빈도는 0.05입니다

그런데, 재무적 투자자의 경우 개발금융 주도 기관으로 시공사를 지목한 비율이 13.7%로 시공사가 지목한 비율 4.1%에 비해 매우 높게 나타났는 바, 이는 앞으로도 재무적 투자자의 경우 시공사의 신용보강에 의존한 금융이 불가피 할 것으로 상당부분 인식하고 있음을 보여준다. 반면에 시공사의 경우 자산운용사(26.7% vs 35.7%)와 시중은행(18.0% vs 26.5%)에 대해 향후 개발금융 주도기관으로 지목한 비율이 높은 것은 시공사는 단순한 도급공사 기관으로 책임준공 정도의 리스크만 부담하면 되는 데, 사업으로부터 오는 모든 리스크에 대해 무한 책임을 지는 지급보증 등의 불합리성을 해소하고 선진 금융기법 도입을 통해 선순위 투자자, 중순위 투자자, Equity 투자자 등 투자자들의 Needs에 맞는 리스크 분산을 희망하는 결과로 볼 수 있다. 다시 말하면 자금의 성격에 맞게 일부 고위험을 감수하고 고수익을 노리는 중순위 투자자나 후순위 투자자들의 적극적 시장참여를 희망하며 이러한 투자자들에 대한 금융구조 제안을 자산운용사나 시중은행이 맡아 주기를 희망한다고 볼 수 있다.

한편, <표 4>에서 보는 바와 같이 피어슨(Pearson)의 카이제곱 값은 85.688이고 자유도가 54일 때  $p = 0.004$ 로 유의수준 5%에서 유의적이다. 따라서 두 변수 “소속회사”와 “주도적 역할

수행기관”은 상호 독립적이라는 귀무가설을 기각한다. 즉 “소속회사”와 “주도적 역할 수행기관”은 상호관련성이 있다고 본다. 또한 우도비 검정에서도 동일한 결과를 보여주고 있다.

(2) 소속회사별 초기 거래관계를 가지게 된 배경  
소속회사별 초기 거래를 시작한 배경을 보면, 재무적 투자자의 경우 ‘시공사의 신용등급이 우수해서’가 32.9%, ‘신용보강등 조건이 좋아서’가 25.8%로 합해서 58.7%를 나타내 시공사에 대한 의존율이 매우 높은 반면, 시공사의 경우 ‘금리 등 비용이 저렴해서’가 32.7%로 높게 나타났다. 이는 앞에서도 언급한 바와 같이 금융기관의 시공사에 대한 사업리스크 의존도가 높은 것을 보여준 결과이며 시공사는 대형 프로젝트의 수행시 금융비용의 부담이 커 사업성을 악화시키는 것이 부담으로 작용하는 것이라고 볼 수 있다. 또 ‘아는 사람(회사)의 소개로’가 각각 17.1%, 16.8%로 나타나 재무적 투자자와 시공사간 관계도 초기 거래를 시작하는 경우에 있어서 중요하게 작용함을 알 수 있다.

한편, <표 6>에서 보는 바와 같이 피어슨(Pearson)의 카이제곱 값은 61.395이고 자유도가 42일 때  $p = 0.027$ 로 유의수준 5%에서 유의적이다. 따라서 두 변수 “소속회사”와 “초기 거래관



〈표 5〉 소속회사별 초기 거래 관계 배경

(단위 : 표본수\*2, %)

구분	초기 거래관계 배경										
	무응답	평판	전문 지식	소개	비용 저렴	등급 우수	내부 통제	신용 보장	주주 관계	기타 이유	합계
재무 투자자	46	10	10	55	9	106		83	1	2	322
	14,3	3,1	3,1	17,1	2,8	32,9		25,8	0,3	0,6	100
시공사	36	11	19	33	64		10		12	11	196
	18,4	5,6	9,7	16,8	32,7		5,1		6,1	5,6	100
합계	82	21	29	88	73	106	10	83	13	13	518
	15,8	4,1	5,6	17,0	14,1	20,5	1,9	16,0	2,5	2,5	100

〈표 6〉 카이제곱 검정결과

구분	값	자유도	점근 유의확률 (양측검정)
Pearson 카이제곱	61.395(a)	42	.027
우도비	68.779	42	.006
선형 대 선형결합	0.885	1	.347
유효 케이스 수	259		

a : 41셀(73.2%)은 5보다 작은 기대빈도를 가지는 셀입니다. 최소기대빈도는 0.01입니다

계 배경”은 상호 독립적이라는 귀무가설을 기각한다. 즉 “소속회사”와 “초기 거래관계 배경”은 상호관련성이 있다고 본다. 또한 우도비 검정에서도 동일한 결과를 보여주고 있다.

## 2. 분석 결과 및 해석

본 연구에서는 기존의 문헌연구를 바탕으로 구성된 측정문항들에 대한 타당성과 신뢰성을 검증하기 위하여 다음과 같이 1, 2차에 걸쳐 분석을 실시하였다. 먼저 탐색적 요인분석(EFA: Exploratory Factor Analysis)을 실시한 다음 묶어진 각 차원에 대해서 신뢰성 검증을 하였다. 탐색적 요인분석을 통해 1차 검증을 한 후 변수관계와 측정오차를 고려한 보다 정교한 검증을 위하여 2차로

확인적 요인분석과 구조방정식모형 분석을 실시하였다.

### 1) 측정모형의 신뢰성과 타당성 분석결과

(1) 독립변수들에 대한 요인분석과 신뢰도 분석  
독립변수들에 대한 요인분석과 신뢰도 분석결과는 <표 7>과 같다. 본 연구에서는 요인분석을 통하여 고유값(eigen)이 1 이상이며, 요인 적재치가 0.7 이상으로 수렴타당성이 있고, 타 성분에 영향을 미치는 요인 적재치가 0.4 이하로서 판별 타당성이 있는 것으로 나타난 5개 요인(자산특유성, 의사소통, 전문성, 가격요인, 기회요인)을 추출하였다. 신뢰도 검사에서는 독립변수 5개 요인 모두 크론바하 알파(Cronbach  $\alpha$ ) 값이 0.818 이

〈표 7〉 각 독립변수들에 대한 요인분석

요 인	변수명	성 분				
		1	2	3	4	5
자산 특유성	내부통제시스템 우수해 사고개연성 낮음	.857	.069	.137	.071	.011
	담당자 부정행위 예방시스템 우수함	.833	.107	.155	.088	.034
	전산, 매뉴얼 전산화로 오류 가능성 낮음	.811	.139	.145	.0139	.028
	신속정확한 의사결정으로 적시성 우수함	.798	.132	.144	.269	.018
	담당자의 잘못된 요구 없음	.738	.127	-.004	.049	.048
의사 소통	거래회사와 의사소통 원활함	.104	.879	.078	.066	.086
	거래회사와 의사소통 빈도 높음	.178	.871	.084	.148	.062
	거래회사는 요구사항에 즉각적 응답함	.170	.838	.076	.150	-.020
	거래회사는 우리에게 적합한 정보제공	.091	.832	.167	.030	.136
전문성	거래회사는 업무처리에 유능함	.091	.127	.897	.063	.121
	거래회사는 업무상 전문인력 있음	.114	.081	.839	-.018	.154
	금융구조 수립에 맞는 조달방안 인지	.121	.175	.831	-.013	.140
	거래회사 담당자는 실수가 없음	.179	.025	.823	.064	.042
가격 요인	우리에게 유리한 가격을 제시함	.166	.100	-.040	.885	.006
	과거 수행실적에 따라 더 많이 할인	.125	.084	.030	.869	.001
	여타회사에 비해 가격이 저렴함	.156	.058	-.040	.855	.064
	공사규모가 클 경우 가격을 할인	.064	.130	.143	.772	.141
기회 주의	거래회사보다 유리할 경우 변경 용의	.067	-.002	.120	.037	.888
	거래회사와 경쟁사중 유리점 비교함	.003	.122	.209	.029	.819
	여타회사를 고려하여 정보를 전달 않함	.033	.102	.071	.115	.811
고유값		5.929	2.916	2.322	2.189	1.624
설명분산(%)		29.65	14.58	11.61	10.94	8.121
누적분산(%)		29.65	44.23	55.84	66.78	74.90
신뢰도		.890	.902	.895	.884	.818

상으로 내적 일관성이 크게 나타났다.

(2) 신뢰에 대한 요인분석과 신뢰도분석

신뢰에 대한 요인분석과 신뢰도 분석 결과는 <표 8>과 같다. 요인분석결과 요인 적재치가 .870 이상으로 수렴타당성이 크고, 신뢰도 값인 크론 바하 알파는 0.939으로 내적일관성이 큰 것으로 나타났다.

(3) 만족도에 대한 요인분석과 신뢰도분석

만족도에 대한 요인분석과 신뢰도분석 결과는 <표 9>와 같다. 요인분석결과 요인 적재치가 .875 이상으로 수렴타당성이 크고, 신뢰도 값인 크론 바하 알파는 0.944으로 내적일관성이 큰 것으로 나타났다.

〈표 8〉 신뢰에 대한 요인분석과 신뢰도분석

요인	변수명	1
신뢰	거래회사가 한 약속은 믿을만 함	.915
	자신의 의무를 잘 수행함	.906
	우리와 거래함에 있어 솔직함	.903
	공정함	.893
	일관성 있게 업무 처리함	.870
고유값		4.029
설명분산(%)		80.581
누적분산(%)		80.581
신뢰도		.939

〈표 9〉 만족도에 대한 요인분석과 신뢰도분석

요인	변수명	1
만족도	상대방의 태도(예절)에 만족함	.923
	상대방의 거래방식에 만족함	.920
	상대로부터 전달되는 정보의 양과 질에 만족함	.908
	현재 거래하고 있는 상대방의 전반적 관계에 만족함	.891
	상대방과 거래함으로써 발생하는 경영성과에 만족함	.875
고유값		4.082
설명분산(%)		81.643
누적분산(%)		81.643
신뢰도		.944

## 2) 상관분석 결과

부동산 개발사업에서 시공사 및 재무적 투자자간의 관계구조, 신뢰 및 만족도의 상관관계를 분석한 결과, <표 10>에서 보는 바와 같이 상관계수의 값이 유의수준 0.01에서 각 독립변수들 간에는 +0.1과 +0.4 사이의 약한 정의 상관관계를 보이고 있는데 독립변수 간에는 서로 영향을 미치지 않은 약한 상관관계로서 바람직한 것으로 판단된다. 또한 신뢰와 만족도간의 상관계수의 값은 +0.9로 강한 정의 상관관계를 보이고 있는데 신뢰와 만족도 간에는 상호 영향을 미치는 강

한 정의 상관관계로서 바람직한 것으로 보인다.

## 3) 확인적 요인분석 결과

### (1) 측정모형의 적합도 검증결과

본 연구에서는 1차 분석을 거친 탐색적 요인분석으로부터 측정항목과 변수 간의 타당성이 검증되지만 변수 간의 관계와 오차부분을 고려한 보다 정교한 검증을 위해 AMOS 16.0을 이용하여 확인적 요인분석(CFA: Confirmatory Factor Analysis)을 실시하였으며, 그 결과는 <표 11>과

〈표 10〉 각 독립변수, 신뢰 및 만족도간의 상관관계

		의사소통	전문성	기회 주의	가격 요인	자산 특유성	신뢰도	만족도
의사소통	Pearson 상관계수	1						
	유의확률(양쪽)							
	N	259						
전문성	Pearson 상관계수	.260**	1					
	유의확률(양쪽)	.000						
	N	259	259					
기회 주의	Pearson 상관계수	.187**	.296**	1				
	유의확률(양쪽)	.003	.000					
	N	259	259	259				
가격 요인	Pearson 상관계수	.247**	.095	.146*	1			
	유의확률(양쪽)	.000	.126	.019				
	N	259	259	259	259			
자산 특유성	Pearson 상관계수	.320**	.299**	.115	.310**	1		
	유의확률(양쪽)	.000	.000	.065	.000			
	N	259	259	259	259	259		
신뢰	Pearson 상관계수	.410**	.510**	.387**	.447**	.403**	1	
	유의확률(양쪽)	.000	.000	.000	.000	.000		
	N	259	259	259	259	259	259	
만족도	Pearson 상관계수	.355**	.457**	.348**	.440**	.383**	.913**	1
	유의확률(양쪽)	.000	.000	.000	0.000	.000	.000	
	N	259	259	259	259	259	259	259

\*\* 상관계수는 0.01 수준(양쪽)에서 유의함.  
\* 상관계수는 0.05 수준(양쪽)에서 유의함.

같다.

먼저 절대적합지수로서 모델의 전반적 적합도를 평가하는  $\chi^2$ 은 모형이 모집단 자료에 완전하게 적합하다는 귀무가설을 검증한다.  $\chi^2$ 이 크다는 것은 적합도가 나빠 연구모형이 기각될 가능성이 커서 작을수록 좋으며,  $\chi^2$ 에 대한 p값이 0.05이상이면 좋은 모형으로 보고 있다. 카이제곱검정은 표본의 크기가 커지면 아주 작은 편차

( $Sk-\sum(\theta)$ )도 통계적으로 유의해져 ‘모형이 적합하다’는 귀무가설을 기각할 확률이 높아진다. 따라서 대안적으로 Q값(Normed  $\chi^2$ 라고 부름)을 사용하는 경우가 있다. 일반적으로 Q값이 3 이하인 경우를 모형이 적합한 것으로 판단한다<sup>6)</sup>. 본 연구에서는  $\chi^2$ 에 대한 p값이 0.00이나 Q 값이 1.913 으로 전반적 모형적합도는 무난하다고 할 수 있다. 그러나 모형설명력을 나타내는 적합

6) Amos 16.0 구조방정식모형 분석(김계수, 2008, p.127)

〈표 11〉 측정모형의 적합도 검증결과

적합도 종류		적합도 값		적합기준
절대 적합 지수	전반적 모형 적합도	$\chi^2$ (P)	734,409 (0.000)	- ( > 0.05)
		자유도(DF)	384	-
		Q(Normed $\chi^2$ )	1,913	≤ 3.00
	모형 설명력	GFI	0,842	≥ 0.90
		AGFI	0,809	≥ 0.90
충분 적합 지수	독립모형 대비 연구모형 비교	NFI	0,890	≥ 0.90
		IFI	0,944	≥ 0.90
		TLI	0,936	≥ 0.90
		CFI	0,944	≥ 0.90
간명 적합 지수	모형 복잡성 고려	RMR	0,060	< 0.08
		RMSEA	0,059	≤ 0.08
		PNFI	0,785	≥ 0.50
		PCFI	0,833	≥ 0.50
		PRATIO	0,883	-

도지수(GFI) 및 조정 적합지수(AGFI)는 0.842와 0.809로 기준치(0.9)를 약간 하회 하였는 바<sup>7)</sup>, 본 연구에서는 표본수가 50대 건설사 및 재무적 투자자등 전문가 집단을 대상으로 한 설문으로 모 집단의 숫자가 절대적으로 부족한 가운데 표본 설문 응답자 수가 259명으로 많지 않은 상태로 GFI 및 AGFI가 기준치를 약간 미달한 것으로 보여진다. 충분적합지수는 기초모형(또는 독립 모형:null model or independent model)과 제안모형(또는 연구모형:proposed model)의 비교를 통해 모형의 개선정도를 파악하는 지수인 바, 표준적합지수(NFI)가 적합기준치 0.9를 약간 하회하는 0.89를 나타낸 것을 제외하고 충분적합지수(IFI), TLI (Turker-Lewis Index), 및 비교적합지수(CFI)

모두 기준치 0.9를 충족하고 있어 적합성에 있어 무난해 보인다. 또한 간명적합지수로서 모형의 적합성과 객관성의 정도를 나타내는데 있어서는 평균제공잔차제공근(RMR), 평균제공근근사오차(RMSEA), 간명표준적합지수(PNFI), 간명충분적합지수(PCFI) 모두 기준치를 충족하고 있다. 따라서 측정모형의 적합도를 검증한 결과는 대체로 무난한 것으로 판단된다.

#### (2) 척도의 타당성 검증결과

확인적 요인분석 결과 측정모형의 적합성을 판단하는 기준으로서 수렴타당성(Convergent Validity) 과 판별타당성(Discriminant Validity)이 있다.

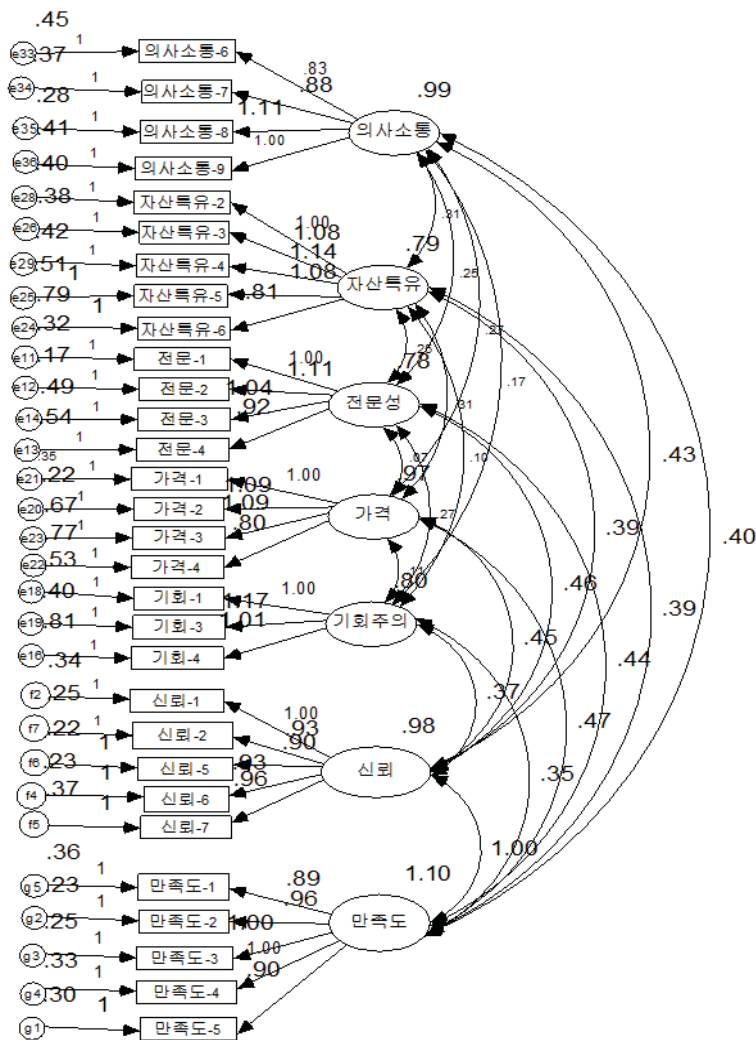
7) 몬테카를로 시뮬레이션 실험결과 GFI와 AGFI는 표본수에 따라 달라지는데 소표본인 경우는 값들이 작아지고 대표본인 경우는 높아지는 것으로 나타났다 ( Amos 16.0 구조방정식모형 분석(김계수, 2008, p.129) ).

① 수렴타당성

수렴타당성은 하나의 잠재요인에 대한 두 개 이상의 측정도구가 상관관계를 갖는 정도에 관한 것으로 수렴타당성을 평가하는 방법으로 구성신뢰도(CR: Composite Reliability)를 계산<sup>8)</sup>한 값이 0.7 이상일 경우와 평균분산추출(AVE: Average

Variance Extracted)<sup>9)</sup> 값이 0.5 이상일 경우 수렴타당성이 있다고 볼 수 있다.<sup>10)</sup> 분석결과 <표 12>에서 보는 바와 같이 CR 값은 의사소통(0.881), 자산특유성(0.729), 신뢰(0.930), 만족도(0.929) 모두 0.70 이상으로 기준치를 충족하고 있다. 다만 전문성(0.520), 기회주의(0.682) 및 가격요인(0.672)이

<그림 2> 확인적 요인분석의 분석결과



8) 구성신뢰성(CR) =  $(\sum \text{표준적재치})^2 / \{(\sum \text{표준적재치})^2 + \sum \text{오차}\}$

9) 평균분산추출(AVE) =  $\sum (\text{표준적재치})^2 / \{(\sum \text{표준적재치})^2 + \sum \text{오차}\}$

10) 김계수, 「구조방정식모형 분석」 한나래, 2008

〈표 12〉 척도타당성 검증결과

	의사소통	전문성	기회주의	가격요인	자산특유성	신뢰	만족도
의사소통	1						
전문성	.260**	1					
기회주의	.187**	.296**	1				
가격요인	.247**	.095	.146**	1			
자산특유성	.320**	.299**	.115	.310**	1		
신뢰	.410**	.510**	.387**	.447**	.403**	1	
만족도	.355**	.457**	.348**	.440**	.383**	.913**	1
구성신뢰성(CR)	0.881	0.520	0.682	0.672	0.729	0.930	0.929
평균분산추출(AVE)	0.788	0.483	0.598	0.551	0.554	0.875	0.825

\*\* 0.01 수준에서 유의함.

기준치 0.7을 미달하고 있으나 그중 기회주의와 가격요인은 기준치에 근접하고 있어 수렴타당성은 있는 것으로 보인다.

AVE값을 계산한 결과는 <표 12>에서 보는 바와 같이 전문성(0.483)에서 약간 기준치를 하회하기는 하나 의사소통, 기회주의, 가격요인, 자산특유성, 신뢰 및 만족도 모두 0.5 이상으로서 기준치를 충족하고 있다.

## ② 판별타당성

판별타당성(Discriminant Validity)은 하나의 잠재요인이 실제로 다른 잠재요인과 얼마나 다른가를 보여주는 평가방법으로, 두 잠재요인 각각의 AVE 값이 그 두 잠재요인 간의 상관관계 제곱보다 크면 판별타당성이 있다고 할 수 있다(Fornell and Larcker, 1981).

분석결과 <표 13>에서 보는 바와 같이 의사소통, 자산특유성, 전문성, 가격요인, 기회주의, 신뢰 및 만족도 각각의 AVE값이 두 잠재요인 간

의 상관관계 제곱값 보다 크게 나타나 기준치를 충족하고 있다. 단, 만족도의 AVE값이 신뢰와 만족도간의 상관관계 제곱값보다 약간 낮게 나타났는데, 이는 신뢰와 만족도간의 상관성이 강하게 기인한 것으로 보이나 이를 제외하고는 측정 모형의 잠재요인이 판별타당성을 갖는데 무난한 것으로 볼 수 있을 것이다.

## 4) 연구모형의 분석결과

### (1) 연구모형

본 연구에서는 <그림 1>과 같이 연구모형으로 설정한 5개의 독립변수(의사소통, 전문성, 기회주의, 가격요인 및 자산특유성) 중 요인분석 결과 고유값(eigen)이 1 이상이며, 요인 적재치가 0.6 이상으로 수렴타당성이 있고, 타 성분에 영향을 미치는 요인 적재치가 0.4 이하로서 판별타당성이 있는 것으로 나타난 5개 요인 전부에 대해서 연구모형의 적합도 검증을 실시하였다.

〈표 13〉 잠재요인 간 상관관계 제공값

AVE	의사소통( 0.788 )					
	자산특유성	전문성	가격요인	기회주의	신뢰	만족도
제공값	0.102	0.067	0.061	0.034	0.168	0.126

AVE	자산특유성( 0.554 )					
	의사소통	전문성	가격요인	기회주의	신뢰	만족도
제공값	0.102	0.089	0.096	0.013	0.162	0.146

AVE	전문성( 0.483 )					
	의사소통	자산특유성	가격요인	기회주의	신뢰	만족도
제공값	0.067	0.089	0.009	0.087	0.260	0.208

AVE	가격요인( 0.551 )					
	의사소통	자산특유성	전문성	기회주의	신뢰	만족도
제공값	0.061	0.096	0.009	0.021	0.199	0.193

AVE	기회주의( 0.598 )					
	의사소통	자산특유성	전문성	가격요인	신뢰	만족도
제공값	0.034	0.013	0.087	0.021	0.149	0.121

AVE	신뢰( 0.875 )					
	의사소통	자산특유성	전문성	기회주의	가격요인	만족도
제공값	0.168	0.162	0.260	0.149	0.199	0.833

AVE	만족도( 0.825 )					
	의사소통	자산특유성	전문성	기회주의	가격요인	신뢰
제공값	0.126	0.146	0.208	0.121	0.193	0.833

(2) 연구모형의 적합도 검증결과

<표 14>에서 보는 바와 같이 먼저 절대적합지수로서 모델의 전반적 적합도를 평가하는  $\chi^2$ 은 모형이 모집단 자료에 완전하게 적합하다는 귀무가설을 검증한다.  $\chi^2$ 이 크다는 것은 적합도가 나빠 연구모형이 기각될 가능성이 커져 작을수록 좋으며,  $\chi^2$ 에 대한 p값이 0.05이상이면 좋은 모

형으로 보고 있다. 카이제곱검정은 표본의 크기가 커지면 아주 작은 편차( $Sk-\Sigma(\Theta)$ )도 통계적으로 유의해져 ‘모형이 적합하다’는 귀무가설을 기각할 확률이 높아진다. 따라서 대안적으로 Q값(Normed  $\chi^2$ 라고 부름)을 사용하는 경우가 있다. 일반적으로 Q값이 3 이하인 경우를 모형이 적합한 것으로 판단한다<sup>1)</sup>. 본 연구에서는  $\chi^2$ 에 대



〈표 14〉 연구모형의 적합도 검증결과

적합도 종류		적합도 값		적합기준
절대 적합 지수	전반적 모형 적합도	$\chi^2$ (P)	740,481 (0.000)	- ( > 0.05)
		자유도(DF)	389	-
		Q(Normed $\chi^2$ )	1.904	≤ 3.00
	모형 설명력	GFI	0.841	≥ 0.90
		AGFI	0.810	≥ 0.90
충분 적합 지수	독립모형 대비 연구모형 비교	NFI	0.889	≥ 0.90
		IFI	0.944	≥ 0.90
		TLI	0.937	≥ 0.90
		CFI	0.943	≥ 0.90
간명 적합 지수	모형 복잡성 고려	RMR	0.06	< 0.08
		RMSEA	0.059	≤ 0.008
		PNFI	0.795	≥ 0.50
		PCFI	0.844	≥ 0.50
		PRATIO	0.894	-

한 p값이 0.00이나 Q 값이 1.904 로 전반적 모형 적합도는 무난하다고 할 수 있다. 그러나 모형설명력을 나타내는 적합도지수(GFI) 및 조정 적합지수(AGFI)는 0.841과 0.810으로 기준치(0.9)를 약간 하회 하였는 바<sup>2)</sup>, 본 연구에서는 표본수가 50대 건설사 및 재무적 투자자 등 전문가 집단을 대상으로 한 설문으로 모집단의 숫자가 절대적으로 부족한 가운데 표본 설문 응답자 수가 259명으로 많지 않은 상태로 GFI 및 AGFI가 기준치를 약간 미달한 것으로 보여진다. 충분적합지수는 기초모형(또는 독립모형:null model or independent model)과 제안모형(또는 연구모형:proposed model)의 비교를 통해 모형의 개선정도를 파악하는 지수인 바, 표준적합지수(NFI)가 적합기준치 0.9를 약

간 하회하는 0.889를 나타낸 것을 제외하고 충분적합지수(IFI), TLI(Turker- Lewis Index), 및 비교적합지수(CFI) 모두 기준치 0.9를 충족하고 있어 적합성에 있어 무난해 보인다. 또한 간명적합지수로서 모형의 적합성과 객관성의 정도를 나타내는데 있어서는 평균제곱잔차제곱근(RMR), 평균제곱근사오차(RMSEA), 간명표준적합지수(PNFI), 간명충분적합지수(PCFI) 모두 기준치를 충족하고 있다. 따라서 측정모형의 적합도를 검증한 결과는 대체로 무난한 것으로 판단된다.

### (3) 연구모형의 가설검증 결과

본 연구는 부동산 개발사업에서 시공사와 재무적 투자자간 관계구조가 매개변수인 신뢰에 어

11) 김계수, 「구조방정식모형 분석」 한나래, 2008

12) 몬테카를로 시뮬레이션 실험결과 GFI와 AGFI는 표본수에 따라 달라지는데 소표본인 경우는 값들이 작아지고 대표본인 경우는 높아지는 것으로 나타났다 ( 김계수, 「구조방정식모형 분석」 한나래, 2008 ).

〈표 15〉 연구모형의 가설검증 결과

가설	경로	경로계수( $\beta$ )	표준오차	C.R(t) <sup>13)</sup>	P	결과
가설 1	의사소통 → 신뢰	.154	.054	2.836	.005	채택
가설 2	전문성 → 신뢰	.370	.065	5.710	.000	채택
가설 3	기회주의 → 신뢰	.236	.062	3.800	.000	채택
가설 4	가격요인 → 신뢰	.329	.056	5.909	.000	채택
가설 5	자산특유성 → 신뢰	.148	.064	2.324	.020	채택
가설 6	신뢰 → 만족도	1.024	.056	18.391	.000	채택

떻게 영향을 미치고 또한 신뢰가 만족도에 어떠한 영향을 미치는지를 알아보기 위한 것이다. 이러한 연구 목적을 달성하기 위하여 이론적 배경 위에서 설정된 각각의 가설을 검증하고 관련 개념들 간에 어떤 인과관계가 있는지를 조사하였다.

구조방정식모형 분석을 통하여 도출된 회귀계수의 유의성을 검토한 결과 <표 15>에서 보는 바와 같이 본 연구에서 유의수준 0.001에서 가설 1(의사소통)은 신뢰에 미치는 P값이 0.005로서, 가설2(전문성)는 P값이 0.000으로서, 가설3(기회주의)은 P값이 0.000으로서, 가설4(가격요인)는 P값이 0.000으로서, 가설5(자산특유성)는 P값이 0.020으로서 그리고 가설6(신뢰)이 만족도에 미치는 P값은 0.000으로서 각각  $P < \alpha = 0.05$ 에 해당되어 채택되었다. 즉 의사소통, 전문성, 가격요인, 자산특유성이 각각 신뢰에 미치는 영향과 신뢰가 만족도에 미치는 영향은 선행연구 결과와 동일하게 긍정적인 영향을 미치는 것으로 나타났다. 다만, 기회주의는 선행연구 결과(부정적 영향)와 달리 신뢰에 긍정적인 영향을 미치는 것으로 나타났다. 이는 대규모 개발사업의 특성상 실패시 후유증을 감내할 수 없을 정도로 기업에 중요한 영향을 미치기 때문에 가장 유리하고 성공 가능

성을 높이는 의사결정을 하기 위해서는 기회주의적인 행동을 용인할 수 있다고 보는 이중적인 성향을 나타낸 것으로 보인다.

그리고 <그림 3>에서 제시한 연구모형을 AMOS 16.0을 이용한 구조방정식 모형을 구축하여 가설 검증을 하였다.

### 3. 연구모형의 가설검증 결과 및 시사점

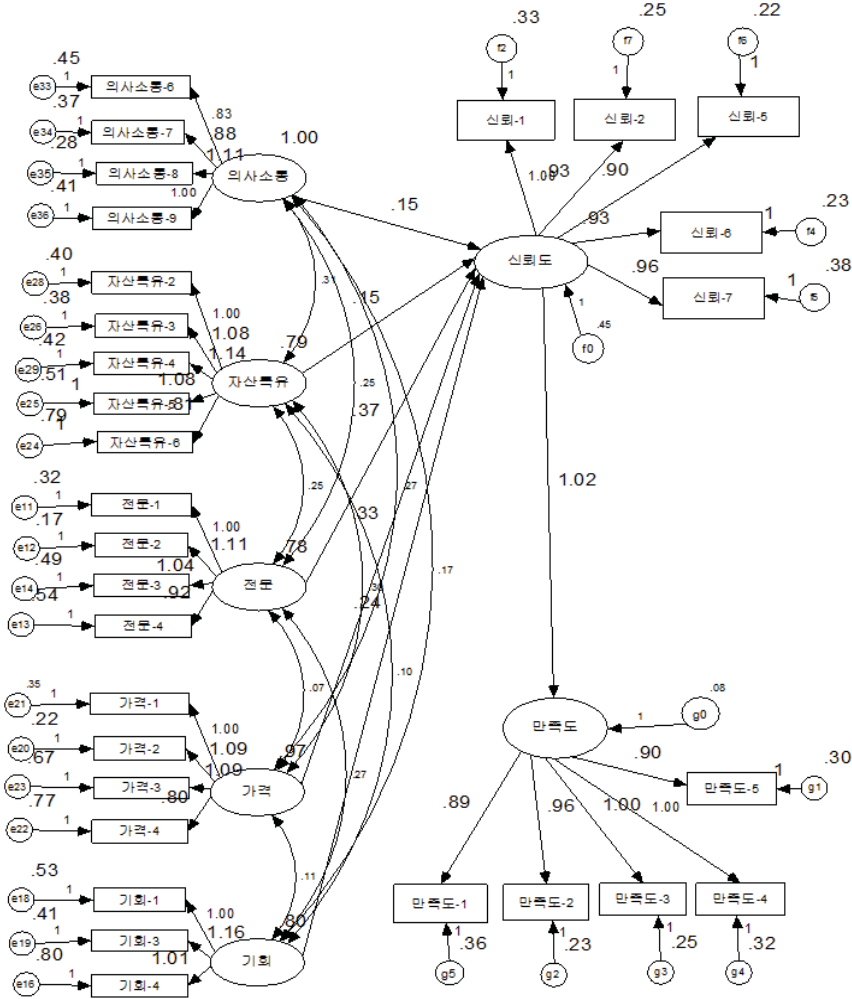
본 연구는 부동산 개발사업에서 시공사와 재무적 투자자간 관계구조가 매개변수인 신뢰에 어떠한 영향을 미치고 또 신뢰가 만족도에 어떠한 영향을 미치는지를 알아보기 위한 목적이다. 이러한 연구 목적을 달성하기 위하여 이론적 배경 위에서 설정된 각각의 가설을 검증하고 관련 개념들 간에 어떤 인과관계가 있는지를 조사하였다. 이하에서는 연구결과와 시사점을 가설순서에 따라 구체적으로 살펴보기로 한다.

#### 1) 의사소통과 신뢰와의 관계 [가설 1]

의사소통과 신뢰와의 관계[가설1]와 관련하여 살펴보면, 설문항목을 유대와 의사소통으로 구분하여 진행하였으나, 유대와 의사소통은 하나의

13) Amos의 C.R(Critical Ratio)=경로계수/S.E(표준오차)로서, 회귀분석의 t값과 동일함 (김계수, 「구조방정식 모형 분석」 한나래, 2008).

〈그림 3〉 연구모형의 분석결과 (전체 : 표본수 259)



- \* 외생 잠재변수 : 의사소통, 전문성, 기회주의, 가격요인, 자산특유성,
- \* 내생 잠재변수 : 신뢰, 만족도

요인으로 묶이지 않았다. 즉 유대의 경우 협조성이나 친구처럼 일하는 정도, 호의적인 관계 등을 나타냈고 의사소통은 적합한 정보제공, 원활한 의사소통, 높은 소통빈도, 요구사항에 대한 신속한 응답 등으로 구분했는데, 이러한 유대와 의사소통이 하나의 독립변수로 묶이지 않아 불가피하게 의사소통만을 독립변수로 하여 가설검증하였다. 그 결과 의사소통은 신뢰에 긍정적인 영

향을 미친다는 가설1은  $\beta$ 값이 0.154, P값이 0.005로  $P < \alpha = 0.05$ 에 해당되어 의사소통이 신뢰에 긍정적인 영향을 미치는 것으로 나타나 채택되었다. 이와같은 결과는 의사소통이 신뢰에 긍정적인 영향을 미친다는 점을 실증 분석한 이준호(2001), 한금희(2004), 정민의(2001) Palmatier et al(2006), Jakki and Nevin(1996)의 연구결과와도 일치한다.

## 2) 전문성과 신뢰와의 관계 [가설 2]

전문성과 신뢰와의 관계[가설2]와 관련하여 살펴보면, 설문항목으로 전문인력 보유유무, 유능한 업무처리, 금융구조 수립 및 자금조달방안의 적절성, 실수없는 업무처리 등이다. 시공사와 재무적 투자자간의 전문성은 신뢰에 긍정적인 영향을 미친다는 가설2는  $\beta$ 값이 0.370, P값이 0.000으로  $P < \alpha = 0.05$ 에 해당되어 전문성이 신뢰에 강한 긍정적인 영향을 미치는 것으로 나타나 채택되었다. 이와같은 연구결과는 귀금속·보석 도매점의 관계마케팅 실행에 필요한 요인중 전문성은 고객의 신뢰형성에 유의한 영향을 미친다는 유영효(2008)의 연구결과와도 일치한다.

## 3) 기회주의와 신뢰와의 관계 [가설 3]

기회주의와 신뢰와의 관계[가설3]와 관련하여 살펴보면, 설문항목으로 거래회사와 타업체와 유리한지 비교, 더 나은 거래처가 있으면 변경 용의 있음, 거래회사에게 모든 정보를 공유하지 않는다 등이다. 시공사와 재무적 투자자간의 기회주의는 신뢰에 부정적인 영향을 미친다는 가설3는  $\beta$ 값이 0.236, P값이 0.000으로  $P < \alpha = 0.05$ 에 해당되어 기회주의가 신뢰에 긍정적인 영향을 미치는 것으로 나타나 채택되었다. 이와 같은 연구결과는 이성근(1993), 박진용(1998)과 한금희(2004)의 연구결과와는 상반되는 결과를 나타냈는바, 이는 대규모 개발사업의 특성상 실패에 따른 후유증을 감내할 수 없을 정도로 기업에 중요한 영향을 미치기 때문에 가장 유리하고 성공 가능성을 높이는 의사결정을 하기 위해서는 기회주의적인 행동을 용인할 수 있다고 보는 이중적인 성향으로 인식된다.

## 4) 가격요인과 신뢰와의 관계 [가설 4]

가격요인과 신뢰와의 관계[가설4]와 관련하여 살펴보면, 설문항목으로 저렴한 가격(재무적 투자자의 입장에서는 시공단가, 시공사 입장에서는 금리나 수수료), 유리한 가격제시, 과거 실적에 따른 할인 여부, 규모(도급 및 차입규모)가 클 경우 할인 유무 등이다. 시공사와 재무적 투자자간의 가격요인은 신뢰에 긍정적인 영향을 미친다는 가설4는  $\beta$ 값이 0.329, P값이 0.000으로  $P < \alpha = 0.05$ 에 해당되어 가격요인이 신뢰에 긍정적인 영향을 미치는 것으로 나타나 채택되었다. 이와같은 연구결과는 가격은 첨단 부품소재나, 귀금속·보석과 같은 고가품일 경우 거래형성에 매우 중요한 영향을 미친다는 유영효(2008)의 연구결과와도 일치한다.

## 5) 자산특유성과 신뢰와의 관계 [가설 5]

자산특유성과 신뢰와의 관계[가설5]와 관련하여 살펴보면, 설문항목으로 전산시스템이나 프로젝트 메뉴얼의 완비유무, 내부통제 시스템의 완전성, 신속하고 정확한 의사결정 시스템, 부정행위에 대한 예방 시스템, 잘못된 요구에 대한 방지책 등이다. 시공사와 재무적 투자자간의 자산특유성은 신뢰에 긍정적인 영향을 미친다는 가설 5는  $\beta$ 값이 0.148, P값이 0.020으로  $P < \alpha = 0.05$ 에 해당되어 자산특유성이 신뢰에 긍정적인 영향을 미치는 것으로 나타나 채택되었다. 이와같은 연구결과는 은행과 소기업 고객을 대상으로 연구한 Colgate and Lang(2005)의 연구결과와도 일치한다.

## 6) 신뢰와 만족도와의 관계 [가설 6]

신뢰와 만족도와의 관계[가설6]와 관련하여 살펴보면, 설문항목으로 경영성과에 대한 만족도,

거래방식에 대한 만족도, 태도에 대한 만족도, 정보의 양과 질에 대한 만족도, 전반적인 관계에 대한 만족도 등이다. 시공사와 재무적 투자자간의 신뢰는 만족도에 긍정적인 영향을 미친다는 가설6는  $\beta$ 값이 1.024, P값이 0.000으로  $P < \alpha = 0.05$ 에 해당되어 신뢰가 만족도에 강한 긍정적인 영향을 미치는 것으로 나타나 채택되었다. 이와 같은 연구결과는 신뢰와 몰입이 만족도에 긍정적인 영향을 미친다는 한금희(2004)의 연구결과 와도 일치한다.

## V. 결론

### 1. 연구결과의 요약 및 시사점

본 연구의 첫 번째 목적은 최근 PF 부실화가 부동산 경기침체와 맞물려 저축은행 및 시중은행의 부실 여신의 핵심으로 인식되고 있는 가운데, 부동산 개발사업에 있어서 가장 중요한 두 축인 시공사와 재무적 투자자 간의 관계구조를 찾아내는 것이었다. 두 번째 목적으로 이러한 관계구조가 매개변수인 신뢰에 어느 정도 영향을 미치는가를 분석하였고 또한 매개변수인 신뢰가 결과변수인 만족도에 어떤 영향을 미치는지를 살펴보았다. 이는 앞으로 시행사, 시공사, 재무적 투자자 등 여러 이해관계 당사자들이 부동산 개발사업을 영위하는데 있어서 특히 자금조달의 측면에서 전략수립에 근거자료로 사용하기 위한 것이다.

본 연구의 분석결과 시사점을 요약하면 다음과 같다.

첫째, 본 연구에서는 부동산 개발사업에서 시공사와 재무적 투자자 간의 관계구조와 관련한

연구를 처음으로 시도하였다는 점이다. 여행사와 항공사, 귀금속 도매상과 소매상, 여행업, 은행의 소매금융, 호텔의 고객관계 마케팅, 병원의 고객관계 마케팅, 외식 프랜차이즈 관계마케팅 등 소매금융위주의 관계구조에 대한 연구는 많았지만, 이러한 부동산 개발사업에서의 대규모 금융조달과 관련하여 관계구조에 대한 연구는 아직까지 없는 실정이다. 부동산 개발사업과 관련하여 시행사와 시공사에 대한 관계구조를 연구한 논문(김재태, 2010)의 경우 개발사업 자체에 중점을 두고 시행사와 시공사 간의 관계구조가 성과에 미치는 영향을 연구하였다. 반면 본 연구는 부동산 개발금융이라는 자금 측면에 중점을 두고 이러한 관계구조가 만족도에 미치는 영향을 감안하여 개발사업을 성공적으로 이끌 수 있다는 점을 금융의 관점에서 보여주는 첫 사례라고 생각된다.

둘째, 요인분석결과 시공사와 재무적 투자자간의 관계구조를 구성하는 5개요인(의사소통, 전문성, 기회주의, 가격요인, 자산특유성)이 추출되었다. 그중 의사소통의 경우 당초에는 유대와 의사소통을 하나의 요인으로 하여 친밀도로 설문문을 진행하였으나, 유대 보다는 의사소통에 대한 요인이 개발사업의 금융조달에 있어 좀 더 중요한 항목으로 인식되어 유대관계를 요인에서 제외하였다. 그리고 구조방정식모형 분석결과 상기 5개요인이 신뢰에 유의적 영향을 미치고, 신뢰가 만족도에 유의적 영향을 미친다는 점을 검증하였다. 이러한 사실은 현재 부동산 PF의 부실화가 금융회사들의 자산건전성에 영향을 주고 있는 현실을 감안할 때, 재무적 투자자와 시공사간의 신뢰를 더욱 공고히 하여 만족도를 향상시키고 더 나아가 개발사업의 성공적 마무리에 도움을 줄 수 있는 관계구축이 절실하다는 점을 실증적으로

보여주는 것이다.

셋째, 구조방정식모형 분석결과 기회주의는 신뢰에 부정적인 영향을 미친다는 가설에 대해 그렇지 않다는 결과로 나타났으며, 특히 시공사의 경우 유의하지 않은 것으로 나타나 재무적 투자자에 비해 시공사가 더욱 기회주의적이라는 것을 알 수 있다. 이는 신용을 생명으로 하는 금융기관의 특성을 잘 반영한 재무적 투자자의 성향과 프로젝트의 실패는 기업의 생사에 직결되는 절박함을 가지고 업무를 수행할 수 밖에 없는 시공사의 성향을 잘 나타내는 결과로 해석된다. 이는 앞선 선행연구들 대부분이 도 소매업 등 불특정 다수인을 상대로 한 마케팅 관점에서 연구가 진행된 반면, 본 연구는 해당 프로젝트의 성패가 기업의 성패에 영향을 미치고 금융기관 또한 해당 프로젝트의 부실화가 금융회사의 경영에 지대한 영향을 미칠 수 있는 개발사업의 특성을 잘 반영한 결과 선행연구와 다른 결과를 나타냈다고 볼 수 있다.

마지막으로 본 연구에서 설정한 가설검증 결과 선행변수들이 신뢰 및 만족도에 미치는 영향을 경로계수를 통해 살펴보면, 전문성 0.370, 가격요인 0.329, 친밀도 0.154, 자산특유성 0.148 순으로 나타나 부동산 개발사업의 특성 특히 자금조달의 관점에서 볼 때, 전문성과 가격요인이 가장 중요하다고 할 수 있다. 그리고 신뢰가 만족도에 미치는 경로계수는 1.024로 매우 크게 나타났다. 따라서 향후 부동산 금융구조 수립 및 자금조달 진행시 전문성을 바탕으로 한 신뢰를 최우선으로 하는 고객만족 경영전략 수립이 필요하다고 본다.

## 2. 향후 연구 방향 및 한계점

본 연구는 위에서 전술한 바와 같이 부동산 개발금융에서의 관계구조가 신뢰 및 만족도에 미치는 영향을 분석하였는바, 다음과 같은 한계점을 가지고 있다.

첫째, 시공사와 재무적 투자자 외에 프로젝트의 주인인 시행사를 포함한 다면적인 관계구조 파악이 이루어지지 못했다. 물론 최근들어 시행사의 경우 대부분 특수목적법인(SPC)으로 사업이 진행되고 있는 바, 그럼에도 불구하고 전략적 투자자로서(SI : Strategic Investor) 시행사를 관계구조의 한 축으로 하는 다면적인 관계의 역학 관계 연구가 필요하다고 본다.

둘째, 기존 연구와 다른 결과를 나타낸 기회주의와 신뢰 및 만족도 간의 비대칭적 구조에 대해 좀더 객관적이고 과학적이며 심층적인 연구가 필요하다 하겠다.

마지막으로, 독립변수에 대해 선행연구와 부동산 개발금융의 특성을 반영하여 5개 항목을 추출하였으나 그 외에도 영향요인이 있을 것으로 판단 되는 바, 독립변수의 항목이 다소 적을 수 있어 경영전략의 수립에 다소 미흡할 수도 있겠다.

논문접수일 : 2011년 4월 5일

논문심사일 : 2011년 5월 2일

게재확정일 : 2011년 6월 6일

## 참고문헌

1. 광의택, “Fitness Center 관계마케팅 실행요인이 마케팅 성과에 미치는 영향에 관한 연구”, 호서대학교 벤처전문대학원 박사학위 논문, 2005
2. 국토연구원, 「민간투자사업의 투자재원 다양화 방안 연구」, 2002
3. 김계수, 「구조방정식모형 분석」, 한나래, 2008
4. 김동진, “관계구조 관리유형이 경영성과에 미치는 영향에 관한 연구 : 건설산업의 마케팅 시스템을 중심으로”, 인하대학교 대학원 박사학위논문, 1997
5. 김성대, “호텔과 여행사간 성공적 협력관계의 결정요인과 관계성과에 관한 연구”, 경기대학교 대학원 박사학위 논문, 2003
6. 김선규, “프로젝트 파이낸싱을 위한 특수목적회사의 운용특성과 발전방안에 관한 연구”, 전주대학교 대학원 박사학위논문, 2008
7. 김영대, “유통경로상에서 관계마케팅이 관계질 및 경로성과에 미치는 영향에 관한 연구”, 경성대학교 대학원 박사학위 논문, 2000
8. 김재태, “부동산 개발사업 참여자간 관계구조에 관한 연구”, 건국대학교 대학원 박사학위 논문, 2010
9. 문영기, 장희순 역, 「부동산 개발사업과 위험관리」, 부연사, 2004
10. 박동규 역, 「프로젝트 파이낸싱의 개념과 실제」, 명경사, 2003
11. 박만순, “프로젝트 파이낸스의 이자율 결정요인에 관한 연구”, 전주대학교 대학원 박사학위논문, 2008
12. 박원석, 「주택개발 프로젝트금융 현황과 정책과제」, 제11권 제4호, 한국지역지리학회, 2005, pp. 511-522
13. 박종경, “프로젝트 금융을 이용한 부동산 개발사업의 금융위험에 관한 연구”, 부경대학교 대학원 박사학위논문, 2009
14. 박종덕, “부동산 개발금융에서의 재무적투자자 참여실태 및 역할에 관한 연구” 단국대학교 대학원 박사학위논문, 2009
15. 박진용, “소매업체와 공급업체의 신뢰 및 결속에 관한 연구”, 연세대학교 대학원 박사학위논문, 1998
16. 서후석, 「IMF 구제금융이 건설업에 미치는 영향」, 한국건설기술인협회, 1998
17. 유영효, “관계마케팅요인이 관계품질과 점포충성도에 미치는 영향”, 경기대학교 대학원 박사학위논문, 2008
18. 유행주, “패밀리레스토랑의 관계마케팅이 비재무적 성과에 미치는 영향”, 세종대학교 대학원 박사학위논문, 2008
19. 윤광수, “SOC 민간투자사업의 재무적투자자 진입에 따른 시장 변화에 관한 연구”, 건국대학교 대학원 석사학위논문, 2005
20. 이낙귀, “여행도매업체의 여행소매업체에 대한 관계적 특성이 신뢰와 재구매 의도에 미치는 영향에 관한 연구” 강원대학교 대학원 박사학위논문, 2002
21. 이성근, “거래비용이론을 이용한 유통경로 분석에 관한 실증적 연구”, 고려대학교 대학원 박사학위논문, 1993
22. 이종환, “서비스 품질 및 기업 이미지가 관계품질과 관계마케팅 성과에 미치는 영향에 관한 연구”, 단국대학교 대학원 박사학위논문, 2009

23. 이종훈, “프로젝트금융에 관한 법적 연구”, 서울대학교 대학원 박사학위논문, 2007
24. 이준호, “우리나라 금융기관의 부동산개발사업 프로젝트 파이낸싱 활용에 관한 연구”, 경기대학교 서비스경영전문대학원 박사학위논문, 2007
25. 이준호, “소매업태별 관계마케팅요인과 성과에 관한 연구”, 경성대학교 대학원 박사학위논문, 2001
26. 이현석, “부동산개발금융의 현황과 과제”, 서울국제부동산세미나 2006, 한국주택협회, 2006
27. 전수현, “공공-민간합동형 PF 사업단계별 핵심 수행요인에 관한 연구”, 전주대학교 대학원 박사학위논문, 2008
28. 정민희, “여행사와 항공사의 장기협력관계에 관한 연구”, 경기대학교 대학원 박사학위논문, 2001
29. 정연길, “우리나라 프로젝트파이낸스의 신용스프레드 분석에 관한 연구”, 광운대학교 대학원 박사학위논문, 2004
30. 최성대, “은행의 관계마케팅 관련 요인의 구조적 관계에 관한 연구”, 동의대학교 대학원 박사학위논문, 2008
31. 최영로, “해운서비스시장에 있어서 관계질에 영향을 미치는 요인에 관한 실증연구”, 한국해양대학교 대학원 박사학위논문, 2005
32. 한금희, “호텔기업의 관계마케팅 활동과 성과의 구조적 관계연구”, 경기대학교 대학원 박사학위 논문, 2004
33. Anderson and James A. Narus, “A Model of Distributor Firm and Manufacturer Firm Working Partnerships”, *Journal of Marketing*, 54(Jan), 1990, pp. 42-58
34. Anderson, Erin and Barton Weitz, “The Use of Pledges to Build and Sustain Commitment in Distribution Channels”, *Journal of Marketing Research*, 29(Feb), 1992, pp. 18-34
35. Colgate, Mark and B. Lang, “Positive and negative consequences of a relationship manager strategy: New Zealand banks and their small business customers”, *Journal of Business Research*, 58(2), 2005, pp. 195-204
36. Doney, Patricia M. and Joseph P. Cannon, “An Examination of the Nature of Trust in Buyer-Seller Relationships”, *Journal of Marketing*, 61(April), 1997, pp. 35-51
37. Dwyer, F. Robert, P. H. Shurr and Sejo Oh, “Developing Buyer-Seller Relationships”, *Journal of Marketing*, Vol. 51(April), 1987, pp. 11-27
38. Fornell, C. and Larcker, D. F. “Evaluating Structural Equation Models with Unobserved variable and Measurement Error”, *Journal of Marketing Research*, 18(1), 1981 pp. 39-50
39. Ganesan, Shanker, “Determinants of Long-term Orientation in Buyer-Seller Relationships”, *Journal of Marketing*, 58(April), 1994, pp. 1-19
40. Mohr, Jakki, Robert J. Fisher, and John R. Nevin, “Collaborative Communication in Interfirm Relationships : Moderating Effects of Integration and Control”, *Journal of Marketing*, Vol. 60(July), 1996, p.103-118
41. Morgan, R. M. and S. D. Hunt, “The Commitment - Trust Theory of Relationship Marketing,” *Journal of Marketing*, Vol. 58(April), 1994, pp. 20-38



42. Nevitt & Fabozzi, *Project Financing, 6th*, London, *Euromoney*, 1995
43. Palmatier, R. W., Dant, R. P., Gtrewal, D., and Evans, K. R. “Factors Influencing the Effectiveness of Relationship Marketing; A meta-analysis”, *Journal of Marketing*, 68 (October), 2006, pp. 126-141
44. Provan, Keith G. and Steven J. Skinner, “Interorganizational Dependence and Control as Predictors of Opportunism in Dealer-Supplier Relations”, *Academy of Management Journal*, Vol.32 No. 1, 1989, pp.202-212
45. Vinter, Graham D, *Project Finance : A Legal Guide*, London : Sweet & Maxwell, 1995
46. Zeithaml, V. A., “Consumer Perceptions of Price, Quality, and Value: A Means-End Model & Synthesis of Evidence”, *Journal of Marketing*, 58(July), 1988, pp. 2-21