

대형마트 개발사업을 위한 부동산 소유와 임차에 따른 재무적 타당성 분석

A Comparative Analysis about Financial Feasibility Study on
the Development Project of Discount Store by Own and Lease Property

최영학* · 김재환** · 이상엽***

Choi, Young Hak · Kim, Jae Hwan · Lee, Sang Youb

目次

- | | |
|---------------------------|-------------------|
| I. 서론 | IV. 대상사업의 시나리오 분석 |
| 1. 연구의 배경 및 목적 | 1. 분석목적 |
| 2. 연구의 범위 및 방법 | 2. 시나리오 분석 결과 |
| II. 이론적 고찰 | 3. 시뮬레이션 분석 결과 |
| 1. 부동산소유와 임차의 특성 | V.결론 |
| 2. 대형마트 개발사업 재무적 타당성 분석방법 | 1. 연구의 요약 및 시사점 |
| 3. 선행연구 검토 | 2. 연구의 한계 및 향후과제 |
| III. 분석모형의 구축 | |
| 1. 분석대상 사업의 개요 | <abstract> |
| 2. 부동산소유와 임차구도의 가정 | <참고문헌> |
| 3. 재무적 분석의 기본전제 | |
| 4. 현금흐름 분석 | |

ABSTRACT

1. CONTENTS

(1) RESEARCH OBJECTIVES

This study proposed the methodology to evaluate the financial feasibility of retail discount store development project by two approaches. First, property leasing versus site purchasing and facility construction. Second, it's described the detailed characteristics for the financial analysis between property lease and site purchase and focused on the changes in financial features affected by some risk factors in development process.

* 주저자 : 건국대학교 부동산학과 박사과정, charlieh19@daum.net

** 공동저자 : 백석문화대학교 부동산과 조교수, 부동산학박사, jaehwan@bscu.ac.kr

*** 교신저자 : 건국대학교 부동산학과 교수, 공학박사, sangyoub@konkuk.ac.kr

▷ 접수일(2014년 2월 12일), 수정일(1차 : 2014년 3월 23일, 2차 : 2014년 4월 7일), 게재확정일(2014년 5월 20일)

(2) RESEARCH METHOD

The research methodologies for this study are based on two different quantification methods by deterministic analysis, and simulation analysis using Monte Carlo simulation in terms of NPV and IRR.

(3) RESEARCH FINDINGS

The research findings indicated that the simulation analysis based on Monte Carlo simulation can deliver the critical information to forecast the financial risk considering the variation of deposit and rent fee.

2. RESULTS

Comparative analysis in this study regarding real estate ownership and lease is expected to have a implication to not only the commercial development projects but also other types for project planners to have a proper decision in site purchase and lease.

3. KEY WORDS

- Discount Store, Financial Feasibility Study, Real Estate Ownership, Real Estate Lease, Monte Carlo Simulation

국문초록

본 연구는 대형마트 개발사업에 한정하여 매입과 임차별 재무적 타당성 분석을 실시하여 다음과 같은 결과를 얻었다. 부지확보를 위한 부지소유와 임차구도에서 어떠한 리스크에 따라 재무적 성과가 달라지는 지를 분석하여 의사결정 기준으로 제시하였다. 또한 부지소유와 임차경우의 사업성 분석결과를 비교함과 더불어 시나리오 분석방법에서는 매출과 투자비에 따른 사업수지 결과를 예측하여 소유와 임차의 영향력을 보여주었다. 추가적으로 확률론적 재무분석을 통해 주요 사업변수들을 불확실성에 따른 정보를 기반으로 대형마트 개발사업의 재무적 리스크 저감을 도모할 수 있는 대안을 제시하였다.

핵심어 : 대형마트, 재무적 타당성 분석, 부동산 소유, 부동산 임차, 몬테칼로 시뮬레이션

I. 서론

1. 연구의 배경 및 목적

글로벌 금융위기 이후 주거용과 상업용

부동산의 기본 수요의 둔화세는 여전히 지속되고 있는 가운데¹⁾ 과거의 성장형 추세에서 순환형으로 점차 변화되고 있다. 특히, 상업용 부동산에 있어 가장 중요한 요소인 운영수익에 대한 재조명이 필요한 때로²⁾ 부동산 개

1) 손정락, 부동산시장 구조변화 및 금융기관의 대응방안, 하나금융경영연구소, 2011. p.4.

발사업의 부지확보는 고가의 비용이 수반되고 매매 거래가 용이하지 않고, 건축 가능한 용도와 계획조건이 부지 위치에 따라 법률적 제약이 상이하다는 점에서 신중한 의사결정이 필요하다³⁾. 부동산은 독특한 물리적 특성인 위치의 고정성, 내구성, 이질성 등으로 인하여 부지 확보의 결과가 개발사업의 성패에 근본적인 영향을 끼치게 되는데, 사업부지를 확보하는 방법은 사업구도에 따라 여러 가지가 있으나, 통상적으로 사업자가 부지를 매입하여 사업을 시행하는 것과 부지 매입을 하지 않고 부지주로부터 임차하여 약정한 기간 동안 사업을 하는 방법이다⁴⁾. 이 경우 부동산 임대차 구도에서 사업시행자는 부지확보에 필요한 자금을 줄일 수 있어 부동산 소유 구도에 비하여 상대적으로 적은 투자비로 사업을 하는 장점이 있고, 부지 소유자 입장에서는 해당 부지에 대한 소유권을 지속 보유한 채 사업자로부터 임대차 계약을 통하여 정해진 기간 동안 안정적인 임대 수익을 취득하는 효과가 있다. 최근의 개발환경 변화로 인하여 부동산 사업 참여자 유형이 증가하고 또한 부동산 금융기법도 발전되어 사업구도가 다양화되는 추세에 따라 부지확보방법이 다양해질 것으로 전망됨에 따라 부동산을 소유하여 개발하는 방식과 임대차를 통하여 사업하는 방식에 대한 이론적 논의와 더불어 재무적 타당성의 특징을 살펴 볼 필요가 있다. 특히 상업용 부동산의 대표적 유형의 하나인 대형마트 개발사업은 다수 매장 운영을 전제로 하는 체인 오퍼레이션 사업으로서 여러 지역의 부지를 필요로 하며, 복수 프로젝트를 동시에 진행하는 특징이 있다.

따라서 본 연구는 대형마트 개발사업 추진과정의 핵심단계인 부지확보에 따른 부동산 소유와 임차에 따른 재무적 관점의 차이점에 기반하여 입지특성과 사업의 주요 변수별 매

출과 투자비의 사업수지를 예측하고, 변수의 확률적 분포를 가정한 확률론적 재무분석을 실시한다. 이러한 분석기반에 있어 임대차 사업구도에서는 임대인, 임차인 간에 초기 계약조건, 협상단계부터 인허가, 건축, 그리고 영업 기간과 임대차 계약 종료시점까지 지속 협의가 필요한 바, 임대차 사업구도에서의 리스크 배분도 살펴보고자 한다.

2. 연구의 범위 및 방법

본 연구는 상업용 부동산개발사업에 있어 보유와 임차에 따른 주요 특징과 재무적 분석을 비교하였다. 이의 실증분석을 위해 연구의 대상을 경기도 고양시 개발지구 내에서 실제 수행된 대형마트 개발사업을 대상으로 재무적 타당성 분석을 실시하였는데, 이는 대형마트 사업은 주거, 오피스 등의 분양 및 임대형 사업과는 다르게 사업자가 직접 부동산을 장기간 사용하는 특징이 있어 부동산의 소유, 임차 구도가 사업에 미치는 영향이 더욱 명확하기 때문이다.

연구방법으로는 먼저 선행연구와 관련문헌을 조사하여 부동산 소유와 임차에 따른 차이를 살펴보고, 주요 분석기법의 특징을 정리하였다. 또한 입지특성별 부동산 소유와 임차 중, 어느 사업구도가 유리한 대안이 되는지를 이론적으로 검토해보았다. 특히, 부동산 소유와 임차에 따른 재무적 타당성분석을 실시함에 있어 결정론적 방법과 주요 변수의 영향에 따른 시나리오 분석, 그리고 몬테카를로 시뮬레이션을 활용하여 확률론적 분석을 실시하였다. 이를 통하여 각기 분석의 상황별 전제인 결정론적 분석, 시나리오 분석, 확률론적 분석에 따라 부지매입과 임차 중 어떠한 대안이 적합한지를 비교하였다. 또한 재무적 타당성 분석에서의 할인율의 영향력과 임대차 구도에

2) 김철호·정승영, "서울시 상가 월세에 영향을 주는 요인에 관한 연구", 부동산학보, 한국부동산학회, 2012, 제49집, pp.135-144.

3) 이재웅, 부동산 개발기획의 이론과 실무, 부연사, 2004, pp.19-52.

4) 이상수, "건축개발사업의 사업타당성 분석 적용실태 분석 및 대안 연구", 구조계, 대한건축학회, 2006, 22권 5호, pp.169-178.

서 보증금과 임차료 비율에 따른 임차 사업성의 영향도도 추가적으로 제시하였다.

에 영업기간의 연장을 원할 것이나, 이 때 임대인과의 관계에서 임차료 상승 여지가 있다.

II. 이론적 고찰

1. 부동산소유와 임차의 특성

부동산 개발사업의 토지활용방식은 자력 개발방식, 토지임차개발방식, 등가교환방식, 사업수탁방식, 토지신탁방식으로 구분하고 있다. 이러한 방식 중에서 본 연구에서는 가장 보편적인 토지활용방식을 논의하고자 두 가지 방안으로 구분하였다. 첫 번째는 부지를 소유하여 건축단계를 거쳐 영업을 하는 방법이고, 두 번째로는 부지소유주나 기타 부동산개발사업 시행자로부터 토지와 건물을 임차하여 상호 계약에서 약정한 기간 동안 영업하는 방식이다. 본 연구의 재무적 타당성 분석에 앞서 부동산 소유와 임차에 따른 이론적인 특징을 관련 문헌과 연구를 통하여 정리한 결과, 가장 큰 차이점은 부동산 소유의 경우는 영업을 위한 부동산 확보 의미 외에 자산취득에 대한 투자개념으로 볼 수 있다는 점과 임차 경우에는 임대인이라는 사업 참여자가 관여되므로 이의 협상결과에 따라 사업수익률 여부와 리스크 분배에 영향을 미친다는 점이다. 보다 구체적으로 대형마트 사업의 부동산 소유와 임차 특성을 살펴보면, 출점 입지의 상권이 장기적으로 활성화되는 지역에서는 부지 매입을 통하여 사업을 시행하는 것이 자산가치의 상승효과와 영업권의 지속 확보 측면에서 유리한 대안이 될 수 있다. 반대로 상권이 침체되는 지역에서는 부동산의 가치가 하락될 것이며 부동산 소유를 통한 자산 증가 효과는 미흡한 결과를 갖는다⁵⁾. 그리고 임차 경우 상권 활성화된 입지에서는 영업의 성과가 지속될 것이므로 임대차 기간이 만료되는 시점

2. 대형마트 개발사업 재무적 타당성 분석방법

대형마트 개발사업의 재무적 타당성 분석 방법을 살펴보기 위하여 대형마트 개발사업의 주요한 특징들을 정리하면 다음과 같다.

첫째, 대형마트 개발사업은 사업유형 면에서 상업용 부동산에 속하는데, 공동주택이나 오피스 등의 상업용 부동산은 개발 후 분양 매각을 통하여 상대적으로 단기간의 사업기간인 반면, 대형마트 개발사업은 개발 후 영업기간을 보통 20년 이상으로 본다는 점에서 큰 차이가 있다.

둘째, 대형마트 사업자가 부동산을 개발하여 직접 사용하는 경우가 대부분으로 개발사업자와 운영사업자가 동일하다는 점이다.

셋째, 대형마트의 부지면적은 상권 크기에 따라 작게는 6,000㎡에서 20,000㎡ 이상까지 필요로 하여, 다른 상업용 부동산 유형보다 최소 부지 면적이 크며 이로 인해 부지 확보에 어려움이 있음과 동시에 향후 매각하는 데에도 어려움이 예상된다.

넷째, 유통시설을 위한 부지이므로 유동 인구가 많고 접근성과 가시성이 양호한 입지를 필요로 하므로 일반적으로 부지가격에 있어서 상대적으로 큰 자본예산을 필요로 한다. 이와 같이 대형마트의 사업부지는 장기간에 걸쳐 고정적으로 사용되며 매각의 용이성이 불확실하여 기업 입장에서는 출점부지에 대한 의사결정과 사업수지 예측의 정확도가 더욱 중요하다. 이와 같이 대형마트 사업은 20년 이상 장기간이 요구됨에 따라 현금할인기법이 적합하다. 이에 따라 내부수익률법과 순현재가치법 그리고 편익·비용비를 고려할 수 있는데, 편익·비용비는 통상 공공사업의 분석에 활용되고 민간 기업에서는 많이 활용되지

5) 양영준·임병준, “오피스 소유자 유형별 관리비용 차이에 관한 연구”, 부동산학보, 한국부동산학회, 2012, 제51집, pp.212-224.

않는 점을 고려하여 내부수익률법과 순현재가치법을 유용한 기준이 된다. 그리고 대규모 사업 투자비에 대한 안정성 검토가 필요하므로 자금회수법도 같이 재무적 분석지표로 활용해야 한다. 재무적 타당성 분석에 관한 기존문헌에서 외국기업 투자평가방법에 관한 실무 사용빈도의 조사결과⁶⁾를 보면 내부수익률법, 순현재가치법, 자금회수기간법이 광범위하게 통용되고 있다.

3. 선행연구 검토

본 연구는 두 가지 주제로 한정하여 선행 연구를 검토하였는데, 먼저 부동산개발사업의 소유와 임차별 특성에 관한 주요연구와 이의 분석방법인 재무적 타당성 관련 연구 중 특히 상업용 부동산 관련 연구도 포함하여 검토하였다. 부동산 개발사업은 부동산의 소유와 임차에 따라 사업관계자, 책임과 리스크의 소재, 투자규모, 운영 현금흐름 등 전반적인 사업구도에 크게 영향을 미치는 바, 사업 참여자는 부동산 소유와 임차에 대한 차이점과 재무적인 특성을 이해하여야 한다. 이들의 연구는 부동산 소유와 임차에 관한 차이를 설명하고 임대주택의 사례조사를 통하여 매매가와 전월세전환율 특징을 분석하기도 하였으며⁷⁾, 또한 장기 임대주택의 경제성 분석까지 검토하고 있다. 부동산 사업 참여자는 사업 초기 투자 여부를 결정하기 위하여 여러 관점의 사업 타당성 분석을 하게 되는데, 먼저 제도적, 법률적인 규제 여부와 경제 동향에 따른 사업 전망을 예상해 보고 개략적인 비용과 수입의 검토를 통하여 일차적으로 사업에 현실성이 있다고 판단되는 경우에, 사업자는 보다 정밀

한 재무적 타당성 분석을 통해 투자 여부를 결정한다. 이러한 재무적 타당성 분석은 사업 후반부 검토과정에 속하는 투자여부를 결정하는 가장 중요한 과정이라고 할 수 있으므로 선행연구에서 사업의 유형별로 재무분석의 이론적인 설명과 분석방법론에 대하여 설명하고 있다. 특히, 본 연구의 주요 분석방법인 결정론적 방법과 확률론적 방법에 대하여 각각의 주요 특징을 제시하면 다음과 같다. 먼저 결정론적 방법의 한계는 재무분석에 필요한 각각의 변수를 단일 값으로 입력하여 결과값도 단일 값으로 얻으며, 단일 점 추정치이기 때문에 특정 결과의 발생 가능성을 알려주지 못한다. 다만, 사용방법이 용이하여 보편적으로 이용되고 있다. 이와는 달리 확률론적 방법은 재무분석에 필요한 변수를 범위의 값으로 입력할 수 있으며, 결과값이 확률분포로 나타나므로 현실 분포에 가까운 예측이 가능하나, 변수 설정 시 분포가정에 대한 객관성이 요구되며, 결정론에 비하여 사용에 난이도와 통계적 지식이 필요하다. 연구의 범위를 상업용 부동산으로 좁히면 주거용 부동산의 임대수입 관련 분석을 기초로 상업용 부동산의 가격결정요인을 시계열방식을 통하여 분석한 연구로부터 가격 추정을 위한 합의와⁸⁾ 최근의 복합상업시설의 임대료 추정을 위한 방정식과 만족도에 대한 논의로부터 상업용 부동산의 가격범위와 만족도에 영향을 미치는 주요 요인들을 제시하였다.⁹⁾ 특히, 상업용 부동산의 리스크를 식별하고 이에 대한 분석과 대응방안을 제시한 연구¹⁰⁾에서는 기존의 주거용 부동산의 정형적인 리스크 기준을 발전시켜 비정형적인 상업용 부동산 리스크까지의 체계를 확대하였다. 상업용 부동산의 분석적 차원에

6) 2000년 초반 미국의 대기업과 중소기업의 최고 재무관리자 392명을 대상으로 조사한 결과 내부수익률법, 순현재가치법, 자금회수기간법이 주요 재무분석방법으로 사용되고 있음을 확인할 수 있었으며, 어의차별척도는 최대 4에서 최소 0의 격간을 두고 있다(박원규 외, 2011).

7) 박상학·박성해, “주택 전월세시장 구조변화와 대응”, 부동산학보, 한국부동산학회, 2012, 제49집, pp.260-274.

8) 전해정, “서울시 주거용과 상업용 부동산 가격결정모형 비교분석에 관한 연구”, 부동산학보, 한국부동산학회, 2013, 제52집, pp.187-201.

9) 배호봉·김재환·이상엽, “복합상업시설 지분투자 임대료 추정에 관한 연구”, 부동산학보, 한국부동산학회, 2013, 제55집, pp.101-114.

10) 창성남·박현수, “부동산개발사업의 리스크 관리방안에 관한 연구”, 부동산학보, 한국부동산학회, 2012, 제51집, pp.114-128.

서 실제 소비자들의 이용행태를 분석한 연구¹¹⁾에서는 소매업태간의 과다경쟁과 분쟁에 대한 원인을 소비자 이용행태의 차이에 대한 기본적 인식을 바탕으로 중요도에 어떠한 차이가 있는지를 제시하였다. 그리고 상업시설의 가격산정을 입지적 특성요인들로 구성된 연구¹²⁾에서는 상가의 층별 특성이 상가의 가격과 임대료 지불능력에 영향을 미치는 주요 요인들을 체계적으로 구성하여 향후의 상업시설 개발사업에 따른 효율적인 분양전략 수립에 함의를 제공하였다.

이상의 선행연구를 바탕으로 본 연구는 부지확보방식에 있어 사업자의 소유와 임차구조별로 재무적 타당성 분석을 통하여 각 상황별로 선택할 수 있는 기준을 제시하여 이를 부지확보에 대한 의사결정으로 활용될 수 있음을 제안하고자 한다.

Ⅲ. 분석모형의 구축

1. 분석대상 사업의 개요

대형마트 사업부지는 도시규모와 상권인구, 가계의 구매력, 상권의 경쟁관계 등을 종합적으로 검토하여 출점 여부를 결정한다¹³⁾.

본 사례는 경기도 고양시 삼송택지개발지구 내 대형마트 개발 사업을 대상으로 하였다. 고양삼송택지개발지구는 서울 서북부 지역에 위치하여 2014년 말까지 약 2만 2천 세대의 신규 주거 입주를 목표 하고 있다. 일반적인 대형마트 상권 규모는 인구 10만에 약 4만 세대수 이상을 대상으로 하는 점을 참조할 때, 삼송지구의 상권이 큰 규모에 속한다고 보기 어려우며, 주변이 자연녹지지역으로 장

〈표 1〉 대상사업의 개요

구 분	내 용	비 고
부지위치	경기도 고양시 삼송택지지구 내	—
부지면적	9,917㎡	—
건축면적	6,600㎡	건폐율 66.7%
연면적	26,446㎡	—
매장면적	8,265㎡	—
주차대수	약 450대	—
건축규모	지하1층~지상5층	—
층구성	5F 주차장 4F 주차장 3F 주차장 2F 매장 1F 매장 기계실	—

기적인 발전도 불확실하다고 예측하여 건축계획은 중소형 마트규모에 해당하는 정도로 연면적 26,446㎡, 매장면적 8,265㎡를 계획되었다.

2. 부동산소유와 임차구도의 가정

부동산 소유 경우에는 대형마트 사업자가 사업부지를 매입하여 인허가와 건축 후에 영업을 하는 과정을 설명하며, 부동산 임차구도는 대형마트 사업자는 부지소유주이거나 해당 부지를 매입하여 소유한 개발 사업 시행자와 임대차 계약을 체결하여 사업을 시행하는 것

〈표 2〉 부동산 소유와 임차의 사업구도

구 분	부동산 소유	부동산 임차
투자자	대형마트 사업자	대형마트 사업자(A), 부지 및 건물소유자(B)
사업구도	대형마트 사업자가 부지 매입, 건축하 여 사업운영	A와 B간 임대차 계약 통해 A는 대형마트 사업운영, B 는 임대수익 취득

11) 김준환·김현순, “소비자의 소매업태 선택요인 및 이용행태에 관한 실증적 연구”, 부동산학보, 한국부동산학회, 2012, 제48집, pp.107-120

12) 김병광, “상가 업종의 층별 입지 패턴에 관한 연구”, 부동산학보, 한국부동산학회, 2012, 제49집, pp.120-134.

13) 송우석·이호병, “기업형 슈퍼마켓에 대한 소비자재방문 영향요인 연구”, 부동산학보, 한국부동산학회, 2013, 제55집, pp.46-60.

을 의미한다. 즉, 부동산 임차의 경우, 대형마트 사업자가 부지 매입부터 건축비와 기타 비용을 전액 부담하는 구조이지만 임차 구도에서는 임대인과 임차인과의 협상을 통하여 투자비의 부담 범위를 구분한다.

본 대상사업에서는 필요한 투자비 항목과 금액은 업계의 사례를 참조하여 <표 3>과 같이 산정하고, 사업구도에 따른 투자비 부담 주체에 있어 건축비 1은 임대인의 공사범위에 해당하는 골조 및 외장공사에 대한 기본 설비 공사를 의미하며, 건축비 2는 임차인이 매장 내부 시설을 위한 기계 전기 설비와 건축마감 공사이다.

<표 3> 투자비 항목 및 산정기준

구 분	금액(백만원)	산정기준
부지가	10,000	부지면적 9,917㎡당 단가 1.01백만원
등록세 (토지)	460	부지가 × 4.6%
건축비1 (기본골조)	19,400	연면적 26,446㎡당 단가 0.85백만원
건축비2 (매장내부)	3,000	공사면적 12,396㎡당 단가 0.24백만원
등록세 (건물)	717	(건축비1 + 건축비2) × 3.2%
인테리어비	1,750	매장면적 8,265㎡당 단가 0.21백만원
집기, 전산비 등	1,250	매장면적 8,265㎡당 단가 0.15백만원
합 계	36,577	

이러한 공사 범위는 임대차 계약 시 세부 공사범위 조항에 의한다. 그리고 부지가는 토지 매입 직접비와 업무 경비 등을 포함한 기준으로 단순화하였으며, 인테리어비와 집기 전산비는 매장 내부에 설치하는 것으로 임차인의 공사 범위에 해당한다.

임대차 계약구도의 주요 쟁점은 보증금과 임대료의 산정인데, 임대인과 임차인이 원하

는 초기 투자비 규모와 현금흐름 형태, 그리고 사업 수지 기준에 따라 양자 간 협상을 통하여 결정된다. 본 연구는 임대인이 대형마트 사업자의 부지 매입 경우와 동일 가격인 10,000백만 원에 부지를 매입하여 대형마트 사업자에게 임대함을 가정하여 임대인의 초기 투자비는 36,577백만 원이 필요하다. 또한 임대인은 투자비 30%에 해당하는 9,173백만 원을 보증금으로 취득하고 잔여 투자비인 70% 금액은 연 10%¹⁴⁾의 수익 목표를 기준하여 연간 임차료 2,140백만 원 받는 것을 가정하였다.

그리고 사업권 취득에 대한 비용으로 4,000백만 원을 임차인은 임대인에게 지급하는 것으로 하였는데, 이러한 임대차 조건아래에서 임대인과 임차인의 사업 수지는 IRR 값이 모두 약 13% 수준으로 상호 유사한 사업 수지 확보를 전제하여 임대차 계약이 성립될 수 있음을 검토 설정하였다.

이 결과 보증금과 영업권 비용을 반영한

<표 4> 부동산 소유, 부동산 임차구조의 투자주체
(단위, 백만원)

구 분	부지매입출점	임차 출점	
		임대사업자	대형마트
투자비	부담주체		
	부지가	10,000	—
	등록세(토지)	460	—
	건축비1 (기본골조)	19,400	—
	건축비2 (매장내부)	—	3,000
	등록세(건물)	717	—
	인테리어비	—	1,750
	집기/전산비등	—	1,250
	합 계	30,577	6,000
임대차 조건	보증금	—	9,173
	년 임대료	—	2,140
	사업권	—	4,000
합계	—	36,577	19,173

14) 대형마트 개발업자를 대상으로 수익과 리스크에 대하여 면담 조사한 결과, 현재의 경기상황을 반영한 평균수익률로 이는 경제상황에 따라 가변될 수 있음

실질 투자비는 임차인이 17,404백만 원, 임대인은 19,173백만 원이다. 그리고 부동산 소유와 임차에 따른 수입·지출액 항목을 사업 단계별로 구분하였으며〈표 6〉, 여기에서 사업구도에 따라 차이가 있는 항목은 부지가, 임대 보증금, 임차료, 영업만료시점의 부지가 또는 보증금의 회수 금액이 있으며, 건축비 차이와 이에 따른 감가상각비 차등 산정 금액이다. 또한 영업기간 중 비용을 성격에 따라 분류해보면 인건비, 수도광열비, 광고판촉비, 기타 일반경비는 매장 운영의 측면에서 발생 비용이며, 감가상각비는 초기 건축비와 집기 등은 자산 투자로 인한 항목이고, 보증금과 임대료는 사업 초기 임대인과의 투자 협상에 의하여 결정되는 금액이다.

〈표 5〉 부동산 소유와 임차구도의 수입지출

구 분		영업착수전 (2년간)	영업기간 (20년간)	영업 만료시
공통	지출	인테리어비 집기, 전산비	인건비 수도광열비 광고판촉비 기타경비	—
	수입	—	매출이익	—
소유	지출	부지가 건축비1	감가상각비1	—
	수입	—	—	부동산 매각가
임차	지출	임차보증금 건축비2	임차료 감가상각비2	—
	수입	—	—	임대보증금 회수

3. 재무적 분석의 기본전제

재무적 분석의 기본가정은 〈표 6〉과 같다. 먼저 영업기간은 소유와 임대기간을 같도록 하여 일반적 임대차 기간인 20년으로 설정하였다. 사업 준비기간은 인허가 과정에 따

〈표 6〉 재무적 분석의 기본가정

항 목	내 용	비 고
영업기간	20년	대형마트 일반적 임대차기간 적용
사업 준비기간	2년	부지확보 6개월, 인허가 1.6개월
물가 상승률	3.4%	최근 5년간 평균 물가 상승률
할인율	9.1%	명목 할인율 기준 ¹⁵⁾
연 이자율	4.5%	예상 차입금리 기준
연간임차료 상승률	3.4%	물가 상승률 동일 가 정함
감가상각년도	건물30년 집기5년	국제회계기준 반영

라 유동적일 수 있으나, 본 사례에서는 부지 매입 소요기간 6개월과 인허가 기간 1년 6개월을 가정하였다. 물가 상승률은 최근 5년간 평균 소비자 물가상승률로 산정하여, 평균값인 3.4%를 적용하였고, 차입금에 대한 이자율은 국내 유통기업 사례를 참조하여 4.5%로 가정하였다. 그리고 본 사업에 대한 투자기준은 100% 타인자본을 가정하여 사업수지를 분석하였는데, 대형마트 사업자는 실제로는 차입금을 일정비율 사용하여 신규투자를 하지만, 대형마트는 다수 점의 신규 개발을 동시 진행하는 사업구조이므로 독립된 프로젝트 대상마다 자본과 차입금 비율은 설정하기가 어렵다. 특히, 100% 타인자본을 가정하여 재무분석을 할 때 자금회수년도의 의미는 차입금에 대한 원금을 갚는 시기를 의미하여 이 경우 지급이자에 대한 산정 영향으로 자기자본이 포함된 재무분석 결과보다 보수적인 사업수지를 띄게 된다. 이는 더욱 더 리스크 대비차원에서 재무적 타당성을 분석하려는 목적에 부합하는 측면도 있다. 그리고 감가상각비 산정에 있어 상각 기준은 정액법을 사용하

15) 한국개발연구원의 '예비타당성조사 수행을 위한 일반지침(2008)'에 따르면 '불변가격으로 추정된 현금흐름에는 실질 할인율을 적용하며, 경상가격으로 추정된 현금흐름은 명목 할인율로 할인'함을 기준으로 설명하고 있는데, 본 연구에서는 경상가격 기준으로 대상 사업의 현금흐름을 추정하였으므로 명목 할인율을 적용하였으며, 명목 할인율 기준 값은 한국개발연구원의 동일 보고서에서 제시한 실질 할인율 기준 5.5%를 Fisher 방정식을 통하여 명목할인율 값 9.1%로 전환하여 적용하였다.

• 피셔 방정식 $1+R=(1+r)*(1+h)$, R 명목할인율, r 실질할인율, h 인플레이션율)

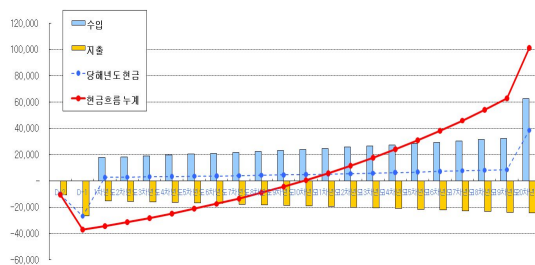
였으며 내용연수의 기준은 2011년 국제회계 기준에 따르면 건축공사비는 건물 구조, 구축물, 기계장치 종류 등에 따라 45년부터 20년까지 설정하게 되어 있어 본 연구에서 건축공사비 내용연수는 30년으로 단순화 가정하였고, 매장 집기 및 전산 장비의 내용연수는 5년으로 설정하였다.

4. 현금흐름 분석

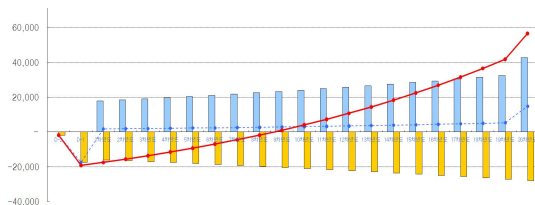
앞서 재무적 분석방법으로 제안한 내부수익률법, 순현재가치법, 자금회수법으로 대상 부지에 대한 재무적 타당성 분석을 하였다. 결정론적 분석에 앞서 본 방법은 사업의 여러 변수들을 각각 하나의 값을 결정 입력하여 재무적 분석의 결과 값을 얻는 것이다. 부동산 소유와 임차에 따른 현금흐름에 대하여 살펴 보았는데, 〈그림 1〉에서와 같이 수입과 지출, 당해년도의 현금과 누계 현금을 표기하였으며, 소유와 임차에 따라 현금흐름의 크기가 구분됨을 알 수 있다. 사업 착수 전 현금흐름의 최저점은 부동산 소유의 경우 -37,048백만 원이고 임차시에는 -19,256백만 원이며,

〈그림 1〉 소유 및 임차 현금흐름도

(단위: 백만원)



〈부동산 소유의 경우〉



〈부동산 임차의 경우〉

〈표 7〉 소유 및 임차 현금 누계 (단위, 백만원)

구 분	최저점 (D-1차년도)	10차 년도	15차 년도	20차 년도
부동산 소유	-37,048	646	30,934	101,288
(비율)	—	(2%)	(83%)	(273%)
임차 경우	-19,256	3,983	22,393	56,531
(비율)	—	(21%)	(116%)	(294%)

사업 종료 후 현금흐름 누계금액을 비교하면 부지 매입시에는 101,288백만 원이고 임차 시에는 56,531백만 원으로, 주요 연도별 현금흐름의 누계액은 〈표 8〉과 같다. 임차 출점 사업구도는 부동산 소유보다 현금 창출의 절대규모에서는 작지만 투자비 대비 효율은 양호한 것으로 해석된다. 현금흐름 비교에 이어 결정론적 결과를 판단하기 위하여서 IRR과 자금회수년도에서는 사업자가 기준으로 삼는 내부 채택기준이 먼저 있어야 하는데, IRR을 단순화 이해하면 사업이 갖고 있는 복리이자율을 의미하므로 사업자는 명목기준으로 최소 9.5% 이상의 IRR을 요구함을 전제하였고, 자금회수년도는 대형마트 사업기간을 20년으로 보는 점을 고려하여 사업의 중간 시점인 11차년도 이내를 충족 기준으로 삼았다. 한편, NPV는 양의 값을 충족하면 사업 타당 의미를 가지므로 사업자의 별도 기준은 불필요하다. 이러한 사업 채택기준은 부동산 소유와 임차 구도에 모두 동일하게 사용하였다. 대상사업에 대한 결정론적 분석결과, 부동산 소유와 임차에 따른 IRR, NPV, 자금회수년도 결과를 총 투자비와 같이 표기된다.

그 결과, NPV값은 소유 경우가 11,062백만 원으로 임차 경우의 7,752백만 원보다

〈표 8〉 결정론적 분석결과 (단위, 백만원)

구 분	소유(A)	임차(B)	비율(B/A)	차이(B-A)
총투자비	36,577	19,173	52.4%	17,404
NPV	11,062	7,752	70.1%	-3,310
IRR	12.3%	13.8%	—	+1.5%
자금회수	10차년	9차년	—	-1차

유리하나, IRR과 자금회수년도 측면에서는 임차 사업이 더 유리한 것으로 나타났다. 또한 투자비를 고려한 NPV를 비교해 보면 임차의 경우에 52.4%의 투자 규모에서 70.1%의 순현재가치값을 가지므로 투자 효율면에서도 임차구도가 유리하여 결정론적 분석은 부지임차를 통한 사업방안을 채택하였다. 본 대상사업에서 부동산의 소유보다 임차의 사업성이 유리한 것으로 판단되는 이유를 분석해 보면 부동산 소유의 경우 20년 후 토지와 건물의 매각가격을 29,221백만 원으로 가정하였는데, 이는 최초 투자비와 비교하여 사업에서 가정한 할인율인 9.1%에 못 미치는 이익으로 임차 구도와 비교하여 수익성이 불리해지는 요인이 된다. 한편 임대차 사업 조건에서 임대, 임차인간의 협상 결과에 따라 본 사업의 가정보다 높은 보증금과 임차료로 사업 시행되는 경우에는 임차의 사업 수지가 부동산 보유 보다 악화될 수 있다.

IV. 대상사업의 시나리오 분석

1. 분석목적

결정론적 방법에서 재무적 분석은 투자비, 수입, 지출 등과 같은 변수를 단일 값으로 예측 입력하여 NPV, IRR 등을 산출하므로 리스크 영향을 판단하기가 불가능한 한계점이 있다. 이는 실제사업에서 수입 및 비용 등의 변수들은 사업시행 후 결과 측면에서는 고정값이나, 사업수지를 예측하는 경우에는 변동의 가능성이 존재하는 요소이다. 따라서 변수에 대한 시나리오와 확률적 분포로 분석할 수 있다. 이에 대형마트 개발사업의 부동산 소유와 임차구도에 따른 리스크 영향 비교를 중점으로 대형마트 개발에 있어 재무적 실적의 핵심인 매출과 투자비의 변동 측면에서 시나리오 분석을 실시하였고, 또한 임차구도에서 보증금, 임차료 변동에 따른 재무적 영

향도를 제시하여 향후의 개발사업의 소유 및 임차별 비교 분석을 추가하였다.

2. 시나리오 분석 결과

1) 매출변수

매출추정에 있어 결정론적 기준을 100%로 할 때, 이와 비교하여 낙관적인 가정은 110%로 설정하고 비관적인 가정은 90%, 80% 두 가지로 구분하였다. 비관적인 경우를 80%까지 가정한 것은 다수의 개발사업의 결정론적 예상이 낙관적인 전망을 갖고 시행하는 경우가 많음을 감안한 것이며, 비관적 시나리오를 검증하려는 목적도 있다. 이러한 기준으로 부동산 소유와 임차에 따른 재무적 타당성 분석값은 다음과 같다.

〈표 9〉 매출 시나리오분석

구 분		낙관적	결정론	비관적	
매출달성률		110%	100%	90%	80%
소유	NPV(백만)	14,963	11,062	7,188	3,314
	IRR	13.4%	12.3%	11.2%	10.1%
	자금회수	10차년	10차년	11차년	13차년
임차	NPV(백만)	11,799	7,752	3,704	-343
	IRR	16.0	13.8%	11.4	8.9%
	자금회수	8차년	9차년	11차년	14차년

부동산 소유의 경우 매출 80% 수준에서 IRR값은 10.1%, 자금회수 13차년도를 나타내지만, 임차의 경우 매출 80% 시나리오에서 IRR은 8.9%, 자금회수 14차년도를 나타내는 것을 볼 때, 매출이 축소됨에 따라 임차출점의 경우가 보다 사업수지가 민감하게 반응하고 있음을 알 수 있다. 특히 NPV에서 임차의 경우 매출 80%의 경우 음의 값을 띄게 되어 사업의 기각 수준을 나타낸다. 임차구도에서의 이러한 원인을 유추해보면 임대차 조건에서 연간 임차료의 설정에서 일반적으로 정액제를 적용하여 임차료를 산정하게 되어

본 대상사업에서도 정액방식을 전제로 사용하였는데 이는 매출의 하락여부와는 관계없이 계약에서 정한 임차료를 대형마트 사업자는 임대인에게 납부하게 되는 것을 다음의 표에서 알 수 있다. 이는 전체적인 사업 이익률 악화에 영향을 미친다.

〈표 10〉 이익률 비교 (단위, 백만원)

구 분	매출달성률 100%	구성비	매출달성률 80%	구성비
매 출	2,105,543	100%	1,612,274	100%
임차료	59,911	3.0%	59,911	3.7%
영업이익	76,163	3.8%	47,948	3.0%

즉 임차의 사업구도에서는 임차료가 매출의 변동과 영향이 없는 정액 방식을 사용하는 경우 매출 변동에 따른 사업성 지표의 변화가 부지 소유의 경우보다 크다고 분석 할 수 있다. 다만 매출 저조현상이 발생한다는 것은 부지매입의 경우에 있어서도 부동산의 효용가치가 떨어지는 것을 의미할 것이므로 장기적인 부동산 가치의 하락은 부지 소유의 경우 사업 수지가 더 악화될 소지도 있다.

2) 투자비변수

투자비의 변동은 매우 중요한 리스크 요인으로 투자비의 초기 계획보다 증가하는 경우에 대하여 시나리오 분석을 할 필요가 있다. 투자비가 계획 대비 10% 증가 및 감소한 경우에 대하여 시나리오 분석을 하였다.

〈표 11〉 투자비 시나리오분석

구 분		낙관적	결정론적	비관적
투자비실적		90%	100%	110%
소유	NPV(백만)	13,830	11,062	8,295
	IRR	13.5%	12.3%	11.3%
	자금회수	9차년도	10차년도	11차년도
임차	NPV(백만)	11,024	7,752	4,480
	IRR	16.3%	13.8%	11.6%
	자금회수	8차년도	9차년도	11차년도

이 경우에도 임차 출점의 경우가 부동산 소유 보다 투자비 변동에 따른 NPV, IRR, 자금회수년도의 변동이 큰 바, 투자비에 따른 사업 리스크가 더 큰 것을 알 수 있다. 다만, 투자비가 110% 수준으로 올라간 경우를 비교해보면 소유와 임차의 경우 IRR과 NPV, 자금회수년도가 모두 대형마트 사업자의 사업 채택 기준(NPV는 양의 값이며, IRR은 할인율 9.1%보다 큰 값을 가질 때 사업이 타당하다고 판단하며, 자금회수기간은 사업자 내부 기준에 의하여 12차 년도 이내로 삼고 있기에 내부 사업기준을 충족함)을 넘고 있어 사업의 기각 수준에는 위험요인은 되지 않으므로 해석할 수 있다.

3) 보증금 및 임차료 비율영향

임차 출점의 경우 부지 임대인과 대형마트 사업자간의 상호 자금흐름에 대한 요구조건 및 협상 결과에 따라 보증금과 임차료의 비율이 조정될 수 있다. 예를 들어 임대인은 초기 사업자금에 여유가 없는 경우 임차인으로부터 많은 보증금을 원할 것이며, 이 경우 임차인에 자금 여유가 있다면 임차인은 이를 수용하면서 영업기간에 납부하는 임차료 부담을 최대한 낮추려고 할 것이다. 반대의 경우에는 임대인은 보증금 비율보다 임차료 수준을 높게 제안할 수도 있다. 앞서 결정론적 분석에서는 보증금 비율을 임대인 투자비의 30%로 전제하였는데, 이를 15% 기준과 60% 기준으로 보증금과 임차료를 변동하여, 사업수지가 취약한 매출 리스크에 어떻게 반응하는

〈표 12〉 부동산 임차구도의 보증금 및 임차료 변경 시나리오 (단위, 백만원)

보증금 지급	임대인 투자비 15% (보증금 축소)	임대인 초기투자비 30%(결정론적기준)	임대인 투자비 60% (보증금 증가)
보증금	4,578	9,173	18,346
연간 임차료	2,599	2,140	1,223
NPV	-484	-343	-61

지 비교해 보고자 매출 달성률 80% 수준에서 시나리오 분석을 하였다.

그 결과, 보증금 비율을 60%로 높이고 임차료를 낮춘 사업구도에서 기존안 보다 NPV, IRR가 다소 개선됨을 알 수 있다. 그리고 보증금을 낮추고 임차료를 높인 경우에 사업 수지는 더 악화되는 것으로 나타난다. 이는 대형마트 사업자 입장에서는 연간 고정비용으로 나가는 임차료를 낮추어 영업이익의 손해를 최소화 하는 것이 사업성 악화를 감소시키는 방법이 될 수 있음을 설명한다. 이상의 시나리오 분석을 통하여 부지 소유와 임차구도를 비교한 결과, 매출의 하락이나 투자비의 증가 등 사업 리스크 대비를 감안할 때 결정론적 결과에서 임차가 유리한 것과는 다르게 부동산 소유구도가 보다 타당한 것으로 유추할 수 있다.

3. 시뮬레이션 분석 결과

시뮬레이션 분석은 여러 가지 대안을 판단하는 면에서는 시나리오 분석과 유사하나 그 가능성을 모형내의 확률로서 제공한다는 점에 큰 차이가 있다. 이 연구에서는 대상사업의 주요변수에 대하여 선행연구에서의 분포 적용사례와 유통업 사례 등을 참고로 확률분포 유형을 설정하였다. 특히, 대형마트 사

업성에 가장 큰 영향을 미치는 매출 변수에 대하여 일반적으로 사업 초기에 예상한 매출을 영업 실적이 못 미치는 경우가 많은 점을 감안하여 매출의 초과 달성보다 달성하지 않는 확률이 높도록 하기 위하여 Minimum Extreme 분포로 설정하였으며, 이는 사업의 다소 비관적인 리스크에 가능성을 둔 확률론적 분석 의미를 갖는다. 변수별 확률분포를 상기와 같이 설정하였다. 시뮬레이션 분석은 크리스탈 볼 프로그램을 사용하여 부동산 소유와 임차의 경우 NPV와 IRR 확률분포에 대하여 100,000회 시뮬레이션을 통해 결과를 도출하였다. 부동산 소유의 경우 NPV의 평균은 8,527백만 원, IRR은 11.5%으로, 결정론적 결과인 11,062백만 원, 12.3%보다 조금 낮게 나타났다. 이러한 결과는 확률론적 분포의 변수의 가정에서 다소 보수적인 확률분포를 가정한 것에서 비롯되었다고 유추할 수 있고 특히 매출 가정을 Min. Extreme 분포로 설정하여 매출 하락 가능성에 비중을 둔 것에 원인이 있다고 판단한다. 또한 결정론적 값과 비교하여 NPV, IRR이 낮은 수치로 나오는 현상은 임차구도의 결과와 동일하였다. 소유와 임차에 따른 표준편차를 비교하여 보면 소유의 경우 NPV 표준편차가 7,833백만 원, IRR 표준편차가 2.2%

〈표 13〉 변수 분포 가정

구 분		결정론적 분석	확률론적 분석					
			Type	Mean	Std.Dev	Likeliest	Min.	Max.
분석 전제	물가상승률	3.4(%)	Normal	3.4	0.3	—	—	—
	차입금이자율	4.5(%)	Normal	4.5	0.5	—	—	—
투자비	부지가	10,000(백만)	Triangle	—	—	10,000	9,000	11,000
	건축비	2.8(백만/3.3㎡)	Triangle	—	—	2.8	2.6	3.0
	인테리어비	0.7(백만/3.3㎡)	Triangle	—	—	0.7	0.68	0.79
	집기전산비	0.5(백만/3.3㎡)	Triangle	—	—	0.5	0.47	0.55
수 입	월매출	6,000(백만)	Min.Extreme	—	—	6,000	scale: 600	
	매출이익률	24.7(%)	Normal	24.7	0.5	—	—	—
지 출	인건비율	매출의 8.0(%)	Normal	8.0	0.8	—	—	—
	수도광열비율	1.5(%)	Normal	1.5	0.2	—	—	—
	광고판촉비율	1.5(%)	Normal	1.5	0.2	—	—	—
	기타경비율	7.0(%)	Normal	7.0	0.5	—	—	—

〈표 14〉 소유 및 임차의 IRR 및 NPV 확률분포

Statistics	Forecast values		Statistics	Forecast values	
	소유	임차		소유	임차
Trials	99,999	99,689	Trials	100,000	100,000
Mean	11.5%	12.0%	Mean	8,527	5,092
Median	11.6%	12.2%	Median	8,465	5,078
Mode	—	—	Mode	—	—
Standard Deviation	2.2%	4.7%	Standard Deviation	7,833	7,942
Variance	0.1%	0.2%	Variance	61,363,548	63,068,205
Skewness	-0.1358	-0.2836	Skewness	0.0090	-0.0246
Kurtosis	3.18	3.19	Kurtosis	3.11	3.14
Coeff. of Variability	0.1941	0.3949	Coeff. of Variability	0.9186	1.56
Minimum	-0.1%	-5.2%	Minimum	(39,373)	(45,167)
Maximum	21.3%	32.1%	Maximum	44,449	41,781
Range Width	21.3%	37.3%	Range Width	83,822	86,948
Mean Std. Error	0.0%	0.0%	Mean Std. Error	25	25
Cell Errors	1	311	Cell Errors	0	0
Percentages	Forecast value		Percentages	Forecast value	
	소유	임차		소유	임차
0%	-0.1%	-5.2%	0%	(39,373)	(45,167)
10%	8.7%	5.8%	10%	(1,429)	(5,003)
20%	9.7%	8.1%	20%	1,975	(1,537)
30%	10.4%	9.7%	30%	4,436	983
40%	11.0%	11.0%	40%	6,556	3,125
50%	11.6%	12.2%	50%	8,465	5,078
60%	12.1%	13.4%	60%	10,461	7,095
70%	12.7%	14.6%	70%	12,581	9,228
80%	13.4%	15.9%	80%	15,054	11,709
90%	14.4%	17.9%	90%	18,575	15,253
100%	21.3%	32.1%	100%	44,449	41,781

로 나오고 임차 경우에 NPV의 표준편차는 7,942백만 원, IRR 표준편차가 4.7%로 나타나서 임차 구도에서의 사업수지의 변동폭이 더 큰 것으로 나타났다. 앞의 시나리오 분석에서와 같이 임차의 사업구도가 변수 리스크에 대한 영향을 크게 받는다고 해석할 수 있다. 특히 NPV값이 기각수준인 음의 값이 나오는 확률이 소유 구도에서는 10% 확률에서 -1,429백만 원 이하를 나타내나, 임차 구도에서는 20% 확률로 -1,537백만 원 이하를 나타내므로 사업 기각 수준의 가능성이 보다 높게 나타났다. IRR의 측면에서도 부동산 소

유의 경우 20% 확률에서 IRR이 9.7% 이하를 갖고 임차의 경우에는 20% 확률로 IRR 8.1% 이하의 가능성을 가지므로 임차 구조가 사업 리스크가 큰 것으로 파악되는데, 이는 임차 구도에서는 고정된 임차료로 인하여 매출 하락의 시나리오에서 이익률이 악화되는 구조에 원인이 있다고 이해할 수 있다. 이와 같이 확률론적 분석을 통하여 리스크 분포를 감안한 사업성 영향을 파악한 결과, 대상 사업의 안정적인 수익 확보에 비중을 두어 부동산 소유를 통한 사업안이 보다 타당할 것으로 분석하였다.

V. 결 론

1. 연구의 요약 및 의의

본 연구는 대형마트 개발사업을 대상으로 부동산 소유와 임차에 따른 차이와 재무적 타당성을 매출, 투자비, 운영비 등의 리스크 요인에 따라 결정론적, 시나리오, 확률론적 방법으로 분석하였다. 사례를 통한 재무적 분석의 실행결과, 결정론적 분석에서는 임차의 경우가 부지매입보다 IRR과 자금회수년도에서 유리한 것으로 나타났다. 이는 부지가 상승에 대한 보수적인 전망과 임차조건의 협상결과에 따른 것임을 알 수 있었다. 그리고 시나리오 분석에서는 매출이 기대 수준에 못 미칠 경우 임차구도에서 재무적 리스크가 부지 소유의 경우보다 높아지는 것을 볼 수 있었는데, 원인은 임대차 계약에서 일반적으로 고정 임차료를 적용함으로 영업기간에 임차료는 매출의 감소와 상관없이 고정비 성격으로 지출되기 때문이다. 이러한 사업구도는 일반적인 임대차 계약에서 초기 부지매입과 건축단계에서의 업무 리스크는 임대인이 주로 부담하는 반면, 영업기간에 발생하는 영업실적에 대한 리스크는 임차인이 부담하게 되는 사업구도에서 비롯되는 것임을 알 수 있었고, 임대차 구도의 리스크를 감소하기 위하여 보증금을 높이고 임차료를 낮추는 방안도 유효함을 시나리오 분석에서 검토해 보았다. 확률론적 분석의 결과에서도 시나리오 분석과 같이 임차 사업구도가 리스크 변동에 따라 재무적 타당성 결과값의 표준편차가 크게 나타나는 것을 알 수 있었다. 즉, 결정론적 분석에서 임차 구도가 유리한 결과와는 다르게 시나리오 분석과 확률론적 결과에서는 사업 리스크를 고려한 결과 부지 소유가 임차 경우보다 안정적인 사업수지의 확보가 가능할 것으로 나타났다. 따라서, 시나리오 분석과 확률론적 분석이 사업변수를 감안한 점에서 결정론적 분석보다 다양한 정보를 포함하고 있음을 확인하였다.

2. 연구의 한계 및 향후과제

사례에서 제시된 재무적 분석의 장·단점을 일반화하기에는 보다 많은 사례가 필요하며, 결정론적 분석에서 부동산 소유와 임차의 비교는 모두 동일한 사업 준비 기간과 인허가, 공사기간을 가정하여 동일한 시점에 영업의 착수를 하는 가정으로 사업 착수기간의 가능성에 차이가 있다면 이를 효율적으로 비교할 수 있는 재무분석방법이 요구된다. 또한 결정론적 분석과 확률론적 분석은 변수정의의 불명확한 한계가 있다. 이는 논리적 타당성과 함께 통계적으로 유의한지도 추가적으로 검토할 필요가 있다. 따라서 본 연구대상의 특징과 주요결과를 토대로 기존의 연구대상과의 다른 특징들을 비교하면 어떠한 결과가 예상되는지를 유추해본다면, 먼저 본 검토부지는 고양시 삼송지구로 계획면적 약 150만평에 계획인구는 약 6만 명으로 대형마트 기본 상권인구를 통상 10만 명 이상으로 볼 때 해당 부지는 중소형 상권규모에 해당된다. 또한 입지상 서울의 구파발과 일산의 대형 상권의 사이에 위치하며 주변에 녹지지역이 주로 분포하므로 장기적 상권 중심지로의 기대는 어렵다. 따라서, 부동산 소유에 따른 자산가치의 상승을 기대하기는 어려울 것으로 판단되며, 본 대상부지 특성과 상이한 상권 세대수가 우수하며 장기적 발전 가능성이 큰 입지일수록 매장 운영수입 이외에 부가적으로 부동산 투자에 따른 자산가치의 상승효과를 기대할 수 있어, 부동산 소유의 장점이 더욱 부각될 수 있다고 판단된다. 그리고 또 다른 가정(100% 타인 자본의 경우)과 입지변화에 따른 자산가치 상승 여부(부지가격 등의 상승 등), 인구유입에 따른 고객수 변화, 임대 및 임차구조의 리스크 등 요인들을 고려하지 못한 경우 등 하나의 사례를 일반화할 수 없다는 구조적 한계 역시 본 연구가 갖고 있는 제한적 연구 결과라 할 수 있다. 한편, 부동산 소유를 통한 개발 사업을 진행한 후에 현금 확보를

위하여 매각을 통한 임차 구도를 형성하는 Sales-Lease Back 방식도 최근 들어 많이 사용되고 있는 바, 이에 대하여 임차인, 임대인간의 수익과 리스크 분배에 대한 연구와 함

께 해외 연구의 중점적 전제사항과 국내의 기준을 비교하여 종합적인 시사점 제공도 향후의 연구에서 제시되어야 한다.

參考文獻

- 김병량, “상가 업종의 층별 입지 패턴에 관한 연구”, 부동산학보, 한국부동산학회, 2012, 제49집.
- 김준환 · 김현순, “소비자의 소매업체 선택요인 및 이용행태에 관한 실증적 연구”, 부동산학보, 한국부동산학회, 2012, 제48집.
- 김철호 · 정승영, “서울시 상가 월세에 영향을 주는 요인에 관한 연구”, 부동산학보, 한국부동산학회, 2012, 제49집.
- 박상학 · 박성혜, “주택 전월세시장 구조변화와 대응”, 부동산학보, 한국부동산학회, 2012, 제49집.
- 배호봉 · 김재환 · 이상엽, “복합상업시설 지불의사 임대료 추정에 관한 연구”, 부동산학보, 한국부동산학회, 2013, 제55집.
- 손정락, 부동산시장 구조변화 및 금융기관의 대응방안, 하나금융경영연구소, 2011.
- 송우석 · 이호병, “기업형 슈퍼마켓에 대한 소비자재방문 영향요인 연구”, 부동산학보, 한국부동산학회, 2013, 제55집.
- 이성수, “건축개발사업의 사업타당성 분석 적용실태 분석 및 대안 연구”, 구조계, 대한건축학회, 2006, 22권 5호.
- 이재웅, 부동산 개발기획의 이론과 실무, 부연사, 2004.
- 양영준 · 임병준, “오피스 소유자 유형별 관리비용 차이에 관한 연구”, 부동산학보, 한국부동산학회, 2012, 제51집.
- 전해정, “서울시 주거용과 상업용 부동산 가격결정모형 비교분석에 관한 연구”, 부동산학보, 한국부동산학회, 2013, 제52집.
- 창성남 · 박현수, “부동산개발사업의 리스크 관리방안에 관한 연구”, 부동산학보, 한국부동산학회, 2012, 제51집.