호텔기업의 잉여현금흐름 모형에 의한 기업가치와 회계지표와의 관련성 분석

Analysis of the Relationships with Company Value by Free Cash Flow Model and accounting Index in Hotel Industry

최상철*, 고동원*

백석문화대학 외식산업학부*, 백석문화대학 부동산과**

Sang-Cheol Choi(thinkhow@bscu.ac.kr)*, Dong-Won Ko(kdw@bscu.ac.kr)**

요약

우리나라 대부분 호텔기업의 가치평가는 자산가치에 초점을 두어 임시·단편적으로 결정되고 주로 거래당시의 부동산 시장환경에 큰 영향을 받아왔다. 그러나 호텔기업도 다른 업종의 기업과 마찬가지로 수익창출을 통한 기업가치의 극대화를 목적으로 하기 때문에 호텔기업의 가치평가는 수익가치로 계산하는 것이 타당할 것이다. 이에 본 연구는 호텔기업의 회계적 지표와 기업가치 간의 관련성 및 기업가치에 미치는 영향을 분석하여 기업의 외부정보이용자에게 호텔기업에 투자할 경우 합리적인 판단을 할 수 있도록 정보를 제공함을 목적으로 하였다. 연구결과는 다음과 같다. 첫째, 호텔기업들은 변수들간 상하위 25%의 차이가 많이 발생하고 있다. 특히, 신규투자증가율과 매출액증가율, 그리고 자기자본순이익은 하위 25%의 호텔기업이 음(-)의 부호를 보이고 있다는 것이다. 둘째, 특1급 호텔의 경우 자산규모와 부채비율간에는 99% 수준에서 음(-)의 유의함을 보여주고 있다. 이는 자산규모가 클수록 부채비율이 낮음을 나타내는 것이다. 신규투자증가율과 부채비율도 99% 수준에서 음(-)의 유의함을 보여주고 있어 부채비율이 높을수록 투자율이 낮음을 알 수 있다. 셋째, 특1급 호텔과 특2급 호텔의 총자산규모 기업가치에 99% 수준에서 유의한 영향을 미치는 것으로 나타났다. 또한 특2급 호텔의 경우에는 유보율도 90% 수준에서 양(+)의 차이가 나타났다.

■ 중심어 : | 회계지표 | 잉여현금흐름모형 | 호텔기업 | 기업가치 |

Abstract

A valuation of the most hotels in Korea have been decided by their asset value and influenced by real estate market. On the other hand, most hotels aim to maximize their through generating profit as other enterprise do it. Therefore a valuation of the hotel industry should be decided from calculating in their profit value. This study is tried to find out the relationships of the company value by free cash flow model between accounting index in hotel industry.

The results are as follows. First, there is a 25% gap between high level and low level in hotel industry. Second, in the first rate hotels it is meaningful 99% between asset size and liability rate. Third, there is 99% meaningful relationship asset size of the first level and second level hotels and company values.

■ keyword : | Accounting Index | Free Cash Flow | Hotel Industry | Company Value |

접수번호 : #090330-001
접수일자 : 2009년 03월 30일
심사완료일 : 2009년 06월 04일
교신저자 : 최상철, e-mail : thinkhow@bscu.ac.kr

I. 서 론

1998년 5월 주식시장에서 외국인 투자가 완전히 개방된 이후, 국내 주식시장은 전문투자자인 외국인 투자자와 기관투자자가 증권시장에서 중요한 비중을 차지하고 있다. 전문투자자인 외국인 투자자, 기관투자자, 재무분석가, 신용분석가 등은 회계이익의 질을 과학적인 분석기법에 기초를 두고 내재가치 중심의 투자를 하며, 회계이익의 질을 투자의사결정에 이용하고 있다. 이 경우 회계이익의 측정에 있어서 질적 정보의 수준을 높이기 위해서는 회계제도의 개선과 기업경영, 그리고 회계정보의 투명성이 확보되어야 할 것이다.

이러한 인식은 정보화가 일반화된 상황에서 각 산업체 전반에 기존의 업무 양식을 완전히 바꾸어 놓았다. 호텔기업의 경우만 하더라도 경영효율성을 증대시키기 위한 컴퓨터 시스템의 도입은 내부경영관리 측면뿐만 아니라 고객 지향적인 서비스 제공에 이르기까지 전반적인 분야로 확대되어 있다.

더욱이 정보화가 진전됨에 따라 경영자들은 다양한 의사결정을 신속히 수행할 수 있을 뿐만 아니라 경쟁기업들이 추구하는 경영전략을 분석하고 자사의 경쟁우위를 점하기 위한 다양한 정보를 수시로 경영자에게 제공할 수 있게 되었다.

특히 호텔기업에 도입된 정보화 영역 중 회계정보시스템은 경영자가 의사결정을 내리는데 필수 불가결한 정보로서 모든 의사결정의 가장 중요한 정보라고 볼 수 있다. 즉, 영업전략, 원가절감전략, 관리부문의 효율성 진단 전략 등 어느 분야도 회계정보를 빼놓고는 의사결정을 내릴 수 없는 중요한 위치를 차지한다.

기업경영전략중에 가장 대표적인 것은 기업가치와 연관되어 있을 것이다. 경영자는 기업가치를 높이고자 부단한 노력을 하고 있다. 무한경쟁적 경영환경하에서 기업의 가치창출을 위한 평가, 잠재력 평가 분은 성공적인 기업경영의 핵심업무일 것이다. 선행의 연구에서 보면, 투자자들의 투자의사결정에 회계지표와 회계정보의 질을 판단하고 이용하며, 기업성과가 우수하고 기업가치가 높은 기업에 투자하는 결과에서도 알 수 있다. 이같은 결과는 기업의 외부이해관계자가 투자대상 기업을 선택할 때 실제로 회계적 수치를 분석하며, 질적으로 우수한 회계이익을 공시하는 기업에 투자하는 것으로 볼 수 있다. 즉 분석의 결과가 우수할수록 기업가치가 높을 것으로 예상할 수 있다.

현재 우리나라 대부분 호텔기업의 가치평가는 자산가치에 초점을 두어 임시·단편적으로 결정되고 주로 거래당시의 부동산 시장환경에 큰 영향을 받아왔다. 그러나 호텔기업도 다른 업종의 기업과 마찬가지로 수익창출을 통한 기업가치의 극대화를 목적으로 하기 때문에 호텔기업의 가치평가는 수익가치로 계산하는 것이 타당할 것이다. 그럼에도 불구하고 우리나라의 호텔기업들이 대부분 비상장회사이므로 시장가치를 객관적으로 측정하기 어려우며, 자본의 소유구조가 친인척 등 특수관계인으로 구성되어 있는 등의 특성으로 인하여 호텔기업의 가치평가에 대한 자본시장의 관점에서 연구되어진 논문은 상대적으로 미비하였다.

이에 본 연구는 호텔기업의 회계적 지표와 기업가치 간의 관련성 및 기업가치에 미치는 영향을 분석하여 기업의 외부정보이용자에게 호텔기업에 투자할 경우 합리적인 판단을 할 수 있도록 정보를 제공함을 목적으로 한다.

II. 이론적 배경

1. 호텔기업의 개념 및 현황

1.1 호텔기업의 개념

우리나라 관광진흥법 제3조의 2항에 따르면 호텔기업이란 "관광객의 숙박에 적합한 시설을 갖추어 이를 관광객에게 제공하거나 숙박에 부수되는 음식, 운동, 오락, 휴양, 공연 또는 연수에 적합한 시설 등을 함께 갖추어 이를 이용하게 하는 업"이라고 정의하고 있다[1]. 그리고 현재 호텔에 대한 사전적인 의미에 따르면 "객실과 식사를 갖추고 대중을 위하여 봉사하는 건물 또는 공공단체"라고 정의한다[2]. 과거에는 호텔기업이 단순히 숙식만을 제공하는 기능에서의 시설에 불과하였을지라도 오늘날에는 단순하고 영세한 사기업이 아닌 영리의 추구와 사회 공공의 성격을 갖춘 복합사업체로서

변하여 가고 있다.

1.2 호텔기업의 현황

국내 특1급 호텔은 2002년을 기점으로 영업위험과 재무위험 증가에 따른 수익성과 재무건전성이 악화되어 왔다. 실제로 특1급 호텔은 2002년 대비 2006년의 매출액순이익률은 6% 감소하여 2003년 이후 지속적인 마이너스 성장을 지속하고 있다. 또한 자산이용의 효율성도 10% 이상 하락하였다 반면 기업의 재무위험을 나타내는 부채비율은 크게 증가하여 타인자본 사용에 따른 금융비용 부담은 확대되었다. 특히 대형화된 특1급 호텔의 경우 상대적으로 이들 경영위험에 대한 노출정도가 특2급과 일반관광호텔에 비해 큰 것으로 나타났다. 관광산업의 침체와 해외체인호텔의 진출, 유사호텔의 등장 등은 특1급 호텔의 수익성을 더욱 악화시켰으며, 부대사업으로 확장을 유도하였다 그러나 부대사업의 확장을 통한 수익성 개선은 극히 제한적인 특1급 호텔들에만 해당하는 것이어서, 전반적인 특1급 호텔들은 영업위험과 재무위험에 따른 경영 부실이 크게 확대되고 있는 실정이다[3].

2007년 3월 현재, 전국 관광호텔업 등록현황을 등급별로 살펴보면 업체수는 총 534개소에 특1급이 43개, 17,286실, 특2급 65개소에 11,461실, 1급이 193개소, 2급 89개소 및 3급 111개소 등으로 총 객실수는 56,200여실에 이르고 있다[1].

2. 기업가치 평가모형

2.1 현금흐름할인모형

현금흐름할인모형(discounted cash flow model : DCF)은 식 (1)과 같이 현금흐름방정식을 이용한 것으로 모든 자산의 가치는 예상되는 미래현금흐름의 현재가치(net present value : NPV)의 합으로 추정할 수 있다는 것이다. 여기서 현금흐름은 잉여현금흐름(free cash flow)으로 정의된다. 현금흐름할인평가모형은 다음과 같이 어떤 투자대상이든 미래 현금흐름을 적절한 할인율로 할인한 현재가치기준으로 평가하는 방법이다[4].

$$C_t + B_t = I_t + D_t \quad (1)$$

여기서, C_t : t기의 현금흐름, B_t : t기의 부채
I_t : t기의 투자액, D_t : t기의 배당금

$$V_0 = \sum_{t=1}^{n} \frac{CF_t}{(1+k)^t} \quad (2)$$

여기서, V_0 : 투자대상의 투자가치(현재가치)
CF_t : 미래 t 시점의 현금흐름
k : 불확실성을 감안한 할인율

*DCF*방법은 분자의 현금흐름(*CF*)을 무엇으로 규정하고, 분모의 할인율(*k*)을 무엇으로 적용하느냐에 따라서 자본조달접근법과 영업흐름접근법으로 구분할 수 있다.

① 자본조달접근법(financing approach)

자본제공자인 주주나 채권자에게 돌아오는 현금흐름을 기준으로 현재가치를 계산하는 방법으로 주식가치를 추정하는 경우는 주주에게 귀속되는 순이익을 자기자본비용(주주의 요구수익률)으로 할인한 현재가치를 기준으로 한다. 전통적 주식평가모형인 정률배당성장모형, 이익평가모형, 자산가치평가모형 등이 이에 속한다.

② 영업흐름접근법(operating approach)

기업이 영업활동을 통하여 창출하는 영업현금흐름에 기초한 영업가치(기업전체가치)를 구하는 방법이며, 자본운용접근법이라고도 한다. 미래의 영업이익기준의 현금흐름을 기업의 가중평균자본비용으로 할인하여 기업가치를 추정한다. FCF 모형이 이에 속한다.

FCF 모형에서는 식 (3)과 같이 미래 예측기간 t기간에 걸친 잉여현금흐름을 추정하여, 이것을 가중평균자본비용(*WACC*)으로 할인한 현재가치, 예측기간 이후의 잔존가치(*CV*)를 역시 *WACC*로 할인한 현재가치 그리고 영업외가치 등 세 가지 종류의 가치를 모두 합산하여 기업전체가치(V_0)를 추정한다.

$$V_0 = \sum_{t=1}^{n} \frac{FCF_t}{(1+WACC)^t} + \frac{CV}{(1+WACC)^t} + \text{영업외가치} \quad (3)$$

이 방법은 미래의 모든 기간에 대해 현금흐름 또는 청산가치를 예측해야 하는 무한시계열자료(infinite horizon) 문제가 있어 배당할인법과 같이 평가에 오류가 발생할 가능성이 많다는 단점이 있다. 현금흐름할인법이 불확실한 현금흐름 예측에 의존하기는 하지만 실제로 어떤 상황에서든지 적용가능하다는 것과 평가대상기업이 상장기업이 아니거나 비교대상기업이 없이도 가치평가가 가능하다는 점에서 볼 때 우수한 기업가치 평가방법의 하나라고 할 수 있다.

2.2 주가배수모형

주가배수는 현재의 주가를 주요재무제표상의 변수로 나눈 값으로 주가배수모형은 비교가능한 기업의 주가배수를 비준하여 평가대상기업의 주가를 추정하여 기업가치를 평가하는 방법이다[5]. 주가배수에 사용되는 비율은 여러 가지가 있지만 일반적으로 주가순이익비율(price earning ratio : PER)을 주로 사용한다.

$$V = PER_c \times EPS_t \quad (4)$$

여기서, V : 기업가치, PER_c : 산업의 주가수익비율, EPS_t : t시점의 주당순이익

주가순이익비율평가방법은 평가대상기업의 주식가치평가에 광범위하게 적용되고 있으며 최초 공모주식의 발행가격 결정, 인수대상기업의 평가, 기업분할, 기업구조재편성 등에도 활용된다. 그러나 주가순이익비율법은 첫째, 기업간의 상이한 회계처리방법이 비교대상기업의 주당순이익에 영향을 줄 수 있으며, 둘째, 순이익이 아주 작거나 음수인 경우에는 주가순이익비율이 의미가 없으며, 셋째, 이익의 발생이 안정적이지 않아서 주가순이익비율이 기간별로 크게 변동하는 경우가 많아 그 비율의 적정성이 저하되는 결점이 있다.

2.3 배당할인율법

배당할인율법은 주주지분(Equity)의 가치를 기업에 대한 투자로부터 받게 될 미래배당금의 현재가치로 평가하는 방법(dividend discount model : DDM)이다[6]. 이러한 관계를 가치평가모형으로 나타내면 다음과 같다.

$$P_t = \sum_{\tau=1}^{\infty} \rho^{-\tau} E_t [\, d_{t+\tau} \mid Z_t \,] \quad (5)$$

여기서, P_t : t 시점의 기업의 가치

$\rho^{-\tau}$: 1 + 할인율

Z_t : t 시점에서의 이용가능한 정보

$d_{t+\tau}$: t +τ 시점의 배당금

이 방법은 미래의 주당배당금을 주식에 대한 요구수익률로 할인하여 주식가치를 구하는데 이때 적용되는 할인율은 미래배당의 불확실성에 대응하여 투자자가 기대하는 최저필수이익률 또는 위험조정할인율로 주주의 기대수익률 또는 자기자본비용을 의미한다. DDM은 가치의 창출보다는 가치분배 측면에 초점을 두고 있어 가치가 어떻게 창출되는가에 대한 정보를 제공하지 못하는 한계가 있다.

이 방법은 추정이 용이한 배당금을 활용하여 주식가치를 추정한다는 점에서 현금흐름법에 비해 상대적인 장점이 있으나 배당 및 이익증가율, 주식의 자본비용 추정치에 따라 주식가치가 민감하게 변하므로 평가의 불확실성이 존재한다는 단점이 있다.

2.4 회계변수에 의한 가격결정모형

Ohlson[7]은 회계이익과 순장부가치 등 회계정보에 의한 기업가치평가모형을 제시하고 이의 이론적 성격을 규명한 바 있다. Ohlson은 정산잉여관계(clean surplus relation : CSR)를 주가결정모형에 도입하여 기업의 시장가치는 기업의 장부가치와 미래기대초과이익의 현재가치에 의해 결정된다고 주장하면서 기업의 장부가치가 시장가치와 차이가 발생하는 것은 개별기업의 초과이익이 존재하기 때문이라고 설명한 바 있다. 이와 같이 Ohlson이 주장한 기업가치평가이론에서 기

본이 되는 가정은 다음 세 가지로 요약된다.

첫째, 주식의 시장가치는 기대배당현금흐름의 현재가치와 같다. 둘째, 장부가치의 변동분은 이익에서 배당을 차감한 것과 같다. 셋째, 당기의 배당은 당기의 이익에는 영향을 주지 않고 당기의 장부가치를 감소시킬 뿐이다. 이러한 가정을 통해 알 수 있듯이 Ohlson모형은 배당이익관계의 가정없이도 회계변수를 직접 기업가치와 관련시킬 수 있다는 장점이 있다. 또한 무한시계열 자료가 필요한 배당할인모형과 달리 유한한시계열 자료만으로도 주식가치에 대한 설명력이 배당할인모형보다 높다는 점도 실증적으로 입증된 바 있다. 이러한 Ohlson 모형의 우수성은 이미 여러 연구에서 검증된 바 있다[8-10].

$$P_t = BV_t + \sum_{\tau=1}^{\infty} R_f^{-\tau} E_t [X_{t+\tau}^a] \quad (6)$$

여기서, P_t : t 시점의 기업시장가치

BV_t : t 시점의 기업장부가치

R_f : 무위험이자율 + 1

$X_{t+\tau}^a$: t + τ 시점의 비정상이익

2.5 경제적 부가가치 모형

EVA 모형은 DCF 모형을 재구성한 것으로 당해기간에 기업이 창출한 가치(value added)를 나타낸다. EVA 모형에서는 기업전체의 가치를 현재의 영업투하자본에 미래 EVA의 현재가치를 더한 것으로 평가한다[11]. 이를 식으로 나타내면 다음과 같다.

$$V = IC + \frac{NOPLAT - k \times IC}{k} = IC + \frac{EVA}{k} \quad (7)$$

여기서, V : 기업가치, IC : 투하자본,

k : 가중평균자본비용($WACC$)

위의 가치평가모형을 영업초과이익모형(residual operating income model) 또는 EVA모형이라고 한다. 이렇게 평가된 기업전체의 가치에서 순재무부채의 시장가치를 차감하면 주주지분가치가 평가된다. EVA모형을 통한 기업가치평가는 여러 가지 경우에게 적용할 수 있지만 무엇보다도 다각화기업의 가치평가에 적용시켜서 각 사업단위별로 가치를 평가하고, 이를 종합하여 해당기업의 핵심사업과 한계사업을 구분짓는데 활용할 수 있을 것이다.

3. 선행연구 결과

이건성[12]의 연구에 의하면, ROE의 재무적 기능을 주가형성과 투자수익률을 장부가치로 표현한 지표, 배당의 원천으로 소개하고 있다. 이러한 ROE의 분석을 통하여 기업의 건전성을 확인할 수 있는 가능성을 시사하고 있다. 또한 국내기업의 주가와 ROE와의 관계를 실증적으로 분석함으로써 ROE의 유용성을 확인하였다.

Bowman[13]은 부채비율은 시장에서 기업의 미래 현금흐름을 계속 재평가함에 따라 주식수익의 총위험 곧 주식수익률의 변동성에 영향을 미친다고 주장하였다. 그는 복합옵션가격결정모형을 이용하여 분석하였는데, 주가가 하락하면 기업의 부채비율이 증가하고 이 증가된 위험이 주식수익률의 분산의 증가로 반영된다는 것이다. 이는 자본시장에서 부채비율이 기업가치에 영향을 미치고 있음을 의미한다.

Myers[14]는 부채로 자금조달시 과소투자문제가 발생하여 기업가치가 하락할 경우 자기자본만으로 자금을 조달하거나 단기부채를 사용하여 과소투자문제를 감소시킬 수 있다고 주장하였다. 특히 기업의 투자기회집합 즉 성장가능성을 성장옵션으로 보고 성장옵션을 많이 가질수록 단기부채를 발행한다는 것을 이론적으로 증명하였다.

Skinner and Sloan[15]은 미국의 증권시장에서 성장서이 높은 기업에서 정(+)의 비기대이익의 발표시에 비하여 부(-)의 비기대이익 발표시 더 큰 주가가격의 반응이 나타난 것을 발견하였다. 이 결과 고성장기업에서 주식가격이 과대평가되어 있으며, 예상보다 낮은 이익을 발표할 경우 낙관적으로 예상했던 기대에 대한 실망 때문에 주식가격이 더 크게 하락한다는 것이다.

우리나라에서도 1991년부터 1994년도까지의 이익공

시에 대한 주식수익률의 반응을 조사한 결과 이익반응계수는 성장성변수(기업지분의 시장가치 대 장부가치의 비율)와 통계적으로 유의한 정(+)의 관계가 있다는 것을 발견하였다[16]. 이는 성장성이 높은 기업이 낮은 기업보다 더 큰 수익률의 변화를 보이고, 이러한 차이는 기업가치와 연관이 있음을 의미한다.

김권중 · 김진선[17]은 기업의 자본예산에 관한 경영자의 의사결정이 양(+)의 순현가 프로젝트를 대상으로 할 것이라는 가능성과 영업고정자산 투자의 순현재가치는 미래 초과이익의 현재가치와 이론적으로 동일하다는 가정하에서 영업고정자산 신규투자액 정보가 '기타정보'로서의 성격을 갖는지를 검토한 결과 현재 및 과거의 영업고정자산 신규투자액 정보가 미래 초과이익에 대해 상당한 예측력을 갖고 있는 것으로 해석하였다. 이는 영업고정자산 신규투자액 정보가 기업가치와 연관이 있음을 의미한다.

Ⅲ. 연구 설계

1. 표본의 선정 및 연구방법

연구를 위한 표본기업의 기준에 의해 선정 하였다.

첫째, 회계자료 확보를 위해 자료 공개가 가능하다고 판단된 대기업군의 호텔들을 조사대상으로 선정하였으며, 그중 기업 자료2007년 기준 문화체육관광부에 등록된 전국 호텔업현황 중 특1급, 특2급 호텔을 대상으로 하였다.

둘째, 각 호텔기업의 자료를 확보하는데 어려움이 있어 한국신용평가에서 얻을 수 있는 조사대상중 2004년 이전에 설립되었으며 12월 결산법인으로 2004년부터 2006년까지 한국신용평가의 KIS-Value Ⅱ에서 계속적 회계자료를 추출할 수 있는 호텔로 한정하였다. 이러한 기준에 의해 특1급 호텔 26개와 특2급 호텔 30개를 표본으로 하여 2004년부터 2006년까지를 분석기간으로 정하였다.

연구의 목적을 달성하기 위해 국내외 문헌을 바탕으로 이론적 검토를 하고 가설을 검증하기 위해서는 상관관계분석, 차이분석, 회귀분석을 실시하였다.

2. 변수의 정의

2.1 종속변수

기업가치를 설명하는 함에 있어 현금흐름할인모형(영업흐름접근법)을 사용하여 기업의 가치를 측정하였다. 이 방법은 국내외 많은 증권분석가들이 적용하고 있으며 또한 적정 데이터 취득의 용이성에 기인한 것이다. 기업전체가치는 식 (3)에 의한다.

2.2 독립변수

① 기업규모

기업의 규모를 나타내는 변수로는 자산총액, 매출액 등을 들 수 있는데, 본 연구에서는 선행연구에서 기업규모 대용변수로 많이 사용하는 자산총액을 사용하였다. 이때, 자산총액의 금액은 표본기업 간에 매우 큰 차이를 보이기 때문에 변수의 측정은 장부가치에 로그(log)를 취하여 산출하였다.

② 유보율

자본잉여금과 이익잉여금을 합한 금액을 납입자본금으로 나눈 비율이다. 기업이 동원할 수 있는 자금량을 측정하는 지표로, 사내유보의 정도를 나타낸다. 유보율이 높을수록 불황에 대한 적응력이 높고 무상증자 가능성도 높다. 부채비율과 함께 기업의 안전성을 측정하는데 자주 활용되는데, 부채비율이 낮을수록 유보비율이 높을수록 기업의 안전성이 높다고 할 수 있다.

③ 부채비율

장기지급능력을 나타내는 비율인 레버리지비율은 기업의 재무 및 영업구조를 평가하는데 유용한 지표로 사용된다. 이중에서 부채비율(D/E ratio)은 타인자본의 의존도를 표시하며, 경영분석에서 기업의 건전성의 정도를 나타내는 대표적인 지표로 쓰인다.

④ 영업고정자산 신규투자율

영업고정자산 신규투자액 정보는 현재의 초과이익과는 별개의 회계정보서, 미래 초과이익과 양(+)의 관련성을 가질 것으로 예측된다. 즉, 경영자가 합리적으로 의사결정한다면 영업고정자산 신규투자는 미래에 초과

이익을 창출할 가능성이 있기 때문이다. 영업고정자산 신규투자액 변수는 감가상각과 관련된 대체투자액을 제외한 순투자액으로 측정된다. 기업간 규모차이(scale differences)를 통제하기 위하여 모든 순자산 장부가치로 나눈 형태로 측정한다[18].

⑤ 매출액증가율

기업의 성장성이란 미래의 투자로부터 정상 이상의 수익률을 발생시키는 것을 의미한다. 정성성이 높은 기업에서의 발표되는 이익의 변화는 미래의 배당금지급이나 기업의 가치에 큰 영향을 미칠 것이다. 따라서 기업이익과 수익률 사이의 관계를 나타내는 이익반응계수가 성장성이 높은 기업에서는 더 높게 나타날 것이며, 이러한 관계는 기업의 가치에 긍정적 신호로 인식될 수 있다.

⑥ 자기자본수익률(return on equity : ROE)

자기자본순이익률은 보통주 소유자들에 의하여 출자된 자본이 얼마나 효율적으로 이용되고 있는지를 나타내는 재무비율이다. 자기자본순이익률을 측정할 때 자기자본에 대해서는 기초금액 또는 기초와 기말의 평균치로 한다.

3. 모형의 부호 예측

조인석은 R&D 지출액이 기업가치에 양(+)의 영향을 미치며[19], 정기영과 정재원은 코스닥시장에서 회계변수와 기업가치의 관련성을 Ohlson 모형에 대입하여 검증하였는데 자산총액과 부채총액은 각각 기업가치와 양(+) 또는 음(-)의 유의적인 변수임을 확인하였다[16]. 또한 보수적인 회계처리는 미래의 성과에 대하여 안정성을 보장함으로써 이해관계자들로 하여금 회계위험이 낮다는 인식을 심어줄 수 있다[20].

이러한 선행연구의 결과를 바탕으로 모델의 변수의 부호를 예상하면 자산규모, 유보율, 신규투자증가율, 매출액증가율, 자기자본수익률은 모두 양(+)의 부호를 나타낼 것이며, 부채비율은 음(-)의 부호가 예상된다.

$$VALUE_{it} = a + ASETlog_{it} + RESERVE_{it} - DEBT_{it} + TANGRA_{it} + SALE_{it} + ROE_{it} + \varepsilon_{it}$$

여기서, VALUE : 기업가치, ASSET : 총자산규모,
RESERVE : 유보율, DEBT : 부채비율,
TANGA : 신규투자증가율,
SALE : 매출액증가율, ROE : 자기자본수익률

Ⅳ. 실증연구 결과

1. 기술통계분석

[표 1]은 표본기업의 기술통계량을 나타낸 것이다. 특1급 호텔의 경우 자산규모는 상위 25% 이상의 기업과 하위 25% 기업의 규모차이가 많이 발생하는 것을 알 수 있다. 유보율 역시 그 차이가 약 160% 이상의 차이를 보이고 있다. 신규투자액 증가율은 호텔기업들이 전체적으로 낮은 증가율을 보였는데, 하위 25%의 기업들은 자금조달을 위해 유형자산을 처분하고 있으며, 매출액증가율이나 자기자본수익률 또한 상위 25% 호텔과 하위 25% 호텔은 차이가 뚜렷함을 알 수 있다. 특2급 호텔도 특1급 호텔과 비슷한 결과가 나왔다.

전체적으로 볼 때, 호텔기업들은 변수들간 상하위 25%의 차이가 많이 발생하며, 특히, 신규투자증가율과 매출액증가율, 그리고 자기자본순이익은 하위 25%의 호텔기업이 음(-)의 부호를 보이고 있다는 것이다. 이는 정상적인 영업활동이나 이익구조의 근본적 문제와도 결부된다고 할 수 있다.

표 1. 표본기업의 기술통계량

호텔등급	변수	평균	표준편차	25%	중위수	75%
특1급 (23개)	ASSET	1.0632E12	2.4934E12	9.9119E10	2.0087E11	6.7261E11
	RESERVE	2198642	105.63	7.560	37.845	168.150
	DEBT	353.4303	713.42652	93.98	145.94	212.08
	TANGA	-0.00679	0.54868	-0.0696	-0.0251	0.0071
	SALE	10.86720	40.82883	-0.71	6.19	11.42
	ROE	4.572308	33.19022	-3.68	1.00	5.38
	VALUE	5.3168E11	1.2738E12	2.6966E10	7.102E10	2.0644E11
특2급 (30개)	ASSET	1.1645E11	2.1768E11	1.8562E10	4.5949E10	8.9958E10
	RESERVE	73.27787	142.96021	2.03	5.82	78.98
	DEBT	402.8809	982.12772	67.860	137.190	268.390
	TANGA	0.27717	1.50064	-0.10500	-0.01450	0.14230
	SALE	59.74138	322.46091	-3.02	4.70	16.73
	ROE	-3.97533	35.84003	-7.020	2.330	12.260
	VALUE	4.5819E10	9.8094E10	3.3738E9	1.4313E10	3.6791E10

표 2. 특1급 호텔 독립변수의 피어슨 상관관계

변수	ASSETlog	RESERVE	DEBT	TANGRA	SALE	ROE
ASSETlog	1.00000					
RESERVE	-0.06729 (0.5583)	1.00000				
DEBT	-0.32701*** (0.0035)	-0.05140 (0.6549)	1.00000			
TANGRA	0.18348 (0.1078)	0.18603 (0.1030)	-0.45435*** (0.0001)	1.00000		
SALE	0.06092 (0.6036)	0.07051 (0.5478)	-0.01665 (0.8872)	0.10173 (0.3851)	1.00000	
ROE	0.15217 (0.1835)	-0.03215 (0.7799)	0.18116 (0.1125)	-0.22043* (0.0525)	-0.07022 (0.5494)	1.00000

[표 2]는 특1급호텔의 독립변수들간에 상관관계를 나타낸 표이다. 특1급 호텔의 경우 자산규모와 부채비율간에는 99% 수준에서 음(-)의 유의함을 보여주고 있다. 이는 자산규모가 클 수록 부채비율이 낮음을 나타내는 것이다. 신규투자증가율과 부채비율도 99% 수준에서 음(-)의 유의함을 보여주고 있어 부채비율이 높을수록 투자율이 낮음을 알 수 있다. 또한 신규투자증가율은 자기자본수익률과도 90% 수준에서 음(-)의 유의함이 나타났다.

표 3. 특2급 호텔 독립변수의 피어슨 상관관계

변수	ASSETlog	RESERVE	DEBT	TANGRA	SALE	ROE
ASSETlog	1.00000					
RESERVE	0.29418*** (0.0051)	1.00000				
DEBT	-0.21150** (0.0454)	-0.15707 (0.1416)	1.00000			
TANGRA	0.00887 (0.9339)	-0.09127 (0.3949)	-0.07168 (0.5020)*	1.00000		
SALE	-0.00642 (0.9529)	-0.08302 (0.4501)	-0.03986 (0.7140)	-0.01044 (0.9236)	1.00000	
ROE	0.18016* (0.0893)	0.24130** (0.0227)	-0.58634*** (0.0001)	-0.42922*** (0.0001)	0.00599 (0.9561)	1.00000

* ( )값은 Prov > |r|
* 0.1 수준에서 유의, ** 0.05 수준에서 유의, *** 0.01 수준에서 유의

[표 3]은 특2급 호텔의 독립변수들간에 상관관계를 나타낸 표이다. 특2급 호텔의 경우, 자산규모와 유보율간에 99% 수준에서 양(+)의 유의한 결과가 나타났다. 즉, 규모가 크면 사내에 유보하는 금액이 많다는 것인데, 이것은 호텔기업의 소유구조와 밀접한 관계가 있을 예상할 수 있다. 자산규모와 부채비율간에는 95% 수준에서 음(-)의 유의함을 보여주고 있다. 이는 자산규모가 클 수록 부채비율이 낮음을 나타내는 것이다.

부채비율과 신규투자 증가율간에는 90% 수준에서 음(-)의 유의함을 보여주고 있어 부채비율이 높을수록 호텔기업에 신규로 투자하는 비율이 낮음을 알 수 있다. 또한 자기자본수익률과도 99% 수준에서 음(-)의 유의함이 나타났다. 이는 채권자의 수익과 주주의 수익의 상반성을 의미한다. 자기자본수익률과 신규투자증가율간에도 유의한 음(-)의 상관관계가 발생하였다. 이러한 현상은 호텔기업의 소유구조와도 관련이 있음을 예상할 수 있다.

[표 4]는 특1급 호텔과 특2급 호텔의 변수간의 차이분석을 한 결과로써, 특1급호텔과 특2급 호텔의 총자산규모와 기업가치가 확률 99% 수준에서 유의한 차이가 있음을 알 수 있다. 또한 유보율도 90% 수준에서 양(+)의 차이가 나타났다. 요약하면 등급이 높은 호텔이 낮은 등급의 호텔보다 총자산규모, 기업가치, 유보율이 통계적으로 높다는 것이다.

[표 5]는 호텔의 가치를 종속변수로 하고 독립변수로 회계적 수치로 하였을 때, 회계적 수치가 호텔의 가치에 영향력을 미치는 정도를 다중회귀분석한 결과이다. 우선 표본기업 전체를 보면, 총자산규모, 자기자본수익률은 기업가치에 유의한 양(+)의 영향을, 부채비율은 유의한 음(-)의 영향을 미치는 것을 알 수 있다. 이는 기업규모와 자기자본수익률이 클 수록 기업가치는 증가하며, 부채비율은 그 반대의 영향력을 행사한다는 것이다.

또한 특1급과 특2급을 분리하여 설명하면, 모형의 적합도를 나타내는 F value는 각각 4.284와 5.438 이었으며, 분석모형의 설명력을 나타내는 수정 R^2의 F-value가 16.77과 19.67로 나타나 모형은 적합하다고 볼 수 있다. 또한 독립변수들간에 몇 가지 상관관계가 존재하여 회귀계수값이 불안정하게 될 것을 우려하여 다중공선성을 검증한 결과, VIF(분산팽창요인)의 수치를 확인하였다. 일반적으로 VIF가 5 이상이면 심각한 다중공선성이 발생한다고 할 수 있는데 모든 독립변수의 VIF가

0.758에서 0.984의 범위에서 나타나 분석모델의 독립변수간 다중공선성은 없다고 판단된다. [표 5]의 결과를 요약하면, 특1급 호텔의 기업가치를 설명하는 가장 큰 회계변수는 총자산규모이며, 특2급 호텔의 경우에는 총자산규모와 유보율이 기업가치를 설명하는 유의한 변수임을 알 수 있다.

표 4. 특1급과 특2급의 변수 차이분석

ASSETlog	RESERVE	DEBT	TANGRA	SALE	ROE	VALUE
8.48*** (0.0001)	1.90* (0.0593)	-0.37 (0.7132)	-1.50 (0.1353)	-1.30 (0.1944)	1.60 (0.1126)	3.61*** (0.0004)

계수는 t Value, ( )값은 Prov > |r|
* 0.1 수준에서 유의, ** 0.05 수준에서 유의, *** 0.01 수준에서 유의

표 5. 특1급호텔과 특2급호텔의 회귀분석

분석모형	$VALUE_{it} = \alpha + ASSETlog_{it} + RESERVE_{it} + DEBT_{it} + TANGRA_{it} + SALE_{it} + ROE_{it} + \varepsilon_{it}$								
변수 / 등급	F	Adj R^2	절편	ASSETlog	RESERVE	DEBT	TANGRA	SALE	ROE
전 체	20.22 (0.0001)	0.4380	122.30 (0.0001)	9.47*** (0.0001)	0.75 (0.4569)	-4.47** * (0.0001)	-0.35 (0.7249)	-1.18 (0.2391)	2.43** (0.0164)
특1급	16.77 (0.0001)	0.6266	-9.23 (0.0001)	9.72*** (0.0001)	0.14 (0.8876)	1.04 (0.2999)	-1.22 (0.2285)	-0.57 (0.5737)	-1.36 (0.1785)
특2급	19.67 (0.0001)	0.7753	-9.07 (0.0001)	9.39*** (0.0001)	1.69* (0.0951)	1.05 (0.2957)	-0.78 (0.4351)	-0.16 (0.8744)	1.22 (0.2278)

* 0.1 수준에서 유의, ** 0.05 수준에서 유의, *** 0.01 수준에서 유의

V. 결론

현재 우리나라 대부분 호텔기업의 가치평가는 자산가치에 초점을 두어 임시·단편적으로 결정되고 주로 거래당시의 부동산 시장환경에 큰 영향을 받아왔다. 그러나 호텔기업도 다른 업종의 기업과 마찬가지로 수익창출을 통한 기업가치의 극대화를 목적으로 하기 때문에 호텔기업의 가치평가는 수익가치로 계산하는 것이 타당할 것이다. 그럼에도 불구하고 우리나라에서는 여타 다른 업종의 기업가치와 회계이익간의 관련성에 관한 분석은 많았으나 호텔기업의 가치평가에 관한 올바른 학문적 연구는 상대적으로 미비하게 적용해 왔다.

따라서 본 연구는 호텔기업의 회계적 지표와 기업가치 간의 관련성 및 기업가치에 미치는 영향을 분석하여 기업의 외부정보이용자에게 호텔기업에 투자할 경우 합리적인 판단을 할 수 있도록 정보를 제공함을 목적으로 하였고 다음과 같은 결론을 도출 하였다.

첫째, 호텔기업들은 변수들간 상하위 25%의 차이가 많이 발생하고 있다. 특히, 신규투자증가율과 매출액증가율, 그리고 자기자본순이익은 하위 25%의 호텔기업이 음(-)의 부호를 보이고 있다는 것이다. 이는 정상적인 영업활동이나 이익구조의 근본적 문제와도 결부된다고 할 수 있다. 하위 25% 호텔기업들이 자금조달을 위해 유형자산을 매각하는 등 현금흐름의 유연성 확보에 어려움이 있었던 것으로 추측되며, 조사기간이 월드컵기간 이후로 외국관광객들의 체류기간 감소와 국내경기 침체로 호텔기업들의 전반적인 영업활동 부진이 반영된 것으로 판단된다.

둘째, 특1급 호텔의 경우 자산규모와 부채비율간에는 음(-)의 유의함을 보여주고 있다. 이는 자산규모가 클수록 부채비율이 낮음을 나타내는 것이다. 신규투자증가율과 부채비율도 음(-)의 유의함을 보여주고 있어 부채비율이 높을수록 투자율이 낮음을 알 수 있다. 또한, 특2급 호텔의 경우, 자산규모와 유보율간에 양(+)의 유의한 결과가 나타났다. 즉, 이는 자산규모가 클수록 부채비율이 낮음을 나타내는 것이다. 이는 국내관광시장의 위축에 따라 상대적으로 건전한 잉여현금흐름을 가지고 있는 호텔기업들의 영업활동여건이 개선되는 반면 부채비율 등이 높아 기업의 활동여건이 좋지 않은 기업들은 위축할 수밖에 없는 환경이 조성되었음을 알 수 있다.

셋째, 특1급 호텔과 특2급 호텔의 총자산규모 기업가치에 99% 수준에서 유의한 영향을 미치는 것으로 나타났다. 또한 특2급 호텔의 경우에는 유보율도 90% 수준에서 양(+)의 차이가 나타났다. 그러나 다른 회계지표는 기업의 가치를 설명하는데 부족한 것으로 판명되었다. 이러한 결과는 우리나라의 호텔기업들의 등급이 재무구조나 경영성과에 따른 등급분류가 아닌 규모에 따른 분류이기 때문일 것이다. 또한 특급호텔들이 다른 업종의 기업들에 비해 지속적 구조개편과 함께 경영성과에 대해 상대적으로 중요하게 생각하지 않는 경향이 있는 것으로 판단된다. 그 원인은 소유구조의 단편성

때문 일 것이다. 특1급 호텔보다 특2급 호텔이 유보율이 높은 것이 그러한 이유이다.

따라서 우리나라의 호텔기업들은 외형적 성장에 치중하는 경영을 하기보다는 변화하는 자본시장의 경쟁에서 지속적인 성장을 위해서는 질적 경영으로의 전략을 수립할 필요가 있음을 연구의 결과로써 알 수 있다. 이를 위해 호텔기업들의 지배구조가 다양화되어야 할 것이다.

연구의 근본적 한계로는 우리나라의 상장된 호텔기업이 극소수이므로 자본시장에서의 호텔기업의 위치를 파악하기 어렵다는 것이다. 향후 기업수가 확대되고 제공되는 정보의 양과 질이 향상되면 이와 같은 분석을 좀 더 세밀하게 할 수 있을 것이다.

참 고 문 헌

[1] http://www.koreatravel.or.kr(한국관광협회중앙회)

[2] 김정근, *호텔경영론*, 대왕사, 2004.

[3] 최규완, 윤지환, 박은정, "관광호텔의 수익성 분석", 호텔경영학연구, 제17권, 제3호, pp.23-36, 2008.

[4] 장영광, *경영분석(2판)*, 무역경영사, 2005.

[5] 윤관호, 김성은, "기업가치평가지표로서 경제적 부가가치의 유용성에 관한 연구", 경영교육논총, 제48집, pp.281-303, 2007.

[6] 정한규, 김철중, 윤평식, *가치평가론*, 경문사, 2000.

[7] J. A. Ohlson, "Earnings, Book Values and Dividends in Security Valuation," Contemporary Accounting Research, Vol.11, pp.661-687, 1995.

[8] Ou, J. A. and S. H. Penman, "Financial Statement Analysis and the Evaluation of Market-to-Book Ratios," Working Paper, University of California at Berkeley, p.6, 1993.

[9] V. L. Bernard, "The Feltham-Ohlson Framework : Implication for Empiricists," Contemporary Accounting Research, Vol.11, pp.733-747, 1995.

[10] 정혜영, "회계수치에 의한 가격결정모형", 회계학연구, 제20권, 제1호, pp.1-27, 1995.

[11] 강효석, 이원흠, 조장연, 기업가치평가론 : EVA와 가치창조경영, 홍문사, 2000.

[12] 이건성, "기업재무의 신조류 - ROE 중시경향", 주식, pp.5-8, 1997.

[13] R. G. Bowman, "The Theoretical Relationship Between Systematic Risk and Financial(Accounting) Variables," Journal of Finance, Vol.34, pp.617-630. 1979.

[14] S. C. Myers, "Determinants of Corporate Borrowing," Journal of Financial Economics, 5, pp.147-175, 1977.

[15] D. J. Skinner and R. G. Sloan, "Earning Surprise, Growth Expectations, and Stock Returns," Working Paper, University of Michigan, 1998.

[16] 김병호, "우리나라 자본시장에서의 이익반응계수 결정요인에 대한 연구 - 기업의 성장성변수를 중심으로", 재무관리연구, 제16권, 제1호, pp.129-153, 1999.

[17] 김권중, 김진선, "Ohlson 모형에서의 기타정보의 역할 : 영업고정자산 신규투자를 중심으로", 증권학회지, 제35권, 제.4호, pp.39-69, 2006.

[18] W. Beaver, "Comments on An Empirical Assesment of the Residual Income Valuation Model," Journal of Accounting and Economics 26, pp.35-42. 1999.

[19] 정기영, 정재원, "코스닥 시장에서 회계변수와 기업가치의 관련성에 관한 연구", 경영연구, 제18권, 제1호, pp.117-170, 2003.

[20] 조인석, "코스닥 기업의 기업가치평가에 관한 연구", 국제회계연구, pp.137-161, 2005.

[21] 백원선, 이수로, "보수주의, 이익지속성 및 가치평가", 회계학연구, 제29권, 제1호, pp.1-27, 2004.

저 자 소 개

최 상 철(Sang-Cheol Choi) 정회원

- 1992년 : 美 OHIO Univ. Foodservice Management 전공 (학사)
- 1996년 : 세종대 호텔관광경영 (석사)
- 2003년 : 세종대 호텔관광(박사)
- 현재 : 백석문화대학 외식산업학부 조교수

<관심분야> : 외식경영, 외식마케팅, 외식창업

고 동 원(Dong-Won Ko) 정회원

- 1996년 : 경기대학교 회계학과 (경영학사)
- 1998년 : 경기대학교 대학원 회계학과(경영학석사)
- 2003년 : 경기대학교 대학원 회계학과(경영학박사)
- 현재 : 백석문화대학 부동산과 조교수

<관심분야> 환경회계, 기업분석, 자본시장연구