

환대산업 기업의 자본구조결정요인

곽세영
청주대학교 경영학과 교수

Determinants of Capital Structure of the Hospitality Industry

Seyoung Guahk

Professor, Cheongju University

요 약 본 연구는 호텔업, 숙박업 그리고 관광업에 종사하는 기업들의 자본구조가 어떤 요인들에 의해서 결정되는가를 탐색하기 위해 2000년부터 2019년까지 한국의 환대산업 기업들을 대상으로 실증적 분석을 하였다. 자본구조이론과 기존연구들에서 제시된 몇 가지 설명변수들을 이용하여 종속변수인 레버리지와의 회귀분석을 하였다. 표본기간 전체와 글로벌 금융위기라는 특수한 기간을 제외하고 그 이전과 이후로 구분하여 분석한 결과, 판매비용, 수익성 및 기업규모의 회귀계수가 각각 통계적으로 유의한 음(-)을 나타냈으며, 이 중에서 특히 기업규모의 계수는 제조기업을 대상으로 한 기존연구에서 보고된 정(+)의 관계와 정반대인 음(-)으로 나타나 환대산업의 특수성을 나타낸 것으로 추정된다.

주제어 : 자본구조, 환대산업, 부채비율, 기업가치, 자본조달

Abstract This study explores the determinants of capital structure of the hospitality industry such as hotels, lodging industry and tourism industry using financial data from 2000 to 2019. Several explanatory variables suggested by related theories and past studies were regressed with the dependent variable, debt ratio for the entire sample period, pre-crisis period and post-crisis period and the regression coefficients of the sales expenses, profitability and firm size were found to be statistically significantly negative. Especially the sign of the coefficient of the firm size was opposite to that of the manufacturing industry, which implies the uniqueness of the hospitality industry.

Key Words : Capital Structure, Hospitality Industry, Debt Ratio, Firm Value, Financing

Received 22 June 2020, Revised 06 July 2020
Accepted 15 July 2020
Corresponding Author: Seyoung Guahk
(Cheongju University)
Email: skwack@empal.com
ISSN: 2466-1139(Print)
ISSN: 2714-013X(Online)

© Industrial Promotion Institute. All rights reserved. This is an open-access article distributed under the terms of the Creative Commons Attribution Non-Commercial License (<http://creativecommons.org/licenses/by-nc/3.0/>), which permits unrestricted non-commercial use, distribution, and reproduction in any medium, provided the original work is properly cited.

1. 서론

기업경영은 제한된 자원을 어떻게 배분하여야 기업 가치를 최대로 할 것인가를 그 목표로 한다. 여기에는 필요한 자본을 어떻게 조달하고 조달한 자본을 어디에 투자할 것인가도 주요한 관심사이다. 합리적인 자본조달에 관한 내용은 자본구조 또는 부채비율로 표현되며, 지난 60년 이상 활발히 연구된 분야이다. 1958년에 발표된 이 연구는 Modigliani와 Miller의 논문(이하에서 MM이라 함)은 부채비율에 대한 연구에 획기적인 계기가 되어 이론적인 측면과 실증적인 방면으로 많은 연구가 이루어져 왔지만 아직도 미해결된 과제가 남아있는 실정이다[1]. 복잡한 현실세계를 지극히 단순화시킨 완전자본시장을 가정하여 MM은 자본구조와 기업가치는 무관하다는 결론을 제시하였으나, 그들은 다시 완전자본시장의 가정 중에서 법인세의 존재를 완화하여 1963년에 기업가치는 부채비율이 증가함에 따라 이자비용이 법인세를 감소시킴에 따라 기업가치가 증가한다는 수정이론을 발표하였다[2]. 그 후 부채의 증가는 재무적 위험이 증가함에 따라 과도한 타인자본의 이용은 기업가치를 하락시키게 되는 결과를 가져온다는 상충이론이 제시되었으며, 대리인이론, 정보비대칭이론 등이 이용되어 왔다.

대부분의 자본구조에 대한 연구는 제조기업을 중심으로 실증연구가 진행돼 왔으며 한국의 호텔, 관광서비스기업 등의 환대서비스기업을 대상으로는 매우 일천한 상황이다. 환대서비스 기업은 제조기업과 상이한 속성을 가지고 있기 때문에 자본구조의 결정요인도 다를 것으로 추정된다.

이에 따라 본 연구는 환대산업에 속한 한국기업들의 자본구조가 어떠한 요인들에 의해 결정되는지 실증적으로 분석하고자 한다.

2. 이론적 배경 및 선행연구

기업이 이용하는 장기적인 자금은 자기자본과 타인자본을 이용하여 조달하는데, 자기자본은 보통주 또는 우선주를 발행하거나 유보이익을 이용하기도 하며, 타인자본은 회사채발행 또는 장기차입금을 사용한다. 자기자본과 타인자본은 각각 장점과 단점을 가지고 있으며, 이들의 구성을 어떻게 하는 것이 바람직한가에 대해

오랫동안 연구가 이루어져 왔다. 1958년 이전에도 자본구조에 대한 논의가 있었지만 개념적이거나 현실을 설명하려는 연구가 대부분이었으나, MM이 처음으로 수학적 증명을 이용하여 자본구조이론을 제시함으로써 새로운 전기를 마련하였다. 그들은 현실세계를 단순화시킨 가상적인 완전자본시장하에서는 부채비율과 기업가치와는 관계가 없음을 증명하였으며, 5년 후에 발표한 논문에서는 법인세가 존재한다면 타인자본에 대한 대가로 지급하는 이자비용이 법인세를 줄여주는 감소 효과가 있기 때문에 부채비율과 기업가치는 정(+)의 관계가 있음을 보였다[1, 2].

한편 개인소득세의 효과를 분석한 논문이 발표되었는데, 개인이 기업에 제공한 부채에 대한 대가로 지급받는 이자에 대한 개인소득세율이 누진적이고 개인이 그 기업의 주식에 투자하는 경우의 자본이득에 대한 개인소득세율이 영(0)인 경우 부채비율은 개별기업의 기업가치에는 영향을 주지 않지만, 경제전체적으로는 개인소득세율이 법인세율과 같게 되는 수준의 최적부채 규모가 존재한다고 주장하였다[3].

한편 타인자본을 너무 많이 사용하면 재무적 곤경의 가능성이 증가하고 이자비용의 법인세절약효과를 감소시키게 되므로 부채를 사용하지 않는 무부채와 100% 부채를 사용하는 무자기자본 사이에 기업가치를 가장 크게 해주는 최적자본구조가 존재하게 된다[4].

1970년대에는 기업을 둘러싼 이해관계자들을 주인과 대리인의 관계로 파악하고 그들 사이의 이해관계의 충돌로 인한 대리인비용의 관점에서 자본구조를 이해하려고 하였다. 기업에게 타인자본을 제공한 채권자가 주인이 되며 기업은 대리인이 되어, 이들 사이에 대리인비용이 발생하며 부채가 증가할수록 타인자본의 대리인비용은 증가한다. 기업경영에 직접 참가하지 않는 외부주주들이 전문경영자 또는 소유경영자에게 자본을 제공하면 이들 사이에 대리인 자기자본의 대리인비용이 발생하며, 이 비용은 외부자기자본이 증가할수록 증가하게 된다[5, 6].

한편, 1980년대에는 정보비대칭 이론으로 자본구조를 설명하는 노력이 탄생했는데, 기업의 부채비율을 이용하여 외부인들이 잘 알지 못하는 기업의 정보를 알려줄 유인이 있으며, 기업이 부채를 증가시키는 것은 기업의 전망이나 상황이 양호하다는 신호로 해석이 된다고 주

장하였다[7]. 비대칭적 정보 상황이 기업경영자로 하여금 자본조달 수단의 위험의 정도에 따라 먼저 내부유보 이익을 이용하고 다음에 타인자본을 활용하여 자본을 조달하고 마지막으로 주식발행을 이용한다는 자본조달 순서이론이 제시되었다[8].

지금까지 자본구조에 대한 실증적 연구는 무수하게 이루어져 왔지만, 여기에서는 본 연구와 직접적으로 관련이 있는 논문들만 요약하여 정리하고자 한다.

기업의 수익성이 자본구조결정에 영향을 미치는 것으로 발표되었는데, Titman과 Wessels(1988)는 기업의 이익크게 증가하면, 기업은 증가한 현금흐름을 이용하여 부채를 상환함으로써 레버리지가 감소된다고 주장하였다[9].

McConnell 과 Servaes는 기업의 성장성과 레버리지의 관계를 분석하였는데 성장성이 낮은 기업은 부채가 기업가치에 정(+의 영향을 미치는 반면, 성장성이 높은 기업은 부(-)의 영향을 미친다고 주장하였다[10].

김성태 · 홍재범 · 전재균(2013)은 1992년부터 2007년까지 한국의 호텔산업을 대상으로 자본구조 결정요인을 자금부족변수를 이용하여 분석했는데, Shyam-Sunder & Myers(1999)의 자금부족 변수가 레버리지와 정(+의 관계를 보였으며 이는 자본조달순서이론을 지지하는 결과로 해석하였다[11, 16].

강민정 · 설훈구(2013)는 환대산업의 기업을 호텔, 외식, 여행사로 분류하여 2005년부터 2010년까지 기간을 대상으로 하여 자본구조와 그 결정요인의 차이를 분석하였다. 그 결과 환대기업 산업군 사이에서의 자본구조와 연구개발수준, 성장성, 부채절세효과의 차이는 없는 것으로 나타났으며, 자산집약도, 기업형태, 연구개발수준, 기업규모, 수익성, 영업위험, 비부채절세효과는 차이가 있는 것으로 나타났다[17].

곽세영은 한국 중견기업을 대상으로 2010년부터 2016년까지 한국의 제조업 중견기업을 대상으로 자본구조 결정요인을 분석하였는데 기업의 수익성이 증가함에 따라 부채비율도 증가하였으며, 유형자산과 레버리지의 관계와, 기업의 비부채성세금절감액과 부채비율의 관계도 대체로 정(+의 부호를 나타냈다[18].

3. 연구모형

종속변수인 부채비율(Lev)은 자본구조를 나타내는 변수로 총부채를 총자산으로 나눈 것으로 사용하였다. 설명변수로 판매비용(SalesExp)은 판매관리비를 매출액으로 나누어 이용하였으며 기업의 판매비용(SalesExp)이 증가하면 이익이 감소하고 경쟁이 치열함을 나타낼 수 있기 때문에 부채비율은 감소할 것으로 예상된다. 자산의 유형성(Tang)은 기업의 유형자산을 매출액으로 나누어 사용했으며, 기업이 대출받을 때 제공하는 담보이며, 타인자본의 대리비용을 감소시키기 때문에 부채비율과 정(+의 관계를 가질 것으로 예상된다. 반면에 정보비대칭 논리에 의하면 유형자산이 커질수록 정보비대칭의 정도가 낮아지기 때문에 타인자본의 이용이 감소되어 부채비율과 자산의 유형성은 음(-)의 관계가 예상된다[12, 13, 14].

성장성(Growth)이 높은 기업일수록 필요한 자본규모가 클 것이며 부채를 이용한 자본조달은 제약을 받게 되고, 기업의 경영자는 채권자의 부를 주주에게 이전하려는 유인을 갖게 되며, 과소투자문제와 자산대체문제를 줄이기 위해 부채사용을 감소시키고 자기자본의 이용을 증가시키려 할 것이다. 따라서 성장성은 부채비율과 음(-)의 관계를 보일 것으로 예상되며, 성장성 지표는 매출액성장율을 사용하였다[15].

수익성이 클수록 기업의 재무적 곤경 가능성이 낮고, 세금절감효과를 증가시키기 위해 부채사용을 증가시킬 유인이 있으며, 부채비율이 클수록 잉여현금흐름으로 부채를 상환하여 대리인문제를 줄이려는 유인이 존재하기 때문에 레버리지와 정(+의 관계를 갖는다. 한편 자본조달순서이론에 따르면, 정보비대칭과 자본비용의 차이 때문에 유보이익과 같은 내부자금을 먼저 사용하고 외부자금을 사용한다면 먼저 부채를 이용하고 마지막으로 주식을 발행하여 자본을 조달한다. 따라서 수익성과 부채비율은 음(-)의 관계를 가질 것으로 예상된다. 수익성 변수(ROA)는 당기순이익을 총자본으로 나눈 총자본순이익률을 이용한다[12, 13, 14].

기업의 규모가 클수록 재무적 곤경 가능성이 작아지며 자본시장에의 접근이 용이해지고, 주식이나 채권을 발행할 때 규모의 경제를 누릴 수 있으며 유가증권의 발행을 위한 협상에서 우위를 점할 수 있기 때문에 단위당

발행비용은 기업규모(Size)와 음(-)의 관계를 가지며, 부채비율과는 정(+)의 관계를 가질 것으로 예상되며, 기업규모(Size) 변수로 매출액에 대해 자연대수(natural log)를 취하여 사용한다[12, 13].

4. 실증분석

4.1 연구표본의 선정

표본기업은 2000년부터 2019년까지 호텔, 숙박, 관광업에 종사하는 한국 기업을 대상으로 하였으며 재무자료는 (주)NICE평가정보에서 제공하는 KISVALUE 데이터베이스를 이용하였다. 최종적으로 선정된 기업의 수는 1,192개이었다.

표본기간 중에 2007년과 2008년은 글로벌 금융위기가 있었던 기간으로 기업의 자본조달에 금융위기가 영향을 미쳤을 가능성이 있기 때문에 이 기간을 제외하고 그 이전 기간과 이후 기간을 구분하여 분석하였다.

4.2 기술통계량과 상관관계분석

표본의 기술통계량이 <Table 1>에 제시되어 있는데, 총부채의 평균은 573억원, 최소값은 2,100만원, 총자산은 평균이 1,050억원, 최소값은 10만원, 최대값은 20조원으로 나타났다. 부채비율(Leverage)은 평균이 356%이었으며, 평균 판매비용은 6억 1,100만원, 평균 유형자산은 717억원, 매출액증가율은 평균 198.11%, 총자산수익률은 평균 -1.66%로 나타났다.

<Table 1> Descriptive Statistics of Variables

Variable	Mean	Std. Dev.	Min.	Max.
Total Debt (Unit:million Won)	57,300	270,100	0.021	9,000,000
Total Asset (Unit:million Won)	105,000	679,100	0.1	20,000,000
Leverage	3.56	190.79	0.0	14,761.66
Sales Expense (Unit:million Won)	611.73	5911.92	0.002	200,000
Tangible Assets (Unit:million Won)	71,700	323,100	0.001	8,000,000
Sales Growth Rate (%)	198.11	2,706.3	-100	90,190
ROA (%)	-1.66	13.12	-392	129

변수들 사이의 상관관계는 <Table 2>에 제시되어 있는데, 대부분의 상관계수는 비교적 낮았으며, 가장 큰 것이 기업규모(Size)와 판매비용(Exp) 사이의 -0.165이 것으로 나타났다. 판매비용과 부채비율은 유의한 정(+)의 관계를 나타냈으며, 기업규모는 레버리지와 유의한 음(-)의 관계를 보였다.

<Table 2> Correlation Coefficients

	Lev	Exp	Tang	Growth	ROA	Size
Lev	1					
Exp	.114**	1				
Tang	.001	-.144**	1			
Growth	-.001	.001	-.018	1		
ROA	-.001	-.023	-.041**	-.015	1	
Size	-.095**	-.165**	.107	-.018	.066**	1

** $p < .05$, *** $p < .01$

4.3 회귀분석

판매비용(Exp)은 전체기간에서와 금융위기 이후 기간에서는 통계적으로 유의한 음(-)의 관계를 보였으나 금융위기 이전에는 정(+)의 부호를 나타냈다. 자산의 유형성(Tang)은 금융위기 이전에서만 유의적인 정(+)의 관계를 보였으며, 성장성(Growth)은 통계적 유의성이 없는 것으로 나타났다. 수익성(ROA)는 모든 기간에서 유의적인 음(-)의 관계를 강하게 나타냈는데 이는 대리인이론보다 자본조달순서이론이 예상한 결과로서 기업의 수익성이 증가할수록 부채비율은 감소한다는 의미이다. 기업규모(Size)는 모든 기간에서 일관성 있게 유의적인 음(-)의 관계를 보였는데, 이것은 제조업을 대상으로 한 기존의 연구결과에서 보고된 정(+)의 관계와 정반대인 음(-)으로 나타나 흥미로운 결과로 분석되었다. 즉, 환대산업에서는 제조업과 달리 기업의 규모가 증가할수록 부채비율은 감소하였다.

<Table 3> Results of Regression Analysis

Dependent Variable: Lev			
Explanatory Variable \ Period	Total Period (2000-2019)	Pre-Crisis (2000-2006)	Post-Crisis (2010-2019)
SalesExp	-281*** (-2.675)	1.760*** (3.099)	-345*** (-2.987)
Tang	.045 (1.625)	.041*** (8.077)	-.057 (-1.536)
Growth	-.000 (-.506)	.000 (.884)	.000 (.812)
ROA	-.020*** (-28.675)	-.010*** (-8.322)	-.230*** (-24.981)
Size	-.081*** (-15.367)	-.071*** (-8.322)	-.090*** (-12.494)
constant	2.691*** (20.935)	2.176*** (10.681)	2.981*** (16.805)
adjusted R ²	.190	.176	.206

** $p < .05$, *** $p < .01$

5. 결론

이 연구는 호텔, 숙박업 및 관광업에 종사하는 한국 기업들을 대상으로 자본구조를 결정하는 요인들을 탐색하기 위해 2000년부터 2019년까지 20년의 기간을 선정하여 기존연구들에서 제시된 설명변수들을 레버리지와의 회귀분석을 하였다. 글로벌 금융위기라는 특수한 기간을 제외하고 그 이전과 이후로 구분하여 분석하였으며 결과는 판매비용, 수익성 및 기업규모의 회귀계수가 각각 통계적으로 유의한 음(-)을 나타냈으며, 이 중에서 특히 기업규모의 계수는 제조기업을 대상으로 한 기존 연구에서 보고된 정(+)의 관계와 정반대인 음(-)으로 나타나 흥미로운 결과로 분석되었다.

이 연구는 한국의 환대산업 기업의 자본구조결정요인을 찾으려는 비교적 초기의 연구라는 점에서 의미를 찾을 수 있으나, 재무제표자료만을 이용하였다는 한계점을 가지고 있다. 앞으로의 연구에서는 자본조달에 영향을 미칠 것으로 예상되는 이자율, 경제성장률, 금융시장 상황 등을 고려할 필요가 있다.

References

- [1] F. Modigliani & M. Miller, "The Cost of Capital, Corporate Finance and the Theory of Investment," *American Economic Review*, Vol. 48, No. 3, pp. 261-297, 1958.
- [2] M. Miller, & F. Modigliani, "Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction," *American Economic Review*, Vol. 53, No. 3, pp. 433-443, 1963.
- [3] Miller M., "Debt and Taxes," *Journal of Finance* Vol. 32, pp. 261-275, 1977.
- [4] E. Kim, "A Mean-Variance Theory of Optimal Capital Structure and Corporate Debt Capacity," *Journal of Finance*, Vol. 33, pp. 45-64, 1978.
- [5] M. Jensen & W. Meckling, "Theory of Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure," *Journal of Financial Economics* Vol. 3, pp. 305-360, 1976.
- [6] E. F. Fama & M. C. Jensen, "Agency Problems and Residual Claims," *Journal of Law and Economics*, Vol. 26, No. 2, pp. 327-349, 1983.
- [7] S. A. Ross, "The Determination of Financial Structure: The Incentive Signalling Approach," *Bell Journal of Economics*, Spring, pp. 23-40, 1977.
- [8] S. C. Myers & N. S. Majluf, "Corporate Financing and Investment Decisions When Firms have Information That Investors Do Not Have," *Journal of Financial Economics*, Vol. 13, Issue 2, pp. 187-221, 1984.
- [9] S. Titman & R. Wessels, "The determinants of capital structure," *Journal of Finance*, Vol 43, pp. 1-19, 1988.
- [10] McConnell, John J. & Henri Servaes, "Equity ownership and the two faces of debt," *Journal of Financial Economics*, Vol. 39, Issue 1, pp. 131-157, 1995.
- [11] Shyam-Sunder L & Myers S. "Testing static tradeoff against pecking order models of capital structure," *Journal of Financial Economics* Vol.

51, pp. 219-244, 1999.

- [12] D. R. Shin, "A Study on the Financial Structure Determinants of Korean Manufacturing Firms," *Korean Management Review*, Vol. 21, No. 1, pp. 131-151, 1991.
- [13] J. W. Lee, Y. S. Lee & B. Y. Lee, "The Determination of Corporate Debt in Korea," *Asian Economic Journal*, Vol. 4, No. 4, pp. 333-356, 2000.
- [14] S. T. Son & Y. K. Lee, "Determinants of Capital Structure in KOSDAQ Firms," *Korean Journal of Financial Management*, Vol. 24, No. 1, pp. 109-147, 2007.
- [15] S. K. Oh & W. S. Kim, "Growth Opportunity and Capital Structure of Korean Listed Manufacturing Firms," *Korean Journal of Finance*, Vol. 25, No. 1, pp. 123-160, 2012.
- [16] Kim, Sung-Tae, Jae-Bum Hong & Jae-Kyoon Jun, "The Dynamic Analysis on Capital Structure Determining Factors of Hotel Industry: Using Financing Deficit," *Journal of Tourism and Leisure Research*, Vol. 25, No. 1, pp. 305-320, 2013.
- [17] Kang, Min-Jeong & Hoon-Ku Sul, "A Difference of Determinants of Capital Structure in Hospitality Industry," *Korean Journal of Hospitality and Tourism*, Vol. 22, No. 3, pp. 55-74, 2013.
- [18] Seyoung Guahk, "Determinants of Capital Structure of High Potential Enterprises of Korea," *Journal of Digital Convergence*, Vol. 15, No. 12, pp. 233-238, 2017.

곽 세 영(Guahk, Se Young)



- 1993년 5월: University of Alabama (경영학 박사)
- 1984년 8월: 서울대학교 경영학과 (경영학 석사)
- 1994년 3월: 청주대학교 경영학과 교수
- 관심분야 : 재무관리, 증권투자, 행동재무
- E-Mail : skwack@empal.com