



저작자표시-비영리-변경금지 2.0 대한민국

이용자는 아래의 조건을 따르는 경우에 한하여 자유롭게

- 이 저작물을 복제, 배포, 전송, 전시, 공연 및 방송할 수 있습니다.

다음과 같은 조건을 따라야 합니다:



저작자표시. 귀하는 원저작자를 표시하여야 합니다.



비영리. 귀하는 이 저작물을 영리 목적으로 이용할 수 없습니다.



변경금지. 귀하는 이 저작물을 개작, 변형 또는 가공할 수 없습니다.

- 귀하는, 이 저작물의 재이용이나 배포의 경우, 이 저작물에 적용된 이용허락조건을 명확하게 나타내어야 합니다.
- 저작권자로부터 별도의 허가를 받으면 이러한 조건들은 적용되지 않습니다.

저작권법에 따른 이용자의 권리는 위의 내용에 의하여 영향을 받지 않습니다.

이것은 [이용허락규약\(Legal Code\)](#)을 이해하기 쉽게 요약한 것입니다.

[Disclaimer](#)

박사학위논문

재무적 요인이 제주지역 골프회원권
가치에 미치는 영향

제주대학교 대학원

회 계 학 과

고 성 호

2018년 2월

재무적 요인이 제주지역 골프회원권 가치에 미치는 영향

지도교수 김 길 훈

고 성 호

이 논문을 경영학 박사학위 논문으로 제출함

2017년 12월

고성호의 경영학 박사학위 논문을 인준함

심사위원장	_____	인
위	원 _____	인
위	원 _____	인
위	원 _____	인
위	원 _____	인

제주대학교 대학원

2018년 2월

< 목 차 >

제 1 장 서론	1
제1절 연구의 필요성 및 목적	1
제2절 연구의 방법 및 논문의 구성	3
제 2 장 이론적 배경 및 선행연구 검토	5
제1절 골프회원권 관련 연구	5
제2절 가치평가 관련 연구	9
1. 현금흐름할인모형	9
2. 장부가치와 회계이익 평가모형	11
3. 초과이익할인모형	13
4. Ohlson모형	14
제3절 기업부실 예측 관련 연구	16
제 3 장 연구의 설계	26
제1절 가설의 설정	26
제2절 연구모형	28
제3절 변수의 측정	29
제4절 표본	30
제 4 장 실증분석 결과	33
제1절 골프장 품질평과 결과 및 기술통계	33
1. 골프장 품질평가 결과	33
2. 기술통계 및 상관관계분석	35
제2절 가설검정 결과	38
제 5 장 결론	46
<참고문헌>	49
<부록>	52

<표 목차>

<표 2-1> 기업부실의 원인	18
<표 2-2> 부실기업 예측에 유용한 변수	24
<표 3-1> 제주지역 골프장 현황	31
<표 4-1> 골프장품질 평가결과	33
<표 4-2> 골프회원권 분양가격과 기준시가	35
<표 4-3> 기술통계량	36
<표 4-4> 변수의 상관관계	37
<표 4-5> 가설검증 결과	38
<표 4-6> 총자산영업이익률을 이용한 회귀분석 결과	40
<표 4-7> 총자산순이익률을 이용한 회귀분석 결과	41
<표 4-8> 매출액순이익률을 이용한 회귀분석 결과	41
<표 4-9> 거리변수를 추가하여 분석한 결과	42
<표 4-10> 변수들의 추가 설명력 분석 결과	43
<표 4-11> 가설검정 결과(PR = 기준시가 평균/분양가격의 평균)	44
<표 4-12> 가설검정 결과(PR = 해당 기준시가/최근 분양가격)	45

국문초록

재무적 요인이 제주지역 골프회원권가치에 미치는 영향

본 연구의 목적은 재무적 요인이 제주지역 골프회원권 가치에 미치는 영향을 분석하는 것이다. 골프장 경영이 특히 어려운 제주지역의 경우 재무적 요인이 골프회원권 가치에 유의적인 영향을 미칠 것으로 판단된다.

재무적 요인이 제주지역 골프회원권 가치에 미치는 영향을 분석하기 위해 골프장 품질을 통제하고 재무적 요인인 부채비율, 유동비율, 매출액영업이익률, 이자보상배율 등을 이용하여 다중회귀분석을 하였다. 또한 재무변수들의 추가 설명력을 분석하였다. 여기서 골프회원권 가치는 기준시가(지방세 과세표준)의 중앙값/분양가격의 중앙값으로 측정하였다.

2012년부터 2016년까지 재무적 요인과 골프회원권 가치와의 관계를 실증 분석한 결과는 다음과 같다.

부채비율은 골프회원권 가치와 유의적인 음(-)의 관계로 나타나 부채비율은 골프회원권 가치에 부정적인 영향을 미치는 것으로 나타났다. 따라서 부채비율이 높은 골프장의 회원권가치는 상대적으로 낮은 것을 알 수 있다.

유동비율이 높은 골프장은 단기채무 상환능력이 높아 골프회원권 가치에 긍정적인 영향을 미치는 것으로 나타났다. 따라서 유동성이 높은 골프장은 상대적으로 골프장의 회원권가치가 높은 것을 알 수 있다.

수익성 지표인 매출액영업이익이 높은 골프장은 골프회원권 가치에 긍정적인 영향을 미치는 것으로 나타났다. 따라서 매출액영업이익률이 높은 골프장은 상대적으로 골프회원권 가치가 높다는 것을 알 수 있다.

금융비용 부담능력인 이자보상배율이 높은 골프장은 회원권가치에 긍정적인 영향을 미치는 것으로 나타났다. 따라서 이자보상배율이 높은 골프장은 상대적으로 골프회원권가치가 높은 것을 알 수 있다.

골프회원권 가치를 기준시가 평균/분양가격 평균과 해당 기준시가/최근 분양가격으로 추가 분석한 결과도 연구가설이 모두 채택 되는 것으로 나타나 재무적 요인은

골프회원권 가치에 영향을 미치는 유용한 변수임이 검증되었다.

재무변수들의 추가 설명력을 분석한 결과 부채비율과 유동비율은 모두 골프회원권 가치에 각각 추가적인 설명력이 있는 것으로 나타났다. 부채비율과 매출액영업이익률, 유동비율과 매출액영업이익률을 이용하여 분석한 결과는 매출액영업이익률은 부채비율과 유동비율에 추가하여 골프회원권 가치의 변동을 설명하지 못하는 것으로 나타났다. 수익성 지표인 매출액영업이익률 보다는 안전성 지표인 부채비율과 유동비율이 골프회원권 가치에 미치는 영향이 크다는 것을 알 수 있다.

부채비율과 이자보상배율을 이용하여 분석한 결과는 부채비율과 이자보상배율 두 변수 각각 골프회원권 가치의 변동에 추가하여 설명하는 것으로 나타났다. 이자보상배율과 매출액영업이익률, 이자보상배율과 유동비율을 분석한 결과는 이자보상배율과 유동비율 두 변수 각각이 골프회원권 가치 변동을 추가하여 설명하는 것으로 나타났고, 매출액영업이익률은 이자보상배율과 유동비율에 추가하여 골프회원권 가치 변동을 설명하지 못하는 것으로 나타났다.

골프장품질은 골프회원권 가치에 영향을 미치지 않는 것으로 나타났다. 제주지역의 경우 골프장품질은 회원권을 분양할 때에는 중요하게 영향을 미치는 변수이지만 분양 후의 골프회원권 가치에는 유의적인 영향을 미치지 않는다는 것을 알 수 있다.

본 연구의 실증분석 결과는 골프장의 재무상황에 따라 골프회원권 가치가 변동한다는 것을 나타낸다. 따라서 분양시점에 골프회원권 가치는 골프장품질에 큰 영향을 받지만 분양 후의 골프회원권 가치는 골프장품질이 아닌 재무적 요인에 따라 큰 영향을 받는다는 것을 본 연구의 결과를 통해서 알 수 있다.

ABSTRACT

The Effect of Financial Factors to the Value of the Golf Club Membership in Jeju

Seong-Ho Ko

Department of Accounting

Graduate School of Jeju National University

The purpose of this study is to analyze the effect of financial factors to the value of the golf club membership in Jeju. One of the premises of this research is that, not only the quality of the golf club, but also financial factors, which are types of accounting information, would influence on the values of the golf club membership, especially due to the difficulties in running the golf course in Jeju.

In this study, multiple regression analysis was conducted to analyzes the relationship between the value of the golf club membership and the financial factors which were debt ratio, current ratio, operating income to sales, and interest coverage ratio from 2012 to 2016. The quality of the golf club was controlled in regression. Also, the additional explanatory ability of financial factors on the value of the golf club membership is analyzed. The value of the golf club membership is measured as a median of the tax base price/median of the initial selling price.

The results summarized as follows.

Debt ratio (liquidity, operating income, interest coverage ratio) had a negative (positive) effect on the value of the golf club membership. It can be inferred that golf courses with high debt ratio (liquidity, operating income, interest coverage ratio) have relatively low (high) value of the golf club membership.

Financial factors are verified to be critical variables affecting the value of the golf club membership even if the regression analysis was conducted based on the average of the tax base price/average of the initial selling price and the corresponding tax base price/recent initial selling price.

Analysis of the additional explanatory ability of financial factors shows that stability ratios, such as debt ratio and current ratio, had more effect on the value of the golf club membership than the profitability ratio, such as operating income to sales. The analysis based on debt ratio and interest coverage ratio show that each variable had a additional explanatory ability on the value of the golf club membership. Similarly, the analysis based on interest coverage ratio and current asset ratio show that each variable had a additional explanatory ability on the value of the golf club membership. However, operating income to sales did not have a additional explanatory ability to interest coverage ratio and current asset ratio.

The quality of the golf course did not affect the value of the golf club membership. The golf course quality is a significant variable when selling membership. However, it can be inferred that the quality of the golf course had no significant effect on the value of golf membership after the sale of golf membership.

The empirical results of this study show that the value of golf club membership was influence by the financial factors of the golf course. The initial selling price of golf club membership is greatly influenced by golf course quality. However, the value of golf membership after the sale has been greatly affected by financial factors, not golf course quality.

제 1 장 서 론

제1절 연구의 필요성 및 목적

한국레저산업연구소(2016)에서 2020년 골프장 매출액을 예측한 결과는 2015년 대비 3.8% 감소하는 것으로 나타났다. 그러나 골프장을 대중골프장과 회원제골프장으로 구분하여 살펴보면 대중골프장 매출액은 오히려 45.8% 증가하고 회원제골프장 매출액은 41.1% 감소하는 것으로 나타났다. 회원제골프장의 재무성과를 조사한 레저백서(2016)에 의하면 회원제골프장의 영업이익은 2014년부터 손실로 돌아섰고 당기순이익은 2011년부터 2015년까지 계속적으로 손실이 이어지고 있다. 한국레저산업연구소에서 예측한 회원제골프장의 경영악화가 현실로 다가오고 있다.

제주지역 회원제골프장은 수익성 하락으로 인하여 경영이 악화되고 부실위험이 높아지고 있다. 최근 제주지역 회원제골프장 21개 가운데 30%에 해당하는 7개 회원제골프장이 자본잠식 상태에 이른 것으로 나타났다. 자본잠식 상태에 빠진 제주지역 회원제골프장은 지방세를 체납하고 있는 경우가 있고, 일부 회원제골프장은 법정관리 중이거나 최종부도 처리되는 등 최악의 경영 상태를 보이고 있다. 또한 경영이 어려워져 반환을 요청받은 회원권을 되돌려주지 못한 금액이 3,700억 원이나 되는 것으로 나타났다(노컷뉴스, 2016. 5. 12.).

골프회원권 가치의 하락은 회원들의 입회금 반환요구로 이어질 수 있다. 만기도래 시점에 입회금 반환청구 요건을 갖춘 다수의 회원들이 입회금을 일시에 반환을 요구하면 해당 골프장은 자금상황이 악화되어 채무불이행위험이 높아진다. 따라서 골프회원권 가치는 골프장 경영에 미치는 영향이 아주 크다 할 수 있다.

골프회원권가치 관련 선행연구들은 골프장 서비스품질이 골프회원권가치 및 고객만족과 재구매 활동에 영향을 미치는 지에 대해 설문조사한 연구(임신영과 양해술, 2010; 임신영, 2010; 이도희와 김명선, 2011), 시설품질과 서비스품질이 골프회원권 가치에 미치는 영향 또는 골프회원권 가격을 추정하는 연구(박성용, 2006; 모현숙과 이학동, 2012; 구원일, 2011; 김승탁, 2011; 이종정, 2010; 유대종과 이상경, 2013; 유대종, 2014; 이지환과 김태형, 2010; 김경은, 2007; 김승탁, 2011; 모현숙, 2014), 골프

회원권 구입에 미치는 중요 속성에 대한 연구가 있다(고호석과 강인원, 2005).

이들 선행연구에 따르면 골프장품질과 접근성 및 재무구조는 골프회원권 가치에 유의적인 영향을 미치는 것으로 나타났다. 먼저 운영측면에서 주말부킹보장 회수, 회원 수, 티오프 간격, 비회원그린피, 회원그린피가 골프회원권 가치에 영향을 미치는 것으로 나타났다.

시설 측면에서는 코스길이, 면적, 홀수, 체인 혜택, 연계서비스가 골프회원권 가치에 영향을 미치는 것으로 나타났다. 또한 수도권에서의 거리가 골프회원권 가치에 영향을 미치는 것으로 나타났다. 재무 측면에서는 입회금, 대기업집단 소속 여부, 회사의 재무구조가 골프회원권 가치에 영향을 미치는 것으로 나타났다. 특히 회사의 재무구조는 골프회원권 구입에 가장 중요한 속성으로 나타났다.

최근 제주지역 회원제골프장들은 회원권 분양의 어려움을 해결하고자 골프장 입장료 면제 혜택을 부여한 회원권을 남발하였다. 2015년 기준으로 회원제골프장의 입장료 면제 비중을 보면 전국 평균은 56.2%이며 제주지역은 91%로 가장 높게 나타나(노현철, 2017), 제주지역 입장료 수입이 타 지역에 비해 현저히 낮은 것으로 나타났다. 또한 2018년 개별소비세감면 폐지로 인한 가격인상 요인은 회원제골프장 이용 수요를 더욱 감소시킬 것으로 예상되어 제주지역 회원제골프장 산업의 미래가 점점 불투명해지고 있다.

회원제골프장 공사비는 대부분 회원권을 분양하면서 받은 입회금으로 충당하며 회원들은 골프장 이용 약정기간 만료시점이 되면 입회금반환 여부를 결정하게 된다. 회원들은 골프장의 회원권가치가 유지 또는 상승할 경우에는 회원권을 보유하거나 추후 매도를 할 가능성이 크고 회원권가치가 하락할 경우에는 입회금반환을 요구할 가능성이 커진다. 입회금반환 요구 시 골프장은 개장 후 입회금 반환시점까지 운영하면서 나온 재무성과로 입회금을 반환해야 하지만 재무상태 악화로 입회금반환을 못할 경우 파산 위험에 처하게 된다. 이 경우 해당 회원권을 보유한 회원들은 큰 경제적 손실에 직면한다.

따라서 입회금반환 여부는 회원권가치의 상승과 하락 여부에 따라 많은 영향을 받고 골프회원권 가치는 골프장품질뿐만 아니라 골프장의 재무상황에 따라서도 결정될 것으로 예상된다. 특히 재무상황이 좋지 않은 골프장의 경우에는 회원 유지를 위해 골프회원권 가치를 유지·제고하는 것이 골프장 경영에 있어 아주 중요하다고

하겠다. 그러나 재무적 요인이 골프회원권 가치에 미치는 영향을 실증 분석한 연구는 거의 없는 것으로 파악되었다.

본 연구의 목적은 재무적 요인이 제주지역 골프회원권 가치에 미치는 영향을 실증 분석하는 것이다. 골프장 경영이 특히 어려운 제주지역의 경우 골프장품질뿐만 아니라 회계정보인 재무적 요인이 골프회원권 가치에 유의적인 영향을 미칠 것으로 판단된다.

본 연구는 골프회원권 가치에 영향을 미치는 변수를 분석함에 있어서 선행연구에서 골프장 회원권 선택에 유의적인 영향을 미치는 것으로 나타난 골프장품질 뿐만 아니라 재무적 요인을 이용하여 종합적이고 체계적으로 실증 분석하였다는 점에서 선행연구와 차별성이 있다. 골프장 경영자가 골프회원권 가치를 유지·제고시키기 위한 경영전략을 수립하는데 본 연구가 도움을 줄 수 있을 것으로 기대된다.

제2절 연구의 방법 및 논문의 구성

골프회원권 가치는 회원이 누리는 혜택에 따라 크게 달라지며 골프장별로 또는 분양 차수 등에 의해서도 회원과 동반자 혜택이 달라져 골프장별 골프회원권 가치를 비교하기 위한 표준 골프회원권을 정하기 어렵다. 따라서 본 연구에서는 골프회원권 가치를 해당 지방세 기준시가/골프장 차수별 회원권 분양가격의 중앙값으로 측정한다. 지방세 기준시가(과세표준)는 직전 연도의 골프장 회원권 거래가격 등을 고려하여 지방자치단체에서 결정하여 고시한다. 따라서 기준시가는 회원권 시세를 반영한다고 할 수 있다.

이것은 회계정보와 기업가치 관련된 연구에서 $P(\text{주가})/B(\text{자본})$ 와 유사한 개념이다. 주가와 자본의 차이는 영업권 또는 장부에 기록되지 않은 무형자산의 가치라고 보통 부른다. P/B 가 높을수록 장부에 기록되지 않은 무형자산이 높은 가치창출 기업이라고 할 수 있다. 재무정보가 기업가치에 미치는 영향을 분석한 많은 선행연구에서는 당기순이익(또는 초과이익, 영업이익 등)과 부채비율, 위험(β 등), 지배구조 등이 P/B 에 미치는 영향을 실증분석 하였다.

본 연구에서는 골프장품질을 통제하고 재무제표를 통해 산출된 재무변수를 설명

변수로 하여 제주지역 골프장의 골프회원권 가치(해당 지방세 기준시가/분양가격의 중앙값)에 미치는 영향을 분석한다.

본 연구는 다음과 같이 총 5개의 장으로 구성되었다.

제1장에서는 본 연구의 필요성과 목적을 밝힌 후, 연구의 방법 및 논문의 구성에 대해 서술하였다. 제2장에서는 본 연구의 이론적 배경 및 골프회원권 관련 연구, 가치평가 관련 연구, 기업부실예측 관련 연구를 검토하였다. 제3장에서는 연구가설과 연구모형을 설정하고 변수의 측정 및 연구방법에 대해 설명하였다. 연구의 표본 및 분석방법에 대해서도 서술하였다.

제4장에서는 실증분석 결과를 제시하였다. 마지막으로 제5장에서는 본 연구의 분석 결과를 요약·정리하고 시사점 및 한계를 제시하였다.

제 2 장 이론적 배경 및 선행연구

이 장에서는 골프회원권 관련 연구와 가치평가 관련 연구 및 기업부실 예측 관련 연구를 검토한다.

제1절 골프회원권 관련 연구

골프회원권은 특정시설물 이용권으로 골프장을 이용하면서 골프장을 이용하는 일반인 보다 유리한 조건으로 이용할 수 있는 권리를 부여받는 것을 말한다. 회원제 골프장은 예탁금회원제, 주주회원제, 사단법인제로 분류할 수 있다. 우선 예탁금회원제는 골프장과 회원 사이에 골프장 이용 약정기간을 정하고 약정기간이 만료되면 예탁금을 반환 요청을 할 수 있는 회원제이며 대다수의 골프장은 예탁금회원제를 시행하고 있다. 주주회원제는 회원 모두가 주주가 되어 골프장을 이용하는 회원제이고, 사단법인제는 주주회원제와 유사한 제도로 골퍼들이 조직을 구성하여 골프장을 건설하고 운영하는 형태의 회원제이다.

골프회원권 가치는 투자가치, 이용가치, 보유가치로 분류할 수 있다, 먼저 투자가치는 골프회원권이 미래에 창출할 수익률을 포함하여 계산한 현재가치의 합을 말한다. 이용가치는 골프회원권을 이용하면서 자신의 욕구를 충족시키는 주관적 가치이며, 보유가치는 골프회원권의 현재 매매가격을 말한다.

골프회원권가치 관련 선행연구들은 대부분 설문조사를 실시하여 회원권가치에 영향을 미치는 요인들을 조사하는 방법을 이용하였다. 골프장 서비스품질이 회원권가치 및 고객만족과 재구매 활동에 영향을 설문조사한 연구, 시설측면의 품질과 접근성이 골프회원권 가치에 또는 골프회원권 가격에 영향을 미치는 요인을 분석한 연구, 골프회원권 구입에 미치는 중요속성에 대한 연구 등이 있다.

서비스품질이 회원권가치에 미치는 영향을 설문조사로 분석한 선행연구들은 서비스품질이 회원권가치와 고객만족 및 재구매 의도에 미치는 영향을 분석한 것이다.

임신영과 양해술(2010)은 경기권, 강원권, 남부권에 소재한 골프장의 골프회원권을 소유한 500명의 골프회원을 대상으로 골프장 서비스품질이 회원권가치와 고객만

족 및 재구매 의도에 미치는 영향을 설문조사로 분석하였다. 골프장 서비스품질은 회원권 가치와 고객만족에 영향을 미치는 것으로 나타났으며, 회원권가치는 고객만족에 영향을 미치고 재구매 의도에는 영향을 미치지 않는 것으로 나타났다. 고객만족은 재구매 의도에 유의적인 영향을 미치는 것으로 나타났다.

경기도에 소재한 골프장의 회원권을 소유한 골프회원을 대상으로 설문조사 한 이지환과 김태형(2010)의 연구에서도 서비스품질은 회원권가치와 고객만족에 영향을 미치는 것으로 나타났고 회원권 가치는 고객만족에 영향을 미치는 것으로 나타났다. 그러나 재구매 의도에는 영향을 미치지 않는 것으로 나타났다. 따라서 임신영과 양해술(2010)의 연구와 같은 결과를 보여주었다.

이도희와 김명선(2011)은 임신영과 양해술(2010)과 같이 서울과 경기도에 위치한 골프연습장을 방문하여 골프회원권을 보유하고 있는 골프회원을 대상으로 서비스품질이 회원권가치와 고객만족 및 재구매 의도에 미치는 영향을 설문조사로 분석하였다. 연구결과 서비스품질은 회원권 가치와 고객만족에 영향을 미치는 것으로 나타났고, 회원권가치는 고객만족에 영향을 미치고, 고객만족은 재구매 의도에 영향을 미치는 것으로 나타났다. 하지만 회원권가치가 재구매 의도에는 영향을 미치지 않는 것으로 나타났다.

서비스품질이 회원권가치에 미치는 영향을 설문조사로 분석한 선행연구를 요약하면 다음과 같다. 서비스품질은 회원권가치와 고객만족(임신영과 양해술, 2010; 이도희와 김명선, 2011; 이지환과 김태형, 2010)에 영향을 미치는 것으로 나타났다. 또한 회원권가치는 고객만족(임신영과 양해술, 2010; 이도희와 김명선, 2011; 이지환과 김태형, 2010), 재구매의도(이도희와 김명선, 2011)에 영향을 미치는 것으로 나타났고, 고객만족은 재구매 의도(임신영과 양해술, 2010; 이도희와 김명선, 2011; 이지환과 김태형, 2010)에 영향을 미치는 것으로 나타났다.

고호석과 강인원(2005)은 골프회원권 구입에 미치는 영향을 수도권 거주자 280명을 대상으로 설문조사한 결과 회사의 재무구조, 회원의 수, 골프장 이용금액, 골프장의 성장 및 발전가능성, 관광·휴양지 등 자연환경이나 주변환경, 부대시설, 부킹의 용의성, 교통의 편리성, 현대적 시설, 분양가격, 종업원 서비스, 거리 및 소요시간, 주차시설, 부킹의 신뢰성 순으로 나타났다. 골프회원권 구입 시 골프장의 재무구조가 골프장품질 보다 중요한 것으로 나타났다.

대부분 선행연구는 회원권가치에 영향을 미치는 요인을 시설품질과 운영품질, 접근성 요인으로 분석하였다. 62개소의 수도권골프장을 대상으로 분석한 박성용(2006)은 주말부킹보장 회수, 비회원그린피, 회원 수, 코스길이, 연계서비스 유무, 티오프 간격 순으로 골프회원권 가치에 유의하게 영향을 미치는 것으로 나타났다.

김경은(2007)은 서울과 경기도의 회원제골프장 70개소를 대상으로 분석하였다, 연구결과 회원1인당 면적, 거리, 홀 당 내장객 수, 한강이남과 한강이북인 위치가 골프회원권 가치에 유의적인 영향을 미치는 것으로 나타나 박성용(2006)의 연구와는 다르게 회원 수, 코스길이는 유의적인 영향을 미치지 않는 것으로 나타났다.

이종정(2010)은 서비스품질 지표로 종업원 수를 추가하여 85개소의 골프장을 대상으로 분석하였다. 연구결과 서울과의 거리변수, 회원 수, 비회원그린피, 종업원 수, 내장객 수가 골프회원권 가치에 유의적인 영향을 미치는 것으로 나타났다.

구원일(2011)은 72개소의 수도권골프장을 대상으로 관리적 특성과 지리적 특성으로 구분하여 분석하였다. 골프장의 관리적 특성으로는 회원의 수, 내장객 수, 회원그린피, 비회원그린피, 티오프 간격을 사용하였으며 지리적 특성으로는 거리, 홀수, 면적, 코스길이라는 변수를 사용하였다. 연구결과 관리적 특성에서는 내장객 수, 회원그린피, 비회원그린피, 티오프 간격이 골프회원권 가치에 유의적인 영향을 미치는 것으로 나타났고, 지리적 특성에서는 면적이 골프회원권 가치에 유의적인 영향을 미치는 것으로 나타났다.

김승탁(2011)은 고희석과 강인원 (2005)의 연구에서 골프회원권 구입에 주요 속성으로 나타난 재무구조 요인을 대규모기업집단 소속 여부로 하여 수도권골프장 88개소를 대상으로 분석하였다. 연구결과 회원1인당 홀수, 비회원그린피 및 티오프 간격, 거리, 재무요인이 골프회원권 가치에 유의적인 영향을 미치는 것으로 나타나 골프장품질 외에 재무구조도 골프회원권 가치에 영향을 미친다고 하였다.

모현숙과 이학동(2012)은 전국 239개 회원제골프장을 대상으로 시가총액, 1인당 입회금, 입회금 비율을 재무특성으로 하고 접근성, 회원 수, 홀수, 회원1인당 홀수, 1인당 면적이 골프회원권 가격에 미치는 영향을 분석 하였다. 연구결과 홀수와 1인당 홀수, 시가총액과 1인당 입회금, 입회금비율만이 골프회원권 가격에 유의적인 영향을 미치는 것으로 나타났다. 하지만 재무특성에서 유의하게 나타난 시가총액은 골프장 수에 평균 기준시가총액을 곱한 값으로 종속변수인 골프회원권 시장가치와

동일하여 모형상의 문제를 야기하고 있었다.

유대종과 이상경(2013)은 전국 골프장에서 제주도를 제외하고 회원권가격 결정요인을 분석하였다. 연구결과 서울로부터 가까울수록 골프회원권 가격이 높아지고 있었으며 회원권 종류, 발행 차수, 홀당 회원 수, 체인 여부, 홀당 면적, 종합리조트 여부 변수가 골프회원권 가격에 유의하게 영향을 미치는 것으로 나타났다.

유대종(2014)은 추가로 골프회원권을 종류별, 지역별, 가격대별, 시기별로 구분하여 시장세분화 연구를 하였다. 종류별로 분석한 연구결과는 일반회원권의 경우 발행차수, 홀 당 클럽하우스 면적, 체인 혜택, 종합리조트 운영이 골프회원권 가격에 유의적인 영향을 미치는 것으로 나타났으며, 수도권과 지방권으로 구분하여 분석한 연구결과는 서울로부터의 거리뿐만 아니라 배후 도시의 규모와 거리, GRDP(지역내총생산)이 골프회원권 가격에 영향을 미치는 것으로 나타났다. 골프회원권 시장을 수도권과 지방권으로 구분한 후 가격 결정요인을 분석한 연구결과는 공통적으로 발행차수, 홀 당 회원 수, 운영기간, 홀 당 클럽하우스 면적, 담보신탁 여부가 골프회원권 가격에 영향을 미치는 것으로 나타났으나 종합 리조트, 최근접 IC거리는 수도권에서 골프회원권 가격에 영향을 미치고 체인 여부와 골프장 홀수는 지방권에서 골프회원권 가격에 영향을 미치는 것으로 나타났다.

이와 같이 시설측면과 운영측면으로 구분한 골프장품질, 접근성, 재무적 안전성 요인들이 골프회원권 가치에 미치는 영향을 분석한 연구들은 골프장품질과 접근성 또는 재무적 안전성이 좋은 골프장은 회원권 가격이 높다는 결과를 보여주고 있다.

골프회원권 가치에 유의적인 영향을 미치는 요인을 운영측면, 시설측면, 접근성, 재무요인 등으로 분석한 연구를 요약하면 다음과 같다.

먼저 운영측면에서는 주말부킹보장 회수(박성용, 2006)가 골프회원권 가치에 유의적인 영향을 미치는 것으로 나타났다. 또한, 회원 수(박성용, 2006; 이종정, 2010; 유대종과 이상경, 2013; 유대종, 2014), 티오프 간격(박성용, 2006; 구원일, 2011; 김승탁, 2011), 비회원그린피(박성용, 2006; 구원일, 2011; 김승탁, 2011; 이종정, 2010), 회원그린피(구원일, 2011)도 골프회원권 가치에 유의적인 영향을 미치는 것으로 나타났다.

시설측면에서는 코스길이(박성용, 2006), 면적(구원일, 2010; 유대종과 이상경, 2013; 유대종, 2014), 홀수(모현숙과 이학동, 2012; 김승탁, 2011; 유대종, 2014), 체인

혜택(유대종과 이상경, 2013; 유대종, 2014), 연계서비스(박성용, 2006; 유대종과 이상경, 2013; 유대종, 2014)가 골프회원권 가치에 유의적인 영향을 미치는 것으로 나타났다. 접근성(이종정, 2010; 김승탁, 2011; 유대종과 이상경, 2013; 유대종, 2014; 김경은, 2007)도 골프회원권 가치에 유의적인 영향을 미치는 것으로 나타났다.

재무적 요인에서는 입회금(모현숙과 이학동, 2012), 대기업집단 소속 여부(김승탁, 2011; 고호석과 강인원, 2005)가 골프회원권 가치에 유의적인 영향을 미치는 것으로 나타났다. 내장객수(구원일, 2011; 이종정, 2010; 김경은, 2007)도 골프회원권 가치에 유의적인 영향을 미치는 것으로 나타났다.

제2절 가치평가 관련 연구

회계는 기업의 이해관계자들이 합리적인 의사결정을 하는데 유용한 정보를 제공하는 역할을 한다. 자본시장연구에서 재무회계는 주가관련성을 정보적 시각에서 회계수치를 접근하였으나 기업가치 평가모형이 개발되면서 정보적 시각에서 가치측정의 시각으로 발전하였다. 가치평가모형이 산출되는 과정은 다음과 같다.

1. 현금흐름할인모형

자산의 가치는 해당 자산으로부터 기대되는 미래현금흐름의 현재가치이다. 자산의 가치는 다음과 같은 식으로 표현된다.

$$V = \sum_{t=1}^n \frac{CF_t}{(1+r)^t} \quad (2.1)$$

여기서, NCF_t : t년도의 순현금흐름

t : 현금흐름 연도

n : 최종 연도

r : 자본비용 또는 할인율

현금흐름할인모형(DCF)은 기업이 미래의 영업활동에서 창출되는 순현금흐름을 투자자의 기대수익률로 할인한 현재가치를 기업가치로 평가하는 방법이다.

$$V = \sum_{t=1}^n \frac{NCF_t}{(1+WACC)^t} + TV \quad (2.2)$$

여기서, V : 기업의 가치

NCF_t : t 년도의 순현금흐름

t : 현금흐름 추정 연도

n : 최종 추정 연도

$WACC$: 가중평균 자본비용

TV : 잔존가치

<식 2.2>에서 순현금흐름(NCF)은 잉여현금흐름(free cash flow)으로 영업활동으로 인한 현금흐름에서 자본적 지출을 차감한 금액을 의미한다. 이를 간단히 나타내면 세후영업이익 + 감가상각비 - 순운전자본증가액 + 영업장기부채 증가액 - 자본적지출이다. 잔존가치(TV)는 예측기간말의 현금흐름/(가중평균자본비용 - 성장률)로 산출한다.

기업가치결정을 위한 할인율을 결정하는데 일반적으로 가중평균자본비용(WACC)을 이용한다. 여기서 가중평균자본비용(WACC)은 자기자본비용과 타인자본비용을 자본조달 비율로 가중하여 평균한 값(가중평균)을 사용한다. 기업이 투자를 위해 자기자본과 타인자본으로 조달하였고, 따라서 해당 투자로 인한 순현금흐름에 대응하는 자금은 자기자본과 타인자본이기 때문이다

주주지분의 가치(P)는 기업의 가치(V)에서 순차입금(차입금-채무자산)을 차감하여 산출된다. 영업활동 관련 자산과 부채는 잉여현금흐름(기업의 가치를 결정함)에 반영되었기 때문에 부채 중 차입금과 자산 중 채무자산(비영업자산)만을 순차입금 산정에 고려한다.

전통적으로 주주지분의 가치를 산정하기 위한 모형은 다음과 같은 배당할인모형이다.

$$P = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{d_t}{(1+r)^t} \quad (2.3)$$

여기서, P : 기업의 주주지분 가치(주가)

d_t : t년도의 배당

r : 자기자본비용 또는 할인율

<식 2.3>에서 할인율은 자기자본비용이다. 즉, 배당현금흐름에 대응하는 할인율은 자기자본비용이다. 배당금은 자금 대여자와는 관계없이 주주에게 돌아갈 몫이기 때문이다.

2. 장부가치와 회계이익 평가모형

자본의 장부가액(BV)이 주식가치를 표현할 수 있다면 다음과 같이 나타낼 수 있다.

$$P_{jt} = BV_{jt} + u_{jt} \quad (2.4)$$

여기서, P_{jt} : 기업의 주당가격

BV_{jt} : 기업의 주당 장부가액

u_{jt} : P 와 BV 의 차이

주가 변동과 장부가액은 <식 2.4>에서 변동분(미분)을 취함으로써 다음과 같이 표현할 수 있다.

$$\Delta P_{jt} = \Delta BV_{jt} + u_{jt}$$

$$\Delta BV_{jt} = A_{jt} - d_{jt}$$

여기서 A_{jt} 는 당해 연도 기업의 주당 회계이익이며, d_{jt} 는 전년도에서 해당 연도까지 주주들에게 지급된 배당금을 말한다. $\Delta BV_{jt} = A_{jt} - d_{jt}$ 식을 $\Delta P_{jt} = \Delta BV_{jt} + u_{jt}$ 에

대입하고 P_{jt-1} 로 나누면 다음과 같다.

$$(\Delta P_{jt} + d_{jt})/P_{jt-1} = A_{jt}/P_{jt-1} + u_{jt} \quad (2.5)$$

<식 2.5>를 보면 회계이익이 추가수익률과 관련이 있다는 것을 알 수 있다. 한편, <식 2.4>의 장부가액 대신에 다음과 같이 회계이익으로 주가를 설명하는 모형을 제시할 수 있다.

$$P_{jt} = \rho A_{jt} + v_{jt} \quad (2.6)$$

여기서, P_{jt} : 기업의 주당가격

A_{jt} : 기업의 주당 회계이익

u_{jt} : P 와 ρA 의 차이

배당금이 지급된다면 Miller and Modigliani(1961)의 배당무관련성 정리에 따라 배당액 만큼 주가가 하락하기 때문에 배당이 있는 경우 <식 2.6>은 다음과 같이 나타낼 수 있다.

$$P_{jt} + d_{jt} = \rho A_{jt} + v_{jt} \quad (2.7)$$

<식 2.7>의 변동분을 P_{jt-1} 로 나누면 다음과 같다.

$$(\Delta P_{jt} + d_{jt})/P_{jt-1} = \rho(\Delta A_{jt}/P_{jt-1}) + u_{jt} \quad (2.8)$$

<식 2.5>와 <식 2.8>은 다음과 같이 결합할 수 있다.

$$(\Delta P_{jt} + d_{jt})/P_{jt-1} = k\rho(\Delta A_{jt}/P_{jt-1}) + (1-k)(A_{jt}/P_{jt-1}) + w_{jt} \quad (2.9)$$

<식 2.9>에서 k 는 이익의 변화(change)분과 이익 수준(level)의 가중치이다. Easton and Harris(1991)에 따르면 이익과 이익의 변화분은 추가수익률을 유의적으

로 설명하는 것으로 나타났다.

3. 초과이익할인모형

주가를 예측하기 위한 초과이익할인모형은 다음과 같이 배당할인모형과 자본의 순증관계에서 도출된다.

$$\text{배당할인모형: } P_t = \sum_{\tau=1}^{\infty} \frac{E_t(d_{t+\tau})}{(1+r_e)^\tau} \quad (2.10)$$

여기서 P_t : t기의 주주지분의 가치(주가)

d_t : t기의 배당

r_e : 자기자본비용

기초 자본에 배당을 차감하고 회계이익을 가산하면 기말 자본이 된다는 등식관계를 순증관계라 한다. 이를 식으로 표현하면 다음과 같다.

$$\begin{aligned} \text{순증관계 } BV_t &= BV_{t-1} + X_t - d_t \\ d_t &= BV_{t-1} + X_t - BV_t \end{aligned} \quad (2.11)$$

여기서, BV_t : t기말의 자본

BV_{t-1} : t-1기말의 자본

X_t : t기의 회계이익

d_t : t기의 배당

<식 2.11>의 순증관계가 성립하지 않는 경우는 기타포괄이익(OCI)이 발생하는 경우이다. 기타포괄이익이 존재하는 경우에도 아래의 논의는 성립한다.

t기의 초과이익은 다음과 같이 정의할 수 있다.

$$X_t^a = X_t - r_e \cdot BV_{t-1} \quad (2.12)$$

여기서, X_t^a : t기의 초과이익

X_t : t기의 회계이익

BV_{t-1} : t-1기말의 자본

r_e : 자기자본비용

<식 2.11>의 자본의 순증관계에 초과이익을 정의한 <식 2.12>을 대입하여 <식 2.10>의 배당할인모형에 적용하면 다음과 같이 초과이익할인모형이 도출된다.

$$\begin{aligned} P_t &= \sum_{\tau=1}^{\infty} \frac{E_t(d_{t+\tau})}{(1+r_e)^\tau} \\ &= \sum_{\tau=1}^{\infty} \frac{E_t(X_{t+\tau}^a + (1+r_e) \cdot BV_{t-1+\tau} - BV_{t+\tau})}{(1+r_e)^\tau} \\ &= \sum_{\tau=1}^{\infty} \frac{E_t(X_{t+\tau}^a)}{(1+r_e)^\tau} + BV_t \end{aligned} \quad (2.13)$$

여기서 P_t : t기의 주주지분의 가치(주가)

$X_{t+\tau}^a$: t+τ 시점의 초과이익에 대한 t시점의 기댓값

BV_t : t기말의 자본

r_e : 자기자본비용

즉, 주가는 현재의 장부금액(자본)에 미래초과이익의 현재가치의 합에 의해 결정된다고 할 수 있다. <식 2.12>와 같이 초과이익은 당기순이익에서 정상이익(기초장부금액×자기자본비용)을 차감하여 계산한다. 미래초과이익을 현재가치로 할인할 때 자기자본비용이 사용된다. 초과이익은 주주 입장에서의 성과측정치이기 때문이다.

4. Ohlson모형

<식 2.13>을 이용하여 주가를 추정하기 위해서는 미래초과이익을 추정하여야 하는데 Ohlson(1995)은 초과이익의 시계열행태가 자기회귀과정을 따른다고 가정한다. 즉, 미래초과이익의 기대치를 현재의 정보변수와의 선형관계로 추정한다. 초과이익 할인모형에 선형시계열 가정을 대입한 후 정리하면 다음과 같이 Ohlson모형이 도출된다.

$$\text{선형시계열 가정: } X_{t+1}^a = \omega X_t^a + v_t + \epsilon_{1t+1} \quad (2.14)$$

$$v_{t+1} = \gamma v_t + \epsilon_{2t+1}$$

여기서, v_t : 기타정보

ω, γ : 지속성계수 ($0 \leq \omega, \gamma < 1$)

$\epsilon_{1t+1}, \epsilon_{2t+1}$: 평균이 0인 오차항

$$\text{Ohlson모형: } P_t = BV_t + \alpha_1 X_t^a + \alpha_2 v_t \quad (2.15)$$

$$\alpha_1 = \frac{\omega}{(1+r_e - \omega)} \geq 0, \alpha_2 = \frac{(1+r_e)}{(1+r_e - \omega)(1+r_e - \gamma)} > 0$$

<식 2.15>에서 ω 는 초과이익(X^a)의 지속성을 나타내고, γ 는 기타정보(v)의 지속성을 의미한다. <식 2.15>의 기업가치평가모형에 따르면 주가는 현재의 장부가치, 수익성을 반영하는 당기의 초과이익, 기타 가치관련 정보의 선형결합으로 나타낼 수 있다.

<식 2.12> 초과이익의 정의를 이용하면 <식 2.15>은 다음과 같다.

$$P_t = BV_t + \alpha_1 X_t - \alpha_1 r_e BV_{t-1} + \alpha_2 v_t \quad (2.16)$$

순증관계를 나타내는 <식 2.11>을 이용하여 BV_{t-1} 을 대체하면 다음과 같이 나타낼 수 있다.

$$P_t = (1-k)BV_t + k(\phi X_t - d_t) + \alpha_2 v_t \quad (2.17)$$

<식 2.17>에서 기타정보(v)와 배당(d)를 절편과 오차항에 포함시키면 다음과 같은 기업가치평가모형이 도출된다.

$$P_t = \alpha_0 + \alpha_1 BV_t + \alpha_2 X_t + \varepsilon_t \quad (2.18)$$

여기서, P_{t-1} : t시점의 주가

B_t : t기의 장부가치

X_t : t기의 회계이익

ε_t : 오차항

<식 2.18>을 실증분석한 연구들에 따르면 장부가치와 회계이익의 주가설명력이 높은 것으로 나타났다(Collins et al., 1997; Francis and Schipper, 1999; 김영권, 1998). Barth et al.(1998)은 기업의 재무건전성이 높고 낮음에 따라 장부가치와 회계이익의 주가설명력에 차이가 있는지를 분석하였다. 분석결과 도산기업의 경우 도산한 해에 가까워질수록 회계이익의 주가에 대한 추가 설명력과 주가 관련성은 점차 감소하는 반면 장부가치의 주가에 대한 추가 설명력과 주가 관련성은 증가하는 것으로 나타났다. 또한 채권등급이 낮은 기업의 경우 그렇지 않은 기업에 비해 장부가치의 주가에 대한 추가 설명력과 주가 관련성은 더 높고, 회계이익의 주가에 대한 추가 설명력과 주가 관련성이 더 낮은 것으로 나타났다.

Burgstahler and Dichev(1997)은 자기자본이익률(ROE)이 높고 낮음에 따라 장부가치와 회계이익의 주가설명력에 차이가 있는지를 분석하였다. 분석결과 자기자본이익률이 높을수록 상대적으로 회계이익의 주가 관련성이 크고 장부가치의 주가 관련성은 낮은 것으로 나타났다. 이에 반해 자기자본이익률이 낮을수록 상대적으로 장부가치의 주가 관련성이 크고 회계이익의 주가 관련성은 낮은 것으로 나타났다.

제3절 기업부실 예측 관련 연구

기업의 부실 또는 파산은 그 기업의 문제로 끝나지 않고 기업과 관련한 다양한

이해관계자들의 경제적 손실로 이어진다. 따라서 이해관계자들은 기업의 부실을 사전에 예측하여 경제적 손실을 최소화 하려는 노력을 할 것이다.

기업부실의 개념은 연구자들마다 다르게 정의하고 있다. 일반적으로 경제적 부실, 재무적 부실, 법률적 부실로 구분하여 정의하고 있으며, 기업부실의 순서도 경제적 부실, 재무적 부실, 법률적 부실의 과정을 거치면서 진행 된다고 할 수 있다. 먼저 경제적 부실이란 비용이 수익을 초과하거나 자본비용이 투자수익률보다 많아 기업의 수익성이 악화됨을 말한다. 이는 재무적 부실의 전 단계로 기업의 채무지급불능이나 부도를 의미하는 것은 아니다.

다음으로 재무적 부실이란 유동성 부족으로 인한 기술적 지급불능상태와 총자산이 총부채에 미달하여 자본잠식 상태에 이르는 실질적 지급불능상태 모두를 의미하고, 법률적 부실은 지급불능상태인 재무적 부실로 인하여 기업이 법적으로 파산한 상태를 의미한다.

미국의 Don & Bradstreet사가 기업부실 원인을 조사한 결과는 90%가 경영자의 자질 및 경험과 관련된 것으로 나타났다. 이유로는 판매부진, 과다경쟁 및 경쟁조직의 약화, 고정자산의 과 채고자산의 과대, 비용의 과대지출, 매출채권의 회수부진 등 경영자의 자질 및 경험과 관련된 것으로 나타났기 때문이다.

우리나라에서도 김선기 등(1986)에서 기업부실 원인을 조사하였다. 자기자본 부족, 무리한 투자, 경기불황 및 업계의 부진, 관련기업의 연쇄도산, 다양한 거래처 확보 태만, 경영자의 무능, 불황 등으로 나타나 미국의 Don & Bradstreet사가 기업부실 원인을 조사한 결과와 비슷하게 나타났다.

기업부실의 원인을 다음과 같이 같다. 먼저 경영자요인인 내생적 요인과 경기와 자금요인, 정치와 국제요인 등을 외생적 요인을 기업부실의 1차적 원인이라 하고 제2차적 원인은 판매행동, 재무행동, 매입과 생산행동, 기업구조, 조직과 노무행동 요인이며, 제3차적 원인을 금융비용 과다, 높은 이직률, 임금체불, 매출액 감소 등이 다. 우리나라 기업부실의 원인을 김선기 등(1986)에서는 <표 2-1>과 같이 구분하여 제시하였다.

<표 2-1> 기업부실의 원인

중요도	부실 원인		
제1차 원인	내생적 요인	경영자요인	지식, 경험, 의사결정능력 부족 친족경영의 결점 전문교육과 경험의 부족 및 내부부정 공직, 정치 등에 의한 경영의 방임
		외생적 요인	경기, 자금요인
	정치, 국제요인		원재료가격의 상승 세계경기침체 불공정한 정책, 행정조치
	기타		관련기업 도산에 의한 연쇄도산
제2차 원인	판매행동요인		다양한 거래처개발의 태만과 미흡 출혈판매 과대한 신용판매
	재무행동요인		자기자본부족 자금계획의 결여 사채 및 융통어음의 이용
	매입, 생산행동요인		시설의 노후와 보수미비 제품개발의 부족 및 실패 부적절한 생산설비투자
	기업구조요인		과잉투자 및 확장 다각화의 실패 및 입지의 오류
	조직, 노무행동요인		내부건제조직의 결여
제3차 원인	금융비용 과다, 높은 이직률, 생산성 저하, 매출액 감소, 임금채불, 과다한 재고 및 반품의 증가		

출처: 김선기 등(1986), p.6.

기업부실의 원인은 이처럼 다양하지만 기업의 이해관계자들은 기업의 부실을 예측하여 경제적 손실을 최소화 하려는 노력을 하였다. 특히, 재무제표 자료를 이용하여 기업의 신용상태와 기업부실을 예측하는데 널리 사용하였으며, 이러한 부실예측에 대한 모형은 다음과 같다.

하나의 재무비율을 이용하여 부실예측을 할 수 있는 가장 기본적인 모형으로 단일변량모형이 있다. 단일변량모형은 부실기업과 정상기업은 재무비율분포에 차이가

있으며 이러한 재무비율분포의 차이로 부실을 예측하는데 사용할 수 있다는 가정을 전제로 한다. 단일변량모형은 비율분포의 차이분석, 이분류검정으로 구분된다. 먼저 비율분포의 차이분석은 부실기업과 정상기업 간에 재무비율이 현저하게 차이가 나타난다면 그 재무비율은 기업부실을 예측하는데 이용된다. 다음으로 이분류검정은 비율분포의 차이분석에서 비율분포의 차이에 대한 기준이 명확하지 않은 단점을 보완하여 기준치인 판별점을 정하고 기업부실을 예측하는데 이용된다.

Beaver(1966)는 단일변량모형의 이분류검정을 사용하여 재무비율의 부실예측력을 분석하였다. 1954년에서 1964년까지 79개의 부실기업과 동일한 업종이면서 유사한 자산규모를 가진 79개의 정상기업을 표본으로 선정하여 5년 동안 6개의 군으로 구분한 재무비율을 비교하여 부실예측력을 추정하였다. 각 그룹에서 유용하게 나타난 현금흐름/총부채, 순이익/총자산, (총부채+우선주)/총자산, 운전자본/총자산, 유동비율, 순당좌자산/현금영업비용 모두 평균에 현저한 차이를 보였다. 특히, 현금흐름/총부채, 순이익/총자산 비율이 5년 전부터 차이가 나타났다.

단일변량모형은 선택한 재무비율에 따라 예측결과가 다르게 나타날 수 있으며, 또한 선택한 재무비율에 따라 부실판정이 다르게 나타날 수 있다. 이러한 단일변량분석의 단점을 보완하기 위하여 Altman(1968)은 다변량 판별분석으로 부실예측을 하였다. 제조기업을 대상으로 1946년부터 1965년까지 임의로 표본을 추출하여 정상기업 33개와 부실기업33개를 구분하였다. 재무비율을 5개의 그룹으로 분류하고 판별함수에서 유의하게 나타난 운전자본/총자산, 이익잉여금/총자산, (이자+세금차감 전이익)/총자산, 보통주지분(시장가치)/총부채(장부가치), 매출액/총자산의 재무비율을 이용하여 3개년 동안 분석하였다.

다변량분석은 독립변수들의 정규분포와 공분산의 동일성을 가정한다. 또한 판별점수의 절대값을 이해하기 어려운 단점을 보완하기 위하여 Ohlson(1980)은 기본적인 가정이 필요 없고 판별점수가 0과 1인 로짓모형을 이용하여 연구하였다. 1970년부터 1976년까지 105개의 제조기업을 대상으로 도산기업과 2058개의 정상기업을 구분하고 9개의 재무비율로 검증하여 $\log(\text{총자산}/\text{GMP물가지수})$, 총부채/총자산, 운전자본/총자산, 순이익/총자산, 영업활동운전자본/총부채가 유의한 재무비율임을 검증하였다.

이러한 연구를 바탕으로 국내에서도 다음과 같이 연구가 이루어졌다. 박규일과

김연용(1998)은 IMF시대를 겪은 우리나라는 경제적, 사회적 환경의 차이에 따라 재무적 특성에도 차이가 발생할 것을 가정하여 도산한 우리나라 상장기업을 대상으로 1993년부터 1996년까지 분석하였다. 32개의 재무비율을 성장성관련비율, 손익의 관계비율, 자산과 자본의 관계비율, 자산과 자본의 회전율로 구분하여 t-test를 수행하였다. 분석결과는 성장성 관련에서는 유형고정자산증가율, 매출액 증가율이 10% 수준에서 유의하게 나타났고, 손익 관련에서는 유의하게 나타난 비율이 없었다. 자산/자본의 관계비율에서는 당좌비율이 10%수준에서 유의하게 나타났으며, 자산/자본회전율의 비율에서는 매출채권회전율이 5% 수준에서 유의하게 나타났다.

방종덕(2003)은 1995년부터 2002년까지 상장 제조기업을 대상으로 도산기업 82개, 도산기업과 기업규모와 업종이 유사한 정상기업 82사의 재무비율을 비교하여 도산 예측모형을 제시하였다. 19개의 재무비율을 단기지급능력 관련비율, 장기지급능력 관련비율, 수익성 및 이자지급능력 관련비율, 활동성 및 성장성 관련비율 4개의 그룹으로 구분하여 t-검정 및 프로필분석을 하였다. 결과는 단기지급능력 비율에서는 유동부채비율이 차이가 나타났고, 장기지급능력 비율에서는 부채비율, 자기자본비율, 자기자본 대 타인자본비율, 이자보상비율 및 현금흐름비율이 유의적인 차이가 있는 것으로 나타났다. 수익성 및 이자지급능력 비율 중에는 총자산영업이익률, 매출액순이익률, 총자산이익잉여금율, 금융비용부담률이 차이를 보이고 있었으며 활동성비율 중에는 총자산회전율이 유의적인 차이가 나타났다.

신동령(2005)은 최근 도산기업의 재무적 특성을 분석하고 도산예측모형을 제시하기 위해 1995년부터 1997년까지 도산한 상장 제조기업과 비상장 제조기업 중 외부 회계감사를 받는 45개 기업을 대상으로 19개의 재무비율을 이용하여 프로필분석을 하였다. 단일변량분석에서 유의하게 나온 총자산영업이익률, 이익잉여금/총자산, 영업이익/총자산의 표준편차, 차입금의존도, 금융비용부담률, 순운전자본/총자산, 현금성자산/총자산, 영업현금흐름/총부채를 이용하여 두 집단 간 평균의 차이를 검정한 결과 모든 재무지표가 도산기업과 정상기업 간에 차이가 남을 검증하였다. 특히 유동부채/매출액, 금융비용부담률, 총자산이익잉여금율, 자기자본비율이 평균 간의 차이가 큰 것으로 나타났다.

김철교와 이성환(2007)은 분석대상을 이전 연구와는 다르게 부도율이 높은 중소기업 유통업을 대상으로 하였다. 신용보증서를 발급받은 기업 중 2004년부터 2006년까지

도산한 중소기업 50개 기업과 자산규모가 비슷한 정상기업 50개사를 대상으로 분석하였다. t-검증결과 도산 3년 전에서는 자기자본비율, 총자산회전율, 현금비율, 매출총이익률 유의적으로 나타났고, 도산 2년 전에는 자기자본비율, 총자산회전율, 매출총이익률이 유의적으로 나타났다. 도산 1년 전 모형에서는 총자산회전율, 현금비율, 매출총이익률이 유의적으로 나타났다.

박정윤 등(2009)은 신용보증기금에서 부실기업으로 분류된 중소기업 중 제조업을 대상으로 하였다. 2003년에 신용보증부실관리규정에 의해 부실기업으로 분류 또는 특별 관리된 비상장, 비외부감사기업 277개사를 부실기업으로 하고 부실기업과 총자산 규모가 비슷하고 동일업종을 정상기업으로 하여 분석하였다. 분석결과 자기자본비율, 총자본수익률, 매출액수익률, 금융비용부담률, 부가가치율, 총자본투자효율, 총자산증가율, 이자지급후 현금흐름률, EBITDA이자보상비율이 유의하게 나타났고, 개인과 법인으로 구분하여 검증한 결과는 개인기업이 법인기업보다 부실 확률이 낮은 것으로 나타났다.

김중훈 등(2011)은 2005년부터 2009년까지 코스닥 기업 중 상장폐지된 64개, 정상기업 64개 총 128개 기업을 대상으로 하여 매출액순이익률, 총자본회전율, 자기자본비율, 유동비율, 부채비율, 기업규모 변수를 이용하여 로지스틱 회귀분석을 하였다. 분석결과 매출액순이익률, 총자본회전율이 유의적인 영향을 미치는 것으로 나타났다.

전현우 등(2011)은 2007년부터 2010년까지 상장 폐지된 31개 기업을 대상으로 43개의 재무비율을 선정하여 성장성비율, 수익성비율, 자본구조비율, 회전율로 구분하여 판별분석을 하였다. 분석결과는 영업이익률, 금융비용/총부채비율, 유보액비율이 유용하게 나왔다. 단일변량분석 결과는 유보액/총자산비율, 자본금법인세비용차감전순이익률, 총CF대부채비율, 경영자본영업이익률, 매출채권/매입채무비율이 유의적으로 나타났다.

김명중(2012)은 내부회계관리제도의 구축 방안을 제시하기 위하여 로지스틱 회귀분석과 인공신경망을 이용하여 상장기업 및 코스닥기업을 대상으로 2006년부터 2009년까지 분석하였다. 부실기업과 정상기업을 1:3의 비율로 하였으며 총 333개를 표본으로 선정한 후 총자산, 자기자본순이익률, 총자본회전율, 유동비율, 유보비율, 영업현금흐름비율의 6개의 재무비율을 이용하였다. 설명모형에서 로지스틱 회귀분

석결과는 자기자본순이익률, 유보비율, 영업현금흐름비율이 부정적으로 유의적인 관계가 나타났고, 인공신경망 분석결과는 설명변수의 상대적 중요도로 유보비율, 유동비율, 자기자본순이익률, 총자본회전율, 영업현금흐름비율, 총자산 순으로 나타났다.

이전 연구들과는 달리 김성규와 이화득(2012)은 거시적환경요소인 경기국면에 따라 부실기업을 측정하는 요인이 다를 수 있다고 판단하여 신용보증기금에서 수집한 비상장 중소기업을 대상으로 1995년부터 2007년까지 경기변동에 따라 회계변수가 변하는 것을 분석하였다. 분석결과 회복기에는 현금유동성과 현금흐름기준 이자보상비율이 부도예측에 가장 유용한 것으로 나타났고 호황기와 하강기에는 부도예측력이 낮고, 안정성과 활동성이 유용하지 않게 나타났다. 불황기에는 모두 다른 국면에 비해 부도예측력이 높았으며 특히, 재무건전성 및 현금흐름이 유용하게 나타났다.

문종건과 하규수(2014)는 코스닥 상장폐지기업 중 제조업을 대상으로 2009년부터 2012년까지 판별분석 및 로지스틱 회귀분석을 실시하였다. 분석결과 판별분석에서는 금융비용부담률, EBIIDA/이자비용비율, 잉여현금흐름/총자산비율, 총차입금의존도, 경영자산비율, 총자산순이익률, 잉여활동현금흐름/총부채비율, 경영자본영업이익률이 유용한 것으로 나타났다. 로지스틱 회귀분석에서는 금융비용부담율, 매출액영업이익률 총차입금의존도, 경영자산비율, 총자본순이익률, 잉여활동현금흐름/총부채비율, 잉여활동현금흐름/총자산비율, 영업활동현금흐름/총자산이 유용하게 나타났다.

강치형과 신해수(2015)는 부실한 22개의 회원제골프장을 대상으로 2009년부터 2014년까지 판별분석과 로지스틱 회귀분석하였다. 분석결과 판별분석에서는 차입금의존도, 총자산회전율, 총자산순이익률, 자기자본회전율, 유형자산회전율이 유용하게 나타났고, 로지스틱 회귀분석에서는 자기자본비율, 총자산회전율, 총자산순이익률이 유용하게 나타났다. 특히 총자산순이익률, 총자산회전율이 아주 중요하게 나타났다.

박원근(2017)은 모 은행 내부 자료에서 수집된 비상장 중소제조업 대상으로 산업관련변수를 추가하여 2010년부터 2013년까지 로지스틱 회귀분석하였다. 선행연구에서 유의하게 나온 현금비율, 이익잉여금비율, SDBV(단기차입금 대 자기자본), 금융비용부담률, 매출채권회전율, 자기자본증가율을 독립변수로 하여 부실예측에서의 유용성을 분석하였다. 분석결과 금융비용 부담률만이 유의적인 영향을 미치는 것으로 나타났다.

기업부실예측에 이용되는 재무적 요인 관련 연구를 요약하면 다음과 같다. 먼저, 안전성과 관련하여 부채비율(Beaver, 1966; Ohlson, 1980; 방종덕, 2003; 신동령, 2005; 전현우 등, 2011; 문종건과 하규수, 2014)은 기업부실예측에 유용한 정보인 것으로 나타났다. 총자산이익잉여금률(Altman, 1968; 방종덕, 2003; 전현우 등, 2011; 김명중, 2012) 또한 차입금의존도(문종건과 하규수, 2014; 강치형과 신혜수, 2015), 총부채현금흐름비율(Beaver, 1966), 현금흐름비율(방종덕, 2003; 신동령, 2005; 박정운 등, 2009; 김성규와 이화득, 2012; 김명중, 2012), 잉여활동현금흐름대비 총부채비율(문종건과 하규수, 2014), SDBV(김성규와 이화득, 2012), 총부채영업활동운전자본비율(Ohlson, 1980), 자기자본 대 타인자본비율(방종덕, 2003; 신동령, 2005), 총부채보통주비율(Altman, 1968), 이자보상비율(방종덕, 2003; 신동령, 2005; 박정운 등, 2009; 김성규와 이화득, 2012; 문종건과 하규수, 2014), 자기자본비율(방종덕, 2003; 신동령, 2005; 김철교와 이성환, 2007; 박정운 등, 2009; 강치형과 신혜수, 2015)도 부실예측에 유용한 정보인 것으로 나타났다.

수익성과 관련하여 총자산이익률(Beaver, 1966; Altman, 1968; Ohlson, 1980; 박정운 등, 2009; 문종건과 하규수, 2014)은 기업부실예측에 유용한 정보인 것으로 나타났다. 또한 자본금법인세차감전순이익률(전현우 등, 2011), 총자산영업이익률(방종덕, 2003; 전현우 등, 2011), 매출액 증가율(박규일과 김연용, 1998), 자기자본이익률(김명중, 2012), 매출액순이익률(방종덕, 2003; 신동령, 2005; 박정운 등, 2009; 김종훈 등, 2011), 매출액경상이익률(신동령, 2005; 박정운 등, 2009), 부가가치율(박정운 등, 2009), 매출총이익률(김철교와 이성환, 2007), 매출액영업이익률(문종건과 하규수, 2014), 금융비용부담율(방종덕, 2003; 신동령, 2005; 박정운 등, 2009; 문종건과 하규수, 2014; 박원근, 2017)도 기업부실예측에 유용한 정보인 것으로 나타났다.

유동성과 관련하여 유동비율(Beaver, 1966; 김명중, 2012)은 기업부실예측에 유용한 정보인 것으로 나타났다. 또한 당좌비율(박규일과 김연용, 1998), 현금비율(김철교와 이성환, 2007), 현금유동성(김성규와 이화득, 2012)이 기업부실예측에 유용한 정보인 것으로 나타났다.

경영효율성과 관련하여 유형고정자산증가율(박규일과 김연용, 1998), 총자산증가율(김명중, 2012), 총자산운전자본률(Beaver, 1966; Altman, 1968; Ohlson, 1980), 매입채무매출채권비율(전현우 등, 2011), 총자산회전율(방종덕, 2003; 신동령, 2005;

김철교와 이성환, 2007; 김종훈 등, 2011; 김명중, 2012; 강치형과 신해수, 2015) 매출채권회전율(박규일과 김연용, 1998), 자기자본회전율과 유형자산회전율(강치형과 신해수, 2015)이 기업부실예측에 유용한 정보인 것으로 나타났다.

자산효율성과 관련하여 총자산매출액(Altman, 1968), 현금영업비용순당좌자산비율(Beaver, 1966), 총자본투자효율(박정윤 등, 2009)이 기업부실예측에 유용한 정보인 것으로 나타났다.

선행연구에서 기업부실 예측에 유용한 것으로 나타난 재무변수는 <표 2-2>와 같이 요약할 수 있다.

<표 2-2> 기업부실 예측에 유용한 변수

연구	변 수
Beaver (1966)	현금흐름/총부채, 순이익/총자산, (총부채+우선주)/총자산, 운전자본/총자산, 유동비율, 순당좌자산/현금영업비용
Altman (1968)	운전자본/총자산, 이익잉여금/총자산, (이자+세금차감전이익)/총자산, 보통주 지분(시장가치)/총부채(장부가치), 매출액/총자산
Ohlson (1980)	기업규모, 총부채/총자산, 운전자본/총자산, 순이익/총자산, 영업활동운전자 본/총부채
박 규 일 · 김 연용(1998)	유형고정자산증가율, 매출액 증가율, 당좌비율, 매출채권회전율
방종덕 (2003)	총자산회전율, 유동부채비율, 부채비율, 자기자본비율, 자기자본 대 타인자 본비율, 이자보상비율, 현금흐름비율, 총자산영업이익률, 매출액순이익률, 총 자산이익잉여금률, 금융비용부담율
신동령 (2005)	총자산영업이익률, 이익잉여금/총자산, 영업이익/총자산의 표준편차, 차입금 의존도, 금융비용부담률, 순운전자본/총자산, 현금성자산/총자산, 영업현금흐 름/총부채
김 철 교 · 이 성환(2007)	자기자본비율, 총자산회전율, 현금비율, 매출총이익률
박정윤 등 (2009)	자기자본비율, 총자본수익률, 매출액수익률, 금융비용부담률, 부가가치율, 총 자본투자효율, 총자산증가율, 이자지급후 현금흐름율, EBITDA이자보상비율
김종훈 등 (2011)	매출액 순이익률, 총자본회전율

전현우 등 (2011)	영업이익률, 금융비용/총부채비율, 유보액비율
김명중 (2012)	자기자본순이익률, 유보비율, 영업현금흐름비율, 유동비율, 총자본회전율, 총자산
김성규·이화득(2012)	현금유동성과 현금흐름기준 이자보상비율, SDBV(단기차입금+유동성장기부채 대 자기자본), 현금흐름
문종건·하규수(2014)	총자본순이익률, 이자보상비율, EBIDA/이자비용, 금융비용부담율, 매출액영업이익률, 총차입금의존도, 경영자산비율, 잉여활동현금흐름대비 총부채비율, 잉여활동현금흐름대비 총자산비율, 경영자본영업이익률, 영업활동현금흐름/총자산
강치형·신해수(2015)	차입금의존도, 총자산회전율, 총자산순이익률, 자기자본회전율, 유형자산회전율, 자기자본비율
박원근 (2017)	금융비용 부담률

제 3 장 연구의 설계

제1절 가설의 설정

본 연구는 재무적 요인이 제주지역 골프회원권 가치에 미치는 영향을 분석하는데 목적이 있다. 고희석과 강인원(2005)연구에서 설문조사 결과 골프회원권 구입 시 가장 중요시하는 속성은 골프장의 재무구조인 것으로 나타났다. 골프장이 도산하면 재산상 손실이 발생하고 반대로 재무상황이 좋은 골프장의 회원권은 가격상승에 따른 이익을 취할 수 있어 골프회원권 구입 시 재무구조를 가장 중요시 한다고 하였다.

유대종과 이상경(2013)은 한국거래소에서 거래되는 주식과 같은 거시적 요인과 재무상태 등과 같은 미시적 요인들에 의해 회원권 가격이 영향을 받게 된다고 하였다. 이와 같이 선행연구에 의하면 재무적 요인은 골프회원권 가치에 영향을 미칠 것으로 예상된다. 특히, 최근 골프장 경영이 어려운 것으로 나타난 제주지역의 경우 재무적 요인이 골프회원권 가치에 미치는 영향은 더 클 것으로 판단된다.

재무적 요인 중에서 수익성과 안전성은 가장 기본적인 지표로서 기업의 이해관계자에게 유용한 회계정보이다. 기업의 수익성 하락은 채무상환능력을 감소시켜 기업 부실로 이어진다. 따라서 기업부실과 관련 있는 재무적 요인은 골프회원권 가치에 영향을 미칠 것이다. 특히, 골프장 건설 시 타인자본이 많이 투입되어 추가 차입이 힘든 회원제골프장은 영업이익을 재원으로 해서 차입금 등 채무를 상환해야 함으로 더욱 재무적 요인이 영향을 미칠 것이다.

예를 들어 회원권 시세가 분양가격에 미달하여 회원권 반환요구가 들어올 경우의 회원제골프장은 사업개시 후 영업이익 등으로 상환해야 하지만 확보된 자금이 없을 경우 상당한 재무적 어려움에 처하게 된다.

이에 본 연구에서는 수익성과 안전성비율을 주요 재무적 요인으로 사용하였다.

안전성관련 비율 중 부채비율(부채/총자산)은 많은 선행연구에서 부실기업을 예측하는 유의한 변수로 나타났다(Beaver, 1966; Ohlson, 1980; 방종덕, 2003; 신동령, 2005; 전현우 등, 2011; 문중건과 하규수, 2014). 부채비율은 기업이 채무를 상환하지 못할 위험을 반영하는 수치이다. 부채비율이 높으면 지급해야할 채무가 많아 부

실위험이 높아지고 입회금 만기상환 시 채무불이행 가능성이 높아 회원권 보유욕구를 저하시킴으로써 골프회원권 가치에 부정적인 영향을 미칠 것이다. 따라서 부채비율은 골프회원권 가치에 음(-)의 영향을 미칠 것으로 예상된다.

유동비율(유동자산/유동부채)은 부실기업을 예측하는데 유의한 변수인 것으로 나타났다(Beaver, 1966; 김명중, 2012). 유동비율은 기업의 단기 채무를 상환하지 못할 위험을 반영하는 수치이다. 회원권 분양으로 골프장 공사비를 조달한 경우 유동비율이 높으면 단기 채무상환능력이 높아져 골프회원권 가치에 긍정적인 영향을 미칠 것이다. 따라서 유동비율은 골프회원권 가치에 양(+)의 영향을 미칠 것으로 예상된다.

수익성과 관련된 비율 중 매출액영업이익률은 부실기업을 예측하는데 유의하게 영향을 미치는 것으로 나타났다(문중건과 하규수, 2014). 기업의 영업이익은 영업활동으로 나타난 이익이며, 영업이익으로 이자비용을 감당하게 된다. 따라서 수익성이 좋으면 부실위험이 낮아지고 파산 또는 비정상적인 골프장 운영으로 인한 회원들의 경제적 손실이 발생할 가능성이 낮아져 골프회원권 가치에 긍정적인 영향을 미칠 것이다. 따라서 매출액영업이익률은 골프회원권 가치에 양(+)의 영향을 미칠 것으로 예상된다.

이자보상배율은 부실기업을 예측하는데 유의한 변수인 것으로 나타났다(방종덕, 2003; 신동령, 2005; 박정윤 등, 2009; 김성규와 이화득, 2012; 문중건과 하규수, 2014). 이자보상배율은 영업활동에서 창출한 이익으로 금융비용을 감당할 수 있는지를 나타내는 지표이다. 이자보상배율이 높으면 채무상환능력이 높아져 골프장의 부실위험이 낮아질 것이다. 따라서 이자보상배율은 골프회원권 가치에 양(+)의 영향을 미칠 것으로 예상된다.

이러한 논의를 바탕으로 다음과 같은 가설을 설정하였다.

연구가설 1: 부채비율은 골프회원권 가치에 음(-)의 영향을 미친다.

연구가설 2: 유동비율은 골프회원권 가치에 양(+)의 영향을 미친다.

연구가설 3: 매출액영업이익률은 골프회원권 가치에 양(+)의 영향을 미친다.

연구가설 4: 이자보상배율은 골프회원권 가치에 양(+)의 영향을 미친다.

제2절 연구모형

본 연구의 가설 검증을 위해 다음과 같은 모형을 설정한다.

$$PR_t = a + \beta_1 FF_{t-1} + \beta_2 QG_t \quad (3.1)$$

여기서, PR_t : t년도의 골프회원권 가치

FF_{t-1} : t-1년도의 재무요인

QG_t : t년도의 골프장품질

종속변수는 골프회원권 가치이다. 골프장품질이 높은 골프장은 회원권가치가 높을 것이다. 골프회원권을 소지한 회원들을 대상으로 설문조사한 결과 서비스품질은 회원권가치에 유의적인 영향을 미치는 것으로 나타났다(이도희와 김명선, 2011; 임신영과 양해술, 2010; 이지환과 김태형, 2010). 골프장품질이 골프회원권 가치에 미치는 영향을 회귀분석한 결과 골프장품질은 회원권가치에 유의적인 영향을 미치는 것으로 나타났다(모현숙과 이학동, 2012; 구원일, 2011; 김승탁, 2011; 유대종과 이상경, 2013; 유대종, 2014). 따라서 골프장품질(QG)을 통제변수로 사용하였다.

골프회원권 가치는 경제변수, 정부의 정책 등 거시 경제적 요인에 영향을 받는다(박성용, 2006). 따라서 거시 경제적 요인이 골프회원권가치에 미치는 영향을 통제하기 위하여 연도더미를 통제변수에 포함시켰다.

본 연구의 관심변수는 재무적 요인이다. 본 연구에서는 재무적 요인을 부채비율, 유동비율, 매출액영업이익률, 이자보상배율을 이용한다. 당해 연도(t)의 골프회원권 가치는 해당년도 기준시가/분양가격 중양값을 사용하였다. 골프장의 재무적 요인은 전년도(t-1)에 공시되어 해당 연도(t) 골프회원권 가치에 반영되기 때문에 전년도(t-1) 재무자료를 사용한다.

모형에 따른 회귀분석 시 극단치의 영향을 제거하기 위해 각 변수의 평균에서 $\pm 3\sigma$ 를 초과하는 자료는 평균 $\pm 3\sigma$ 의 값으로 조정(winsorizing)하였다.

연구모형에 따른 회귀분석 결과 재무적 요인의 회귀계수가 유의적으로 0이 아니면 해당 변수는 골프회원권 가치에 유의적인 영향을 미친다는 연구가설이 채택된

다. 즉, β 의 유의성 여부에 따라 연구가설이 기각 또는 채택된다.

제3절 변수의 측정

골프회원권 가치는 제주특별자치도 홈페이지에 공시한 기준시가 자료를 이용하였다. 보다 정확한 변수 측정을 위해서는 실제로 거래되고 있는 골프회원권 가격을 반영해야 하지만 현재 골프회원권이 거래되고 있는 곳은 전국의 80여 곳에 이르는 사설 회원권 거래소로서 거래소에 따라 골프장회원권 가격이 다른 상태이다. 또한 회원권 거래소에서 거래가 이루어진 골프회원권이 구체적으로 어떤 종류의 골프회원인지 알 수 없고, 거래가 이루어지지 않은 회원권 관련 자료는 입수할 수가 없다. 이러한 이유로 실제 거래가격을 적용하는 데는 무리가 있으므로 본 연구에서는 실제 거래가격대신 기준시가를 적용하여 연구를 진행하였다.

골프회원권은 법인회원권, 개인일반회원권, 주중회원권 등 다양하다. 본 연구에서는 회원권 수가 가장 많아 대표성 있는 개인일반회원권을 대상으로 하였다. 회원혜택이 다르고 수차례에 걸쳐 분양이 이루어지므로 비슷한 조건의 각 골프장 골프회원권을 정하기가 어렵다. 따라서 연도별 골프회원권 가치를 해당 기준시가의 중앙값/분양가격의 중앙값으로 하였다.

이것은 회계정보와 기업가치와의 관계를 분석하는 연구에서 P(주가)/B(자본)와 유사한 개념이다. 장부가치(자본) 대비 주가수준과 같이 분양가격 대비 기준시가를 이용한다. 주가와 장부가치의 차이는 프리미엄이라 할 수 있다. 주가가 장부가치에 비해 높을수록 초과이익이 발생하는 가치창조 기업이라고 할 수 있다. 이와 유사하게 기준시가(시가)와 분양가격의 차이도 회원권 프리미엄이라 할 수 있다. 기준시가가 분양가격에 비해 높을수록 보다 가치 있는 회원권이라 할 수 있다.

재무적 요인 중 매출액영업이익률은 영업이익/매출액으로 측정하였고, 부채비율은 부채/총자산 비율로 측정하였다. 부채비율은 부채/자본으로 측정하기도 하나 골프장의 경우 자본이 음(-)인 경우가 있으므로 총자산을 분모로 측정하였다. 유동비율은 유동자산/유동부채로 측정하였으며, 이자보상배율은 영업이익/이자비용으로 측정하였다.

골프장품질은 제주지역 21개 골프장을 대상으로 시설품질과 운영품질로 구분하여 골프장 별로 각각 5점 척도로 측정하였다. 또한 시설과 운영측면의 중요도를 9점 척도로 측정하였다. 구분된 골프장품질에 중요도 가중치를 부여하여 품질점수를 계산하였고 점수가 높을수록 고품질이고 낮을수록 저품질로 평가하였다. 분석기간 동안 골프장 시설측면에서 품질이 특별한 변화가 없는 것으로 파악되었고, 시설측면의 품질점수와 운영측면의 품질점수의 상관계수는 0.985로 나타났다. 또한 골프장의 품질순서는 시설측면과 운영측면 가중치에 따라 달라지지 않는 것으로 나타났다. 이에 따라 본 연구에서는 골프장품질은 분석기간 동안 일정하다고 가정하여 분석을 하였다.

제주지역 회원제골프장 21개에 대한 품질 설문조사는 연구자가 도내 골프연습장을 직접 방문하여 골퍼들이 방문해본 골프장을 대상으로 자료를 수집하였다. 제주 지역에 거주하는 골퍼 175명을 대상으로 2017년 3월부터 4월까지 설문지로 조사하였으며, 21개 골프장 중 일부 골프장에 대한 평가가 누락된 17명을 제외한 158명의 설문조사 결과를 최종 자료로 이용하였다.

제4절 표본

본 연구의 표본은 2016년 말 현재 제주지역에서 운영 중인 30개 골프장 중 골프회원권 기준시가가 공시되고, 재무자료가 공시된 21개 회원제골프장을 대상으로 하였다.

골프회원권 자료는 2013년에서 2017년까지 제주특별자치도에서 수집하였고, 회원제골프장 재무자료는 2012년에서 2016년까지 금융감독원 전자공시시스템에서 수집하였다. 제주지역 골프장 현황은 <표 3-1>과 같다.

<표 3-1> 제주지역 골프장 현황

골프장	홀 수		위치	개장연도
	회원	대중		
나인브릿지	18	6	서귀포시 안덕면 광평리	2001.08.01
더클래식	18	0	서귀포시 남원읍 수망리	2008.09.01
라운	27	0	제주시 한경면 저지리	2001.10.02
라헨느	18	0	제주시 봉개동	2007.02.10
레이크힐스	27	0	서귀포시 중문동	2002.12.01
롯데스카이힐	27	9	서귀포시 색달동	2005.02.06
블랙스톤	18	9	제주시 한림읍 금악리	2005.04.29
사이플러스	27	9	서귀포시 표선면 성읍리	2006.09.15
세인트포 ¹⁾	36	0	제주시 구좌읍 김녕리	2007.11.23
아덴힐	18	0	제주시 한림읍 금악리	2010.09.15
에버리스	18	9	제주시 애월읍 어음리	2006.12.22
엘리시안	27	9	제주시 애월읍 어음리	2004.11.18
오라	36	0	제주시 오라이동	1979.07.22
우리들	18	0	서귀포시 상호동 1580	2008.09.18
제주	18	0	제주시 영평동	1986.04.27
제피로스	18	0	제주시 조천읍 와흘리	2006.09.04
캐슬랙스	18	9	서귀포시 안덕면 광평리	1995.04.15
크라운	18	9	제주시 조천읍 북촌리	1998.06.05
타미우스	27	0	제주시 애월읍 봉성리	2005.02.07
테디벨리	18	0	서귀포시 안덕면 서광리	2007.09.22
핀크스	18	9	서귀포시 안덕면 상천리	1999.01.15
한라산 ²⁾	18	0	제주시 오등동	2007.05.24
해비치	27	9	서귀포시 남원읍 신흥리	2007.06.01
프라자CC제주		9	제주시 회천동	2004.08.07
부영		27	서귀포시 남원읍 수망리	2008.03.08
샤인빌		18	서귀포시 표선면 가시리	2005.07.15
스프링데일		18	서귀포시 남원읍 위미리	2011.09.22

에코랜드		27	제주시 조천읍 대흘리	2009.10.20
제주힐		9	제주시 용강동	2012.03.02
중문		18	서귀포시 색달동	1989.05.31

- 1) 2016년 5월부터 대중제로 전환
- 2) 2015년 11월부터 대중제로 전환

제 4 장 실증분석 결과

제1절 골프장 품질평가 결과 및 기술통계

1. 골프장 품질평가 결과

골프장품질을 5점 만점으로 측정한 결과가 <표 4-1>에 나타나있다. 시설측면 품질점수의 평균은 3.00이고 운영측면 품질점수의 평균은 3.03으로 거의 차이가 없는 것으로 나타났다. 골프장별 시설측면의 품질점수 편차(0.52)보다는 운영측면에서 품질점수 편차(0.40)가 적게 나타났다.

골프장품질을 평가할 때 시설측면의 가중치는 58%, 운영측면의 가중치는 42%로 나타났다. 시설측면과 운영측면에 가중치를 부여하여 추가로 품질차이를 분석한 결과 골프장의 품질점수는 거의 차이가 없고, 품질순서도 변함이 없는 것으로 나타났다. 골프장품질 결과는 <표 4-1>에 나타나 있다.

<표 4-1> 골프장품질 평가결과

골프장명	품질점수(5점)		종합품질점수(5점)		
	시설 측면	운영 측면	평균	중앙값	표준편차
A	4.04	3.85	3.96	4.00	0.64
B	3.83	3.66	3.74	4.00	0.64
C	3.53	3.46	3.49	3.50	0.62
D	3.47	3.40	3.45	3.50	0.66
E	3.39	3.42	3.39	3.15	0.55
F	3.27	3.18	3.24	3.00	0.49
G	3.20	3.21	3.21	3.00	0.54
H	3.19	3.11	3.16	3.00	0.56
I	3.13	3.11	3.13	3.00	0.57
J	3.12	3.07	3.09	3.00	0.47

K	3.03	3.10	3.07	3.00	0.55
L	2.96	2.97	2.97	3.00	0.62
M	2.95	2.91	2.93	3.00	0.65
N	2.92	2.94	2.91	3.00	0.58
O	2.92	2.85	2.89	3.00	0.82
P	2.74	2.95	2.83	3.00	0.54
Q	2.46	2.77	2.60	2.70	0.59
R	2.51	2.58	2.55	2.50	0.85
S	2.47	2.54	2.51	2.50	0.67
T	2.02	2.35	2.18	2.00	0.73
U	1.91	2.21	2.07	2.00	0.78
평균	3.00	3.03	3.01	2.99	0.62
표준편차	0.52	0.40	0.46	0.50	0.10

$$\text{골프장별 품질 종합점수} = \frac{\sum_{i=1}^{158} \{ \text{시설 측면 품질 점수}_i \times \text{시설 측면 중요도}_i(\%) + \text{운영 측면 품질 점수}_i \times \text{운영 측면 중요도}_i(\%) \}}{158(\text{명})}$$

<표 4-2>에는 골프장회원권의 분양가격과 2015년도 기준시가가 나타나 있다. 골프회원권의 거래는 대부분 회원권거래소에서 이루어지고 있다. 일부 회원권거래소에서 공시된 골프회원권 시가는 분양차수별 회원권 가격이 아닌 해당 회원권거래소에서 거래가 이루어진 회원권 가격을 공시하고 있어 이러한 가격을 해당 골프장의 회원권가격으로 이용하는데 한계가 있다. 따라서 시가를 반영하여 제주특별자치도에서 결정하여 공시하고 있는 분양차수별 골프회원권 기준시가 자료 중에서 해당 골프장의 중앙값과 해당 분양가격을 제시하였다.

<표 4-2> 골프장회원권 분양가격과 기준시가

(단위: 천원)

골프장명	홀수		분양가격	기준시가	기준시가/분양가
	회원	대중			
A	18	6	230,000	195,500	0.85
B	18	9	270,000	216,000	0.80
C	18	9	150,000	120,000	0.80
D	27	9	230,000	207,000	0.90
E	27	9	210,000	168,000	0.80
F	18	0	150,000	97,500	0.65
G	27	0	120,000	102,000	0.85
H	18	0	165,000	99,000	0.60
I	18	0	200,000	140,000	0.70
J	18	9	190,000	152,000	0.80
K	27	0	39,000	27,300	0.70
L	36	0	260,000	182,000	0.70
M	27	9	220,000	187,000	0.85
N	27	0	190,000	66,500	0.35
O	36	0	17,000	49,000	2.88
P	18	9	100,000	65,000	0.65
Q	27	9	120,000	90,000	0.75
R	18	0	130,000	104,000	0.80
S	18	0	250,000	137,500	0.55
T	18	0	180,000	108,000	0.60
U	18	0	40,000	20,000	0.50

* 분양가격은 분양차수별 회원권 분양가격의 중앙값이며, 기준시가는 분양가격의 중앙값에 해당하는 회원권 기준시가(과세표준)임

2. 기술통계 및 상관관계분석

1) 기술통계

실증분석에 대한 주요변수의 기술통계는 <표 4-3>에 나타나 있다. 골프회원권가

치(PR)의 평균은 0.77이며 표준편차는 0.39이다. 또한 최솟값, 중앙값, 최댓값은 각각 0.20, 0.72, 2.32이다. 부채비율(FF1)의 평균과 표준편차는 각각 0.96, 0.48이며 최솟값, 중앙값, 최댓값은 각각 0.06, 0.87, 2.42로 나타났다. 유동비율(FF2)의 평균은 0.45이며 최솟값, 중앙값, 최댓값은 각각 0.00, 0.15, 2.81로 나타났다. 매출액영업이익률(FF3)의 평균은 -0.32이며 최솟값, 중앙값, 최댓값은 각각 -4.02, -0.10, 0.30으로 나타났다. 이자보상배율(FF4)의 평균은 0.36이며 최솟값, 중앙값, 최댓값은 각각 -98.51, -0.23, 105.38로 나타났다. 이자보상배율(FF4)의 편차가 크다는 것을 알 수 있다. 골프장품질(QG)의 평균과 표준편차는 각각 3.03, 0.46이다. 최솟값은 2.07이고 중앙값은 3.07이며 최댓값은 3.96으로 나타났다.

<표 4-3> 기술통계량

	평균	표준편차	최솟값	중앙값	최댓값
PR	0.77	0.39	0.20	0.72	2.32
FF1	0.96	0.48	0.06	0.87	2.42
FF2	0.45	0.62	0.00	0.15	2.81
FF3	-0.32	0.70	-4.02	-0.10	0.30
FF4	0.36	25.41	-98.51	-0.23	105.38
QG	3.03	0.46	2.07	3.07	3.96

P: 골프회원권 가치(기준시가의 중앙값/분양가격의 중앙값)

FF1: 부채비율(부채/총자산)

FF2: 유동비율(유동자산/유동부채)

FF3: 매출액영업이익률(영업이익/매출액)

FF4: 이자보상배율(영업이익/이자비용)

QG: 골프장품질

2) 상관관계분석

<표 4-4>는 변수들 간의 상관관계를 나타내고 있다. 종속변수인 골프회원권가치(PR)와 상관관계가 가장 큰 변수는 이자보상배율(FF4)이며, 상관계수가 0.673으로 1% 수준에서 유의적인 양(+)의 상관관계로 나타났다. 유동비율(FF3)도 1% 수준에서 유의적인 양(+)의 상관관계로 나타나 유동비율(FF3)이 높은 골프장의 골프회원권가치(PR)가 상대적으로 높은 것으로 나타났다. 부채비율(FF1)은 1% 수준에서 유의적인 음(-)의 상관관계를 보여 부채비율이 높은 골프장의 골프회원권가치(PR)가 상대적으로 낮은 것으로 나타났다. 매출액영업이익률(FF2)은 1% 수준에서 유의적

인 양(+)¹의 상관관계를 보여 매출액영업이익률(FF2)이 높은 골프장의 골프회원권가치(PR)가 상대적으로 높은 것으로 나타났다.

<표 4-4> 변수의 상관관계

변수	PR	FF1	FF2	FF3	FF4	QG
PR	1					
FF1	-0.505***	1				
FF2	0.662***	-0.526***	1			
FF3	0.323***	-0.641***	0.323***	1		
FF4	0.673***	-0.286***	0.573**	0.315***	1	
QG	0.097	-0.291***	0.109	0.399***	-0.236**	1

1) P: 골프회원권 가치(기준시가의 중앙값/분양가격의 중앙값)

FF1: 부채비율(부채/총자산)

FF2: 유동비율(유동자산/유동부채)

FF3: 매출액영업이익률(영업이익/매출액)

FF4: 이자보상배율(영업이익/이자비용)

QG: 골프장품질

2) *** 상관계수는 0.01수준(양쪽)에서 유의함(양측 검정)

** 상관계수는 0.05수준(양쪽)에서 유의함(양측 검정)

골프장품질(QG)은 골프회원권 가치와 유의적인 관계가 나타나지 않았다. 골프장 품질은 분양시점에 회원권가격에 이미 반영이 되어있고, 분양시점 이후에는 골프회원권가치 변동에 영향을 미치지 않을 수 있다. 본 연구에서는 골프회원권가치를 기준시가/분양가격으로 측정하여 분석하였다. 따라서 이러한 분석결과를 볼 때 골프장 품질은 회원권분양 이후에는 회원권가치에 영향을 미치지 않는 것으로 판단된다.

설명변수의 상관관계는 부채비율(FF1)과 이자보상배율(FF4)이 5% 수준에서 유의적인 상관관계가 나타났지만, 나머지 설명변수 간에는 1%수준에서 유의적인 상관관계가 나타났다. 특히 부채비율(FF1)과 매출액영업이익률(FF3)은 상관관계가 가장 높은 -0.641로 나타나 골프장 수익성(매출액영업이익률)의 하락은 채무부담(부채비율)을 증가시키는 요인임을 알 수 있다.

골프장품질(QG)은 부채비율(FF1) 및 매출액영업이익률(FF3)과 1% 수준에서 유의적인 관계로 나타났다. 골프장품질(QG)은 부채비율(FF1)과 음(-)의 상관관계가 나타나 골프장품질(QG)이 높은 골프장의 부채비율은 상대적으로 낮은 것으로 나타났다. 골프장품질(QG)은 매출액영업이익률(FF2)과 양(+)¹의 상관관계가 나타나 골프

장품질(QG)이 높은 골프장은 상대적으로 매출액영업이익률(FF2)이 높다는 것을 알 수 있다. 이는 부채비율이 높고 영업이익이 낮은 골프장 즉, 재무상황이 상대적으로 좋지 않은 골프장의 경우에는 재무상황이 좋은 골프장 보다 골프장품질을 유지할 수 있는 능력이 감소하여 골프장품질이 상대적으로 낮다는 것을 알 수 있다. 따라서 재무적 요인은 골프장품질에도 유의적이 영향을 미친다는 것을 알 수 있다.

제2절 가설검정 결과

재무적 요인이 골프회원권 가치에 영향을 미친다는 본 연구의 가설을 검증하기 위해 다중회귀분석을 실시하였다. 검증모형을 이용하여 재무적 요인과 골프회원권 가치의 관계를 분석한 결과가 <표 4-5>에 나타나 있다.

<표 4-5> 가설검정 결과

변수	모형1		모형2		모형3		모형4	
	계수	t값	계수	t값	계수	t값	계수	t값
(상수)	1.445	5.025***	0.834	3.426***	1.069	3.473***	0.419	1.688*
FF1	-0.425	-5.640***						
FF2			0.417	8.282***				
FF3					0.191	3.160***		
FF4							0.011	8.827***
QG	-0.062	-0.764	-0.067	-0.873	-0.055	-0.573	0.140	1.784*
YD	포함		포함		포함		포함	
수정 R ²	0.237		0.410		0.072		0.444	

1) P: 골프회원권 가치(해당 기준시가의 중앙값/분양가격의 중앙값)

FF1: 부채비율(부채/총자산)

FF2: 유동비율(유동자산/유동부채)

FF3: 매출액영업이익률(영업이익/매출액)

FF4: 이자보상배율(영업이익/이자비용)

QG: 골프장품질

YD: 연도별 터미변수

2) ***, **, *는 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 유의함을 나타냄(양측 검정)

<모형1>은 부채비율(FF2)이 골프회원권가치(PR)에 미치는 영향을 분석한 모형이고, <모형2>는 유동비율(FF2)이 골프회원권가치(PR)에 미치는 영향을 분석한 모형

이다. <모형3>은 매출액영업이익률(FF3)이 골프회원권가치(PR)에 미치는 영향을 분석한 모형이고, <모형4>는 이자보상배율(FF4)이 골프회원권가치(PR)에 미치는 영향을 분석한 모형이다.

통제변수인 골프장품질(QG)은 <모형4>에서 10%수준에서 골프회원권가치(PR)에 유의적인 영향을 미치는 것으로 나타났다. 그러나 나머지 모형에서는 골프회원권가치(PR)와 유의적인 관계가 없는 것으로 나타났다. 따라서 골프장품질(QG)은 분양시 골프회원권 가격을 결정할 때 영향을 미치지만 분양이후의 골프회원권 가격의 변동에는 유의적인 영향을 미치지 않는다는 것을 알 수 있다.

관심변수인 재무적 요인은 부채비율(FF1)을 사용한 <모형1>에서 골프회원권가치(PR)와 1% 수준에서 유의적인 음(-)의 관계인 것으로 나타났다. 따라서 부채비율(FF1)이 높을수록 골프회원권가치(PR)가 상대적으로 낮다는 것을 알 수 있다. 이러한 검증결과는 부채비율은 골프회원권 가치에 음(-)의 영향을 미친다는 <가설1>을 지지하는 결과로 <가설 1>이 채택되었다.

<모형2>에서 유동비율(FF2)은 골프회원권가치(PR)와 1% 수준에서 유의적인 양(+)의 관계인 것으로 나타났다. 따라서 유동비율(FF2)이 높으면 상대적으로 골프회원권가치(PR)가 높다는 것을 알 수 있다. 이러한 검증결과는 유동비율은 골프회원권 가치에 양(+)의 영향을 미친다는 <가설 2>를 지지하는 결과로 <가설 2>가 채택되었다.

<모형3>에서 매출액영업이익률(FF3)은 골프회원권가치(PR)와 1% 수준에서 유의적인 양(+)의 관계인 것으로 나타났다. 매출액영업이익률(FF3)이 높으면 상대적으로 골프회원권가치(PR)가 높다는 것을 알 수 있다. 이러한 검증결과는 골프회원권 가치에 양(+)의 영향을 미친다는 <가설 3>을 지지하는 결과로 <가설 3>이 채택되었다.

<모형4>에서 이자보상배율(FF4)은 골프회원권가치(PR)와 1% 수준에서 유의적인 양(+)의 관계인 것으로 나타났다. 이자보상배율(FF4)이 높으면 상대적으로 골프회원권가치(PR)가 높다는 것을 알 수 있다. 이러한 회귀분석 결과는 이자보상배율은 골프회원권 가치에 양(+)의 영향을 미친다는 <가설4>를 지지하는 결과이다.

따라서 검증모형에 따른 <표 4-5>의 가설검정 결과 부실예측에 유용한 것으로 나타난 부채비율, 유동비율, 매출액영업이익률, 이자보상배율은 제주지역의 골프회원권 가치에 유의적인 영향을 미친다는 것을 알 수 있다.

수익성을 나타내는 매출액영업이익률 대신에 총자산영업이익률을 이용하여 분석한 결과는 <표 4-6>에 나타나 있다.

<표 4-6> 총자산영업이익률을 이용한 회귀분석 결과

변수	계수	t값
(상수)	0.664	2.462**
FF1	4.305	3.596***
QG	0.059	0.689
YD	포함	
수정 R ²	0.100	

- 1) P: 골프회원권 가치(해당 기준시가의 중앙값/분양가격의 중앙값)
 FF1: 총자산영업이익률(영업이익/총자산)
 QG: 골프장품질
 YD: 연도별 더미변수

2) ***, **는 각각 1%, 5% 수준에서 유의함을 나타냄(양측 검정)

총자산영업이익률로 분석한 결과는 매출액영업이익률로 분석한 <표 4-5>와 유사한 결과로 나타나 영업이익은 골프회원권 가치에 유의적인 영향을 미친다는 것을 알 수 있다.

기업의 영업이익은 영업활동으로 나타난 이익으로서 금융비용 차감 전 이익이고, 당기순이익은 금융비용 차감 후 이익이다. 손익계산서의 최종수치인 당기순이익은 이익잉여금을 구성하는 항목으로 수익성을 나타내는 중요한 재무적 요인이다. 따라서 수익성비율과 관련하여 총자산순이익률(당기순이익/총자산)과 매출액순이익률(당기순이익/매출액)을 추가하여 분석을 실시하였다. 그 결과는 <표 4-7>과 <표 4-8>에 나타나 있다.

<표 4-7>을 보면 총자산순이익률(FF1)은 골프회원권 가치(PR)와 유의적인 관계가 없는 것으로 나타났다. 총자산순이익률에서 분모인 총자산은 자기자본과 타인자본으로 조달된 것이고 분자인 순이익은 자기자본에 대한 대가이다. 따라서 총자산순이익률에 레버리지(자산/자기자본)를 곱해야 의미 있는 수치가 된다고 할 수 있다. 총자산수익률과 부채비율을 동시에 고려한 <모형 2>에서도 부채비율(FF2)만이 골프회원권 가치(PR)와 1% 수준에서 유의적인 음(-)의 관계로 나타나고 있다.

<표 4-7> 총자산순이익률을 이용한 회귀분석 결과

변수	모형1		모형2	
	계수	t값	계수	t값
(상수)	0.814	2.528	1.450	4.658***
FF1	0.901	1.224	-0.204	-0.297
FF2			-0.435	-5.058***
QG	0.006	0.056	-0.065	-0.714
YD	포함		포함	
수정 R ²	-0.033		0.193	

1) P: 골프회원권가치(해당 기준시가의 증양값/분양가격의 증양값)

FF1: 총자산순이익률(당기순이익/총자산)

FF2: 부채비율(부채/총자산)

QG: 골프장품질

YD: 연도별 더미변수

2) ***, **는 각각 1%, 5% 수준에서 유의함을 나타냄(양측 검정)

<표 4-8> 매출액순이익률을 이용한 회귀분석 결과

변수	계수	t값
(상수)	0.873	2.638**
FF1	0.028	0.649
QG	-0.011	-0.111
YD	포함	
수정 R ²	-0.049	

1) P: 골프회원권 가치(해당 기준시가의 증양값/분양가격의 증양값)

FF1: 매출액순이익률(당기순이익/총자산)

QG: 골프장품질

YD: 연도별 더미변수

2) ***, **는 각각 1%, 5% 수준에서 유의함을 나타냄(양측 검정)

수익성비율로 매출액순이익률(FF1)을 이용한 <표 4-8>에서도 매출액순이익률은 골프회원권가치(PR)와 유의적인 선형관계가 없는 것으로 나타났다. 따라서 당기순이익보다는 영업이익이 골프회원권 가치에 유의적인 영향을 미친다는 것을 알 수 있다.

<표 4-9>에는 제주지역을 제외하고 골프장의 골프회원권 가치에 미치는 영향을 분석한 선행연구에서 골프회원권 가치에 유의하게 영향을 미치는 것으로 나타난 거

리 변수를 추가하여 분석하였다. 골프장 접근성을 나타내는 거리 변수는 제주국제 공항에서 골프장까지의 거리를 Naver지도로 측정하였다. 상관관계 분석에서도 골프장품질(QG)과 마찬가지로 거리(DS)는 골프회원권가치(PR)와 유의적인 상관관계가 없는 것으로 나타났으며, 거리를 통제변수로 추가하여 회귀분석한 결과 거리(DS)는 골프회원권가치(PR)에 유의적인 관계가 없는 것으로 나타났다. 따라서 거리변수를 통제변수로 이용한 경우에도 <표 4-5>에 따른 가설검정 결과와 일치하는 것으로 나타났다.

<표 4-9> 거리변수를 추가하여 분석한 결과

변수	모형1		모형2		모형3		모형4	
	계수	t값	계수	t값	계수	t값	계수	t값
(상수)	1.644	5.397***	0.916	3.252***	1.227	3.765***	0.394	1.287
FF1	-0.420	-5.630***						
FF2			0.410	7.836***				
FF3					0.180	2.958**		
FF4							0.011	8.231***
QG	-0.059	-0.733	-0.070	-0.904	-0.046	-0.483	0.142	1.762*
DS	-0.008	-1.810*	-0.003	-0.586	-0.007	-1.413	0.001	0.144
YD	포함		포함		포함		포함	
수정 R ²	0.256		0.405		0.082		0.437	

1) P: 골프회원권 가치(해당 기준시가의 중앙값/분양가격의 중앙값)

FF1: 부채비율(부채/총자산)

FF2: 유동비율(유동자산/유동부채)

FF3: 매출액영업이익률(영업이익/매출액)

FF4: 이자보상배율(영업이익/이자비용)

QG: 골프장품질

DS: 공항에서 골프장까지의 거리

YD: 연도별 더미변수

2) ***, **, *는 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 유의함을 나타냄(양측 검정)

변수들 간에 추가적으로 골프회원권가치에 미치는 영향을 분석한 결과가 <표 4-10>에 나타나 있다. <모형1>을 보면 유동비율(FF2)은 1% 수준에서, 부채비율(FF1)은 5% 수준에서 각각 골프회원권가치(PR)에 유의적인 영향을 미치는 것을 알 수 있다. <모형2>와 <모형3>을 보면 1% 수준에서 부채비율(FF1)과 유동비율(FF2)이 각각 수익성 지표인 매출액영업이익률(FF3)에 추가하여 골프회원권가치

(PR) 변동을 유의적으로 설명하고 있음을 알 수 있다.

<표 4-10> 변수들의 추가 설명력 분석 결과

변수	모형1		모형2		모형3	
	계수	t값	계수	t값	계수	t값
(상수)	1.081	4.084***	1.459	4.983***	0.958	3.731***
FF1	-0.172	-2.153**	-0.445	-4.500***		
FF2	0.352	6.085***			0.392	7.370***
FF3			0.004	0.055	0.110	1.449
QG	-0.083	-1.099	-0.060	-0.697	-0.092	-1.168
YD	포함		포함		포함	
수정 R ²	0.433		0.234		0.414	
변수	모형4		모형5		모형6	
	계수	t값	계수	t값	계수	t값
(상수)	0.835	3.252***	0.519	1.913*	0.632	2.753***
FF1	-0.251	-3.747***				
FF2					0.256	4.499***
FF3			0.059	0.778		
FF4	0.009	7.677***	0.010	7.771***	0.007	4.770***
QG	0.082	1.102	0.113	1.356	0.028	0.367
YD	포함		포함		포함	
수정 R ²	0.516		0.439		0.544	

1) P: 골프회원권 가치(해당 기준시가의 중앙값/분양가격의 중앙값)

FF1: 부채비율(부채/총자산)

FF2: 유동비율(유동자산/유동부채)

FF3: 매출액영업이익률(영업이익/매출액)

FF4: 이자보상배율(영업이익/이자비용)

QG: 골프장품질

YD: 연도별 더미변수

2) ***, **, *는 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 유의함을 나타냄(양측 검정)

또한 매출액영업이익률(FF3)은 부채비율(FF1) 또는 유동비율(FF2)에 추가하여 골프회원권가치(PR) 변동을 유의적으로 설명하고 있지 못하다는 것을 알 수 있다. 별도의 표로 제시는 않았지만 총자산영업이익률도 부채비율에 추가하여 골프회원가치의 변동을 유의적으로 설명하지 못하는 것으로 나타났다. 따라서 수익성 지표인 매출액영업이익률과 총자산영업이익률보다는 안정성 지표인 유동비율과 부채비

율이 골프회원권가치(PR) 변동을 설명하는데 더 유용한 재무적 지표라는 것을 알 수 있다

이자보상배율(FF4)은 매출액영업이익률(FF3) 및 부채비율(FF1)과 상관관계가 높은 비율이다. 부채비율(FF1)과 이자보상배율(FF4)을 함께 분석한 <모형4>를 보면 부채비율(FF1)은 이자보상배율(FF4)에 추가하여 골프회원권가치(PR) 변동을 유의적으로 설명하고 있음을 알 수 있다.

매출액영업이익률(FF3)과 이자보상배율(FF4)을 함께 분석한 <모형5>를 보면 매출액영업이익률(FF3)은 이자보상배율(FF4)에 추가하여 골프회원권가치(PR) 변동을 유의적으로 설명하고 있지 못하다는 것을 알 수 있다. <모형6>을 보면 부채비율(FF1)과 마찬가지로 유동비율(FF2)은 이자보상배율(FF4)에 추가하여 골프회원권가치(PR) 변동을 유의적으로 설명하고 있음을 알 수 있다.

지금까지는 골프회원권가치(PR)를 ‘해당 기준시가/분양가격의 중앙값’으로 분석한 결과이다. 분석결과의 강건성을 위하여 종속변수인 골프회원권가치(PR)를 기준시가/분양가격의 평균과 해당 기준시가/최근 분양가격으로 하여 추가분석을 하였다.

골프회원권가치(PR)를 기준시가 평균/분양가격의 평균으로 하여 분석한 결과는 <표 4-11>에 나타나 있다.

<표 4-11> 가설검정 결과(PR = 기준시가 평균/분양가격의 평균)

변수	모형1		모형2		모형3		모형4	
	계수	t값	계수	t값	계수	t값	계수	t값
(상수)	1.459	5.057***	0.839	3.424***	1.095	3.562***	0.425	1.723*
FF1	-0.421	-5.574***						
FF2			0.415	8.175***				
FF3					0.194	3.202***		
FF4							0.011	8.950***
QG	-0.057	-0.693	-0.058	-0.745	-0.051	-0.541	0.148	1.909*
YD	포함		포함		포함		포함	
수정 R ²	0.238		0.406		0.081		0.453	

- 1) P: 골프회원권 가치(기준시가의 평균/분양가격의 평균)
 FF1: 부채비율(부채/총자산)
 FF2: 유동비율(유동자산/유동부채)
 FF3: 매출액영업이익률(영업이익/매출액)

- FF4: 이자보상배율(영업이익/이자비용)
 QG: 골프장품질
 YD: 연도별 더미변수
 2) ***, **, *는 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 유의함을 나타냄(양측 검정)

골프회원권가치(PR)를 해당 기준시가/최근 분양가격으로 추가분석 결과는 <표 4-12>에 제시하였다.

<표 4-12> 가설검정 결과(PR = 해당 기준시가/최근 분양가격)

변수	모형1		모형2		모형3		모형4	
	계수	t값	계수	t값	계수	t값	계수	t값
(상수)	1.568	5.535***	0.997	4.179***	1.212	4.007***	0.594	2.447**
FF1	-0.420	-5.658***						
FF2			0.412	8.333***				
FF3					0.195	3.274***		
FF4							0.011	8.900***
QG	-0.095	-1.183	-0.110	-1.455	-0.092	-0.982	0.092	1.206
YD	포함		포함		포함		포함	
수정 R ²	0.242		0.418		0.082		0.454	

- 1) P: 골프회원권 가치(해당 기준시가/최근 분양가격)
 FF1: 부채비율(부채/총자산)
 FF2: 유동비율(유동자산/유동부채)
 FF3: 매출액영업이익률(영업이익/매출액)
 FF4: 이자보상배율(영업이익/이자비용)
 QG: 골프장품질
 YD: 연도별 더미변수
 2) ***, **는 각각 1%, 5% 수준에서 유의함을 나타냄(양측 검정)

<표 4-11>과 <표 4-12>에 제시된 결과를 보면 부채비율, 유동비율, 매출액영업이익률, 이자보상배율 모두 골프회원권 가치에 1% 수준에서 유의적인 영향을 미치는 것으로 나타났다. 이는 <표 4-5>와 일치하는 결과로 골프회원권가치(PR)를 ‘해당 기준시가의 중앙값/분양가격의 중앙값’과 다르게 측정할 경우에도 연구가설을 지지하는 결과로 나타나고 있다.

제 5 장 결 론

재무상황이 좋지 않은 골프장의 경우에는 회원 유지를 위해 골프회원권 가치를 유지·재고하는 것이 골프장 경영에 있어서 중요하다. 골프회원권 가치와 관련하여 설문조사를 실시한 선행연구에 따르면 골프장의 재무상황이 골프회원권 구입을 결정할 때 중요한 속성인 것으로 나타났다. 그러나 실재의 재무적 자료를 이용하여 골프회원권 가치를 분석한 연구는 거의 없는 것으로 파악되었다. 따라서 본 연구에서는 재무적 요인이 제주지역 골프회원권 가치에 미치는 영향을 실증 분석하였다.

본 연구의 실증분석 결과를 요약하면 다음과 같다.

부채비율, 유동비율, 매출액영업이익률, 이자보상배율 모두 골프회원권 가치에 유의적인 영향을 미치는 것으로 나타났다. 부채비율은 골프회원권 가치와 유의적인 음(-)의 관계로 나타나 골프회원권 가치에 부정적인 영향을 미치는 것으로 나타났다. 따라서 부채비율이 높은 골프장의 회원권가치는 상대적으로 낮다는 것을 알 수 있다.

유동비율, 매출액영업이익률, 이자보상배율은 골프회원권 가치와 유의적인 양(+)의 관계인 것으로 나타나 골프회원권 가치에 긍정적인 영향을 미치는 것으로 나타났다. 유동성이 높은 골프장은 단기채무 상환능력이 높아 골프회원권 가치에 긍정적인 영향을 미치는 것이다. 따라서 유동성이 높은 골프장은 상대적으로 골프장의 회원권가치가 높다는 것을 알 수 있다.

매출액영업이익률이 높은 골프장은 수익성이 상대적으로 높아 골프회원권 가치에 긍정적인 영향을 미치는 것으로 나타났다. 따라서 매출액영업이익률이 높은 골프장은 상대적으로 골프회원권 가치가 높다는 것을 알 수 있다. 이자보상배율은 금융비용 부담능력이 높은 골프장은 회원권가치에 긍정적인 영향을 주는 것이므로 이자보상배율이 높은 골프장은 상대적으로 골프회원권가치가 높다는 것을 알 수 있다.

매출액영업이익률뿐만 아니라 총자산영업이익률도 골프회원권 가치에 유의적인 영향을 미치는 것으로 나타났다. 그러나 수익성 변수 중에 총자산순이익률과 매출액순이익률은 골프회원권 가치에 유의적인 영향이 없는 것으로 나타났다. 따라서 당기순이익은 골프회원권 가치를 예측하는데 유용한 변수가 아니라는 것을 알 수

있다.

변수들의 추가 설명력 분석 결과는 다음과 같다.

부채비율과 유동비율은 모두 골프회원권 가치에 각각 추가적인 설명력이 있는 것으로 나타났다. 부채비율과 매출액영업이익률, 유동비율과 매출액영업이익률을 이용하여 분석한 결과는 매출액영업이익률은 부채비율과 유동비율에 추가하여 골프회원권 가치의 변동을 설명하지 못하는 것으로 나타났다. 수익성 지표인 매출액영업이익률 보다는 안전성 지표인 부채비율과 유동비율이 골프회원권 가치에 미치는 영향이 크다는 것을 알 수 있다.

부채비율과 이자보상배율을 이용하여 분석한 결과는 부채비율과 이자보상배율 두 변수 각각 골프회원권 가치의 변동에 추가하여 설명하는 것으로 나타났다. 이자보상배율과 매출액영업이익률, 이자보상배율과 유동비율을 분석한 결과는 이자보상배율과 유동비율 두 변수 각각이 골프회원권 가치 변동을 추가하여 설명하는 것으로 나타났고, 매출액영업이익률은 이자보상배율과 유동비율에 추가하여 골프회원권 가치 변동을 설명하지 못하는 것으로 나타났다.

골프회원권 가치를 기준시가 평균/분양가격 평균과 해당 기준시가/최근 분양가격으로 추가 분석한 결과도 연구가설은 모두 채택 되어 재무적 요인은 골프회원권 가치에 영향을 미치는 유용한 변수임이 본 연구를 통해 검증되었다.

골프장품질은 골프회원권 가치에 영향을 미치지 않는 것으로 나타났다. 제주지역의 경우 골프장품질은 회원권 분양 시 중요하게 영향을 미치는 변수이지만 분양 후의 골프회원권 가치에는 유의적인 영향을 미치지 않는다는 것을 알 수 있다.

본 연구의 실증분석 결과는 골프장의 재무상황에 따라 골프회원권 가치가 변동한다는 것을 나타낸다. 이는 분양시점에 골프회원권 가치는 골프장품질에 의해 영향을 받지만 분양 후의 골프회원권 가치는 골프장품질이 아닌 주로 재무적 요인에 따라 영향을 받는다는 것을 본 연구의 결과를 통해서 알 수 있다. 따라서 골프장 경영자는 골프장의 수익성을 높이고 재무적 안전성을 확보하여 골프회원권 가치를 유지·재고하는 경영전략을 수립하여야 하겠다.

본 연구는 설문조사 방법이 아닌 회계정보를 이용해 골프회원권 가치에 미치는 영향을 실증 분석하였으며, 재무적 요인이 골프회원권 가치에 영향을 미치는 유용한 변수임을 검증하였다는데 의의가 있다. 골프장 경영자들이 골프회원권 가치를

유지·제고시키기 위한 경영전략을 수립하는데 본 연구가 도움을 줄 수 있을 것으로 기대된다.

본 연구에서는 골프회원권 시장가격을 입수할 수 없어 제주특별자치도에서 공시한 기준시가/분양가를 이용하여 분석하였으며 분석기간 동안 골프장품질이 일정하다고 가정하였다. 따라서 결과를 해석할 때 유의할 필요가 있다. 본 연구는 분석 대상을 제주지역 회원제골프장으로 한정하여 분석한 결과 다른 지역 회원제골프장으로 일반화하는데 한계가 있을 것으로 생각된다. 앞으로 골프회원권가치를 시장가격으로 하고 분석 대상지역을 확대하여 추가적으로 연구해 볼 필요가 있다고 본다.

<참 고 문 헌>

- 강치영, 신해수. 2015. 회원제 골프장기업의 부도예측 모형개발. 관광연구논총. 27(4). pp.241-269.
- 고호석, 강인원. 2005. 골프회원권 구입에 영향을 미치는 주요속성에 관한 연구. 마케팅과학연구. 제15(1). pp.105-119.
- 구원일. 2011. 골프장의 지리적, 관리적 특성이 골프회원권 기준시가에 미치는 영향에 관한 연구. 관광·레저연구. 23(2). pp.229-314.
- 김경은. 2007. 골프장 회원권 가격에 영향을 미치는 골프장 관련요인 분석. 석사학위논문. 세종대학교.
- 김선기, 황석하, 김건우. 1986. 기업부실화의 원인, 징후 및 예측. 한국신용평가(주). pp.6.
- 김성규, 이화득. 2012. 경기변동에 따른 비상장 중소기업 신용위험을 설명하는 회계변수와 부도예측에 관한 실증연구. 회계저널. 제21(6). pp.287-323.
- 김승탁. 2011. 골프회원권 가격의 결정요소에 관한 실증분석. 전문경영인 연구. 14(3). pp.225-245.
- 김명중. 2012. 로지스틱 회귀분석과 인공신경망을 적용한 내부회계관리제도 평가 모형의 성과비교. 국제회계연구. 46. pp.1-30
- 김영권. 1998. 이익과 지분장부가치의 기업가치설명력 차이분석. 박사학위논문. 서강대학교.
- 김종훈, 박규일, 김민철. 2011. 상장폐지기업의 재무적 특성과 예측에 관한 연구. 회계연구. 16(2). pp.125-142.
- 김철교, 이성환. 2007. 중소기업 도산예측모형에 관한 연구. 회계연구. 12(2). pp.289-309.
- 노컷뉴스. 제주지역 골프장 3곳 중 1곳 자본 잠식. 2016년 5월 12일. <http://www.nocutnews.co.kr/news/4591967>.
- 노현철. 2017. 국내 회원제 골프장의 경영실태 분석 연구. 석사학위논문. 고려대학교 .
- 모현숙, 이학동. 2012. 골프장의 재무적 특성이 회원권 가치에 미치는 영향. 한국감정평가학회. 11(1). pp.115-127.

- 모현숙. 2014. 회원형 골프장의 가치형성 요인. 박사학위논문. 강원대학교.
- 문종건, 하규수. 2014. 중소기업 부실예측을 위한 단일변량분석과 다변량분석의 판별력 비교에 관한 연구. 한국산학기술학회. 15(8). pp.4881-4894.
- 박규일, 김연용. 1998. 최근 도산기업의 재무적 특성에 관한 연구. 회계연구. 3(1). pp.55-71.
- 박성룡. 2006. 골프회원권 가격 결정요인 및 내재가격 추정. 박사학위논문. 단국대학교.
- 박원근. 2017. 중소기업의 부실예측에서 산업 관련 변수의 유용성에 관한 연구. 박사학위논문. 부산대학교.
- 박정윤, 김영우, 이미용. 2009. 중소기업의 부실예측모형에 관한 연구. 중소기업연구. 31(1). pp.1-14.
- 방종덕. 2003. 회계정보를 이용한 도산예측모형에 관한 연구. 박사학위논문. 단국대학교.
- 신동영. 2005. 부실기업의 재무적 특징과 부실예측모형에 관한 연구. 회계정보연구. 3(2). pp.137-165.
- 유대중, 이상경. 2013. 골프회원권 가격 결정요인 및 회원권 종류별 특성 분석. 부동산학연구 19(4). pp.55-69.
- 유대중. 2014. 골프회원권 가격결정 요인 분석을 통한 시장세분화 연구. 박사학위논문. 가천대학교.
- 이상권. 2011. 골프장 운영기업의 종합적 재무분석: 수도권과 비수도권 골프장간의 비교를 중심으로. 석사학위논문. 세종대학교.
- 이도희, 김명선. 2011. 골프장 서비스 공정성이 회원권 가치와 참여만족 및 구매행동에 미치는 영향. 한국체육과학회지. 20(5). pp.679-696.
- 이종정. 2010. 골프장산업의 효율성과 골프회원권 가격 결정요인. 박사학위논문. 한양대학교.
- 이지환, 김태형. 2010. 회원제 골프장의 서비스품질이 회원권 가치, 고객만족, 회원권구매, 유지의도에 미치는 영향 한국체육과학회지. 49(6). pp.461-471.
- 임신영. 2010. 골프리조트 서비스 품질이 회원권 가치와 고객만족 및 고객 충성도에 미치는 영향. 박사학위 논문. 호서대학교.
- 임신영, 양해술. 2010. 골프리조트 서비스 품질이 회원권 가치와 고객 만족 및 고객

- 충성도에 미치는 영향. 한국콘텐츠학회논문지. 10(9). pp.455-468.
- 전현우, 정용화, 신동휴. 2011. 상장폐지기업의 부실예측모형에 관한 연구. 국제회계 연구. pp.331-362.
- 제주특별자치도. 입법·고시·공고. <http://www.jeju.go.kr>.
- 한국레저산업연구소(2016). 국내 골프장 수 현황 및 변화추이. <http://www.kolec.co.kr/>.
- Altman, E. I. 1968. Financial Ratios, Discriminant Analysis and the Prediction of Corporate Bankruptcy. *Journal of Finance* 23(4). pp.589-609.
- Barth, M. E., W. H. Beaver, and W. R. Landsman. 1998. Relative Valuation Roles of Equity Book Value and Net Income as a Function of Financial Health. *Journal of Accounting and Economics* 25. pp.1-34.
- Beaver, W. H. 1966. Financial Ratios as Predictors of Failure. *Journal of Accounting Research* 4(3). pp.71-111.
- Burgstahler, D. C. and I. D. Dichev. 1997. Earnings, Adaptation and Equity Value. *The Accounting Review* 72(2) pp. 187-215
- Collins, D. W., E. L. Maydew, and I. S. Weiss. 1997. Changes in the Value-Relevance of Earnings and Book Value Over the Past Forty Years. *Journal of Accounting and Economics* 24. pp.39-67.
- Easton, P. D. and T. S. Harris. 1991. Earnings as an Explanatory Variable for Returns. *Journal of Accounting Research* 29(1). pp.19-36.
- Francis J. and K. Schipper. 1999. Have financial Statements Lost Their Relevance? *Journal of Accounting Research* 37. pp.319-352.
- Miller, M. H. and F. Modigliani. 1961. Dividend Policy, Growth, and the Valuation of Shares. *Journal of Business* 34, pp.411-433.
- Ohlson, J. A. 1995. Earning, Book Values, and Dividends in Equity Valuation. *Contemporary Accounting Research* 11. pp.661-687.

<부록 1>

설 문 지

골프회원권 가치에 미치는 요인 설문조사

안녕하십니까?

본 설문지는 제주도내 회원제골프장의 선호도를 알아보기 위한 설문조사입니다.

응답해주신 내용은 학술적인 목적에만 사용되니 귀하는 설문지에 제시된 문항에 대하여 빠짐없이 기록하여 주시면 감사하겠습니다.

바쁘신 와중에도 귀중한 시간 할애에 감사드리며, 귀하의 무궁한 발전을 기원합니다.

2017년 월

제주대학교 대학원

회계학과 박사과정 고 성 호

- 골프장 선호도 설문지 -

1. 다음 골프장에 대하여 귀하의 평가점수를 √로 표시해 주십시오

골프장명	시설측면 (코스, 페어웨이 상태 등)					운영측면(그린피 고려 없음) (종업원서비스, 티오프간격 등)				
	최하	하	중	상	최상	최하	하	중	상	최상
나인브릿지										
더클래식										
라운										
라헨느										
레이크힐스										
롯데스카이힐										
블랙스톤										
사이플러스										
세인트포										
스프링데일										
아덴힐										
에버리스										
엘리시안										
오라										
우리들										
제주										
제피로스										
캐슬렉스										
크라운										
타미우스										
테디벨리										
핑크스										
한라산										
해비치										

2. 골프장 평가에 있어서 시설측면과 운영측면의 중요도를 √로 표시해 주십시오



<부록 2>

제주지역 회원제 골프장 현황

골프장	홀 수		공항까지 거리 (km)	홀 당 거리 (m)	주중 회원	비회원 그린피 (천원)	티오프 간격 (분)
	정규	대중					
나인브릿지	18	6	28.0	371.3	없음	151	8
더클래식	18	0	30.0	373.2	없음	124.5	7
라운	27	0	34.6	396.8	없음	124	7
라헨느	18	0	16.6	361.3	없음	124	7
레이크힐스	27	0	36.4	359.5	있음	134	7
롯데스카이힐	27	9	33.5	365.7	없음	125	8
블랙스톤	18	9	32.1	375.9	없음	124.5	8
사이플러스	27	9	31.0	366.8	없음	124	7
세인트포	36	0	28.9	380.2	없음	125.5	7
아텐힐	18	0	24.2	383.6	없음	140	7
에버리스	18	9	20.8	343.7	있음	130	7
엘리시안	27	9	21.1	363.0	없음	125	7
오라	36	0	8.3	357.9	없음	119	7
우리들	18	0	34.5	365.8	없음	124.5	7
제주	18	0	15.9	353.3	있음	119.5	7
제피로스	18	0	17.6	357.8	있음	120.5	7
캐슬랙스	18	9	25.5	331.0	없음	109.5	7
크라운	18	9	21.3	338.7	있음	116	7
타미우스	27	0	26.1	353.7	없음	124	7
테디벨리	18	0	30.4	368.7	없음	127	8
핀크스	18	9	30.1	357.7	없음	143	8
한라산	18	0	12.7	355.8	있음	121	7
해비치	27	9	38.4	346.8	없음	119	7

<부록 3>

제주지역 골프장 회원권 분양가격과 과세표준

(단위: 원)

골프장명	분양차수	분양가격	과세표준				
			2017년	2016년	2015년	2014년	2013년
나인브릿지	1차	140,000	107,000	107,000	119,000	134,000	112,000
	2차	180,000	121,000	121,000	153,000	141,000	144,000
	3차	200,000	135,000	135,000	170,000	156,000	160,000
	4차	230,000	155,000	155,000	195,500	180,000	184,000
	5차	280,000	189,000	189,000	238,000	219,000	224,000
	6차	360,000	243,000	243,000	306,000	282,000	288,000
	7차	450,000	303,000	303,000	382,500	352,000	360,000
	8차	450,000	303,000	303,000	382,500	352,000	360,000
	9차	200,000	162,000	162,000	170,000	180,000	
	10차	220,000	178,000	178,000	187,000	198,000	
	중앙값	225,000	170,000	170,000	191,250	189,000	204,000
	평균	271,000	189,600	189,600	230,350	219,400	229,000
더클래식	1차	250,000	123,000	123,000	137,500	153,000	156,800
	2차	250,000	123,000	123,000	137,500	153,000	156,800
	3차	280,000	138,000	138,000	154,000	172,000	156,800
	3차	250,000	123,000	123,000	137,500	153,000	176,400
	4차	280,000	138,000	138,000	154,000	172,000	156,800
	4차	250,000	123,000	123,000	137,500	153,000	176,400
	중앙값	250,000	123,000	123,000	137,500	153,000	156,800
	평균	260,000	128,000	128,000	143,000	159,333	163,333
라운	1차	120,000	100,000	100,000	102,000	109,000	108,000
	2차	150,000	114,000	114,000	127,500	118,000	135,000
	3차	180,000	137,000	137,000	153,000	158,000	162,000
	4차	210,000	160,000	160,000	178,500	185,000	189,000
	5차	120,000	100,000	100,000	102,000	112,660	108,000

	6차	120,000	100,000	100,000	102,000	112,660	108,000
	7차	120,000	100,000	100,000	102,000	112,660	108,000
	중앙값	120,000	100,000	100,000	102,000	112,660	108,000
	평균	145,714	115,857	115,857	123,857	129,711	131,143
라헨느	1차	135,000	72,900	72,900	81,000	84,600	86,400
	2차	220,000	118,000	118,000	132,000	137,000	140,800
	3차	150,000	81,000	81,000	90,000	94,000	96,000
	4차	250,000	135,000	135,000	150,000	156,000	160,000
	5차-1	250,000	135,000	135,000	150,000	156,000	160,000
	5차-2	150,000	87,700	87,700	90,000	105,000	108,000
	6차-1	165,000	103,000	103,000	99,000	116,000	118,800
	중앙값	165,000	103,000	103,000	99,000	116,000	118,800
	평균	188,571	104,657	104,657	113,143	121,229	124,286
레이크힐스	1차	80,000	41,400	41,400	56,000	56,400	57,600
	2차	150,000	76,200	76,200	105,000	105,000	108,000
	3차	180,000	91,500	91,500	126,000	127,000	129,600
	4차	230,000	116,000	116,000	161,000	162,000	165,600
	5차	250,000	127,000	127,000	175,000	176,000	180,000
	8차	30,000	14,400	14,400	21,000	20,000	21,600
	8차(가족)	25,000	12,700	12,700	17,500	17,600	18,000
	9차	80,000	41,400	41,400	56,000	56,400	57,600
	10차	30,000	14,400	14,400	21,000	20,000	21,600
	12차(가족)	30,000	14,400	14,400	21,000	20,000	21,600
	12차(개인)	36,000	18,300	18,300	25,200	24,600	25,200
	12차(골드)	120,000	61,000	61,000	84,000	84,600	86,400
	12차(골드)	80,000	41,400	41,400	56,000	56,400	57,600
	13차	120,000	61,000	61,000	84,000	105,000	108,000
	14차	39,000	20,700	20,700	27,300	35,100	35,100
15차	39,000	20,700	20,700	27,300	35,100		

	16차	39,000	20,700	20,700	27,300	35,100	
	17차	39,000	20,700	20,700	27,300	35,100	
	18차	39,000	20,700	20,700	27,300	35,100	
	중앙값	39,000	20,700	20,700	27,300	35,100	57,600
	평균	86,105	43,926	43,926	60,274	63,500	72,900
롯데스카이힐	1차	160,000	143,000	143,000	144,000	161,000	148,700
	2차	190,000	158,000	158,000	171,000	180,000	157,600
	3차	230,000	167,000	167,000	207,000	176,500	169,800
	4차	300,000	218,000	218,000	270,000	259,400	249,700
	중앙값	210,000	162,500	162,500	189,000	178,250	163,700
	평균	220,000	171,500	171,500	198,000	194,225	181,450
블랙스톤	1차	177,000	122,000	122,000	141,600	161,330	150,000
	2차	210,000	136,000	136,000	168,000	172,660	168,000
	3차	210,000	136,000	136,000	168,000	172,660	168,000
	4차	270,000	164,000	164,000	216,000	224,000	216,000
	5차	323,000	198,000	198,000	258,400	253,000	258,400
	6차	380,000	232,000	232,000	304,000	297,000	304,000
	중앙값	240,000	150,000	150,000	192,000	198,330	192,000
	평균	261,667	164,667	164,667	209,333	213,442	210,733
사이프러스	1차	140,000	94,500	94,500	105,000	109,000	96,000
	창립	120,000	81,000	81,000	90,000	94,000	112,000
	중앙값	130,000	87,750	87,750	97,500	101,500	104,000
	평균	130,000	87,750	87,750	97,500	101,500	104,000
세인트포	1차	170,000	75,200	75,200	119,000	149,000	153,000
	2차	200,000	90,000	90,000	140,000	176,000	180,000
	3차	230,000	102,000	102,000	161,000	202,000	207,000
	4차	260,000	116,000	116,000	182,000	234,000	234,000
	5차	280,000	125,000	125,000	196,000	252,000	252,000
	6차(2.6)	260,000	116,000	116,000	182,000	234,000	234,000

	6차(2.8)	280,000	125,000	125,000	196,000	252,000	252,000
	중앙값	260,000	116,000	116,000	182,000	234,000	234,000
	평균	240,000	107,029	107,029	168,000	214,143	216,000
에버리스	1차	150,000	129,000	143,000	120,000	117,000	120,000
	2차	170,000	153,000	170,000	136,000	146,000	149,600
	3차	190,000	172,000	191,000	152,000	163,000	167,200
	4차	190,000	172,000	191,000	152,000	163,000	167,200
	5차	190,000	172,000	191,000	152,000	163,000	167,200
	6차	190,000	172,000	191,000	152,000	163,000	167,200
	7차	190,000	172,000	191,000	152,000	163,000	167,200
	8차	220,000	199,000	221,000	176,000	189,000	193,600
	중앙값	190,000	172,000	191,000	152,000	163,000	167,200
	평균	186,250	167,625	186,125	149,000	158,375	162,400
엘리시안	1차	130,000	115,000	115,000	104,000	133,330	117,000
	2차	130,000	115,000	115,000	104,000	133,330	117,000
	3차	170,000	137,000	137,000	136,000	160,000	153,000
	4차	210,000	160,000	160,000	168,000	185,000	189,000
	5차	500,000	337,000	337,000	400,000	392,000	400,000
	6차	500,000	337,000	337,000	400,000	392,000	400,000
	7차	250,000	168,000	168,000	200,000	196,000	200,000
	8차	500,000	337,000	337,000	400,000	392,000	400,000
	9차	500,000	337,000	337,000	400,000	392,000	400,000
	10차	130,000	115,000	115,000	117,000	86,660	
	중앙값	230,000	164,000	164,000	184,000	190,500	200,000
	평균	302,000	215,800	215,800	242,900	246,232	264,000
오라	1차	17,000	54,000	52,000	49,000	48,500	44,000
우리들	1차	190,000	108,000	108,000	123,500	126,000	108,000
	창립	150,000	94,500	94,500	97,500	105,000	136,800
	중앙값	170,000	101,250	101,250	110,500	115,500	122,400

	평균	170,000	101,250	101,250	110,500	115,500	122,400
제주	1차	35,000	8,750	8,390	17,500	30,800	31,500
	2차	70,000	17,500	20,000	35,000	65,460	63,000
	10차	40,000	10,000	13,700	20,000	35,200	36,000
	11차	35,000	13,800	12,000	17,500	35,000	
	중앙값	37,500	11,900	12,850	18,750	35,100	36,000
	평균	45,000	12,513	13,523	22,500	41,615	43,500
제피로스	1차	90,000	18,000	15,700	31,500	28,330	29,700
	2차	90,000	18,000	15,700	31,500	30,330	29,700
	3차	110,000	22,000	22,500	55,000	58,200	57,800
	4차	180,000	36,000	56,500	108,000	122,330	122,400
	6차	180,000	36,000	56,500	108,000	135,660	122,400
	10차	200,000	40,000	65,200	120,000	150,660	153,000
	12차	180,000	36,000	56,500	108,000	120,000	
	중앙값	180,000	36,000	56,500	108,000	120,000	90,100
	평균	147,143	29,429	41,229	80,286	92,216	85,833
캐슬렉스	1차	25,000	22,000	20,700	16,300	15,400	15,800
	2차	30,000	24,000	22,900	19,500	18,200	17,400
	3, 5, 6차	10,000	6,090	6,090	6,500	5,400	5,600
	3차	70,000	60,700	60,700	45,500	45,600	46,600
	4차	100,000	63,800	63,800	65,000	56,600	57,800
	7차	90,000	63,000	63,000	58,500	62,000	63,400
	8차	120,000	75,900	75,900	78,000	67,400	68,800
	11차	90,000	63,000	63,000	58,500	62,000	63,400
	12차	100,000	68,700	68,700	65,000	66,600	68,000
	12차	120,000	75,900	75,900	78,000	67,400	449,800
	13차-1	100,000	68,700	68,700	65,000	66,600	68,800
	13차-2	120,000	72,000	72,000	78,000	67,400	68,000
	13차-3	90,000	63,000	63,000	58,500	62,000	63,400

	중앙값	90,000	63,000	63,000	58,500	62,000	63,400
	평균	81,923	55,907	55,722	53,254	50,969	81,292
크라운	1차	45,000	33,750	30,700	33,800	35,660	33,000
	2차	70,000	40,800	37,100	52,500	55,200	56,000
	2-1차	70,000	40,800	37,100	52,500	55,200	56,000
	2-2차	70,000	40,800	37,100	52,500	55,200	56,000
	2-3차	75,000	50,300	45,800	56,300	55,200	56,000
	2-4차	85,000	50,300	45,800	63,800	55,200	56,000
	2-5차	85,000	50,300	45,800	63,800	55,200	56,000
	중앙값	70,000	40,800	37,100	52,500	55,200	56,000
	평균	71,429	43,864	39,914	53,600	52,409	52,714
타미우스	1차	130,000	43,000	40,500	45,500	50,360	67,900
	2차	150,000	55,200	52,600	52,500	67,030	78,400
	3차	190,000	66,600	66,600	66,500	97,400	99,400
	4차	250,000	87,700	87,700	87,500	106,300	130,900
	5차	290,000	133,000	133,000	101,500	149,330	162,400
	중앙값	190,000	66,600	66,600	66,500	97,400	99,400
	평균	202,000	77,100	76,080	70,700	94,084	107,800
테디밸리	1차	150,000	91,800	91,800	105,000	105,000	108,000
	2차	180,000	109,000	109,000	126,000	127,000	129,600
	3차	200,000	122,000	122,000	140,000	141,000	144,000
	4차(골드)	200,000	122,000	122,000	140,000	141,000	144,000
	4차(비즈니스)	150,000	91,800	91,800	105,000	105,000	108,000
	4차(이코노미)	100,000	61,200	61,200	70,000	70,500	72,000
	4차(프리미엄)	250,000	153,000	153,000	175,000	176,000	180,000
	4차(플래티늄)	300,000	183,000	183,000	210,000	211,000	216,000
	중앙값	190,000	115,500	115,500	133,000	134,000	136,800
	평균	191,250	116,725	116,725	133,875	134,563	137,700
핀크스	1차	100,000	90,000	90,000	80,000	97,600	92,700

	2차	120,000	97,200	97,200	96,000	111,000	113,300
	3~5차	150,000	108,000	108,000	120,000	132,000	134,900
	6~10차	200,000	140,000	140,000	160,000	161,000	164,800
	11차	250,000	175,000	175,000	200,000	201,000	206,000
	12차	300,000	210,000	210,000	240,000	242,000	247,200
	13차	200,000	140,000	140,000	160,000	161,000	164,800
	14차	150,000	105,000	105,000	120,000	121,000	123,600
	15차	150,000	105,000	105,000	120,000	121,000	123,600
	중앙값	150,000	108,000	108,000	120,000	132,000	134,900
	평균	180,000	130,022	130,022	144,000	149,733	152,322
한라산	1차	130,000			104,000	112,000	117,000
해비치	1차	50,000	35,000	36,000	42,500	38,400	36,000
	2~4차	100,000	70,000	70,700	85,000	70,500	72,000
	5차	220,000	171,000	189,000	187,000	190,000	158,400
	6차	220,000	171,000	189,000	187,000	190,000	158,400
	7차	220,000	171,000	189,000	187,000	190,000	158,400
	8차	220,000	171,000	189,000	187,000	190,000	158,400
	중앙값	220,000	171,000	189,000	187,000	190,000	158,400
	평균	171,667	131,500	143,783	145,917	144,817	123,600