

부동산보유비중의 기업가치 관련성 : 코스피기업과 코스닥기업의 비교

이찬호
부산대학교 경영학과 교수

The Relationship between Real Estate Holdings and Firm's Value : Comparisons between KOSPI and KOSDAQ Companies

Chan-Ho Lee

Professor, Dept. of Business Administration, Pusan National University

요 약 본 연구는 기업의 부동산보유비중이 기업가치에 어떤 영향을 미치는가에 대하여 코스피시장기업과 코스닥시장기업을 대상으로 분석하였다. 분석기간은 금융위기 기간(2007~2008년), 금융위기 직후기간(2009~2011년), IFRS 도입 이후 기간(2012~2016년)이며, 코스피 2761개 기업연도, 코스닥 3719개 기업연도의 표본을 사용하였다. 회귀분석 결과 전체적으로 기업의 부동산보유비중이 높을수록 기업가치는 음(-)의 관련성을 갖고 있었고, 이를 각 시장별로 비교해 보면 금융위기 기간 중에는 코스피기업과 코스닥기업 모두 통계적으로 유의한 영향을 미치지 않았으며, 금융위기 직후에는 코스닥기업이 코스피기업에 비해 기업가치에 더 큰 음(-)의 영향을 미쳤으나 IFRS도입 이후 최근까지는 코스피기업이 코스닥기업에 비해 기업가치에 더 큰 음(-)의 영향을 미쳤다. 따라서 각 기업은 그 기업에서의 적절한 부동산보유비중 정도를 파악하는데 보다 많은 관심을 가져야 할 것이고 각 기업이 보유한 부동산의 최유효활용방안에 대한 분석과 결정을 끊임없이 해야 할 것으로 판단된다. 본 연구는 부동산보유비중의 기업가치 관련성에 대하여 기간을 3개로 구분하여 각각의 기간에 대하여 코스피시장기업과 코스닥시장기업에 따른 그 영향정도를 각각 비교한 점에서 차별성을 갖는다. 향후 기업의 부동산보유비중에 영향을 미치는 요인을 포함하는 연구를 희망한다.

주제어 : 부동산보유비중, 기업가치, 시가 대 장부가치 비율, 코스피기업, 코스닥기업, 회귀분석

Abstract The purpose of this study is to analyze how Corporate Real Estate Ratio affects Firm's Value for KOSPI Companies and KOSDAQ Companies. The period of analysis is the period of the Financial Crisis (2007-2008), the period immediately after the Financial Crisis (2009-2011), and the period following the introduction of IFRS (2012-2016). The samples of 2761 KOSPI Companies years and 3719 KOSDAQ Companies years are used in this study. The result of Regression Analysis shows that the higher Corporate Real Estate Ratio is, the more negative Firm's Value is. In the comparison of markets, both KOSPI Companies and KOSDAQ Companies had no statistically significant effects during the Financial Crisis. Although KOSDAQ Companies had a greater negative effect on the Firm's Value than KOSPI Companies right after the Financial Crisis, KOSPI Companies have had a greater negative influence on the Firm's Value than KOSDAQ Companies since the introduction of IFRS. Therefore, each corporation should pay more attention to identifying the appropriate amount of their Corporate Real Estate Ratio and should continue to analyze and make decisions on the most efficient use of real estate which is owned by each company. This study shows speciality in dividing into three period, such as the period of the Financial Crisis, the period immediately after the Financial Crisis, and the period following the introduction of IFRS and comparing the degree of influence on the KOSPI Companies and KOSDAQ Companies for the each period. I hope to study the factors that affect the company's real estate policy.

Key Words : Corporate Real Estate Ratio, Firm's Value, Market to Book Value Ratio, KOSPI Companies, KOSDAQ Companies, Regression Analysis

*This work was supported by a 2-Year Research Grant of Pusan National University.

*Corresponding Author : Chan-Ho Lee(lechanho@pusan.ac.kr)

Received August 1, 2018

Revised November 1, 2018

Accepted November 20, 2018

Published November 28, 2018

1. 서론

기업은 기업에서 필요로 하는 부동산에 대한 투자 여력이나 부동산을 포함한 기업과 관련된 여러 가지 세제 또는 부동산 시장의 상황, 기업의 재무적 또는 비재무적 여건 등 여러 요인에 의해 부동산을 취득하거나 처분하게 된다.

일반적으로 볼 때 기업은 부동산을 그 기업이 영위하고 있는 사업의 생산요소로 사용하기 위한 동기나 또는 그 밖의 투자적 동기에서 보유하게 된다. 또는 향후 부동산의 가격상승이나 개발이득 실현에 대한 기대로 부동산을 보유하게 되는 동기가 될 수 있으며, 기업은 조직의 생존을 위해 충분한 자원을 필요로 하므로 부동산에 투자를 하기도 한다[1].

기업의 이러한 부동산 보유는 기업가치에 영향을 미칠 수 있는바, 부동산이 기업가치에 미치는 영향에 관한 연구[2-6]는 지금까지 다양하게 이루어져 왔다.

그러나 지금까지의 연구에서는 단일의 자본시장을 대상으로 하나의 표본기간을 사용하여 분석한 결과를 제시하고 있다. 그러나 상기의 영향은 경제상황(시기)과 시장(코스피시장과 코스닥시장)에 따라 차이가 있을 것이며, 기업의 부동산 보유정책도 그 기업의 상황에 적합해야 할 것이다. 이에 본 연구에서는 금융위기 기간(2007년~2008년)과 금융위기 직후 기간(2009년~2011년), 그리고 국제회계기준인 IFRS(국제회계기준) 도입 이후 최근 기간(2012년~2016년)에 대하여 코스피(KOSPI) 시장과 코스닥(KOSDAQ) 시장에 상장된 기업을 대상으로 각 기간 간에 각 시장별로 기업이 보유한 부동산 비중이 기업가치에 미치는 영향에 어떤 차이를 보이는가에 대하여 분석하고자 한다. 이러한 점은 본 연구가 지금까지의 선행연구와 차별성을 갖는 부분이다.

본 분석결과는 기업의 부동산 보유정책 의사결정에 기본적인 참고자료로 활용될 것이다.

2. 선행연구 고찰

기업에서의 부동산보유목적과 동기에 대해서는 여러 선행연구[7,8]에서 일반론적으로 다양하게 제시하고 있으므로 본 연구에서는 생략하고 선행연구를 살펴보기로 한다.

먼저 김지수와 정기웅(1993)은 부동산 가격의 상승과

기업가치의 관계를 재무적분석 모형을 통해 이론적으로 고찰한 결과 부동산 가격의 상승기대는 한편으로는 기업이 현재 보유하고 있는 자산의 가치를 증대시키지만 다른 한편으로는 기업의 미래 성장기회에 대한 잠재적인 투자비용을 증가시켜 성장기회의 가치손실을 야기하는 것으로 분석되어, 부동산 가격의 상승기대가 가격거품에 의하는 경우 총체적인 기업가치의 변화는 부동산 가치의 상승에 미치지 못할 것으로 예상하였다[9].

1989년부터 1995년까지 상장기업을 대상으로 기업의 부동산보유비율이 추가/장부가치비율에 미치는 효과를 분석한 강진수·심한택(1998)의 연구에서는 지가상승기와 지가하락기 모두 부동산보유비율이 클수록 추가/장부가치비율이 감소함을 밝혔다[10]. 즉 기업의 필요수준 이상의 부동산보유는 생상성있는 다양한 투자기회의 상실과 과도한 부동산투자로 인한 유동성 상실, 경영자의 기회주의적 행동으로 인한 기업가치에 대한 부정적 효과, 과도한 부동산보유에 대한 정부의 각종 규제 등으로 인해 기업가치에 오히려 부정적인 영향을 미치고 있는 것으로 평가하였다.

1990년부터 2013년까지 유가증권시장에 상장된 제조기업을 대상으로 주가를 종속변수로 하고 독립변수를 주당 총부동산, 주당 소유부동산, 주당 투자부동산, 부채비율 등으로 하여 기업부동산이 주가에 미치는 영향을 분석한 강원철·고성수(2015)의 연구에서는 기업부동산은 기업가치에 1% 유의하게 양(+)의 영향을 미치고 있었다[11].

Constaned et al.(1991)은 1979년부터 1989년까지의 일본기업을 대상으로 기업의 소유부동산과 기업가치의 관계를 분석한 결과, 기업의 소유부동산이 기업가치에 긍정적인 양(+)의 영향을 미치는 것으로 나타났다[12].

이해영·조명호(2009)는 2005년에서 2008년까지 증권거래소에 상장된 우리나라 제조업 121개의 표본을 이용하여 기업의 부동산을 소유부동산과 투자부동산으로 나누어 기업가치와의 관계를 분석하였는데 분석한 결과 기업의 소유부동산은 기업의 가치에 유의한 양(+)의 영향을 미치는 것으로 나타났고, 기업의 투자부동산은 소유부동산과 달리 기업가치에 음(-)의 영향을 미치는 것으로 나타났다[13].

김지수와 최정호(1995)는 1985년부터 1993년까지 증권거래소에 부동산의 취득과 처분을 신고하여 간접공시한 상장업체 중 제조기업을 대상으로 부동산의 취득과

매각에 따른 증가변동의 효과를 분석하였다[14]. 분석결과 부동산의 취득과 매각은 전반적으로 기업의 가치를 증대시키는 가치 극대화 행위이며 부동산 취득시 재무상태가 나쁜 기업일수록 초과수익률이 낮게 나타나 자산취득으로 인한 자금압박의 우려가 취득시 초과수익률에 반영되고 있는 것으로 추측되었다. 또한 부동산 매각시에는 재무상태가 나쁜 기업에서는 재무적 곤경으로 저평가된 가격으로 부동산을 매각하는 우려 때문에 상대적으로 낮은 초과수익률이 실현되는 것으로 분석되었다

Brounen et al.(2009)은 1993년부터 2002년까지 전세계 454개의 도·소매기업을 대상으로 이를 6개의 세부산업으로 나누어 기업부동산보유가 증가성파에 어떠한 영향을 주는지에 대해 연구했다[15]. 종속변수는 주식수익률을 사용하였고, 독립변수로는 기업부동산비율을 사용하였다. 분석결과 지역과 산업분야에 따라 부동산소유가 기업성파에 미치는 영향은 차이가 있는 것으로 나타났다.

김민채(2014)는 기업지배구조와 기업의 부동산보유정책 간의 관련성을 검증하여, 지배구조는 기업의 부동산보유정책에 영향을 미치며 특히 기업부동산중 사업부동산의 보유는 기업가치에 양(+)의 영향을 미치나 투자부동산의 보유는 기업가치에 음(-)의 영향을 미침을 보고하였다[4].

본 연구에서는 표본을 코스피기업과 코스닥기업으로 나누어 앞서 언급한 3개의 기간에 대하여 그 관련성을 분석함으로써 연구를 차별화 하고자 한다.

3. 연구설계

3.1 연구표본

본 연구의 표본은 다음의 요건을 충족하는 2007년~2016년의 KOSPI기업과 KOSDAQ기업을 대상으로 선정하였다.

- ① 12월 31일 결산법인
- ② 비금융업 기업
- ③ TS2000과 FnGuide에서 관련 재무자료를 입수할 수 있는 기업
- ④ 자본잠식이 아닌 기업

위 연구대상 기업연도 중 재무자료를 확보하기 어려

운 표본과 이상치를 제거하여 본 연구에 사용된 최종 연구표본은 코스피 2761개의 기업연도, 코스닥 3719개의 기업연도, 총 6480개의 기업연도 이다.

3.2 연구모형

3.2.1 분석모형

본 연구에서는 기업의 부동산보유가 기업가치에 어떤 영향을 주는가에 대해 검증하였다. 이를 위해 독립변수인 기업의 보유부동산 변수는 부동산보유비율을 사용하였고 종속변수인 기업가치는 M/B비율을 대리변수로 활용하였다. 본 연구를 위한 연구모형은 다음과 같다.

$$M/B_{i,t} = \alpha_1 + \alpha_2 CRER_{i,t} + \alpha_3 OWN_{i,t} + \alpha_4 FOR_{i,t} + \alpha_5 OUT_{i,t} + \alpha_6 LEV_{i,t} + \alpha_7 SIZE_{i,t} + \alpha_8 ROA_{i,t} + \alpha_9 CFO_{i,t} + \alpha_{10} RDCOM_{i,t} + \alpha_{11} GROW_{i,t} + \alpha_{12} BIG4_{i,t} + \alpha_{13} \sum ID + \alpha_{14} \sum YD + \epsilon_{i,t}$$

- 종속변수 :

M/B 비율=(자기자본의 시장가치 + 총부채의 장부가치)/총자산의 장부가치

- 독립변수 :

CRER=기업의 보유부동산 비율(사업용부동산+투자용부동산)/총자산

- 통제변수 :

OWN=내부대주주지분율, FOR=외국인지분율, OUT=사외이사비율, LEV=부채비율, SIZE=기업규모, ROA=기업성과, CFO=영업현금흐름, RDCOM=연구개발광고비, GROW=성장률, BIG4=감사인규모(대형회계법인 여부), ID=산업더미, YD=연도더미

본 연구에서의 관심사는 기업의 보유부동산 비율인 α_2 가 기업가치에 통계적으로 유의한 영향을 미치는가를 분석하는 것이며, 금융위기 기간인 2007~2008년, 금융위기 직후 기간인 2009~2011년, 그리고 IFRS 도입 이후 최근 기간인 2012~2016년 기간 각각 이 α_2 가 미치는 영향정도에 어떤 차이가 있는가를 파악하고, 이들 영향정도가 코스피시장 기업과 코스닥시장의 기업간에 또한 어떤 차이가 있는가를 살펴보는 것이다.

3.2.2 변수의 조작적 정의

(1) 독립변수 : 부동산보유비중(CRER)

기업부동산 관련 변수의 측정은 재무상태표 상의 유형자산 중 토지, 건설 중인 자산, 건물 및 부속설비, 구축물의 합계액을 사용하였고, 토지, 건설 중인 자산, 건물 및 부속설비, 구축물은 감가상각누계액, 손상차손누계액, 국고보조금 등 차감액을 차감한 순액으로 하였으며, 투

자부동산가액은 재무상태표 상의 투자자산 중 토지, 건물, 기타투자부동산의 총액을 사용하여[16] 유형자산인 부동산과 투자자산인 부동산을 합산하여 사용하였다. 이렇게 계산한 사업용부동산과 투자용부동산의 합계액을 총자산으로 나눈 백분율을 사용하였다.

(2) 종속변수 : 기업가치

기업가치에 대한 측정치는 여러 가지[17-20]가 있으나 본 연구에서는 기업가치의 대리변수로 장부가치 대비 시장가치의 변수인 M/B비율을 사용하였다. 이러한 M/B 비율은 기업의 자산 대체비용 대비 시장가치의 비율로 정의되어지는 TobinQ와도 밀접한 관계가 있기 때문에 TobinQ와 함께 기업가치의 대리변수로 많은 연구자들이 활용하고 있다.

(3) 통제변수

본 분석에서 사용한 통제변수는 다음과 같다. 먼저, 대주주지분율(OWN)은 대주주(주로 소유집중도)의 영향력을 통제[21-23]하기 위해 대주주1인 및 그 특수관계자의 지분율의 합으로 측정하였다. 외국인지분율(FOR)은 기말시점 외국인지분율의 합으로 측정하였으며, 사외이사 비율(OUT)은 총 등기이사 중 비상근 등기이사의 비율로 측정하였다. 부채비율(LEV)은 기업의 부채규모 영향을 통제[24,25]하기 위해 총부채를 총자산으로 나눈 값으로 측정하였고, 기업규모(SIZE)는 기업의 규모효과를 통제[26,27]하기 위해 총자산을 자연로그 취한 값으로 측정하였다. 총자산이익률(ROA)을 사용하여 기업의 수익성에 의한 영향력을 통제하였고, 영업현금흐름(CFO)은 영업현금흐름의 영향을 통제[28,29]하기 위해 영업현금흐름을 총자산으로 나눈 값으로 측정하였다. 연구개발광고비(RDCOM, 총자산 대비 연구개발광고비)는 개발 및 광고 효과로 인한 시장기회를 통제하였고, 성장률(GROW, (당해연도 매출액-전년도 매출액)/전년도 매출액)은 기업의 성장성이 미치는 영향력을 통제하기 위해 사용하였으며, 감사인규모(BIG4)는 감사품질의 영향을 통제하기 위해 통제변수에 포함하였다. 마지막으로 연구표본의 대상 기간에 따른 차이와 연구표본의 산업별 특성에 따른 차이를 통제하기 위해 산업더미(ID)와 연도더미(YD)를 통제변수에 포함하였다.

4. 실증분석

4.1 기술통계량

본 연구는 금융위기 기간과 그 이후 기간에서 기업이 보유하고 있는 부동산이 기업가치에 어떤 영향을 미치는가를 분석하고 이들 기간간의 차이가 KOSPI기업과 KOSDAQ기업 간에도 차이가 있는지를 분석하는 것이다. 이를 위한 표본기간은 금융위기 기간인 2007년~2008년, 금융위기 기간 직후인 2009년~2011년, 그리고 기업이 IFRS를 도입한 이후인 2012년~2016년이다. 이들 기간에 대한 회귀분석을 실시하기 전에 사전적으로 기술통계량과 상관관계분석 결과를 제시하였다.

Table 1. Descriptive Statistics

Variables	KOSPI (2007~2011년)		
	Mean	Median	Std. Deviation
M/B	0.915329	0.83	0.429427
CRER	25.74807	24.02	13.20832
OWN	29.13771	26.86	16.35653
FOR	12.86951	6.18	15.14985
OUT	37.82152	37.5	16.02666
LEV	51.73613	53.69	17.60593
SIZE	20.45895	20.115	1.637691
ROA	3.377531	3.585	5.859174
CFO	5.31416	4.87	7.198486
RDCOM	1.195915	0.51	1.76906
GROW	8.983037	8.54	26.12854
BIG4	0.741564	1	0.437943
KOSDAQ (2007~2011년)			
M/B	0.9780513	0.875	0.513147
CRER	21.908786	20.32	13.34706
OWN	26.697335	25.44	14.60156
FOR	4.5346573	0.53	8.914195
OUT	32.602427	33.33	16.0246
LEV	50.991137	51.96	19.12284
SIZE	18.768096	18.63	0.835833
ROA	0.4527242	1.98	10.04259
CFO	4.2430249	3.98	8.379517
RDCOM	1.6958839	0.81	2.376981
GROW	13.571009	7.22	39.60547
BIG4	0.4767146	0	0.499669

다만 이들 통계량은 주된 분석이 아닌 회귀분석을 위한 보완적 분석이므로 회계적 변화가 큰 IFRS도입 시기를 기준으로 구분하여 KOSPI기업과 KOSDAQ기업 각각에 대해 2007년~2011년과 2012년~2016년의 결과만을 제시하고자 한다.

Table 2. Descriptive Statistics

Variables	KOSPI (2012~2016년)		
	Mean	Median	Std. Deviation
M/B	1.0525	.9100	.57739
CRER	25.6350	23.8050	14.36278
OWN	31.4489	28.3200	17.65051
FOR	11.4861	5.6300	13.80717
OUT	37.9451	40.0000	16.63032
LEV	48.2647	50.0050	18.83340
SIZE	20.4202	20.1200	1.61713
ROA	1.9698	2.6000	6.68804
CFO	5.0172	5.0650	6.64651
RDCOM	1.2846	.4800	1.97921
GROW	3.7736	1.8850	18.25573
BIG4	.72	1.00	.451
KOSDAQ (2012~2016년)			
M/B	1.3041	1.0500	.85010
CRER	23.7490	22.6150	13.89820
OWN	27.4599	25.4700	15.11896
FOR	4.4968	1.2900	8.21635
OUT	32.4168	33.3300	15.06543
LEV	18.6620	18.5500	.84532
SIZE	44.0943	44.6100	19.91852
ROA	.7946	2.4850	10.18879
CFO	4.7192	4.9000	8.43330
RDCOM	2.1502	1.1200	2.71857
GROW	7.8065	3.1550	33.51762
BIG4	.46	0.00	.499

본 연구의 핵심변수인 기업의 보유부동산 비중(CRER)은 2007년~2011년에 KOSPI기업이 25.748%이고 KOSDAQ기업이 21.908%로 KOSPI기업의 보유비율이 높았다. 반면 IFRS도입 이후인 2012년~2016년은 KOSPI기업이 25.635%이고 KOSDAQ기업은 23.749%로 KOSPI기업의 보유비율이 KOSDAQ기업의 보유비율 보다 높기는 하지만 그 차이가 IFRS 이전보다는 적게 나타났다. 그 외 통제변수들에 대한 기술통계량은 제시된 표를 참고하기로 한다.

4.2 상관관계

다음 Table 3과 Table 4는 회귀분석을 실시하기에 앞서 KOSPI기업과 KOSDAQ기업 각각에 대해 2007년~2011년과 2012년~2016년을 대상으로 각 변수들 간의 Pearson 상관관계분석 결과를 제시한 것이다.

핵심변수인 기업의 보유부동산 비중(CRER)과 종속변수인 기업가치(M/B비율)간에는 모든 경우 통계적으로 유의한 음(-)의 상관관계를 보여 기업의 보유부동산 비중은 기업가치에 부(-)의 영향을 끼칠 가능성이 예측된다.

Table 3. Pearson Correlation (2007~2011년)

	①	②	③	④	⑤	⑥
①		-.142**	.085**	.267**	.190**	.169**
②	-.145**		-0.01752	-.109**	-0.04982	-0.02436
③	.003	-.037		.085**	0.045517	-.102**
④	.049	-.008	.101**		.313**	-.106**
⑤	.070*	-.046	.142**	.044		.066*
⑥	.100**	.166**	-.088**	-.116**	-.124**	
⑦	-.024	.074*	.069*	.278**	-.192**	.215**
⑧	-.146**	-.009	.060*	.160**	-.151**	-.260**
⑨	-.088**	-.012	.045	.162**	-.058*	-.202**
⑩	.121**	-.156**	-.042	.130**	.053	-.172**
⑪	.120**	-.043	-.059*	-.012	-.040	.042
⑫	.055	-.052	.077**	.111**	-.034	.048
	⑦	⑧	⑨	⑩	⑪	⑫
①	.156**	.161**	.127**	.193**	.126**	.120**
②	-0.04201	-.112**	-.087**	0.001105	-.057*	-.102**
③	-.061*	0.043852	0.024516	0.03594	0.002305	.056*
④	.439**	.253**	.231**	.240**	0.013246	.311**
⑤	.436**	0.041573	.094**	.125**	.065*	.146**
⑥	.239**	-.336**	-.265**	-.112**	.060*	0.029235
⑦		.124**	.114**	.070*	.059*	.422**
⑧	.189**		.472**	.142**	.167**	.168**
⑨	.045	.428**		.218**	0.007935	.162**
⑩	.033	-.043	.058*		-0.02849	.146**
⑪	.059*	.185**	.010	-.047		-0.02916
⑫	.213**	.055	.073*	.140**	-.002	

Notes1) Upper right : KOSPI, Lower left : KOSDAQ
 Notes2) ** and * is significant level at the 1% and 5% respectively (two-tailed)
 Notes3) ①M/B, ②CRER, ③OWN, ④FOR, ⑤OUT, ⑥LEV, ⑦SIZE, ⑧ROA, ⑨CFO, ⑩RDCOM, ⑪GROW, ⑫BIG4

Table 4. Pearson Correlation (2012~2016년)

	①	②	③	④	⑤	⑥
①		-.156**	.017	.147**	.068**	-.062**
②	-.129**		.036	-.158**	-.069**	.059*
③	-.027	-.039*		.021	.002	.031
④	.101**	-.143**	.060**		.299**	-.080**
⑤	.076**	-.038*	.160**	-.042*		.088**
⑥	-.130**	.124**	-.114**	-.125**	-.093**	
⑦	-.164**	-.014	.194**	.276**	-.125**	.189**
⑧	-.050**	-.110**	.142**	.196**	-.096**	-.326**
⑨	-.009	-.069**	.150**	.212**	-.062**	-.254**
⑩	.190**	-.116**	-.104**	.103**	-.033	-.129**
⑪	.131**	-.076**	.003	.026	.011	.038*
⑫	-.004	-.058**	.111**	.113**	-.064**	.031
	⑦	⑧	⑨	⑩	⑪	⑫
①	-.065**	.113**	.105**	.235**	.100**	-.027
②	-.061*	-.082**	-.065**	-.052*	-.043	-.119**
③	.017	.066**	.106**	-.017	.006	.101**
④	.482**	.262**	.279**	.173**	.040	.271**
⑤	.432**	.006	.051*	.043	.000	.169**
⑥	.255**	-.322**	-.172**	-.173**	.004	.082**
⑦		.155**	.153**	.028	.064**	.481**
⑧	.225**		.497**	.107**	.233**	.155**
⑨	.161**	.530**		.131**	.082**	.160**
⑩	-.055**	-.016	.019		.075**	.095**
⑪	.072**	.215**	.098**	.012		.041
⑫	.190**	.090**	.084**	.096**	.023	

4.3 회귀분석 결과

다음 Table 5는 KOSPI기업과 KOSDAQ기업 각각에 대해 금융위기 기간(2007년~2008년)을 대상으로 다중회귀분석을 통해 기업의 부동산보유비중이 기업가치에 어떤 영향을 끼치는가를 분석한 결과이다. 다중회귀분석은 독립변수와 종속변수간의 인과관계를 분석하는 도구로 여러 분야의 연구[30,31]에서 광범위하게 사용되는 분석 기법으로 본 연구에서도 이 분석기법을 사용하였다.

먼저, KOSPI기업의 경우 기업의 부동산보유비중(CRER)이 기업가치(M/B비율)에 -0.058(표준화 계수)의 영향을 끼쳤고 KOSDAQ기업의 경우에는 -0.096(표준화 계수)의 영향을 끼쳤으나 두 경우 모두 유의수준 5%하에서 통계적으로 유의하지 않았다.

Table 5. Results of regression

Dependent Variable : M/B			
KOSPI (2007~2008)			
Independent Variable	coefficient	t	p
CRER	-0.058	-1.360	0.175
OWN	-0.019	-0.458	0.647
FOR	0.181	3.699	0.000
OUT	0.111	2.418	0.016
LEV	0.231	4.869	0.000
SIZE	-0.174	-3.161	0.002
ROA	0.150	2.930	0.004
CFO	0.120	2.547	0.011
RDCOM	0.261	6.138	0.000
GROW	0.071	1.611	0.108
BIG4	0.018	0.410	0.682
ID, YD		Included	
Adj. R ²		0.346	
F(significant level)		10.211(0.000)	
KOSDAQ (2007~2008)			
CRER	-0.096	-1.825	0.069
OWN	-0.017	-0.337	0.736
FOR	0.148	2.724	0.007
OUT	-0.037	-0.706	0.481
LEV	0.146	2.434	0.015
SIZE	-0.148	-2.563	0.011
ROA	-0.096	-1.562	0.119
CFO	-0.144	-2.522	0.012
RDCOM	0.092	1.680	0.094
GROW	0.052	1.019	0.309
BIG4	-0.008	-0.149	0.882
ID, YD		Included	
Adj. R ²		0.195	
F(significant level)		4.410(0.000)	

다음 Table 6은 KOSPI기업과 KOSDAQ기업 각각에 대해 금융위기 직후기간(2009년~2011년)을 대상으로 다중회귀분석을 통해 기업의 부동산보유비중이 기업가치

에 어떤 영향을 끼치는가를 분석한 결과이다.

먼저, KOSPI기업의 경우 기업의 부동산보유비중(CRER)이 기업가치(M/B비율)에 -0.117(표준화 계수)의 영향을 끼쳤고 KOSDAQ기업의 경우에는 -0.153(표준화 계수)의 영향을 끼쳐 KOSDAQ기업의 경우가 KOSPI기업의 경우에 비해 부동산 보유비중이 기업가치에 상대적으로 더 큰 음(-)의 영향을 끼치는 것으로 나타났다. 이는 이 기간이 금융위기를 겪은 직후이므로 보유한 기업부동산 보유비중의 평균정도 보다는, KOSPI기업에 비해 기업의 경제적 여력이 상대적으로 작은 KOSDAQ기업의 경우 유동성이 떨어지는 부동산의 보유가 기업가치에 더 크게 부정적 영향을 주는 것으로 판단된다.

Table 6. Results of regression

Dependent Variable : M/B			
KOSPI (2009~2011)			
Independent Variable	coefficient	t	p
CRER	-0.117	-3.364	0.001
OWN	0.020	0.603	0.547
FOR	0.220	5.484	0.000
OUT	0.133	3.448	0.001
LEV	0.322	8.273	0.000
SIZE	-0.163	-3.353	0.001
ROA	0.124	3.089	0.002
CFO	0.087	2.260	0.024
RDCOM	0.076	2.173	0.030
GROW	0.077	2.253	0.025
BIG4	-0.009	-0.226	0.821
ID, YD		Included	
Adj. R ²		0.266	
F(significant level)		10.903(0.000)	
KOSDAQ (2009~2011)			
CRER	-0.153	-4.004	0.000
OWN	0.017	0.466	0.642
FOR	0.038	0.940	0.348
OUT	0.043	1.150	0.250
LEV	0.128	3.092	0.002
SIZE	-0.044	-1.056	0.292
ROA	-0.088	-2.020	0.044
CFO	0.034	0.847	0.398
RDCOM	0.081	2.125	0.034
GROW	0.172	4.544	0.000
BIG4	0.054	1.432	0.153
ID, YD		Included	
Adj. R ²		0.177	
F(significant level)		6.348(0.000)	

다음 Table 7은 KOSPI기업과 KOSDAQ기업 각각에 대해 IFRS도입 이후기간(2012년~2016년)을 대상으로 다중회귀분석을 통해 기업의 부동산보유비중이 기업가

치에 어떤 영향을 끼치는가를 분석한 결과이다.

Table 7. Results of regression

Dependent Variable : M/B			
KOSPI (2012~2016)			
Independent Variable	coefficient	t	p
CRER	-0.127	-5.289	0.000
OWN	-0.044	-1.893	0.059
FOR	0.183	6.512	0.000
OUT	0.101	3.927	0.000
LEV	0.104	3.829	0.000
SIZE	-0.276	-8.256	0.000
ROA	0.095	3.279	0.001
CFO	0.068	2.539	0.011
RDCOM	0.195	8.105	0.000
GROW	0.110	4.649	0.000
BIG4	-0.032	-1.225	0.221
ID, YD		Included	
Adj. R ²		0.183	
F(significant level)		13.918(0.000)	
KOSDAQ (2012~2016)			
CRER	-0.084	-4.553	0.000
OWN	-0.056	-3.082	0.002
FOR	0.128	6.779	0.000
OUT	-0.026	-1.485	0.138
LEV	0.032	1.509	0.131
SIZE	-0.224	-10.732	0.000
ROA	-0.031	-1.343	0.179
CFO	0.038	1.829	0.068
RDCOM	0.160	8.653	0.000
GROW	0.125	6.908	0.000
BIG4	0.029	1.577	0.115
ID, YD		Included	
Adj. R ²		0.203	
F(significant level)		25.478(0.000)	

먼저, KOSPI기업의 경우 기업의 부동산보유비중(CRER)이 기업가치(M/B비율)에 -0.127(표준화 계수)의 영향을 끼쳤고 KOSDAQ기업의 경우에는 -0.084(표준화 계수)의 영향을 끼쳐 KOSPI기업의 경우가 KOSDAQ기업의 경우에 비해 부동산 보유비중이 기업가치에 상대적으로 더 큰 음(-)의 영향을 끼치는 것으로 나타났다. 이는 기업의 국제화가 심해지고 회계처리가 국제화기준을 준수하면서, 동시에 Table 2의 기술통계량에서 보는 바와 같이 KOSPI기업의 평균적인 부동산 보유비중(평균 25.635)이 KOSDAQ기업의 평균적인 부동산 보유비중(평균 23.749) 보다 상대적으로 크므로 유동성이 낮은 부동산 보유비중이 상대적으로 더 높은 KOSPI기업의 경우에 부동산 보유비중이 기업가치에 상대적으로 더 큰 부정적 영향을 미치는 것으로 판단된다.

분석결과에 대한 이해도를 높이기 위하여 이상의 3개

기간에 대한 기업의 부동산 보유비중(CRER)이 기업가치(M/B비율)에 미치는 영향을 다른 통제변수들은 제외하고 부동산 보유비중 변수만 제시하면 다음 Table 8과 같다.

결과적으로 기업에서 부동산 보유비중을 높일수록 기업가치는 하락하는 바, 이러한 현상이 금융위기 등 특이한 경제적 위기상황에서는 통계적으로 유의미한 결과를 찾을 수 없었으며, 금융위기 직후에는 경제적 여력이 상대적으로 낮은 KOSDAQ기업이 경제적 여력이 상대적으로 큰 KOSPI기업에 비해 기업의 보유부동산 비중이 기업가치에 끼치는 영향이 보다 크게 부정적 영향을 미치는 것으로 나타났다. 그러나 IFRS도입 이후에는 KOSDAQ기업에 비해 부동산 보유비중의 평균이 더 높은 KOSPI기업의 경우에 기업의 보유부동산 비중이 기업가치에 끼치는 영향이 더 크게 부정적 영향을 미치는 것으로 나타났다.

Table 8. Results of regression(Summary)

Dependent Variable : M/B			
KOSPI			
CRER	coefficient	t	p
2007~2008	-0.058	-1.360	0.175
2009~2011	-0.117	-3.364	0.001
2012~2016	-0.127	-5.289	0.000
KOSDAQ			
2007~2008	-0.096	-1.825	0.069
2009~2011	-0.153	-4.004	0.000
2012~2016	-0.084	-4.553	0.000

5. 결론

본 연구는 기업이 보유하고 있는 부동산비중이 기업가치에 미치는 영향을 3개의 기간(2007년~2008년, 2009년~2011년, 2012년~2016년)에 대하여 KOSPI기업과 KOSDAQ기업을 대상으로 각각 비교분석하였다. 이를 위한 최종표본으로 코스피 2761개 기업연도와 코스닥 3719개 기업연도를 선정하였다. 본 연구의 핵심변수인 부동산보유비중 이외의 통제변수들(내부대주주지분율, 외국인지분율, 사외이사비율, 부채비율, 기업규모, 기업성과, 영업현금흐름, 연구개발광고비, 성장률, 감사인규모, 산업, 연도)은 선행연구에서 사용된 변수들을 선택하였다.

분석결과 기업의 부동산보유비중이 높을수록 기업가치는 음(-)의 관련성을 갖고 있었고, 이를 각 시장별로

비교해 보면 금융위기 기간 중에는 코스피기업과 코스닥 기업 모두 통계적으로 유의한 영향을 미치지 않았으며, 금융위기 직후에는 코스닥기업이 코스피기업에 비해 기업가치에 영향을 미치는 정도가 보다 크게 음(-)의 영향을 미쳤으나 IFRS도입 이후 최근까지는 코스피기업이 코스닥기업에 비해 기업가치에 더 큰 음(-)의 영향을 미쳤다. 이러한 최근의 현상은 코스피기업의 평균적 부동산보유비중이 코스닥기업의 평균적 부동산보유비중보다 커서 기업의 유동성이 낮아지는데 기인된 것으로 생각된다.

이상의 본 분석결과에 의하면 기업이 보유한 부동산 비중은 기업가치에 부정적 영향을 미치게 되며 따라서 각 기업은 그 기업에서의 적정한 부동산보유비중 정도를 파악하는데 보다 많은 관심을 가져야 할 것이고 각 기업이 보유한 부동산의 최유효활용방안에 대한 분석과 결정을 끊임없이 해야 할 것으로 판단된다. 이는 기업이 처한 경제적 상황(시기)과 시장(코스피시장과 코스닥시장)에 따라 차이가 있을 것이며, 기업은 그 기업의 상황에 적합한 부동산 보유비중을 유지하는 정책결정에 본 분석은 기초 자료가 될 것이다.

본 연구는 부동산보유비중의 기업가치 관련성에 대하여 금융위기기간과 그 직후기간, 그리고 IFRS 도입 이후 최근 기간으로 기간을 3개로 구분하여 각각의 기간에 대하여 코스피시장기업과 코스닥시장기업에 따른 그 영향 정도를 각각 비교한 점에서 차별성을 갖는다.

본 분석결과 나타난 KOSPI기업과 KOSDAQ기업 간의 기간 간 영향정도의 차이 발생 원인에 대한 추가적인 심도 있는 분석이 필요함을 느끼며, 또한 기업의 부동산 보유비중에 영향을 미치는 요인을 포함하는 분석은 향후 연구로 남긴다.

REFERENCES

- [1] G. Donaldson. (1984). *Managing Corporate Wealth : The Operations of a Comprehensive Financial Goals Systems*, New York : Praeger Publishers.
- [2] D. W. Kim, M. C. Kim & B. G. Kim. (2014). An Empirical Study on the Factors between Korean Corporate Governance and Corporate Real Estate Holding Policies. *Review of DEAHAN Association of Business Administration, May*, 588-607.
- [3] D. W. Kim & B. G. Kim. (2015). Corporate Investment Real Estate and Corporate Value -Evidence from Korean Listed Companies-, *Review of business & economics*, 28(6), 2523-2542.
- [4] M. C. Kim. (2014). *A Study on the Effect of Corporate Real Estate Policy and Corporate Governance on Firm Value*. Doctoral dissertation. Changwon National University, KyeongNam.
- [5] W. S. Jung. (2010). An Empirical Study on the Relationship Between Corporate Real Estate Ownership and the Price Book Value Ratio. *Real Estate Research*, 20(2), 65-89.
- [6] Y. S. Choi. (2012). *A Study on the Effect of Corporate Real Estate Acquisition and Sale on the Corporation Value*. Master dissertation. KonKuk University, Seoul.
- [7] B. M. Kim & C. H. Lee. (2018). The Relationship on Corporate Governance, Corporate Real Estate Holding Policies and Firm Value: Focus on IFRS Adoption. *Journal of Digital Convergence*, 16(9), 125-132.
- [8] C. H. Lee. (2017). A Study on Relations of Macroeconomic Events and Investment Real Estate Holdings of Corporate -Including comparisons of KOSPI and KOSDAQ Listed Companies in Financial Crisis-. *Journal of Digital Convergence*, 15(11), 113-120.
- [9] J. S. Kim & G. W. Jeong. (1993). A Study on the Corporate Real Estate Retention and Corporation Value. *The Korean Journal of Financial Management*, 10(2), 53-81.
- [10] J. S. Kang & H. T. Sim. (1998). The Effect of Real Estate Holdings on Price to Book Value Ratio. *Journal of Tax and Accounting*, 5(1). 361-384
- [11] W. C. Gang & S. S. Ko. (2015). An Empirical Study on the Influence of the Corporate Real Estate on the value of Firm. *Korea Capital Market Institute*, 29(1), 191-214.
- [12] R. Constand & M. Lewis & J. Sullivan. (1991). Factors Affecting Price Earnings Ratios and Market Value of Japanese Firms. *Financial Management*, 20(4), 68-79.
- [13] H. Y. Lee & M. H. Cho. (2009). An Empirical Study on the Influence of the Possession and Investment Estate on the Value of Firm. *Korean Corporation Management Review*, 16(4), 67-81.
- [14] J. S. Kim & J. H. Choi. (1995). A study on the effect of the corporate real estate acquisition and sale on the stock return. *Journal of Korea Securities*, 18(1), 283-332.
- [15] D. Brounen & G. Colliander & P. M. A. Eichhiltz. (2009). Corporate Real Estate and Stock Performance in the International Retail Sector. *Journal of Corporate Real*

- Estate*, 7(4), 287-299.
- [16] M. D. Kim. (2016). *A Study on the Effect of Corporate Social Responsibility on Corporate Real Estate Policy : Using KEJI Index and SRI Index*, Doctoral dissertation. Pusan National University, Busan.
- [17] J. G. Sohn & S. H. Kim & K. S. Bae. (2016). Selling and Administrative Expenses according to Company Characteristics Impact on the Enterprise Value. *Tax Accounting Research*, 48, 77-100.
- [18] J. M. Kwak. (2016). Relevancy between Technology Value and Firm Value of KOSPIIPO Firm. *Tax Accounting Research*, 48, 57-75.
- [19] T. W. Kim & I. O. Hawng. (2017). Firm Value and Discretionary Accruals on Earnings Loss Avoidance Firms. *Tax Accounting Research*, 51, 1-25.
- [20] H. S. Wang & H. H. Ki. (2016). Capital Cost and Value Relevance between Global and Non-global Firms since K-IFRS. *Tax Accounting Research*, 50, 19-40.
- [21] R. Morck & A. Shleifer & R. Vishny. (1988). Management Ownership and Market Valuation : An Empirical Analysis. *Journal of Financial Economics*, 20, 293-316.
- [22] T. Mitton. (2002). A Cross-Firm Analysis of the Impact of Corporate Governance on the East Asian Financial Crisis. *Journal of Financial Economics*, 64, 215-241.
- [23] J. S. Baek, J. K. Kang & K. S. Park. (2004). Corporate Governance and Firm Value: Evidence Form the Korean Financial Crisis. *Journal of Financial Economics*, 71, 265-313.
- [24] F. L. Jones. (1996). The Incremental Content of the Auditor's going-concern Evaluation. *Journal of Accounting and Public Policy*, 15, 1-27.
- [25] A. D. Blay & M. A. Geiger. (2001). Market Expectation for First-Time Going-Concern Recipients. *Journal of Accounting, Auditing and Finance*, 209-226.
- [26] R. Atiase. (1985). Predisclosure Information Firm Capitalization and Security Price Behavior Around Earnings Announcements. *Journal of Accounting Research*, 23, 21-36.
- [27] S. K. Fleak & E. R. Wilson. (1994). The Incremental Information Content of the Going-concern Audit Opinion. *Journal of Accounting, Auditing and Finance*, winter, 149-166.
- [28] M. DeFond & J. Jiambalvo. (1994). Debt Covenant Violation and Manipulation of Accruals. *Journal of Accounting and Economics*, 17(January), 145-176.
- [29] P. Healy & K. Palepu. (1993). The Effect of Firm's Financial Disclosure Policies on Stock Prices. *Accounting Horizons*, 7(March), 1-11.
- [30] K. I. Kim. (2016). The Impact of several management tools and techniques adoption on strong small business enterprises' Performance. *Journal of Convergence Society for SMB*, 6(3), 7-12.
- [31] S. M. Kim & H. S. Choi. (2013). Analysis on the Relation between Small and Medium Firm's Stability and Tax Avoidance. *Journal of Convergence Society for SMB*, 3(2), 1-8.

이 찬 호(Lee, Chan Ho)

[정회원]



- 1995년 2월 : 아주대학교, 경영학 박사

- 2010년 8월 : 건국대학교, 부동산 학박사

- 2006년 3월 ~ 현재 : 부산대학교 경영학과 교수

- 관심분야 : 원가 · 관리회계, 부동산평가 · 금융

- E-Mail : lechanho@pusan.ac.kr