

기업지배구조와 기업부동산 보유정책과 기업가치와의 관련성: IFRS도입을 중심으로

김병만¹, 이찬호^{2*}

¹부산대학교 경영컨설팅학 박사, ²부산대학교 경영학과 교수

The Relationship on Corporate Governance, Corporate Real Estate Holding Policies and Firm Value: Focus on IFRS Adoption

Byung-Man Kim¹, Chan-Ho Lee^{2*}

¹Ph.D. of Business Consulting, Pusan National University

²Professor, Dept. of Business Administration, Pusan National University

요 약 기업자산에 있어서 기업부동산비율이 자산을 구성하는 구성요소 중 상당한 비중을 차지 하고 있음에도 불구하고, 국내에서는 이러한 연구가 부족하고, 부동산을 효율적으로 활용하는 정책이 제대로 갖춰져 있지 않은 실정이다. 특히, IFRS 도입 후, 자산이 재평가되면서 기업부동산자산을 유용하게 활용할 필요성이 있다. 이를 위해 본 연구에서는 2010년~2016년 사이의 재무데이터를 바탕으로 기업지배구조와 기업부동산 보유정책 및 기업가치간의 관련성을 분석하였다. 회귀분석 결과, 기업지배구조가 독재적 지배구조일수록 기업부동산 보유비중이 높은 것으로 나타났다. 다음으로 기업부동산 보유비중이 높을수록 기업가치는 오히려 낮아지는 결과를 보였다. 이러한 결과를 통해 기업부동산비중을 적절히 가져감으로써 기업가치를 높이는 정책이 필요함을 시사한다. 향후에는 기업부동산 보유정책의 매개적 효과를 검증함으로써 기업부동산 보유정책이 기업지배구조와 더불어 기업가치에 상당한 영향을 미치는 중요한 자산임을 보여주는 연구를 진행하고자 한다.

주제어 : 기업지배구조, IFRS(국제회계기준), 기업부동산, 기업부동산 보유정책, 기업가치

Abstract Despite the fact that corporate real estate ratio accounts for a considerable proportion of the assets, such researches and studies are lacking and there is not enough such policies to utilize real estate more effectively in Korea. In particular, after IFRS adoption, the owner and manager needs to utilize corporate real estate assets as the assets are revalued. In this study, we analyzed the relationship between corporate governance, corporate real estate holding policies and firm value based on financial data from 2010 to 2016. As a result of regression analysis, this study showed that more Dictatorship Portfolio, the higher proportion of corporate real estate holdings. Next, the higher proportion of corporate real estate holdings, the lower the firm value. This study suggests that corporate real estate is recognized an important factor and should have proper holding ratio. I will continue my research to show that the corporate holding policies are an important asset impact by verifying the mediating effect between corporate governance and firm value in the future.

Key Words : Corporate Governance, IFRS(International Financial Reporting Standards), Corporate real estate, Corporate real estate holding policy, Firm value

*This thesis is a revision of the doctoral dissertation of the first author.

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

Received July 3, 2018

Revised August 14, 2018

Accepted September 20, 2018

Published September 28, 2018

1. 서론

1.1 연구의 필요성과 연구목적

부동산이란, 토지 및 그 위의 정착물을 말하며, 기업이 사업 또는 투자를 위해 보유하고 있는 비유동적 자산을 기업부동산이라 말한다. 기업의 자산 중 기업부동산이 차지하는 비중 또한 크고[1], 그에 대한 자산 평가로 인해 기업가치나 주가에 영향을 미치는 일이 적지 않다. 기업 부동산 정책에 대한 연구가 활발히 진행되고, 기업부동산관련 정책이 발달되어 있는 미국에서는 상장된 기업들 중 25%의 비중으로 기업부동산을 보유하고 있으며[2,3], 영국에서는 자산 중 30~40%의 비중으로 기업부동산을 보유하고[4], 아시아권에서 기업부동산정책이 발달된 싱가포르, 홍콩 등의 기업들 또한 평균 30%의 비중으로 부동산을 보유하고 있으며, 국내 또한 유가증권에 상장되어 있는 기업들이 평균 24% 이상 기업부동산을 보유하고 있다[5]. 기업부동산의 높은 자산 비중으로 APT(재평가 격결정이론)에 따른 초과수익을 설명하는데 있어서 하나의 중요한 요인이 될 수 있으며[6], 이러한 부동산 자산의 역할에 따라 기업의 경영성과나 기업가치의 영향을 미칠 수 있다.

더욱이 외환위기와 금융위기 후, 기업의 도덕성이 도마에 오르며, 지배구조개편과 더불어 회계방식 또한 기존의 GAAP방식에서 국제기준에 부합하는 IFRS¹⁾를 도입하게 되었다[7]. 즉, 원칙중심의 회계기준체계를 가지고, 연결재무제표를 중심으로 재무제표를 구성함으로써 회계조작의 위험성을 줄이는 것이 가능하게 되었다[8]. 그동안 부동산 조세정책의 변화에 따른 연구는 있지만 [9], 이러한 지배구조의 개편과 IFRS도입 후 기업의 투명성과 기업부동산의 재평가로 인해 기업지배구조와 기업부동산 보유비중 및 기업가치와의 관련성이 어떻게 영향을 미치는가에 대한 연구는 아직 미미하다. 따라서, 이에 대한 관련성을 연구하고 연구 결과에 따른 시사점이 무엇인가? 에 대한 질문에서 본 연구를 하고자 하였다.

그동안 기업부동산에 대한 연구가 활발하고, 기업부동산정책에 대한 체계가 갖추어진 유럽, 미국, 싱가포르, 홍콩

에서는 다수의 연구논문이 있으나 국내에는 아직 연구가 미흡하며, IFRS이후의 관련성을 다룬 연구는 없어 기업부동산 정책을 수행하는데 시사하는 바가 크다고 할 수 있다.

본 연구에서는 기업지배구조개편 및 IFRS를 도입하는 사회분위기에서의 기업지배구조와 기업부동산보유정책 및 기업가치와의 관련성을 살펴보고자 한다. 이러한 연구결과를 바탕으로 기업이 사업을 영위하는데 있어 부동산을 어떻게 활용하는게 유리한지에 대한 의사결정에 도움이 되었으면 하는 바램이다.

1.2 연구방법 및 논문의 구성

본 연구에서는 유가증권시장의 비금융권 기업을 대상으로 IFRS도입이 본격화된 2010년부터 2016년까지의 기업을 대상으로 분석하고자 한다. 본 연구에서 이론적배경에서는 각 키워드에 대한 의미를 구체적으로 다루고, 실증분석에서는 설계모형, 표본수집과정을 설명하고, 결과에서 요약·분석 및 시사점을 제시하고자 한다.

2. 이론적 배경

2.1 기업지배구조

기업지배구조란 기업경영의 통제시스템으로 기업의 경영 또는 기업의 이해관계자들의 이해관계를 조정하고, 규율하는 제도적 장치나 운영기구를 일컫는다. Williamsom(1983)은 지배구조를 대리인문제(비용), 거래비용과 연관지어 경영자의 행위를 감시, 규제하는 메커니즘이라고 하였고[10], 이와 같은 개념으로 Farinha[2003]는 경영자의 행위를 감시하는 제도적 장치가 주인-대리인의 이해를 조정하고, 이것이 기업지배구조를 설명한다고 하였다[11]. 왕윤중·이정봉(1997)은 경영진의 선임과 경영진의 의사결정과정을 통제하는 체제로 광의의 개념으로는 주주, 경영진과 이해관계자들 간의 지배권을 조정하고 규율하는 운영메커니즘을 말하고, 협의의 개념으로는 기업경영에 대한 통솔체제와 경영진에 대한 영향력을 결정짓는 기업 통제권의 구조를 의미한다고 하였다 [12]. 앞선 선행연구자들의 주장에 따라 넓게는 기업투자자 또는 감시기관으로부터 기업경영자들이 이해관계자, 특히 주주의 이익을 위해 역할을 다할 수 있도록 감시·통제하는 체계를 의미하고, 좁게는 기업경영과 관련된 의사결정에 영향을 미치는 개별적 요소로 이해할 수 있다.

1) IFRS(International Financial Reporting Standards): 국제회계기준위원회(IASC: International Accounting Standards Committee)가 기업의 회계처리와 재무제표에 대한 국제적 통일성을 높이기 위해 제정한 국제회계기준을 말한다. 국내에는 2009년부터 국내 상장사에 순차적으로 도입했으며, 2011년도에는 의무적으로 모든 국내 상장사에 도입이 되었다.

2.2 기업부동산 및 기업부동산 정책

기업부동산은 기업이 보유하고 있는 비유동적인 자산을 말하며, 연구자에 따라 견해의 차이를 보이고 있다. Noha(1993)은 기업부동산을 부동산업을 주사업으로 하는 기업을 제외한 기업이 사업이나 제품제조를 목적으로 사용하는 건물, 건축물 등의 부동산이라고 정의하였고 [13], 정완성(2010)은 기업부동산이란 부동산 운영과 투자를 주목적으로 하는 기업을 제외한 일반기업이 이용하는 토지, 건물, 건축물 등의 부동산을 통칭한다고 하였다 [1]. 본 연구에서는 기업의 비유동적 자산 중 토지, 건물, 건축물과 건설중인 자산으로 한정한다. 기업부동산을 사업영위의 수단으로 또는 투자의 수단으로 활용할 수 있으며, 그러한 특성으로 인해 투자부동산과 사업부동산으로 나누어 분석한 연구결과도 있다[14,15]. 이러한 기업부동산은 그 보유정책 및 전사적 방향이나 취지에 따라 기업가치에 다양한 영향을 미치는 요인이 되기도 한다.

2.3 IFRS도입배경

우리나라는 1996년 외환위기와 2007년 금융위기를 겪으면서 많은 외국의 자본과 투자자가 국내에 유입됨에 따라 기업의 재정투명성과 국제기준에 부합하는 제도마련의 필요성으로 2009년부터 도입을 시작해 2011년도 국내 모든 상장사들이 의무적으로 도입하도록 하였다. 최관, 박종일, 최성호(2013)는 IFRS도입으로 회계의 질이 개선되고, 재무적 정보환경이 나아져 투명성과 신뢰성 제고를 위해 자산을 활용을 하는데 있어 기업가치를 높이기위해 노력한다고 하였고[16], 김용식·조상민(2014)은 IFRS도입으로 정보비대칭, 자본비용 감소로 인해 자산이 재평가될 수 있다고 하였다[17]. Barth et al.(2008)은 이러한 사회적 제도변화로 IFRS도입 후의 회계의 질이 향상되고, 기업의 재정투명성으로 내부적으로는 경영성과를 올리고, 외부적으로는 정보비대칭의 해소로 자산이 재평가될 수 있다고 보았다[18]. 앞선 선행연구를 통해 IFRS도입 이후 기업의 재무투명성과 신뢰도 및 공시제도의 강화로 인해 기업부동산의 자산재평가로 인한 영향이 있을 것으로 보여진다.

2.4 기업가치

구승환·왕평·장성용(2014)에 따르면 기업가치란 지속적으로 사업을 영위하기 위한 가치평가인 존속가치를 말한다[19]. 그러한 기업가치에 대한 측정을 추가정보에 대

한 변화량이나[20], 주가를 활용한 시장가치와 실질적 기업가치를 반영하는 장부가치를 바탕으로 하는 경우가 많으나, 기업가치를 명확한 기준으로 정확히 평가하기란 쉽지 않다. 따라서, 기업가치에 대한 평가방법이 연구자에 따라 다양하며, 이러한 방법에는 수익가치법, 시장가치법이 있으며, 지표로는 PER, EV, EVA, MVA 등이 많이 쓰여진다. TobinQ는 기업의 시장가치와 기업 실물자본의 대체비용으로 기업가치를 산정하는 것으로 그 비율에 따라 투자를 결정한다고 하였다. Q비율이 1보다 높으면 투자를 늘리지만, Q비율이 1보다 작으면 투자를 멈춘다[21]. M/B비율 또한 TobinQ와 높은 관련성으로 인해 기업가치의 척도로써 이용되는 변수이며, 1을 넘으면 시장가치가 장부가치보다 높은 의미로 기업의 미래가치를 높게 보는 경향이 있으며, 1보다 낮으면 시장가치가 실제 장부가치보다 낮은 의미로 미래가치를 낮게 보는 경향이 있다.

2.5 기업지배구조, 기업부동산 정책 및 기업가치와의 관련성

2.5.1 기업지배구조와 기업부동산 정책과의 관련성

연구자들에 따라 기업지배구조가 기업부동산정책에 미치는 영향은 여러 견해를 보여준다. Jensen(1986)에 따르면 주인-대리인 이론에 근거하여, 경영자의 영향력이 높을수록 사적인 이익추구를 위해 부동산보유비율을 높인다고 보았으며[22], 김민채·김동욱·김병곤(2014)은 내부지분율이 낮을수록 보상을 위한 기업규모의 확장으로 부동산 보유율이 증가한다고 보았다[23]. 기업지배구조에 따라 기업부동산 보유정책의 영향을 끼치는 다양한 견해가 있으나 전반적으로 경영자 또는 기업오너의 지분율이 높을수록 부동산을 보유하려는 경향이 높은 경향이 있어 본 연구에서도 독재적 지배구조일수록 기업부동산을 보유하려는 움직임이 있을 것으로 예상된다.

2.5.2 기업부동산 정책과 기업가치와의 관련성

Liow(2010), 강원철·고성수(2015) 등은 기업부동산보유비율이 높을수록 기업가치가 높아진다고 보았다[5,6]. 다른 견해로 Nappi-Choulet et al.(2009), 정완성(2010) 등은 기업부동산보유비율이 높을수록 기업가치가 낮아지는 상반된 주장을 하였다[1,24]. 선행연구에서 보듯 연구자에 따라 서로 다른 견해를 보여주고 있지만, 국내의 상당수 기업들은 2014년도 현대자동차의 한전부지 매입에

서 보듯 사업과의 연관성이 적은 부동산을 보유하는 기업이 다수를 이루고 있으며, IFRS도입으로 인한 기업의 재정투명성을 요구하는 사회적 분위기에 따라 이러한 기업부동산 자산이 기업가치에 부정적인 영향을 미칠 것으로 예상된다. 다음 실증분석에서 각 주요변수간의 분석을 통해 어떤 결과가 나오는지 살펴보는 것은 기업의 부동산정책을 활용하는데 매우 의미있는 연구라고 보여진다.

3. 실증분석

3.1 조사방법

본 연구에서는 IFRS도입 후, 한국거래소에 상장된 비금융권 기업 중 기업부동산 소유기업 삼성전자, 현대자동차를 비롯 500대 기업을 포함한 기업들을 대상으로 총 2,536개(연도-기업)의 자료를 TS2000과 금감원의 공시 자료를 통해 수집하여 패널회귀분석을 통해 실증분석하였다.

- ① 2010년부터 2016년까지 IFRS회계 시스템을 도입한 상장기업
- ② 3년 이상 사업을 영위한 기업
- ③ 비금융권 기업
- ④ 부동산을 보유하거나 보유한적이 있는 기업

본 연구에서의 연구모형²⁾은 Fig. 1과 같이 설정한다.

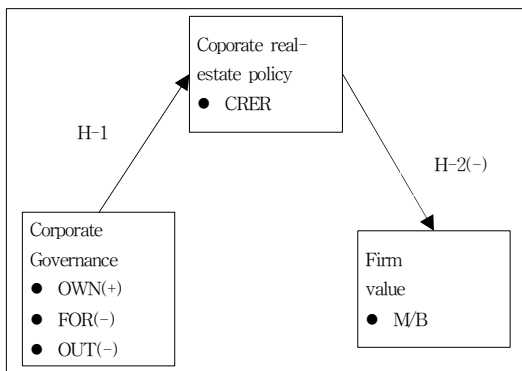


Fig. 1. Research Model

2) 본 연구에서의 연구모형은 기업지배구조가 기업부동산 보유정책에 대한 영향력과 기업부동산 보유정책이 기업가치에 각각 미치는 영향력에 대한 단계별 검증이며, 기업부동산 보유정책이 기업지배구조와 기업가치 간의 매개효과에 대한 검증이 아님.

3.2 변수측정

3.2.1 기업지배구조 대리변수

앞서 설명한바와 같이 지배구조는 경영자의 권한과 이를 통제하는 감시기관에 대한 메커니즘으로 경영자의 권한을 대리하는 내부지분율, 이를 감시·감독하는 기관을 대리하는 외국인지분율, 사외이사비율이 자주 사용되어 진다. 본 연구에서는 최대주주 및 특수관계인과 유가증권상장기업의 10%이상 주주의 경영참가율이 90%에 달하는 수치를 보여 10%이상 주주에 대한 지분율도 포함하였다[25].

외국인지분율은 TS2000의 자료를 참고하고, 사외이사비율은 Krishna Reddy et al.(2011), Bhagat & Bolton(2008), 박양균(2004)등 많은 연구자들의 조작적 정의와 같은 등기이사 중 비상근이사의 비율로 측정하였다[26-28].

3.2.2 기업부동산 보유정책 대리변수

기업부동산정책은 기업가치와 경영성과를 측정하는 하나의 지표로 사용되어지고 있다. 본 연구에서는 Liow & Ooi(2004), Brounen et al.(2005), Nappi-Choulet et al.(2009), 정완성(2010), 김민체·김동욱·김병곤(2014)등이 조작적 정의를 통해 대리변수로 사용한 기업부동산 보유비율을 사용한다[24,23,29,30]. 대부분의 앞선 선행연구에서는 사업용 부동산으로 토지, 건물, 구축물로 정의된 경우가 많으나 본 연구에서는 건설 중인 자산도 사업용 부동산의 자산적 의미를 부여하여 사업용부동산에 포함하였다. 이에 기업부동산을 다음과 같이 정의하였다.

$$\text{기업부동산보유비율} = (\text{사업용부동산} + \text{투자용부동산}) / \text{총자산}$$

$$(\text{사업용부동산} = \text{토지} + \text{건물} + \text{구축물} + \text{건설 중인 자산})$$

3.2.3 기업가치 대리변수

M/B비율은 TobinQ와 높은 관련성으로 인해 기업가치의 척도로 자주 이용되는 변수이다. 본 연구에서는 기업가치의 대리변수로 M/B비율을 사용하였으며 아래와 같이 정의하였다.

$$\text{M/B비율} = (\text{자기자본의 시장가치} + \text{총부채의 장부가치}) / \text{총 자산의 장부가치}$$

3.3 연구모형

3.3.1 가설1에 대한 연구모형

설명변수는 지배구조를 나타내는 대리변수로 대표적으로 많이 사용되는 OWN(내부지분율), FOR(외국인지분율), OUT(사외이사비율)을 사용한 GOV(OWN, FOR, OUT) 변수로 종속변수는 기업부동산 대리변수로 많이 이용되는 CRER(기업부동산 보유비율)을 사용한다. 각 조작적 정의를 통한 회귀식은 식(1)과 같이 설정한다.

$$CRER_{i,t} = \alpha_0 + \beta_1 Gov_{i,t} + \beta_2 Lev_{i,t} + \beta_3 Size_{i,t} + \beta_4 ROA_{i,t} + \beta_5 CFO_{i,t} + \beta_6 Grow_{i,t} + \beta_7 Big4_{i,t} + \beta_8 \sum ID + \beta_9 \sum YD + \epsilon_{i,t} \quad (1)$$

CRER(Corporate Real Estate Ratio): 기업부동산 보유비율

Gov(Corporate Governance): 기업지배구조

- Own(Ownership): 내부지분율
- For(Foreign ownership): 외국인지분율
- Out(Outside Directors ratio): 사외이사비율

Lev(Leverage): 기업 i의 t년도 부채비율

Size: 기업 i의 t년도 총자산의 자연로그대수

ROA(Return on Asset): 기업 i의 t년도 총자산 대비 순이익률

CFO(Cash Flow from Operating activities): 기업 i의 t년도

영업현금흐름

Grow: 기업 i의 t년도 매출액기준 성장률

Big4: 4대 대형회계법인

ID(Industrial Dummy): 산업더미

YD(Yearly Dummy): 연도더미

회귀식(1)에서 Lev는 부채비율, Size는 기업규모, ROA는 기업성과, CFO는 영업현금흐름, Grow는 성장률, Big4는 대형회계법인 더미변수 및 산업더미, 연도더미를 사용하여 기업지배구조 이외의 부동산보유비율에 영향을 미칠 수 있는 요인들을 각각 통제하였다.

3.3.2 가설 2에 대한 연구모형

설명변수는 CRER으로 종속변수는 M/B비율을 사용한다. 각 조작적 정의를 통한 회귀식은 식(2)와 같다.

$$M/B_{i,t} = \alpha_0 + \beta_1 CRER_{i,t} + \beta_2 Gov_{i,t} + \beta_3 Lev_{i,t} + \beta_4 Size_{i,t} + \beta_5 ROA_{i,t} + \beta_6 RDCOM + \beta_7 CFO_{i,t} + \beta_8 Grow_{i,t} + \beta_9 Big4_{i,t} + \beta_{10} \sum ID + \beta_{11} \sum YD + \epsilon_{i,t} \quad (2)$$

M/B: M/B비율로 김민체·김동욱·김병근(2014), Feng et al.(2005)등이 산출한 식에 따름[21,29]

RDCOM(R&D, Commercial): 기업 i의 t년도 총자산 대비 개발 및 광고비용

회귀식 (2)에서는 지배구조에 의한 영향력을 통제하기 위해 통제변수로서의 GOV변수를 사용하고, 더불어 개발 및 광고비용이 기업가치에 미치는 영향력을 통제하기 위해 RDCOM(개발광고비) 변수를 사용하여 통제하였다.

3.4 실증분석 결과

본 연구에서는 3표준편차로 양 극단치를 제거한 후, SPSS v.20을 통해 실증분석을 실시하였다.

3.4.1 기술통계량분석 결과

각 변수들의 관련성을 검증하기 앞서 국내 유가증권 시장에 상장되어 있는 기업의 지배구조의 특성과 기업관련 상황을 전반적으로 파악하기 위해 기술통계량을 분석한 결과를 Table 1에 나타내었다.

Table 1. Descriptive Statistics Results

	Min	Max	Mean	Std. D
CRER	.34	80.42	25.76	14.49
OWN	.00	76.79	30.73	17.06
FOR	.00	67.83	11.47	14.03
OUT	.00	75.00	37.79	16.41
LEV	8.35	95.25	48.34	18.50
SIZE	17.17	25.70	20.39	1.62
ROA	-39.97	21.60	2.35	6.76
RDCOM	.00	13.58	1.28	1.98
CFO	-21.61	26.98	4.78	6.82
GROW	-71.11	143.43	5.61	19.79
BIG4	.00	1.00	.72	.45
Valid N	2,510			

전반적으로 지배주주의 평균지분율이 30%를 넘고, 외국인지분율이 상대적으로 낮으며, 이를 견제하는 사외이사비율은 상대적으로 높은 것으로 나타나고 있다. 그 외 기업부채나 현금흐름 및 기업의 성장성은 양호하나 상대

적으로 기술개발 및 회사를 알리는 노력은 다소 저조해 보인다.

3.4.2 패널회귀분석 결과

본 연구에서는 IFRS도입 후, 기업지배구조가 기업부동산보유정책에 미치는 영향과 기업부동산보유패널회귀분석을 통해 분석하였다. 그 결과를 Table 2와 같이 정리하였다.

Table 2. Panel Regression Results

Model	Panel(1)		Panel(2)	
	CRER		M/B	
	B(β)	t(P)	B(β)	t(P)
	16.718	3.55 (.000) ***	2.111	12.31 (.000) ***
CRER	-	-	-.005(-.123)	-6.18 (.000) ***
OWN	.045(.053)	2.70 (.007) ***	.001(.032)	1.67 (.096) *
FOR	-.075(-.072)	-2.98 (.003) ***	.007(.185)	7.87 (.000) ***
OUT	-.030(-.034)	-1.57 (.117)	.003(.091)	4.30 (.000) ***
LEV	.032(.041)	1.80 (.072) **	.003(.114)	5.16 (.000) ***
SIZE	.668(.075)	2.64 (.008) ***	-.075(-.217)	-7.94 (.000) ***
ROA	-.030(-.014)	-.56 (.576)	.006(.078)	3.27 (.001) ***
RDC	-	-	.048(.169)	8.38 (.000) ***
CFO	-.007(-.003)	-.14 (.888)	.004(.044)	1.95 (.051) *
GRO	-.021(-.029)	-1.42 (.157)	.002(.063)	3.19 (.001) ***
BIG4	-3.97(-.123)	-5.53 (.000) ***	-.036(-.029)	-1.34 (.181)
ID	Included			
YD	Included			
F	11.327(.000)		15.842(.000)	
adj.R ²	.112		.158	

Note: All factors of VIF are less than 10. ID is industrial dummy variable and YD is yearly dummy variable. Dependent variable of panel(1) is CRER and dependent variable of panel(2) is M/B. The P-value of *, **, *** are statistically significant at 10%, 5% and 1% confidence level respectively.

전체적인 모형적합도에서 Panel(1)과 Panel(2)의 전체적인 P값이 0.000으로 1% 유의수준에서 유의함을 보였으며, 수정된 R제곱값이 Panel(1)에서는 0.112로 11.2%로 Panel(2)에서는 0.158로 15.8% 설명력을 보여 다소 저조한 값이 나타나기는 했지만, Sing & Sirmans(2008), 임형주(2013), 김민체·김동욱·김병곤(2014) 등 다수의 회계관련 연구논문에서 6%에서 20%의 설명력을 보여주고 있어 모형적합도에서 만족한다고 판단하여 분석을 진행하였다[23,25,32]. Panel(1)은 기업지배구조와 기업부동산보유정책과의 관련성에 대한 연구결과를 나타낸다. 주요 설명변수를 살펴보면 OWN(내부지분율)은 기업부동산보유비율(CRER)과 정(+)의 관련성을 그 밖의 FOR(외국인지분율)에서는 CRER과 부(-)의 관련성을 보여준다. 이는 경영자의 권한이나 영향력이 높을수록 사적이익추구로 인한 기업규모의 확장으로 기업부동산을 늘리려는 경향이 있기 때문으로 보여진다. 이와는 반대로 외국인들은 이러한 경영자의 활동을 견제하려 함으로써 기업부동산 보유를 낮추는 역할을 하는 것으로 해석될 수 있다. 이는 Feng et al.(2005)의 지배구조가 취약할수록 기업부동산이 증가한다는 주장과 일치하는 결과를 보여준다[31]. OUT(사외이사비율)에서는 비록 유의하지 않은 것으로 나타났지만, CRER과 부(-)의 관련성을 보여 전반적으로 독재적 지배구조일수록 기업부동산 보유비율이 높아지는 경향을 보였다.

Panel(2)는 CRER과 M/B와의 관련성을 보여주는 결과로 부(-)의 관련성을 보이는 것으로 나타났다. 이는 IFRS도입 후, 재정투명성과 정보비대칭의 해소로 이어지는 사회적 분위기에 편승하여 기업부동산 자산이 기업의 사업영위 또는 기업성과와 관계가 없을 때에는 기업가치에 오히려 부정적인 영향을 미칠 수 있다는 것을 보여준다. Liow(2010), Brounen et al.(2009) 등 IFRS도입 전 일반적으로 자산이 증가하면 기업가치도 높아지는 경향과는 다른 결과를 보여주고 있다[6,29].

4. 결론

본 연구에서는 IFRS 도입 후, 기업의 재정투명성과 공시의무가 요구되어짐으로써 자산이 재평가되고, 정보비대칭성의 해소가 되는 시점에서 기업지배구조, 기업부동산 정책 및 기업가치와의 관련성을 살펴보고자 하였다.

본 연구의 결과를 다음과 같이 요약한다.

첫 째, 기업지배구조가 취약할수록 즉, 독재적 지배구조일수록 기업부동산 보유비율이 증가하는 경향이 나타났다. 이는 경영자의 권한이나 영향력이 높을수록 또는 경영자의 활동을 견제하는 외국인이나 사외이사의 영향력이 낮을수록 기업부동산이 증가하는 것으로 경영자의 사적이익추구나 규모의 확장을 위해 부동산을 보유하려는 움직임이 큰 것으로 해석 될 수 있다.

둘 째, 기업부동산 보유비율이 높을수록 기업가치가 오히려 감소하는 경향이 있는 것으로 나타났다. 일반적으로 기업의 자산이 높으면 기업가치가 높아지는 경향이 많지만, 기업부동산 자산이 기업의 사업영위나 경영성과와의 관련성이 낮으면 오히려 기업가치에 부정적인 인식을 주는 것으로 해석 될 수 있다.

이러한 결과는 기업지배구조의 변경에 따라 부동산정책이 달라질 수 있으며, 부동산정책을 어떻게 가져가느냐에 따라 기업가치에 다른 영향을 미칠 수 있는 것으로 기업지배구조의 개선과 기업부동산 관리를 통해 기업가치를 높일 수 있는 가능성을 보여준다. 따라서 기업부동산은 기업지배구조와 함께 기업가치를 높여줄 수 있는 중요한 자산으로 인식하여 적절한 비중으로 보유함으로써 전략적으로 활용할 필요성이 있음을 시사하고 있다.

이러한 결과와 시사점에도 불구하고, 본 연구에서는 IFRS도입 이 후의 자료로만 수집하여 IFRS이전과 이후의 자료를 비교하여 분석하지 못한 한계점이 있다. 또한, 기업지배구조가 기업부동산 보유정책에 미치는 영향과 기업부동산 정책이 기업가치에 미치는 영향에 대한 단계별 분석만 실시하여 기업부동산 보유정책 및 전략에 따른 매개적 효과를 보지 못한 한계점 또한 존재한다. 따라서, 향후에는 IFRS도입 전·후에 대한 비교와 AMOS 통계패키지를 이용한 경로분석을 통해 매개적효과를 검증하는 연구를 하고자 한다.

REFERENCES

- [1] 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.
- [2] S. Zeckhauser & R. Silverman. (1983 January/February). Rediscover Your Company's Real Estate. *Harvard Business Review*, 111-117.
- [3] M. Rodriuez & C. F. Sirmans. (1996). Managing Corporate Real Estate: Evidence from Capital Markets. *Journal of Real Estate Literature*, 4(1), 21-34.
- [4] K. H. Liow. (1999). Corporate Investment and Ownership in Real Estate in Singapore: Some Empirical Evidence. *Journal of Corporate Real Estate*, 1(4), 329-342.
- [5] 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.
- [6] K. H. Liow. (2010). Is Real Estate an Important Factor in Corporate Valuation?. Evidence from listed Retail Firms. *Journal of Corporate Real Estate*, 12(4), 249-278. DOI: 10.1108/14630011011094685
- [7] Doopedia
<http://terms.naver.com/entry.nhn?docId=1067517&cid=40942&categoryId=31914>
- [8] S. Y. Ha. (2014). *The Effects of K-IFRS Adoption on Accounting Quality*. Doctoral dissertation. Busan National University, Busan.
- [9] D. B. Yoon. (2017). Measure of Real Estate Taxation in the Classify Income. *Journal of Convergence Information Technology*, 7(2), 137-142. DOI: 10.22156/CS4SMB.2017.7.2.137
- [10] O. E. Williamson. (1983). Organizational Form, Residual Claimants and Corporate Control. *Journal of Law and Economics*, 26(2), 351-366.
- [11] J. Farinha. (2003). *Corporate Governance: A Survey of the Literature*. Doctoral dissertation. Porto University, Porto.
- [12] Y. J. Wang & J. B. Lee. (1997). International Discussion of Corporate Governance. *Korean Business Law Journal*, 18, 105-125.
- [13] E. Noha. (1993). Benchmarking: The Research for Best Practices in Corporate Real Estate. *Journal of Real Estate Research*, 8(4), 511-523.
- [14] D. W. Kim & B. G. Kim. (2015). *Corporate Investment Real Estate and Corporate Value -Evidence from Korean Listed Companies-*. dbpia(Review of business & economics). <http://www.dbpia.co.kr/Article/NODE06590930>
- [15] R. L. Constand, P. F. Lewis & M. J. Sullivan. (1991). Factor Affecting Price Earnings Ratios and Market Value of Japanese Firms. *Financial Management*, 20(4), 68-79.
- [16] C. Kwan, J. I. Park & S. H. Choi. (2013, June). The Effect of IFRS Adoption on Accounting Quality and Economic Consequences: A Literature Review and Suggestion for Future Research. *Korean Accounting Journal*, 38(2), 525-591.

- [17] Y. S. Kim & S. M. Cho. (2014, April). The Economic Consequences of Financial Reporting under K-IFRS. *Korean Accounting Review*, 23(2), 73-103.
DOI: 10.7737/KMSR.2014.31.1.017
- [18] M. Barth, W. Landsman & M. Lang. (2008). International Accounting Standards and Accounting Quality. *Journal of Accounting Research*, 46(3), 467-498.
- [19] S. H. Gu, W. Ping & S. Y. Jang. (2014, May). A Study on the Valuation of Real Estate Using the Applies Real Option Model Considering Population Structure Changes. *Korean Management Science Review*, 31(1), 17-26.
- [20] J. G. Jo & S. H. Choi. (2016). Firm's Market Value Trends after Information Security management System(ISMS) Certification acquisition. *Journal of the Korea Convergence Society*, 7(6), 237-247.
DOI: 10.15207/JKCS.2016.7.6.237
- [21] Wikipedia http://en.wikipedia.org/wiki/Tobin%27s_q
- [22] M. C. Jensen. (1986). Agency Cost of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers. *American Economic Review*, 76, 323-329.
- [23] D. W. Kim, M. C. Kim & B. G. Kim. (2014, May) An Empirical Study on the Factors between Korean Corporate Governance and Corporate Real Estate Holding Policies. *Review of DEAHAN Association of Business Administration, Korea*, 588-607.
- [24] I. Nappi-Choulet, M. Cancel & F. Missonier-Piera. (2009). Value Creation and the Impact of Corporate Real Estate Assets: An Empirical Investigation with French listed Companies. *Journal of Corporate Real Estate*, 11(2), 78-90.
- [25] H. J. Lim. (2013, Feb). *The Effect of Ownership Concentration on Firm Performance and Earnings Management: Static and Dynamic Panel Data Analysis*. Doctoral dissertation. Busan National University, Busan.
- [26] R. Krishna, L. Stuart & S. Frank. (2011). Improving Performance in New Zealand's Public Corporations: The Effect of Governance Practices. *An International Journal of Policy, Administration, and Institutions*, 24(3), 517-556.
- [27] S. Bhagat & B. Bolton. (2008). Corporate Governance and Firm Performance. *Journal of Corporate Finance*, 14, 257-273.
- [28] Y. K. Park. (2014, Feb). *A Study of Corporate Governance and Firm Performance*. Doctoral dissertation. Kyung Hee University, Seoul.
- [29] K. H. Liow & T. L. Ooi. (2004). Does Corporate Real Estate Create Wealth for Shareholders?. *Journal of Property Investment & Finance*, 22(5), 386-400.
- [30] 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.

- [31] Z. Feng, C. Ghosh & C. F. Simans. (2005). How Important is the Board of Directors to REIT Performance?. *Journal of Corporate Real Estate Portfolio Management*, 11(3), 281-293.
- [32] T. F. Sing & C. F. Simans. (2008). Does Real Estate Ownership Matter in Corporate Governance?. *Journal of Property Research*, 25(1), 23-43.

김 병 만(Kim, Byung Man)

[정회원]



- 2004년 2월 : 영남대학교 응용화학공학부(공학사)
- 2015년 2월 : 부산대학교 경영학과(경영학석사)
- 2018년 2월 : 부산대학교 경영컨설팅학과(경영컨설팅학박사)

▪ 관심분야 : 기업부동산, 기업가치평가

▪ E-Mail : bman19@naver.com

이 찬 호(Lee, Chan Ho)

[정회원]



- 1995년 2월 : 아주대학교, 경영학박사
- 2010년 8월 : 건국대학교, 부동산학박사
- 2006년 3월 ~ 현재 : 부산대학교 경영학과 교수

▪ 관심분야 : 원가 · 관리회계, 부동산평가 · 금융

▪ E-Mail : lechanho@pusan.ac.kr