부동산학연구 제22집 제3호, 2016. 9, pp. 61~80 http://dx.doi.org/10.19172/KREAA.22.3.5

Journal of the Korea Real Estate Analysts Association
Vol.22, No.3 2016. 9, pp. 61~80

상품시장에서의 경쟁이 기업의 부동산 보유에 미치는 영향과 기업가치 관련성*

The Effect of Product Market Competition on Corporate Real Estate and the Value Relevance of It

이 지 혜 (Lee, Jihye)**
변 희 섭 (Byun, Heesub)***

< Abstract >

This paper applies corporate finance theory to an empirical analysis of the effect of product market competition on corporate real estate and its market valuation. First, as the level of product market competition increases, the ratio of corporate real estate (esp. direct ownership) to other assets increases. This implies that firms regard real estate as a way to get a competitive edge or as a method of storing value. Second, increases in corporate real estate assets are associated with decreases in firm value, as previous studies have found, but this relationship is weaker in more-competitive industries and more pronounced in less-competitive environments. This suggests that competitive threats motivate firms to properly use their real estate assets. When classifying corporate real estate into two categories, direct ownership and real estate investment, the negative relationship between the ratio of corporate real estate assets on the balance sheet and firm value is less pronounced in more-competitive product markets but the negative relationship is comparatively stronger in less competitive product markets. In summary, competitive threats can motivate firms to store up value in real estate, but management must wisely use these assets in order to have a positive impact on firm value.

주 제 어: 상품시장에서의 경쟁, 기업의 부동산 보유, 소유부동산, 투자부동산, 기업가치
key word: Product Market Competition, Corporate Real Estate, Possession Real Estate, Investment Real Estate, Firm Value

I. 서론

1. 연구의 배경

기업의 경영활동에 있어 경영자는 기업 내부적 특성과 외부 환경적 요인을 충분히 고려하여 노동, 자본 등과 같은 생산요소들에 대한 효과적인 보유/활용전략을 수립함으로써 기업가치 극대화라는 궁극적인 목적을 달성해야 한다. 이러한 측면에서 기업의 부동산 자산(corporate real estate assets) 역시 경영활동을 위한 필수적 생산요소로서 전략적 중요성이 높을 뿐만 아니라, 기업가치 변화에 의미 있는 영향력을 보이는 것으로 알려져 있다(김지수 · 정기웅, 1993; 정완

* 이 논문은 2016년도 한림대학교 교비연구비(HRF-201605-007)에 의하여 연구되었음.
** 한국건설산업연구원 연구위원, jihyelee@cerik.re.kr, 제1저자
*** 한림대학교 경영대학 재무금융학과 조교수, heesbyun@hallym.ac.kr, 교신저자

성, 2012). 기업은 부동산을 보유함으로써 내재하고 있는 투자기회를 자본시장에 신호할 수 있으며, 이를 실현하는데 소유한 부동산을 직 · 간접적으로 활용할 수 있다. 뿐만 아니라 시세차익의 실현을 통해 수익성을 개선시킬 수 있으며, 담보(collateral)의 기능을 보유함에 따라 원활한 외부자금조달(external financing)에도 기여할 수 있다. 하지만 흔히 대리인이론(agency theory) 하에서 경영자의 과잉투자유인을 충족시키기 위한 수단으로서 부동산 자산이 악용될 가능성도 배제할 수 없다. 더불어 유동성이 비교적 낮은 부동산 자산의 특성상 예상치 못한 외생적 충격이 발생할 시 단기 파산 가능성을 가중시키거나 가치하락으로 인한 손실이 발생하는 부정적인 측면도 상존한다. 이렇듯 상반된 효과가 존재하기 때문에, 객관적인 학술연구를 통해 부동산 자산 보유의 동기, 기대효과 등을 면밀히 파악해 볼 필요성이 크다.[1] 특히, 국내 상장기업들의 총자산 중 약 1/4 가량이 부동산 자산이라는 측면을 감안하자면, 이와 관련한 논의의 경제적 중요성을 재확인시켜준다. 그럼에도 불구하고 기업의 미시자료를 바탕으로 부동산 자산의 보유와 활용에 대한 실증분석을 수행한 연구는 매우 부족한 실정이다.

<그림 1>은 유가증권시장 상장기업의 총자산 대비 부동산 보유 비율의 시계열 추이를 보여주고 있다. 기업의 총 부동산 비율은 표본 분석기간에 걸쳐 커다란 변화 없이 전체 자산의 약 25% 내외로 유지되고 있어, 기업경영에 있어 부동산 자산의 중요성을 확인시켜준다. 소유부동산 보유 비율은 2000년대 후반에 들어서면서 점진적으로 감소하는 추이를 보여주고 있으며, 반대로 투자부동산은 증가된 상태로 일정수준 유지되는 추이를 보여주고 있다. 저성장/저금리 기조와 증시 불안으로 인해 채권 및 주식 투자 포트폴리오의 예상 수익이 감소됨에 따라 일종의 대체투자수단으로서 부동산에 대한 관심이 증가하고 있음을 시사한다. 반대로 유동성이 비교적 낮은 소유부동산은 예상치 못한 외생적 충격에 따른 단기 파산 가능성을 가중시킬 수 있으며, 내부 자금여력을 약화시킬 수 있기 때문에 이에 대한 수요가 다소 감소하고 있는 것으로 해석된다. 이러한 현실을 감안할 때, 기업이 내부 특성과 외부 환경적 요인을 고려하여 어떤 부동산 보유 전략을 수립하며, 이러한 행태가 과연 경영활동의 궁극적인 목적인 기업가치 극대화와 어떻게 연관될 수 있는 가를 파악하는 작업은 상당한 학술적, 실무적 시사점을 제공할 것이다.

한편, 상품시장에서의 경쟁(product market competition) 수준은 기업이 필히 직면해야 하는 외부 환경적 요인으로서 경영의사결정시 고려되는 핵심적 특성으로 이해될 수 있다. 가령, 기업은 수익성과 성장성을 확보하기 위한 사업안에 대한 투자지출을 결정할 시 경쟁위협에의 노출도, 시장지배력, 경쟁기업의 전략적 변화 가능성 등을 포괄적으로 고려하여 상품시장 내 경쟁우위를 확보하기 위한 효율적인 전략을 수립해야 한다. 뿐만 아니라 자금조달 시 자본비용(cost of capital)을 결정하거나 배당정책(dividend policy) 수립 시에도 기존 주주 내지는 투자자의 이탈을 방지하기 위해 동종 산업 내 경쟁기업의 행태를 중요한 정보로 고려해야 한다.[2] 이러한 논의를 감안할 때, 기업의 부동산 보유의 동기와 그 효과를 파악함에 있어 상품시장에서의 경쟁 수준의 영향력을 사전에 분석해 볼 필요성이 존재한다.

2. 연구의 목적

본 연구는 기업재무 이론(corporate finance theory)에 기초하여 상품시장에서의 경쟁에 따라 기업의 부동산 보유와 이에 대한 자본시장의 평가가 어떻게 달라지는가를 실증적으로 확인한다.

본 연구는 상품시장에서의 경쟁과 기업의 부동산 보유 간의 관계를 분석함에 있어 크게 2가지의 실증분석을 동시에 시도한다. 첫 번째 분석으로 상품시장에서의 경쟁 수준이 기업의 부동산 보유에 미치는 직접적인 효과를 파악한다. 이러한 분석을 통해 기업이 부동산 보유를 결정함에 있어 어떤 동기와 유인에 근거하는지에 대한 이해를 높일 수 있을 것이다. 두 번째 분석으로 보다 중요하게 본 연구는 기존 연구에서 논의된 기업의 부동산 보유가 자본시장 참여자의 평가에 기초한 기업가치에 미치는 효과가 과연 상품시장에서의 경쟁 수준에 따라 어떻게 달라질 수 있는지를 파악한다. 기존 연구는 대개 기업의 부동산 보유가 기업가치에

1) 최근 공공기관 사업부지 매각을 둘러싼 기업들의 투자행태, 초고층 사옥 신축 등에 대한 논쟁이 불거짐에 따라 기업의 부동산 보유 행태에 대한 자본시장의 관심이 대두되고 있다는 점도 관련한 논의의 중요성을 뒷받침한다.

2) 실무적으로도 사업안의 가치평가, 성장성 예측, 적당 배당성향 예측 등에는 동종 산업 내 경쟁기업과의 비교분석이 주를 이룬다.

미치는 단편적인 관계만을 확인하고 있다. 하지만 복잡 · 다양한 기업경영의 현실을 고려할 때, 양자 간 단편적인 관계를 일반화하기 어려운 점이 존재한다. 이러한 측면에서 본 연구는 경쟁위협이라는 새로운 제약조건을 추가하여 기존 연구의 한계를 보완하고 연구범위를 보다 확장하여, 보다 현실적이며 일반화된 분석결과를 제시한다. 더불어 이러한 접근방식을 통해 앞선 첫 번째 분석의 결과가 주주 내지는 투자자들에게 어떻게 받아들여지는가를 확인함으로써 경쟁위협의 규율효과가 기업의 부동산 보유를 효율화하는데 기여할 수 있는가를 종합적으로 판단한다.

본 연구는 실증분석을 수행함에 있어 기업의 부동산 보유를 목적에 따라 소유부동산과 투자부동산으로 나누어 보다 세밀한 접근을 통해 정교한 실증분석결과를 제시한다. 흔히, 소유부동산은 기업의 생산 활동과 연관되어 성장기회를 담보하거나 노동, 자본 등 여타 생산요소의 효율적 활용에 기여하는 효과를 갖는다. 반면, 비교적 낮은 유동성으로 인해 자금여력을 약화시키거나 단기 파산 가능성을 가중시키는 부정적인 영향력도 상존한다. 한편, 투자부동산은 흔히 미래 시세차익을 창출할 목적으로 기업이 부동산 자산에 투자한 금액을 의미하는데, 비교적 유동성이 높기 때문에 대체투자수단으로의 활용성이 높다. 하지만 이를 통해 경영자의 과잉투자유인에 근거한 투기적 유인을 확대하기가 비교적 용이하기 때문에 대리인문제에 악용될 우려가 크다. 이러한 논의를 고려하여 본 연구는 상품시장에서의 경쟁에 따라 보유목적별 부동산의 보유와 기업가치 관련성이 달라질 수 있음을 제시함으로써, 과연 기업의 보유 부동산과 기업가치의 관계가 어떤 효과에 기인하는지 보다 구체적인 경로를 파악할 수 있을 것이다.

<그림 1> 기업의 부동산 보유 비율 추이

본 연구는 상품시장에서의 경쟁의 규율효과와 기업의 부동산 보유 간의 연관성을 분석한 최초의 연구이다. 본 연구의 결과는 상품시장에서의 경쟁에 근거하여 기업이 어떤 유인과 기대효과를 바탕으로 부동산 보유를 결정하는가를 제시한다. 무엇보다 기존 연구에서 단편적으로 제기된 기업의 부동산 보유와 기업가치 간의 관계가 경쟁위협이라는 제약조건에 따라 어떻게 달라질 수 있는지를 분석하여 보다 일반화된 가설을 제시한다는 측면의 학술적 시사점을 갖는다. 특히, 기존 연구가 제시한 바와 같이 기업의 부동산 보유가 기업가치를 약화시킨다면, 기업은 중 · 장기적으로 부동산 자산을 감소시켜야 할 것이며 과도한 부동산 자산을 보유한 기업은 시장에서 퇴출되어야 하는데, 이러한 행태는 관찰되지 않고 있다. 이러한 요인을 고려할 때, 본 연구는 경쟁위협이 전제되는 경우 주주 내지는 투자자가 기업의 부동산 보유에 대해 무조건적으로 부정적인 평가를 내리지 않을 것이라는 논거를 바탕으로 보다 현실적인 연구가설을 제시함으로써 기존 연구를 보완하고, 확장하는 측면의 시사점을 가질 수 있을 것이다. 또한 실무적으로 본 연구의 결과는 시장구조에 따라 기업의 부동산 보유가 어떻게 달라질 수 있는지를 제시함으로써 두 가지 요인에 관련한 정책당국의 제도 및 규제 마련에 기초자료로 활용이 가능할 것이다. 더불어 기업가치 극대화라는 본질적인 목적을 갖는 기업경영에 있어 부동산 자산이 어떤 제약조건 하에서 활용되어야 경영성과 개선에 긍정적인 요인으로 작용할 수 있는지를 확인함으로써 효율적인 경영의사결정 수립에 기여할 수 있을 것이다. 마지막으로 주주 내지는 투자자의 입장에서 기업의 부동산 보유에 기초한 투자 포트폴리오 형성 시 경쟁위협에 대한 추가적인 고려를 바탕으로 예상수익을 확대할 수 있을 것이다.

본 연구의 구성은 다음과 같다. 2장에서는 본 연구와 연관된 이론적 배경과 선행연구에 대해 논의하고, 3장에서는 연구방법과 모형설정에 대해 논한다. 4장에서는 실증분석결과를 제시하며, 5장에서는 이를 바탕으로 본 연구의 결론 및 시사점을 도출한다.

II. 이론적 배경 및 선행연구

1. 이론적 배경

부동산은 기업의 핵심적인 생산요소임과 동시에 노동, 자본 등과 같은 여타 생산요소의 효율적 활용을 보완하기 때문에 기업경영에 있어 중요성이 매우 크다. 특히, 평균적으로 국내 상장기업의 부동산 자산 보유 비중은 총자산의 약 25%로 관찰되고 있어 기업의 경영전략 수립 및 자본시장의 가치평가에 충분한 영향력을 행사할 것으로 예상된다. 기업의 부동산 보유 동기와 관련하여 김지수, 정기웅(1993)의 연구는 기업의 부동산 보유가 미래 성장기회를 신호하고, 여타 생산요소의 효과적인 활용에 기여하는 효과를 주목한다(Williamson, 1963). 더불어 부동산 가격 상승으로 인한 시세차익이 실현되는 경우 경영성과 개선에도 기여할 수 있으며, 담보제공능력을 개선시킴으로써 원활한 외부자금조달을 유도해낼 수 있다(McConnell and Muscarella, 1985). 반면, 대리인문제로 인한 경영자의 과잉투자유인에 기업의 부동산 자산이 악용될 우려도 존재하는데, 비교적 자본시장 참여자들에게 가시화되기 쉬운 동 자산의 특성상 경영자가 자신의 명성 확대를 위해 수익성이 없는 비효율적인 사업안에 투자할 가능성이 내재되어 있다. 뿐만 아니라 부동산 자산의 증가를 통해 기업자원에 대한 경영자 자신의 재량권을 확대할 가능성도 사적효용추구 행태와 연관될 수 있다.

한편, 이론적 측면에서 상품시장에서의 경쟁은 경영자가 최적의 경영의사결정을 도출하도록 규율함으로써 기업가치를 극대화하는데 기여할 수 있다는 측면이 강조되고 있다. 관련하여 Shleifer and Vishny (1997)의 연구는 상품시장에서의 경쟁이 경제적 효율성(economic efficiency)에 도달하기 위한 가장 효과적인 통제장치임을 주장하였으며, 유사한 맥락에서 Allen and Gale(2000)의 연구 역시 기업이 재무적 의사결정을 도출함에 있어 경쟁위협이 중추적인 요소로 고려될 수 있음을 강조하였다. 특히, 대리인이론 측면에서 상품시장에서의 경쟁은 경영자의 사적효용추구 유인을 규율하는 외부 경영통제장치로서 고려될 수 있다(Jensen and Meckling, 1976; Shleifer and Vishny, 1997; Griffith, 2001). 경쟁위협으로 인해 한계수익이 0에 근접할 경우 경영자는 생산비용을 최소화하는 과정에서 최적의 경영전략을 도출해야 한다. 가령, 경영자는 경쟁적인 상품시장에서 외부자금조달에 있어 자본비용을 감소시킴에 따라 생산비용을 효율화하려는 유인을 보유하는데, 이를 위해 가급적 많은 기업 내부정보를 자본시장에 공개함으로써 정보비대칭성의 문제가 완화될 수 있다(Alchian, 1950; Stigler, 1958). 무엇보다 경쟁적인 상품시장에서 경영자는 높은 파산비용과 투자위험을 부담해야 하므로 과잉투자유인[3]에 근거한 대리인문제가 완화될 수 있으며, 성과에 대비한 경영권 교체 민감도(management turnover sensitivity to performance)의 증가로 인해 기업의 경쟁력을 유지하기 위한 최선의 노력을 다할 것이므로 경영의사결정이 효율화될 것이다. 더불어 경쟁위협이 일종의 규율장치로서 대리인문제를 차단함으로써 좋은 내부 지배구조를 갖추도록 유도할 수 있다는 주장도 동시에 존재한다(Allen and Gale, 2000).

1) 상품시장에서의 경쟁이 기업의 부동산 보유에 미치는 영향

기존 연구는 경쟁적인 상품시장에서 규모의 경제를 달성함으로써 생산성을 확대하고 신제품 개발 또는 신사업 기회 창출을 통해 경쟁우위를 확보하고자 하는 유인이 강화될 것임을 주장하였다(Nickell, 1996; Scherer, 1980). 이러한 논의를 감안할 때, 기업은 일종의 투자지출로서 부동산 자산을 경쟁적인 상품시장에서 보다 적극적으로 보유할 것으로 예상할 수 있다. 특히, 부동산 자산이 가치저장수단으로 미래 성장기회를 신호함과 동시에 여타 생산요소의 효과적인 활용에 기여할 수 있다는 점을 고려할 때, 기업은 경쟁우위를 확보하기 위해 부동산 자산을 보다 적극적으로 활용할 가능성이 높다.

하지만 이러한 주장과 달리, 효율적이고 지속적인 투자지출을 위해서는 비용을 충당할만한 일정수준 이상 독점력이 담보되어야 한다는 주장(Schumpeter, 1943)을 감안할 때, 한계수익과 자금의 유동성이 낮아진 경쟁적인 상품시장에서는 부동산 보유를 위한 투자지출 여력이 감소할 가능성도 동시에 존재한다. 무엇보다 경영자가 자신의 재량권과 명성을 과시하기 위한

3) 흔히, 경영자는 자신의 유용할 수 있는 기업자원에 대한 재량권을 확대하고, 자본시장에서 명성을 신호 및 강화하기 위해 수익성이 없거나 높은 위험이 내재한 사업안(project)에 투자하는 과잉투자문제를 발생시킬 수 있다(Jensen, 1986).

일종의 과잉투자수단으로 기업의 부동산 자산 보유를 확대할 수 있다는 주장과, 경쟁위협이 이러한 방식의 대리인문제에 대한 통제수단으로 고려될 수 있다는 주장을 동시에 고려한다면, 비경쟁적인 상품시장에서 부동산 자산 보유가 확대될 것으로도 예상이 가능하다. 정리하면, 경쟁위협이 최적의 경영의사결정을 유도한다는 전제하에 경쟁적인 상품시장에서 부동산 자산 보유가 확대될 경우 긍정적인 요소가 부각됨을 시사할 것이다. 반대로 비경쟁적인 상품시장에서 부동산 자산 보유가 확대될 경우 경영자의 대리인문제와 연관되어 부정적인 요소가 부각됨을 의미할 것이다.

2) 상품시장에서의 경쟁에 따른 기업의 부동산 보유가 기업가치에 미치는 영향

기존 연구는 기업의 부동산 보유 비중과 기업가치 간의 음(-)의 관계가 성립할 수 있음을 제시하고 있다(김지수 · 정기웅, 1993; 강진수 · 심한택, 1999). 이들은 대개 경영자의 과잉투자유인 확대에 기업의 부동산 보유가 관여될 수 있다는 점을 주된 근거로 제시하고 있다. 따라서 상품시장에서의 경쟁의 규율효과로 인해 경영자의 대리인문제가 완화되는 경우 기업의 부동산 보유 비중의 확대가 기업가치를 약화시키는 영향력은 경쟁적인 상품시장에서는 완화될 것으로 예상할 수 있으며, 반대로 비경쟁적인 상품시장에서 강하게 관찰될 것으로 예상된다. 즉, 경쟁위협으로 인해 대리인문제 발생 가능성이 낮은 상황에서는 기업의 부동산 보유가 주주 내지는 투자자들에게 긍정적으로 인지됨에 따라 자본시장에서의 평가가 개선될 수 있을 뿐만 아니라, 경쟁우위를 확보하기 위한 일종의 가치저장수단 내지는 성장기회의 신호수단으로서 부동산 자산이 비교적 높은 가치를 부여받을 수 있을 것으로 예상이 가능하다. 반대로 경쟁위협의 통제효과가 비교적 제한적인 비경쟁적인 상품시장에서는 부동산 자산이 경영자의 과잉투자유인을 확대하기 위한 수단으로 활용될 우려로 인해 오히려 기업가치를 하락시키는 효과를 보일 것이다. 이러한 가설이 지지될 경우, 기업의 부동산 보유가 기업가치에 기여하도록 효율화하기 위해서는 동종 산업 내 기업 간 경쟁수준을 사전에 고려해야 할 것이다. 이러한 논의와 달리 경쟁위협의 차이에 기인한 기업의 부동산 보유 비중이 기업가치에 미치는 한계효과(marginal effects)의 차이가 관찰되지 않거나 오히려 경쟁적인 상품시장에서 기업의 부동산 보유 비중이 기업가치를 약화시키는 효과가 더 강하게 관찰될 경우 상품시장에서의 경쟁의 규율효과가 기업의 부동산 보유를 합리화하는 연결고리가 존재치 않는 것으로 해석이 가능할 것이다.[4)]

2. 선행연구

기업의 부동산 보유가 어떤 동기에 의해 결정되는지에 주목하여 김민체 외(2015)의 연구는 대리인이론에 기초하여 기업의 부동산 보유 결정요인을 분석하고 있는데, 내부자의 지분율 증가로 인해 경영자와 주주 간 이해불일치가 해소되는 경우 소유부동산이 증가할 수 있음을 제시하였다. 반면, 투자부동산이 증가되는 현상에 대해서는 경영자가 현재 경영상태에 안주(entrenchment)하는 식의 대리인문제에 기인한 것임을 주장하였다.

한편, 기업의 부동산 보유의 기대효과와 자본시장의 평가를 분석한 연구들은 대개 주식가격에 기초한 기업가치에 미치는 영향력에 주목하고 있다. Constaned et al.(1991)의 연구는 일본기업을 대상으로 기업이 보유한 부동산의 가치상승으로 인해 PER(Price-Earnings Ratio)로 측정된 기업가치가 개선될 수 있음을 제시하였다. Michael et al.(2001)의 연구는 기업의 부동산 보유 비율과 베타로 측정된 체계적 위험을 바탕으로 포트폴리오 효과의 존재여부를 탐색하였다. 이들은 양자 간 유의적인 관계가 일부 산업 내에서만 확인되어 포트폴리오 효과가 제한적으로 존재할 수 있음을 제시하였다. 반면, Brounen and Eichholtz (2004)의 연구는 기업의 부동산 보유 비율이 CAPM(Capital Asset Pricing Model)으로부터 산출된 베타(beta)와 유의적인 음(-)의 연관성을 가짐을 제시하여 포트폴리오 분산효과가 존재함을 주장하였다.

해외 연구와 달리 국내 연구는 주로 기업의 부동산 보유 비율의 상승은 기업가치를 약화시킬 수 있음을 밝혀내고 있다. 김지수 · 정기웅(1993)의 연구는 국내 상장기업을 대상으로 부동산 보유가 주식수익률에 미치는 효과를 분석하였는데, 부동산 자산 보유 비율의 증가로 인해 주식수익률이 감소할 수 있다는 결과를

4) 이 경우 과도한 경쟁위협이 경영자의 위험추구유인을 확대함에 따라 오히려 파산위험을 가중시키는 효과를 갖는 것으로 투자자들에게 받아들여짐을 시사한다(Raith, 2003).

제시하며, 이에 대한 원인으로 경영자의 과잉투자유인을 확대하기 위한 수단으로 부동산 자산이 약용될 가능성을 지목하고 있다. 강진수 · 심한택(1999)의 연구는 주식의 시장가치 대비 장부가치 비율을 기업가치의 대용치로 활용하였는데, 마찬가지로 기업이 높은 부동산 자산을 보유한 경우 자본시장의 평가가 부정적일 수 있음을 제시하고 있다. 이해영 · 조명호(2009)의 연구는 부동산 보유목적에 따라 소유부동산과 투자부동산으로 나누어 분석을 시도하였는데, 전자의 경우 기업가치에 긍정적인 영향을 미치는 반면, 후자의 경우 부정적인 영향을 미칠 수 있음을 확인하였다. 강원철 · 고성수(2015)의 연구는 Brounen and Eichholtz (2004)의 연구를 국내 자본시장에 적용하여 기업이 많은 부동산 자산을 보유할수록 CAPM의 베타가 감소하여 포트폴리오 효과가 존재할 수 있음을 제시하였다. 이들 연구들과 본 연구의 가장 큰 차별성은 부동산 보유가 기업가치에 미치는 효과에 있어 상품시장에서의 경쟁 수준을 새로운 제약조건으로 추가한다는 것이다.

여러 연구들은 상품시장에서의 경쟁이 경영의사결정에 미치는 효과를 분석하고 있는데, Schumpeter (1943)는 경쟁위협과 연구개발투자(R&D expense) 간의 음(-)의 관계를 근거로 성장성을 확보하기 위한 적극적인 투자활동에 일정수준이상의 시장지배력이 전제되어야 함을 주장하였다. 이는 비교적 경쟁위협이 낮은 비경쟁적인 상품시장 내 기업일수록 인적자본, 부동산 등 생산요소에 대한 투자에 적극적일 수 있음을 의미한다. 이와 반대로 Fellner(1951), Scherer (1980)는 높은 경쟁수준으로 인해 기업이 신사업 기회 창출, 신제품 개발에 대한 적극적인 유인을 보유할 경우 성장기회를 확보하는 차원에서 투자지출에 적극적일 수 있음을 제시하였다. Jensen(1986)의 연구는 경영자의 사적효용추구 유인의 근본적인 원인으로 기업 내부의 잉여현금흐름 수준에 주목하고 있는데, 동 지표의 상승은 경영자의 재량권을 확대시킴으로써 수익성 없는 투자안에 과잉투자하는 문제를 가중시킬 수 있음을 주장하였다. 이러한 주장을 전제할 경우 독과점적 이윤을 얻고 있는 비경쟁적인 상품시장에서는 경영자의 대리인문제 발생 가능성이 가중될 것으로 예상이 가능하다. 경영자의 유인구조 측면에서 Raith(2003)의 연구는 경쟁적인 상품시장의 특성상 낮은 한계수익으로 인해 금전적 보상이 약화된 경우 경영자는 적극적인 투자 포트폴리오 형성하기를 선호할 것임을 확인하였다. 박경서 외(2011)의 연구는 좋은 내부 지배구조가 투자지출을 확대하는 효과가 경쟁적인 상품시장에서 보다 강하게 관찰되며, 비경쟁적인 상품시장에서 약화될 수 있음을 근거로 상품시장에서의 경쟁의 규율효과를 제시하였다. 하지만 아직까지 상품시장에서의 경쟁이 핵심적 생산요소로서 기업의 부동산 보유에 미치는 효과를 분석한 연구는 찾아보기 힘들다.

상품시장에서의 규율효과에 주목한 연구들은 대개 특정 경영의사결정이 기업가치에 미치는 효과가 경쟁위협 수준에 따라 달라질 수 있는가를 확인하고 있다. Nickell(1996)의 연구는 경쟁위협이 기업의 생산성과 경영성과 개선을 위한 원동력으로 작동할 수 있음을 제시하였다. Hou and Robinson(2006)의 연구는 경쟁위협이 낮은 산업 내 기업의 주식수익률이 낮게 관찰될 수 있음을 확인하였는데, 이는 경쟁위협의 통제효과로 인한 결과로 해석이 가능하다. Chhaochharia et al.(2009)의 연구는 상품시장에서의 경쟁이 대리인문제를 완화함에 따라 기업의 효율성을 증대시키는 중요한 수단이라고 주장하였다. 한편, 본 연구의 접근방식과 유사하게 상품시장에서의 경쟁이 특정 기업의사결정이 기업가치를 제고시키는 효과와 연관될 수 있음을 제시한 연구도 존재하는데, 대표적으로 Giroud and Mueller(2011)의 연구는 경영권 방어 조항 구축 여부를 바탕으로 측정된 좋은 기업지배구조가 기업가치를 제고시키는 영향력이 경쟁적인 상품시장에서는 사라지며, 비경쟁적인 상품시장에서는 강화됨을 확인하고 있다. 이들은 이를 바탕으로 좋은 기업지배구조가 경영자와 주주 간 이해불일치를 해소시키는 효과를 경쟁위협이 대체하는 영향력을 가지므로 경쟁위협이 경영통제장치로 고려될 수 있음을 주장하였다. 이상의 연구들을 종합하자면, 경쟁위협은 기업경영의사결정을 효율화함으로써 기업가치 개선에 긍정적인 요인으로 작용할 수 있다.

III. 연구방법 및 모형설정

1. 분석자료

본 연구는 한국거래소 유가증권시장 상장기업을 대상으로 1999년부터 2013년까지의 시계열 자료를 분

석 표본으로 활용한다. 자본잠식기업과, 규제와 영업여건이 상이한 금융/보험기업을 제외하고, 해당연도 기업의 부동산 보유 비율과 주식가격 등 재무/회계자료의 획득이 가능한 806개 기업을 실증분석에 활용한다. 재무/회계자료는 Fn-Guide 데이터베이스에서 추출하여 활용한다.

2. 변수설정

1) 기업의 부동산 보유 비율

본 연구는 기존 연구를 참고하여 총자산 대비 부동산 자산 비율을 기업의 부동산 보유의 대리지표로 활용한다. 부동산 보유는 소유목적과 투자목적으로 구분이 가능한데, 소유부동산은 유형자산 항목의 토지, 건설중인 자산, 건물 및 부속설비, 구축물의 합계액(Own_CRE)을 의미하며, 투자부동산은 투자자산 항목의 토지, 건물, 기타 투자부동산의 합계액(Invest_CRE)을 의미한다(강원철 · 고성수, 2015). 본 연구는 기존 연구와 동일하게 소유부동산과 투자부동산 금액 산출시 감가상각누계액, 손상차손누계액, 국고보조금 등을 참가한 순금액을 활용한다. 기업의 총 부동산 보유 수준은 소유부동산과 투자부동산의 합계로 산출한다(Total_CRE).

2) 상품시장에서의 경쟁 수준

상품시장에서의 경쟁의 대용치로 기존 산업조직론과 기업재무 분야에서 활용되는 HHI(Herfindahl-Hirschman Index)를 변수화[5]한다(Giroud and Mueller, 2011). 동 지표는 국내는 물론 미국 등에서도 시장구조를 직관적으로 정량화하기 위해 널리 사용되고 있어 활용성이 높다. HHI는 산업 내 기업의 매출액 기준 시장점유율을 제곱한 값을 모두 더한 값으로 산출된다. 비경쟁적인 상품시장은 시장점유율이 특정 기업에 집중되어 있음을 의미하기 때문에 HHI가 상대적으로 높은 값을 가지며, 경쟁적인 상품시장에서는 시장점유율이 다수의 기업에 의해 넓게 분포되기 때문에 상대적으로 낮은 값을 갖는다. HHI의 계산식은 아래 식 (1)과 같다. j는 특정 산업의 의미하며, i는 개별 기업을 의미한다. Share는 매출액 기준 시장점유율을 의미한다.

$$HHI_{jt} = \sum_{i=1}^{n} Share_{ijt}^{2} \qquad \text{식 (1)}$$

HHI 산출을 위해서는 먼저 산업분류가 필요한데, 본 연구는 통계청의 한국표준산업분류(Korea Standard Industry Code) 3자리(3-digit)를 기준으로 개별 기업을 분류한다. 이를 바탕으로 본 연구는 총 265개 산업으로 표본을 분리하였으며, 실제로 분석에 활용된 한국거래소 유가증권시장 상장기업이 포함된 산업의 숫자는 115개이다.[6] 본 연구는 HHI를 산출함에 있어 한국거래소 유가증권시장 상장기업(KOSPI) 뿐만 아니라 코스닥(KOSDAQ), 코넥스(KONEX) 상장기업 및 외부감사법인의 자료를 추가적으로 활용한다. 기존 연구는 대개 상장기업의 표본만을 활용하여 상품시장에서의 경쟁 지표를 계산하고 있는데, 국내와 같이 비상장기업이 자본시장에 다수 존재하는 상황에서는 이러한 방식이 시장구조를 정확히 추정하기에 적절하지 않다. 실무적으로 상당한 시장지배력을 보유한 기업이 비상장된 경우 이러한 효과를 HHI에 반영시킬 수 없기 때문이다. 따라서 본 연구는 자료의 접근 가능성을 전제로 특정 산업 내 한국거래소 유가증권 및 코스닥 상장기업, 외부감사법인의 재무제표 자료를 활용한 대용치를 산출한다. 외부감사법인은 직전연도 총 자산 100억원 이상을 기준으로 지정되고 있기 때문에, 본 연구는 사실상 시장구조에 유의한 영향력 행사가 가능한 기업을 모두 포함시킨다는 의미를 가질 수 있을 것이다.

3) 기업가치 및 여타 통제변수

본 연구는 기업가치의 대용치로 자기자본의 장부가치 대비 시장가치(보통주주식수*연말 종가)(M/B ratio)를 활용한다. 흔히, 효율적 시장가설(efficient market hypothesis) 하에서 기업의 모든 이용 가능한 정보는 주식가격(stock price)에 반영되는 것으로 알려져 있다. 이를 전제하는 경우 기업이 높은 성장 가능성과

5) HHI는 외생성을 가정하여, 기업의 행동(conduct)에 따라 내생적으로 결정되는 잠재적 경쟁위협을 고려할 수 없다는 한계에 노출될 수 있다. 따라서 이를 보완하기 위해 가격 대비 비용 마진(price-cost margin)을 상품시장에서의 경쟁의 대용치로 추가적으로 고려하여 분석을 수행한 경우에도 대체로 동일한 방향성을 확인할 수 있었다.

6) 산업별 HHI 수준에 대한 구체적인 사항은 <부록 표 1>을 참조

지속적인 현금흐름 창출능력 가능성을 보인다면, 보유한 자산의 장부가치(book value)에 비해 높은 시장가치(market value)를 가질 것으로 예상할 수 있다. 이러한 특성을 감안하여 기존 연구 역시 동 지표를 기업가치의 대용치로 활용하고 있다(강진수 · 심한택, 1999; 정완성, 2012).

본 연구는 연구가설의 실증분석에 있어 누락변수의 편의(omitted variable bias)에 기인한 내생성 문제(endogeneity problem)를 사전에 통제하기 위해 기존 연구에서 기업의 부동산 보유 비율 및 기업가치에 영향을 미칠 것으로 제시한 다양한 변수를 모형에 포함한다. 기업규모의 효과를 통제하기 위해 총자산에 자연로그를 취한 값(Size)을 통제변수로 활용하며, 파산확률에 기초한 재무곤경 가능성에 대한 고려를 바탕으로 총자산 대비 총부채(Leverage)를 실증분석모형에 추가한다. 기업이 높은 수익성을 보유한 경우 경영전략 수립의 다양성을 확보할 수 있으며, 기업가치 개선에 원동력을 확보할 수 있을 것이다. 이러한 효과를 감안하여 총자산 대비 당기순이익(ROA)를 통제변수로 활용한다. 기업은 성장단계별로 상이한 경영전략을 수립할 것이며, 자본시장의 평가 역시 이에 따라 달라질 수 있다. 가령, 기업이 높은 업력을 보유한 경우 효율적인 경영을 통해 오랜 시간 영업활동을 유지해왔음을 신호할 수 있을 것이므로 높은 가치를 인정받을 수 있을 것이다. 반면, 향후 성장가치가 비교적 높은 업력이 낮은 기업에 대한 투자자들의 수요가 더 높은 가능성도 동시에 존재한다. 이러한 효과를 통제하기 위해 기업업력(현재연도-설립연도+1)에 자연로그를 취한 값을 통제변수(Age)에 추가한다.

기업이 높은 잉여현금흐름을 보유한 경우 부동산 자산을 확대할 여력이 높을 것으로 예상이 가능하다. 무엇보다 기존 연구는 잉여현금흐름이 경영자가 유용할 수 있는 재량권의 크기를 대리하는 지표이며 동 지표 수준의 상승은 대리인문제 발생 가능성을 높일 수 있음을 주장하였다(Jensen, 1986). 따라서 경영자가 부동산 자산의 보유를 결정함에 있어 잉여현금흐름의 크기도 고려할 것으로 예상할 수 있다. 이러한 효과를 통제하기 위해 총자산 대비 영업활동에서의 현금흐름(FCF)을 통제변수에 추가한다. 대주주의 존재는 경영자를 효과적으로 견제함으로써 대리인문제를 완화시키는 것으로 알려져 있다. 반면, 이들이 비교적 높은 지분율을 확보한 경우 여타 외부 지배구조의 효율적 작동을 저해시킴으로써 주주가치를 훼손할 가능성도 동시에 존재한다. 이러한 효과를 감안하여 최대주주 지분율(Block)을 실증분석모형에 추가한다. 기업의 부동산 자산 보유에 있어 산업특성, 특히, 특정산업에 진입하기 위해 필요한 진입비용(entry cost)의 크기가 영향을 미칠 수 있다. 가령, 자동차, 중장비 등에 관련한 산업의 경우 부동산을 포함한 비교적 많은 유형고정자산이 필요한데, 이러한 특성을 통제한 상태에서 상품시장에서의 경쟁이 기업의 부동산 보유에 미치는 효과를 파악해야만 엄밀한 분석이 가능할 것이다. 따라서 본 연구는 이러한 효과를 통제하기 위해 산업 내 기업들의 유형고정자산을 시장점유율에 따라 가중 평균한 값에 자연로그를 취한 값(Entrycost)을 통제변수로 활용한다. 기업의 높은 성장기회를 보유한 경우 자본시장으로부터 높은 가치를 인정받을 수 있을 것으로 예상된다. 성장기회의 대용치로 투자지출 수준을 고려하며, 이를 지표화하기 위해 자본적 지출(capital expenditure)과 연구개발비(R&D expense)의 합계를 총자산으로 나눈 값(Invest)을 활용한다.

3. 연구방법론

본 연구는 누락변수의 편의(omitted variable bias)를 고려하여 여타 기업특성, 연도효과와 산업효과를 통제한 상태에서 상품시장에서의 경쟁이 기업의 부동산 보유에 미치는 효과를 파악하기 위해 회귀분석을 실시한다. 분석을 위한 실증분석모형은 아래 식 (2)과 같다. 각 변수의 정의는 <표 1>에 제시된 바와 같다. i는 개별 기업을 j는 기업이 포함된 각 산업(상품시장)을, t는 각 사업연도(시점)을 의미한다. 본 연구는 관찰불가능한 산업특성(industry effect, η)과 연도특성(year effect, λ)이 분석결과에 개입함으로써 발생 가능한 누락변수의 편의에 기인한 내생성 문제를 통제하기 위해 산업-연도 고정효과모형을 추정한다. 이를 바탕으로 보다 강건한 결과를 도출해낼 수 있을 것으로 예상된다. 패널자료의 특성상 자기상관성과 이분산성으로 인한 오류발생 가능성을 감안하여 Heteroscedasticity-consistent standard error 방식을 통해 추정계수의 유의성을 검정한다.

$$CRE_{it}=\beta_0+\beta_1*HHI_{jt}+\beta_2*Size_{it}+\beta_3*Leverage_{it}+\beta_4*ROA_{it}+\beta_5*Age_{it}+\beta_6*M/B\ ratio_{it}$$

$$+\beta_7*FCF_{it}+\beta_8*Block_{it}+\beta_9*Entrycost_{jt}+\eta_j+\lambda_t+\varepsilon_{it} \quad \text{식 (2)}$$

[*Where*, CRE = $Total_CRE$ *or* Own_CRE *or* $Invest_CRE$]

다음으로 상품시장에서의 경쟁에 따른 기업의 부동산 보유가 기업가치에 미치는 효과를 파악[7]하기 위해 회귀분석을 실시한다. 흔히, 재무금융 분야 실증분석에 있어 중요한 학문적 토대를 제공하는 효율적 시장가설(efficient market hypothesis)에 따르면 모든 이용 가능한 정보는 주식가격에 즉각적으로 반영되는 것으로 알려져 있다. 이러한 가설 하에서 본 연구가 활용하는 기업가치의 대용치는 주식가격에 기초하기 때문에 투자자들에게 재무제표를 통해 공개되는 기업의 부동산 보유 수준이 반영되는데 시차효과가 크지 않을 것으로 판단된다. 무엇보다 본 연구의 기업가치의 대용치는 연말 종가(closing price)를 기준으로 측정하였기 때문에 동 사업연도 내 기업의 부동산 보유 수준에 대한 투자자들의 가치판단이 충분히 반영되었을 것으로 보여진다.[8] 실증분석모형은 아래 식 (3)과 같다. 각 변수의 정의는 <표 1>에 제시된 바와 같다. 본 연구는 앞선 분석과 동일하게 여타 기업특성, 연도효과와 산업효과를 통제한 상태에서 경쟁위협의 수준을 대리하는 더미변수와 기업의 부동산 보유 비율 변수 간 상호작용 변수를 설정하여 분석을 실시한다. 상품시장에서의 경쟁의 고유 효과를 통제하기 위해 원변수(raw variable)와 더미변수도 분석모형에 포함한다.

$$M/B\ ratio_{it}=\gamma_0+\gamma_1*CRE_{it}+\gamma_2*CRE_{it}*High_{jt} \text{ (or } CRE_{it}*Low_{jt})+\gamma_3*High_{jt} \text{ (or } Low_{jt})+\gamma_4*HHI_{jt}+\gamma_5*Size_{it}+\gamma_6*Leverage_{it}+\gamma_7*ROA_{it}+\gamma_8*Invest_{it}+\gamma_9*Age_{it}+\eta_j+\lambda_t+\varepsilon_{it} \quad \text{식 (3)}$$

[*Where*, CRE = $Total_CRE$ *or* Own_CRE *or* $Invest_CRE$]

<표 1> 변수의 정의

변수	정의
Total_CRE	기업 부동산 보유 비율[=(소유부동산+투자부동산)/총자산]
Own_CRE	기업 소유부동산 비율[=소유부동산(유형자산중 토지, 건설중인 자산, 건물 및 부속설비, 구축물의 합계액)/총자산]
Invest_CRE	기업 투자부동산 비율[=투자부동산(투자자산중 토지, 건물, 기타 투자부동산의 합계액)/총자산]
HHI	한국표준산업분류 3자리를 기준으로 분류된 각 산업 내 기업들의 매출액 기준 시장점유율을 모두 합한 값
High	경쟁이 높은 수준인 산업 더미변수[=HHI가 하위 33%에 속하는 경우 1, 아닌 경우 0]
Median	경쟁이 중간 수준인 산업 더미변수[=HHI가 중위 34%에 속하는 경우 1, 아닌 경우 0]
Low	경쟁이 낮은 수준인 산업 더미변수[=HHI가 상위 33%에 속하는 경우 1, 아닌 경우 0]
M/B ratio	기업가치[=자기자본의 시장가치(보통주주식수*연말종가)/자기자본의 장부가치(우선주자본금 차감)]
Size	기업규모[=자연로그(총자산)]
Leverage	부채비율[=총부채/총자산]
ROA	수익성[=당기순이익/총자산]
Age	기업업력[=자연로그(현재연도-설립연도+1)]
FCF	잉여현금흐름[=영업활동에서의 현금흐름/총자산]
Block	최대주주 지분율 합계
Entrycost	산업 진입비용[=자연로그(산업내 기업들의 유형고정자산을 시장점유율에 따라 가중평균한 값)]
Invest	투자지출[=(CAPEX+연구개발비)/총자산]
Year effect	연도 더미변수
Industry effect	한국표준산업분류 3자리를 기준으로 설정된 산업 더미변수

주) 소유부동산과 투자부동산은 감가상각누계액, 손상차손누계액, 국고보조금 등을 차감한 순금액

7) 실증분석에 있어 상품시장에서의 경쟁이 기업의 부동산 보유에 미치는 효과와 상품시장에서의 경쟁에 따른 기업의 부동산 보유가 기업가치에 미치는 효과를 동시에 추정하여 본 연구의 주요 변수로 기업의 부동산 보유가 내생변수 혹은 외생변수로 동시에 되는 통계분석상의 논리적 비정합성이 우려된다. 이러한 한계점을 극복하기 위해 앞선 모형 (2)에서 산출된 잔차(residual)을 모형 (3)의 분석에 있어 기업의 부동산 보유의 대용치로 활용하여 분석한 결과, 보고된 결과와 유사한 결과가 확인되어 강건성을 확인할 수 있었다.

8) 시차효과를 고려하여 주요 독립변수의 1기 시차(lag)를 둔 경우에도 각 추정계수의 통계적 유의성은 감소하지만, 방향성을 대체로 유사하게 확인되었다. 이는 앞서 언급한 바와 같이 효율적 시장 가설 하에 관련 정보가 이미 동 기의 기업가치에 반영되었기 때문으로 판단된다. 이러한 분석을 제안해주신 심사자께 감사한다.

<표 2> 기술통계량

변수	관측치	평균	중간값	표준편차	최대값	최소값
Total_CRE	8,058	0.2520	0.2324	0.1539	0.9965	0.0000
Own_CRE	8,058	0.2391	0.2195	0.1522	0.9745	0.0000
Invest_CRE	8,058	0.0130	0.0000	0.0470	0.7125	0.0000
HHI	8,126	0.1200	0.0686	0.1396	1.0000	0.0054
M/B ratio	8,126	1.0294	0.7037	1.0711	9.8082	0.0111
Size	8,126	19.5581	19.2875	1.5095	25.7656	15.8077
Leverage	8,126	0.4548	0.4602	0.1989	0.9990	0.0005
ROA	8,126	0.0256	0.0331	0.0995	0.9731	-0.9480
Age	8,126	3.4035	3.5835	0.7301	4.7622	0.0000
FCF	8,126	0.0504	0.0499	0.0874	0.5388	-0.9750
Block	8,092	0.4127	0.4093	0.1686	0.9998	0.0048
Entrycost	8,126	12.7831	12.7303	1.8151	17.8620	7.8104
Invest	8,126	0.0473	0.0295	0.0554	0.9279	0.0000

High는 경쟁적인 상품시장(HHI 하위 33%) 내 속하는 기업의 경우 1, 아닌 경우 0의 값을 갖는 더미변수를 의미하며, Low는 비경쟁적인 상품시장(HHI 상위 33%) 내 속하는 기업의 경우 1, 아닌 경우 0의 값을 갖는 더미변수를 의미한다.[9] 따라서 동 변수들과 부동산 보유 비율 변수와의 상호작용 변수는 경쟁 환경에 따라 기업의 부동산 보유가 기업가치에 미치는 영향이 어떻게 달라질 수 있는가를 제시할 것이다.

한편, 상품시장에서의 경쟁의 연속적인 영향력을 판단할 필요성이 있다는 점에서 본 연구는 아래 식 (4)의 모형을 추가적으로 분석한다. 아래 모형은 HHI가 중위 34%에 해당하는(Median) 기업의 형태와 여타 상위 33%(Low), 하위 33%(High)에 해당하는 기업의 행태 간의 차이를 보다 명확히 관찰하기 위해 설정되었다. 특히, 본 연구의 가설과 일치하게 기업의 부동산 보유의 추정계수가 상품시장에서의 경쟁의 증가(또는 감소)에 따라 단조증가(monotone increasing)(또는 단조감소(monotone decreasing))하는지를 보다 명료하게 확인이 가능할 것이다.

$$M/B\ ratio_{it} = v_0 + v_1 * CRE_{it} * High_{jt} + v_2 * CRE_{it} * Median_{jt} + v_3 * CRE_{it} * Low_{jt} + v_4 * High_{jt} + v_5 * Low_{jt} + v_6 * HHI_{jt} + v_7 * Size_{it} + v_8 * Leverage_{it} + v_9 * ROA_{it} + v_{10} * Invest_{it} + v_{11} * Age_{it} + \eta_j + \lambda_t + \varepsilon_{it} \quad \text{식 (4)}$$

[*Where, CRE = Total_CRE or Own_CRE or Invest_CRE*]

이러한 분석들에 있어 앞선 분석과 마찬가지로 관찰불가능한 산업특성(industry effect, η)과 연도특성(year effect, λ)이 분석결과에 개입함으로써 발생 가능한 누락변수의 편의에 기인한 내생성 문제를 통제하기 위해 산업-연도 고정효과모형을 추정한다.[10] 이를 바탕으로 보다 강건한 결과를 도출해낼 수 있을 것으로 예상된다. 한편, 패널데이터의 특성상 자기상관성과 이분산성으로 인한 오류발생 가능성을 감안하여 Heteroscedasticity-consistent standard error 방식을 통해 추정계수의 유의성을 검정한다.

9) 상품시장에서의 경쟁 수준을 보다 명백히 반영하기 위한 전체 표본을 HHI의 3분위 수에 따라 나누며, 이러한 접근방식은 기존 연구에서 흔히 활용되고 있다(Giround and Mueller, 2011).

10) 본 연구가 주목하는 주된 변수는 산업수준에서 측정되는 상품시장에서의 경쟁 수준이므로 누락변수의 편의(omitted variable bias)에 기인한 내생성 문제를 통제하기 위해 산업-연도 고정효과모형을 주된 분석모형으로 활용한다. 더불어 기업 고정효과모형을 추정하지 않는 이유는 상품시장에서의 경쟁을 대리하는 더미변수(High, Low), 기업의 부동산 보유를 의미하는 변수의 경우 시계열적으로 변화가 없거나 미미하므로 기업 고정효과와의 높은 다중공선성이 우려되기 때문이다.

IV. 실증분석결과

1. 기술통계량

<표 2>는 실증분석에 활용될 변수들의 기술통계량을 제시한다. 기업의 총 부동산 보유 비율(Total_CRE), 소유부동산 보유 비율(Own_CRE)과 투자부동산 보유 비율(Invest_CRE)의 평균은 각각 약 0.2520, 0.2391과 0.0130으로 관찰되었다. 상품시장에서의 경쟁의 대리지표로 HHI의 평균은 약 0.1200으로 나타났다. 기업가치의 대용치로 자기자본의 장부가치 대비 시장가치 비율(M/B ratio)의 평균은 약 1.0294이며, 총자산에 자연로그를 취한 값(Size)의 평균은 약 19.5581이다. 부채비율(Leverage)의 평균은 약 0.4548로 관찰되었으며, 수익성의 대리지표로 총자산 대비 당기순이익의 평균은 약 0.0256이다. 기업업력(Age)의 평균은 약 3.4035이며, 잉여현금흐름 수준(FCF)의 평균은 약 0.0504로 나타났다. 최대주주 지분율(Block)의 평균은 약 0.4127로 나타나 국내기업들이 집중된 소유구조(concentrated ownership structure)를 가짐을 보여주고 있다. 각 산업의 진입비용(Entrycost)의 평균은 약 12.7831이며, 성장기회를 대리하는 총자산 대비 투자지출(Invest)의 평균은 약 0.0473으로 관찰되었다.

<표 3>은 변수 간 상관계수(correlation coefficient)를 제시한다. 기업의 총 부동산 보유 비율(Total_CRE)과 HHI 간에는 유의한 음(-)의 상관성이 존재하는 것으로 나타났다. HHI가 높다는 것은 비교적 비경쟁적인 상품시장임을 의미하기 때문에, 이러한 결과는 경쟁적인 상품시장 내 기업일수록 보다 적극적으로 부동산 자산을 보유하고 있음을 의미한다. 소유부동산 보유 비율(Own_CRE), 투자부동산 보유 비율(Invest_CRE)과 HHI 간에서도 역시 유의한 음(-)의 상관성이 존재하는 것으로 나타났다. 다만, 이러한 결과는 기업의 부동산 보유에 영향을 미치는 다양한 기업특성과 산업특성 등 통제하지 않은 결과이므로 보다 엄밀한 분석결과에 대한 해석은 회귀분석을 통해 제시한다.

한편, 기업의 총 부동산 보유 비율(Total_CRE)과 기업가치의 대용치로 M/B ratio 간에는 유의한 음(-)의 상관성이 존재하는 것으로 나타났다. 이는 부동산

<표 3> 상관관계

변수	Total_CRE	Own_CRE	Invest_CRE	HHI	M/B ratio	Size
Own_CRE	0.9529**					
Invest_CRE	0.1897**	-0.1169**				
HHI	-0.1170**	-0.1113**	-0.0231**			
M/B ratio	-0.1543**	-0.1494**	-0.0214	0.0245**		
Size	-0.0627**	-0.0653**	0.0059	0.2586**	0.0818**	
Leverage	0.0438**	0.0608**	-0.0533**	0.0066	0.1065**	0.1369**
ROA	-0.0434**	-0.0319**	-0.0387**	0.0173	-0.0171	0.1668**
Age	0.0897**	0.0723**	0.0597**	-0.0216	-0.1334**	0.0266**
FCF	0.0107	0.0309**	-0.0649**	0.0382**	0.0477**	0.1599**
Block	0.0662**	0.0361**	0.1001**	0.0064	-0.1243**	-0.0409**
Entrycost	-0.0426**	-0.0247**	-0.0593**	0.4890**	-0.0591**	0.3810**
Invest	0.0563**	0.0596**	-0.0085	0.0432**	0.1142**	0.1354**
변수	**Leverage**	**ROA**	**Age**	**FCF**	**Block**	**Entrycost**
ROA	-0.2972**					
Age	-0.0066	-0.0583**				
FCF	-0.1595**	0.4342**	-0.0605**			
Block	-0.1868**	0.1545**	-0.0987**	0.0537**		
Entrycost	0.0103	0.0570**	0.0169	0.0752**	0.0441**	
Invest	-0.0516**	0.1063**	-0.0254**	0.1754**	0.0468**	0.1184**

주) **은 최소 5% 수준에서 통계적 유의미함을 의미

자산을 비교적 많이 보유한 기업일수록 자본시장의 평가가 부정적일 수 있음을 시사한다. 기존 연구는 이러한 결과에 대해 부동산 자산을 악용한 경영자의 과잉투자문제에 주목하고 있다. 본 연구는 이러한 관계가 상품시장에서의 경쟁 수준에 따라 변화할 수 있음을 확인한다. 즉, 경쟁위협이 경영자의 과잉투자유인을 규율하는 상황에서 부동산 자산 보유가 기업가치를 제고시키는 영향력이 달라질 수 있음을 확인한다.

2. 상품시장에서의 경쟁이 기업의 부동산 보유에 미치는 영향

<표 4>는 상품시장에서의 경쟁이 기업의 부동산 보유 비율에 미치는 효과를 회귀분석한 결과를 제시한다(식 (2)). 모형(1)은 총 부동산 보유 비율(Total_CRE)을 종속변수로 활용한 결과인데, HHI의 추정계수는 1% 수준에서 통계적으로 유의한 음(-)의 값을 갖는 것으로 나타났다. HHI가 낮은 값을 갖는다는 것은 비교적 경쟁위협이 높은 상품시장임을 의미하므로 이러한 결과는 경쟁적인 상품시장 내 기업일수록 부동산 자산을 비교적 많이 보유하고 있음을 시사한다. 경쟁위협의 규율효과를 고려할 때, 경쟁우위를 확보하기 위한 수단, 또는 미래 성장기회에 대한 일종의 가치저장수단으로서 부동산 자산이 활용되고 있음을 시사한다.

통제변수로 부채비율(Leverage)이 높을수록, 수익성(ROA)이 낮을수록, 기업업력(Age)이 길수록, 기업가치(M/B ratio)가 낮을수록, 잉여현금흐름(FCF)이 많을수록, 최대주주 지분율(Block)이 높을수록 총 부동산 보유 비율은 상승하는 것으로 나타났다. 한편, 산

<표 4> 상품시장에서의 경쟁과 기업의 부동산 보유

구분	모형(1)	모형(2)	모형(3)
종속변수	Total_CRE	Own_CRE	Invest_CRE
상수항	-0.1245***	-0.1362***	0.0116
	[-2.84]	[-3.12]	[0.58]
HHI	-0.1303***	-0.1229***	-0.0075
	[-4.91]	[-4.82]	[-0.71]
Size	-0.0008	-0.0002	-0.0006*
	[-0.67]	[-0.17]	[-1.73]
Leverage	0.0909***	0.0893***	0.0017
	[9.55]	[9.42]	[0.59]
ROA	-0.0773***	-0.0671***	-0.0102*
	[-3.66]	[-3.26]	[-1.75]
Age	0.0181***	0.0144***	0.0037***
	[7.84]	[6.55]	[5.02]
M/B ratio	-0.0169***	-0.0157***	-0.0013***
	[-8.99]	[-8.37]	[-2.94]
FCF	0.0448**	0.0475**	-0.0027
	[2.36]	[2.54]	[-0.55]
Block	0.0422***	0.0212**	0.0210***
	[4.34]	[2.24]	[5.83]
Entrycost	0.0245***	0.0259***	-0.0013
	[7.20]	[7.56]	[-0.74]
Year effect	Included	Included	Included
Industry effect	Included	Included	Included
N	8,024	8,024	8,024
adj-R^2	0.342	0.350	0.211

주) ***, **, *은 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 통계적으로 유의미함을 의미

업특성으로서 진입비용(Entrycost)은 총 부동산 보유 비율에 긍정적인 영향력을 갖는 것으로 관찰되었는데, 이는 직관적으로 중공업, 조선업 등과 같은 진입비용이 높은 산업일수록 더 많은 부동산 자산을 보유하고 있는 행태를 보여준다.

모형(2)는 소유부동산 보유 비율(Own_CRE)을 종속변수로 추정한 결과이며, 모형(3)은 투자부동산 보유 비율(Invest_CRE)을 종속변수로 추정한 결과이다. HHI의 추정계수는 소유부동산 보유 비율을 활용한 모형(2)에서만 통계적으로 유의한 음(-)의 값을 갖는 것으로 관찰되었다. 이러한 결과는 경쟁우위를 확보하기 위한 일종의 가치저장수단으로서 경쟁적인 상품시장에서 소유부동산을 보유하고자 하는 유인이 높음을 시사한다. 반면, 가치저장수단으로서의 기능보다는 단기적 시세차익을 확대하는 목적으로 활용되는 투자부동산의 경우(모형(3)) 상품시장에서의 경쟁 수준과는 별다른 연관성을 갖지 않는 것으로 나타났다.

3. 상품시장에서의 경쟁과 기업의 부동산 보유가 기업가치에 미치는 영향

<표 5>는 상품시장에서의 경쟁에 따른 기업의 부동산 보유가 기업가치에 미치는 효과를 회귀분석을 통해 확인한 결과를 제시한다(식 (3)). 모형(1)의 총 부동산

<표 5> 상품시장에서의 경쟁에 따른 기업의 부동산 보유가 기업가치에 미치는 영향: 총 부동산 보유 비율

구분	모형(1)	모형(2)	모형(3)	모형(4)
상수항	-0.4368**	-0.4206**	-0.4812**	-0.4560**
	[-2.20]	[-2.11]	[-2.39]	[-2.26]
Total_CRE	-1.0141***	-1.1829***	-0.8998***	
	[-10.27]	[-10.74]	[-7.65]	
Total_CRE*High		0.5289***		-0.6516***
		[2.63]		[-3.65]
Total_CRE*Median				-1.1034***
				[-7.92]
Total_CRE*Low			-0.3674**	-1.2838***
			[-2.00]	[-8.30]
High		-0.0432		-0.0229
		[-0.56]		[-0.29]
Low			0.1278*	0.0833
			[1.78]	[1.12]
HHI	-0.2879*	-0.2498	-0.4058**	-0.3418**
	[-1.88]	[-1.62]	[-2.38]	[-2.01]
Size	0.0597***	0.0604***	0.0600***	0.0604***
	[6.56]	[6.65]	[6.62]	[6.66]
Leverage	1.1330***	1.1385***	1.1315***	1.1360***
	[14.58]	[14.60]	[14.51]	[14.52]
ROA	0.0213	0.0356	0.0182	0.0298
	[0.09]	[0.16]	[0.08]	[0.13]
Invest	2.0471***	2.0366***	2.0688***	2.0565***
	[7.54]	[7.56]	[7.58]	[7.59]
Age	-0.1182***	-0.1184***	-0.1188***	-0.1187***
	[-7.52]	[-7.53]	[-7.56]	[-7.54]
Year effect	Included	Included	Included	Included
Industry effect	Included	Included	Included	Included
N	8,058	8,058	8,058	8,058
adj-R^2	0.272	0.273	0.272	0.273

주) ***, **, *은 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 통계적으로 유의미함을 의미

보유 비율(Total_CRE)의 추정계수는 1% 수준에서 통계적으로 유의한 음(-)의 값을 갖는 것으로 나타났다. 이러한 결과는 기업이 많은 부동산 자산을 보유한 경우 자본시장의 평가에 기초한 기업가치가 하락할 수 있음을 시사하며, 기존 연구의 결과를 재차 확인시켜 준다. 이는 부동산 자산이 경영자의 과잉투자유인에 활용될 우려로 인해 이에 대한 주주 내지는 투자자들의 평가가 부정적일 수 있는 것으로 해석이 가능하다.

모형(2)는 경쟁적인 상품시장 내 기업의 총 부동산 보유 비율이 기업가치에 미치는 효과를 분석한 결과이다. 총 부동산 보유 비율과 경쟁적인 상품시장을 의미하는 더미변수(High) 간 상호작용변수의 추정계수는 1% 수준에서 통계적으로 유의미한 양(+)의 값을 갖는 것으로 관찰되었다. 총 부동산 보유 비율 변수는 여전히 통계적으로 유의적인 음(-)의 값을 갖는 것으로 나타났다. 상호작용변수의 해석은 원변수와의 비교를 통해 가능하므로(-1.1829+0.5289= -0.6540), 경쟁적인 상품시장에서 기업의 총 부동산 보유 비율의 상승이 기업가치를 약화시키는 효과가 감소하고 있음을 확인할 수 있다. 이러한 결과는 앞서 언급한 바와 같이 경쟁위협의 규율효과로 인해 경영자의 대리인문제가 완화되고, 경쟁적 상품시장에서 경쟁우위를 확보하기 위한 일종의 가치저장수단으로서 부동산 자산이 활용된다고 판단될 경우, 기업의 부동산 보유에 대한 자본시장의 평가가 개선될 수 있음을 시사한다.

모형(3)은 비경쟁적인 상품시장 내 기업의 총 부동산 보유 비율이 기업가치에 미치는 효과를 분석한 결과이다. 총 부동산 보유 비율과, 비경쟁적인 상품시장을 의미하는 더미변수(Low)와 총 부동산 보유 비율 간 상호작용변수 모두 최소 5% 수준에서 통계적으로 유의미한 음(-)을 값을 갖는 것으로 나타났다. 이러한 결과는 총 부동산 보유 비율의 상승이 기업가치를 약화시키는 효과가 비경쟁적인 상품시장에서 보다 강화될 수 있음을 시사한다(-0.8998-0.3674=-1.2672). 이는 경쟁위협의 규율효과가 거의 존재치 않아 경영자의 대리인문제가 확대될 가능성이 높은 상황에서는 기업의 부동산 자산 보유에 대한 자본시장의 평가가 더욱 부정적으로 관찰될 가능성이 높음을 시사한다. 이상의 결과들은 경쟁위협이 부동산 보유 전략을 둘러싼 경영자의 대리인문제를 완화시키는 효과를 가진다는 것을

<표 6> 상품시장에서의 경쟁에 따른 기업의 부동산 보유가 기업가치에 미치는 영향: 소유부동산 보유 비율

구분	모형(1)	모형(2)	모형(3)	모형(4)
상수항	-0.4567**	-0.4444**	-0.4939**	-0.4613**
	[-2.30]	[-2.22]	[-2.46]	[-2.29]
Own_CRE	-0.9781***	-1.1590***	-0.9066***	
	[-9.71]	[-10.26]	[-7.50]	
Own_CRE*High		0.5584***		-0.6032***
		[2.73]		[-3.34]
Own_CRE*Median				-1.1673***
				[-8.03]
Own_CRE*Low			-0.2319	-1.1611***
			[-1.26]	[-7.55]
High		-0.0419		-0.0435
		[-0.56]		[-0.55]
Low			0.0943	0.0420
			[1.35]	[0.58]
Control variables	Included	Included	Included	Included
Year effect	Included	Included	Included	Included
Industry effect	Included	Included	Included	Included
N	8,058	8,058	8,058	8,058
adj-R^2	0.270	0.271	0.270	0.271

주) ***, **, *은 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 통계적으로 유의미함을 의미

의미한다.

상품시장에서의 경쟁에 따른 기업의 부동산 보유가 기업가치에 미치는 효과의 연속적인 영향력을 보다 명료히 판단하기 위해 HHI 하위 33%(High), 중위 34%(Median), 상위 33%(Low)를 의미하는 더미변수와 기업의 부동산 보유(CRE) 간 교차변수를 설정하여 이를 모두 모형에 포함한 상태에서 추가분석을 실시한 결과는 모형(4)에 제시되어 있다. 예상된 바와 같이 기업의 전체 부동산 보유의 추정계수의 절대값은 경쟁적인 상품시장(High)에서 비경쟁적인 상품시장(Low)에 걸쳐 단조증가하는 것을 확인할 수 있다. 이러한 결과는 본 연구의 가설과 일치하게 경쟁위협이 기업의 부동산 보유와 기업가치 간의 관계에 미치는 효과를 명료하게 확인시켜준다.[11] 여타 통제변수로 경쟁위협(HHI)이 증가할수록, 기업업력(Age)이 낮을수록, 기업규모(Size)가 클수록, 부채비율(Leverage)이 높을수록, 투자지출(Invest)이 많을수록 기업가치가 개선되고 있는 것으로 나타났다.

<표 6>의 모형(1)의 소유부동산 보유 비율(Own_CRE)의 추정계수는 1% 수준에서 통계적으로 유의한 음(-)의 값을 갖는 것으로 관찰되었다. 이는 유동성이 낮은 소유부동산의 특성상 단기 자금여력을 약화시킬 우려가 존재하기 때문으로 해석이 가능하다. 반면, 모형(2)의 소유부동산 보유 비율과 경쟁적인 상품시장을 의미하는 더미변수(High)의 상호작용변수의 추정계수는 1% 수준에서 통계적으로 유의미한 양(+)의 값을 갖는 것으로 관찰되었다. 소유부동산의 경우 미래 성장기회를 신호함과 동시에 여타 생산요소의 효율적인 활용을 뒷받침하는 기능을 수행하기 때문에 경쟁적인 상품시장에서 경쟁우위를 확보하기 위한 수단으로 간주되고 있기 때문으로 해석된다. 더불어 경쟁위협으로 인해 소유부동산이 경영자의 과잉투자유인 확대에 악용될 가능성이 낮은 상황에서는 이에 대한 자본시장의 평가가 개선될 수 있음을 시사한다. 모형(3)의 소유부동산 보유 비율과 비경쟁적인 상품시장을 의미하는 더미변수(Low) 간 상호작용변수의 추정계수는 통계적으로 유의적이지 않은 것으로 나타났다. 이는 기업의 비경쟁적인 상품시장에서 소유부동산을 비교적 많이 보유하고 있더라도 자본시장의 평가가 더 악화되지는 않음을 시사한다. 흔히, 소유부동산의 경우 유동성이 낮

<표 7> 상품시장에서의 경쟁에 따른 기업의 부동산 보유가 기업가치에 미치는 영향: 투자부동산 보유 비율

구분	모형(1)	모형(2)	모형(3)	모형(4)
상수항	-0.6039***	-0.6261***	-0.5940***	-0.6199***
	[-3.07]	[-3.18]	[-3.00]	[-3.13]
CRE	-0.6774***	-0.6203***	-0.3225	
	[-3.26]	[-2.60]	[-1.27]	
Invest_CRE*High		-0.1662		-0.7928**
		[-0.42]		[-2.29]
Invest_CRE*Median				0.0313
				[0.09]
Invest_CRE*Low			-1.1862***	-1.5202***
			[-3.13]	[-4.88]
High		0.1081**		0.1167**
		[1.98]		[2.13]
Low			0.0179	0.0236
			[0.35]	[0.46]
Control variables	Included	Included	Included	Included
Year effect	Included	Included	Included	Included
Industry effect	Included	Included	Included	Included
N	8,058	8,058	8,058	8,058
adj-R^2	0.258	0.258	0.258	0.259

주) ***, **, *은 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 통계적으로 유의미함을 의미

11) 이러한 분석을 제안하신 심사자께 감사한다.

은 특성을 가져 경영자의 단기적 투기유인을 확대하는 데 악용될 우려가 비교적 낮기 때문에 경쟁위협의 규율효과가 존재하지 않는 상황에서도 기업가치를 약화시키지 않을 수 있는 것으로 이해될 수 있다. 한편, 기업의 전체 부동산 보유를 활용한 앞선 분석결과와 동일하게 소유부동산 보유의 추정계수의 절대값은 경쟁적인 상품시장(High)에서 비경쟁적인 상품시장(Low)에 걸쳐 단조증가하는 것으로 확인되었다(모형 (4)).

<표 7>의 모형(1)의 투자부동산 보유 비율(Invest_CRE)의 추정계수는 1% 수준에서 통계적으로 유의미한 음(-)의 값을 갖는 것으로 나타났다. 모형(2)의 투자부동산 보유 비율과 경쟁적인 상품시장을 의미하는 더미변수(High) 간 상호작용변수는 통계적으로 유의적이지 않은 것으로 나타났다. 이러한 결과는 경쟁위협의 규율효과가 존재하더라도 투자부동산의 보유가 기업가치를 하락시키는 효과에 있어 큰 변화가 관찰되지 않음을 의미한다. 반면, 모형(3)의 투자부동산 보유 비율과 비경쟁적인 상품시장을 의미하는 더미변수(Low) 간 상호작용변수는 1% 수준에서 통계적으로 유의미한 음(-)의 값을 보이고 있다. 이는 경쟁위협의 규율효과가 거의 존재치 않는 경우 투자부동산 보유가 경영자의 사적효용추구 유인 확대에 악용될 우려가 가중됨에 따라 기업가치가 더욱더 하락될 수 있음을 시사한다.

V. 결론 및 시사점

본 연구는 상품시장에서의 경쟁이 기업의 부동산 보유와 동 행태가 기업가치에 미치는 효과에 어떤 영향을 미치는가를 최초로 분석함으로써 학술적 시사점을 갖는다. 상품시장에서의 경쟁은 대리인문제를 규율하기 위한 효과적인 외부 경영통제수단으로서 고려될 수 있으므로, 이에 따라 부동산 자산 보유를 둘러싼 경영자의 과잉투자유인을 통제하는 효과를 가질 것으로 예상할 수 있다.

실증분석결과, 여타 기업특성, 산업특성 및 연도특성을 통제한 상태에서 상품시장에서의 경쟁 수준이 증가할수록 기업은 보다 적극적으로 부동산 보유 비율을 증가시키는 것으로 나타났다. 특히, 이러한 행태는 소유부동산 보유를 통해 주로 확인되었다. 이는 경쟁위협의 규율효과를 고려할 때, 부동산 자산이 미래 성장기회를 신호함과 동시에 경쟁우위를 차지하기 위한 일종의 가치저장수단으로 적극적으로 활용되고 있음을 시사한다. 반면, 시세차익을 기대하는 일종의 대체투자수단으로 투자부동산은 상품시장에서의 경쟁과는 의미 있는 연관성을 갖지 않는 것으로 나타났다.

한편, 기존 연구에서 제기된 부동산 보유가 기업가치를 감소시키는 영향력은 경쟁적인 상품시장에서는 약화되며, 비경쟁적인 상품시장에서 강화되고 있는 것으로 나타났다. 이는 경쟁위협으로 인해 경영자의 대리인문제가 완화된 상황에서는 부동산 자산 보유에 따른 자본시장의 평가가 개선될 수 있음을 시사한다. 반대로 경쟁위협이 미미한 경우 부동산 자산을 통한 경영자의 과잉투자문제 발생에 대한 우려로 인해 기업가치가 더욱더 하락할 수 있음을 의미하기도 한다. 이를 통해 경쟁위협의 규율효과의 실효성을 확인할 수 있다. 추가적으로 소유부동산 보유 비율의 확대가 기업가치를 감소시키는 영향력은 경쟁적인 상품시장에서 완화되었으며, 투자부동산 보유 비율의 확대가 기업가치를 감소시키는 영향력은 비경쟁적인 상품시장에서 확대되는 것으로 나타났다. 이러한 결과는 경쟁위협으로 인해 대리인문제가 완화된 상황에서 핵심적인 생산요소로서 영업활동과 밀접한 연관성을 갖는 소유부동산이 확대되는 경우, 미래 성장기회를 신호하고 신사업 기회를 창출하기 위한 수단으로 여겨져 기업가치에 대한 자본시장의 평가가 개선될 수 있음을 의미한다. 그리고 경쟁위협이 낮은 상황에서 비교적 과잉투자수단으로 악용될 가능성이 높은 투자부동산이 확대되는 경우에는 기업가치에 대한 자본시장의 평가가 더욱더 악화될 수 있음을 보여준다.

본 연구는 상품시장에서의 경쟁을 바탕으로 기업의 부동산 보유에 대한 동기와 유인에 대한 해석을 제시함으로써 부동산 자산을 둘러싼 기업경영행태에 대한 이해를 제고시킨다는 시사점을 가질 것으로 예상된다. 더불어 기업이 궁극적인 목표인 기업가치 개선을 유도해내기 위해서는 부동산 보유를 결정함에 있어 상품시장에서의 경쟁 수준을 고려한 보다 정교한 접근이 필요하다는 실무적 시사점을 제공한다.

본 연구는 데이터의 획득 가능성을 전제로 한국거래소 유가증권시장 상장기업을 연구표본으로 활용하였다. 보다 일반화된 결론을 도출하기 위해서 향후에는 보다 광범위한 연구표본을 활용할 필요성이 제기된다. 더불어 본 연구는 논의의 단순화를 위하여 상품시

장에서의 경쟁 수준이 기업의 부동산 보유에 선형적인 영향력을 미친다는 것을 전제로 분석을 수행하였다. 하지만 비선형적 관계를 원천적으로 배제하기 어렵기 때문에 향후에 이에 대한 연구를 실시해볼 필요성이 제기된다.

논문접수일 : 2016년 5월 18일
논문심사일 : 2016년 5월 26일
게재확정일 : 2016년 9월 23일

참고문헌

1. 강원철 · 고성수, "기업부동산의 포트폴리오 효과에 관한 고찰: 유가증권 상장제조업을 중심으로", 「부동산연구」 제25권, 한국부동산연구원, 2015, pp. 21-34
2. 강진수 · 심한택, "부동산보유비율이 주가/장부가치비율에 미치는 영향", 「세무회계연구」 제5권, 한국세무회계학회, 1999, pp. 361-384
3. 김민체 · 김동욱 · 김병곤, "대리인문제와 기업지배구조가 기업부동산 보유정책에 미치는 영향 - 사업용 부동산과 투자부동산의 비교분석", 「산업경제연구」 제28권, 산업경제학회, 2015, pp. 785-808
4. 김지수 · 정기웅, "기업의 부동산 보유와 기업가치에 관한 연구", 「재무관리연구」 제10권, 한국재무관리학회, 1993, pp. 53-81
5. 박경서 · 변희섭 · 이지혜, "상품시장에서의 경쟁과 기업지배구조의 상호작용이 투자와 배당에 미치는 영향", 「재무연구」 제24권, 한국재무학회, 2011, pp. 483-522
6. 이해영 · 조명호, 기업의 소유 및 투자부동산이 기업 가치에 미치는 영향", 「기업경영연구」 제16권, 한국기업경영학회, 2009, pp. 67-81
7. 정완성, "국내 상장기업의 부동산보유결정이 기업주식의 수익률과 위험에 미치는 영향에 관한 실증연구", 「한국주거환경학회지」 제10권, 한국주거환경학회, 2012, pp. 191-209
8. Alchian, A., "Uncertainty, Evolution and Economic Theory," *Journal of Political Economy*, Vol. 58, 1950, pp. 211-221
9. Allen, F., and D. Gale, *Corporate governance and competition, in: Vives, X. eds., Corporate Governance: Theoretical and Empirical Perspectives*, Cambridge, Cambridge University Press, 2000
10. Brounen, D and P. Eichholtz, "Corporate Real Estate Ownership Implication," *Journal of Real Estate Finance and Economics*, Vol. 30, 2004, pp. 429-445
11. Chhaochharia, V., Y. Grinstein, G. Grullon and R. Michaely, Product Market Competition and Agency Conflicts: Evidence from the Sarbanes Oxley Law, Temple University Working paper, 2009
12. Constand, R., P. Lewis, and M. Sullivan, "Factors Affecting Price Earnings Ratios and Market Value of Japanese Firms," *Financial Management*, Vol. 20, 1991, pp. 68-79
13. Fellner, W., "The Influence of Market Structure on Technological Progress," *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 65, 1951, pp. 556-577
14. Giroud, X. and H. Mueller, "Corporate governance, Product Market Competition, and Equity Prices," *Journal of Finance*, Vol.66, 2011, pp. 563-600
15. Griffith, R., Product Market Competition, Efficiency and Agency Cost: An empirical analysis, Institute for Fiscal Studies working paper, 2001
16. Hou, K. and D. Robinson, "Industry Concentration and Average Stock Returns", *Journal of Finance*, Vol. 61, 2006, pp. 1927-1956
17. Jensen, M. and W. Meckling, "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure", *Journal of Financial Economics*, Vol. 3, 1976, pp. 305-360
18. Jensen, M., "Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers," *American Economic Review*, Vol. 76, 1986, pp. 323-339
19. McConnell, J. and C. Muscarella, "Corporate Capital Expenditure Decisions and the Market Value of the Firm," *Journal of Financial Economics*, Vol. 14, 1985, pp. 399-422
20. Michael, S., C. Arjun, and W. James, "Real Asset Ownership and the Risk and Return to Stockholders," *Journal of Real Estate Research*, Vol. 22, 2001, pp. 199-212
21. Nickell, S., "Competition and Corporate Performance," *Journal of Political Economy*, Vol. 104, 1996, pp. 724-746
22. Raith, M., "Competition, Rsk, and Managerial Incentives," *American Economic Review*, Vol. 93, 2003, pp. 1425-1436
23. Scherer, F., *Industrial Market Structure and Economic Performance, 2nd edited*, Chicago, Rand McNally, 1980
24. Schumpeter, J., *Capitalism, Socialism and Democracy*, London, Allen and Unwin, 1943(originally published in the USA in 1942; reprinted by Routledge in the London

in 1994).
25. Shleifer, A. and R. Vishny, "A survey of corporate governance," *Journal of Finance*, Vol. 52, 1997, pp. 737-783
26. Stigler, G., "The Economics of Scale", *Journal of Law and Economics*, Vol. 1, 1958, pp. 54-71
27. Williamson, O., "Managerial Discretion and Business Behavior", *American Economic Review*, Vol. 53, 1963, pp. 1032-1067

부 록

1. 산업별 HHI의 평균

<부록 표 1> 연구표본의 산업별 HHI 평균

산업명	HHI 평균	산업명	HHI 평균
어로 어업	0.1484	특수 목적용 기계 제조업	0.0266
석탄 광업	0.7780	자동차용 엔진 및 자동차 제조업	0.3916
비철금속 광업	0.9054	자동차 차체 및 트레일러 제조업	0.1244
도축, 육류 가공 및 저장 처리업	0.0573	자동차 부품 제조업	0.0310
수산물 가공 및 저장 처리업	0.1012	선박 및 보트 건조업	0.2041
낙농제품 및 식용빙과류 제조업	0.1597	철도장비 제조업	0.8023
곡물가공품, 전분 및 전분제품 제조업	0.1130	항공기, 우주선 및 부품 제조업	0.6909
기타 식품 제조업	0.0613	가구 제조업	0.0659
동물용 사료 및 조제식품 제조업	0.0995	악기 제조업	0.2988
알콜음료 제조업	0.1675	전기, 가스, 증기 및 공기조절 공급업	0.8865
비알콜음료 및 얼음 제조업	0.2036	전기업	0.2880
담배 제조업	0.8904	가스 제조 및 배관공급업	0.4439
방적 및 가공사 제조업	0.0608	증기, 냉온수 및 공기조절 공급업	0.2891
직물직조 및 직물제품 제조업	0.0256	건물 건설업	0.0289
편조원단 및 편조제품 제조업	0.1719	토목 건설업	0.0587
기타 섬유제품 제조업	0.0575	기반조성 및 시설물 축조관련 전문공사업	0.0140
봉제의복 제조업	0.0187	전기 및 통신 공사업	0.0622
가죽, 가방 및 유사제품 제조업	0.0547	자동차 판매업	0.4497
제재 및 목재 가공업	0.2090	상품 중개업	0.3017
나무제품 제조업	0.0981	음 · 식료품 및 담배 도매업	0.0348
펄프, 종이 및 판지 제조업	0.0636	가정용품 도매업	0.0120
골판지, 종이 상자 및 종이 용기 제조업	0.0438	기계장비 및 관련 물품 도매업	0.0255
기타 종이 및 판지 제품 제조업	0.2726	건축자재, 철물 및 난방장치 도매업	0.0434
석유 정제품 제조업	0.3249	기타 전문 도매업	0.1800
기초화학물질 제조업	0.0572	상품 종합 도매업	0.2009
비료 및 질소화합물 제조업	0.5877	종합 소매업	0.1201
합성고무 및 플라스틱 물질 제조업	0.0607	정보통신장비 소매업	0.2596
기타 화학제품 제조업	0.0577	섬유, 의복, 신발 및 가죽제품 소매업	0.1369
화학섬유 제조업	0.2397	연료 소매업	0.0678
기초 의약물질 및 생물학적 제제 제조업	0.0759	기타 상품 전문 소매업	0.3754

산업명	HHI 평균	산업명	HHI 평균
의약품 제조업	0.0229	무점포 소매업	0.0882
고무제품 제조업	0.1680	육상 여객 운송업	0.0347
플라스틱제품 제조업	0.0224	도로 화물 운송업	0.1422
유리 및 유리제품 제조업	0.1550	해상 운송업	0.1295
도자기 및 기타 요업제품 제조업	0.1153	정기 항공 운송업	0.9404
시멘트, 석회, 플라스터 및 그 제품 제조업	0.0484	기타 운송관련 서비스업	0.0891
기타 비금속 광물제품 제조업	0.0415	음식점업	0.1322
1차 철강 제조업	0.1634	서적, 잡지 및 기타 인쇄물 출판업	0.0314
1차 비철금속 제조업	0.0911	소프트웨어 개발 및 공급업	0.0192
금속 주조업	0.0507	영화, 비디오물, 방송프로그램 제작 및 배급업	0.0617
구조용 금속제품, 탱크 및 증기발생기 제조업	0.0168	텔레비전 방송업	0.0616
무기 및 총포탄 제조업	0.5636	전기통신업	0.2725
기타 금속가공제품 제조업	0.0108	컴퓨터 프로그래밍, 시스템 통합 및 관리업	0.0841
반도체 제조업	0.2123	자료처리, 호스팅, 포털 및 기타 인터넷 정보매개서비스업	0.1676
전자부품 제조업	0.0911	기타 정보 서비스업	0.0703
컴퓨터 및 주변장치 제조업	0.1937	부동산 임대 및 공급업	0.0178
통신 및 방송 장비 제조업	0.4730	운송장비 임대업	0.4395
영상 및 음향기기 제조업	0.1265	광고업	0.0721
의료용 기기 제조업	0.2037	회사본부, 지주회사 및 경영컨설팅 서비스업	0.2059
측정, 시험, 항해, 제어 및 기타 정밀기기 제조업: 광학기기 제외	0.0352	건축기술, 엔지니어링 및 관련기술 서비스업	0.1169
안경, 사진장비 및 기타 광학기기 제조업	0.1006	그 외 기타 전문, 과학 및 기술 서비스업	0.4075
전동기, 발전기 및 전기 변환 · 공급 · 제어 장치 제조업	0.0539	여행사 및 기타 여행보조 서비스업	0.1185
1차전지 및 축전지 제조업	0.1328	기타 사업지원 서비스업	0.0311
절연선 및 케이블 제조업	0.1244	초등 교육기관	0.5518
전구 및 조명장치 제조업	0.1070	스포츠 서비스업	0.0104
가정용 기기 제조업	0.1263	유원지 및 기타 오락관련 서비스업	0.2740
기타 전기장비 제조업	0.1145	그 외 기타 개인 서비스업	0.2463
일반 목적용 기계 제조업	0.0637	전체 평균	0.1200