

경영학석사 학위논문

유형자산 재평가에 대한 연구

- 재평가 동기와 시장반응에 대한 실증 연구 -



2012년 2월

부경대학교 대학원

경 영 학 과

김 상 용

경영학석사 학위논문

유형자산 재평가에 대한 연구

- 재평가 동기와 시장반응에 대한 실증 연구 -

지도교수: 김 태 용

이 논문을 경영학석사 학위논문으로 제출함



2012년 2월

부경대학교 대학원

경 영 학 과

김 상 용

김상용의 경영학석사 학위논문을 인준함

2012년 2월



주 심 경영학박사 김 진 황 (인)

위 원 경영학박사 박 영 병 (인)

위 원 경영학박사 김 태 용 (인)

목 차

Abstract.....	iv
제 I 장 서 론.....	1
제 1절 연구의 필요성과 목적.....	1
제 2절 연구방법 및 구성.....	2
제 II 장 이론적 배경 및 선행연구.....	4
제 1절 이론적 배경.....	4
제 2절 선행연구.....	13
제 III 장 연구설계.....	18
제 1절 가설설정.....	18
제 2절 연구모형.....	21
제 3절 표본선정.....	25
제 IV 장 실증분석 결과.....	29
제 1절 유형자산재평가의 동기 분석결과.....	29
제 2절 유형자산재평가의 주가반응 분석결과.....	45
제 V 장 결 론.....	48
참고 문헌.....	51

표 목 차

<표 2-1> 유형자산재평가의 장점 및 단점 비교.....	7
<표 2-2> 원가모형과 재평가모형의 차이.....	9
<표 2-3> 유형자산재평가 개정 내용(K-IFRS, No. 5).....	11
<표 3-1> 재평가 연도별 표본분포.....	27
<표 3-2> 업종별 표본분포.....	28
<표 4-1> 재평가 선택기업과 비선택 기업 간의 동기변수 기술 통계.....	30
<표 4-2> 재평가 선택기업과 비선택 기업 간의 차이 T 검정 결과.....	31
<표 4-3> 재평가 선택기업과 비선택 기업 간의 Wilcoxon 순위합 검정결과.....	32
<표 4-4> 변수들 간의 상관관계.....	33
<표 4-5> 동기 분석에 사용된 모든 변수들의 모수 추정결과.....	34
<표 4-6> 유형자산비율과 유형자산증가율을 제외한 변수들의 모수 추정결과.....	35
<표 4-7> 독립변수를 모두 포함한 동기분석 모형의 적중률.....	36
<표 4-8> 유형자산비율과 유형자산증가율 제외 후의 동기분석 모형의 적중률.....	36
<표 4-9> 임의통제집단과 재평가실시 집단 간의 동기변수 기술통계 (2008년).....	38
<표 4-10> 임의통제집단과 재평가실시 집단 간의 동기변수 기술통계 (2009년).....	39
<표 4-11> 임의통제집단과 재평가실시 집단 간의 T 검정결과 (2008년).....	40
<표 4-12> 임의통제집단과 재평가실시 집단 간의 T 검정결과 (2009년).....	40
<표 4-13> 임의통제집단과 재평가실시집단간의 Wilcoxon 순위합 검정결과 (2008년).....	41
<표 4-14> 임의통제집단과 재평가실시집단간의 Wilcoxon 순위합 검정결과 (2009년).....	42
<표 4-15> 임의의 통제집단을 사용한 변수들의 모수추정 결과 (2008년).....	43
<표 4-16> <표 4-15>에서 유형자산비율과 유형자산증가율 제외 후의 추정결과.....	43
<표 4-17> 임의의 통제집단을 사용한 변수들의 모수추정 결과 (2009년).....	44
<표 4-18> <표 4-17>에서 유형자산비율과 유형자산증가율 제외 후의 추정결과.....	44
<표 4-19> 초과수익률과 누적초과수익률의 T 검정 결과.....	46

그림 목 차

<그림 4> 재평가 선택 기업 누적초과수익률의 변화.....	47
-----------------------------------	----



A Study on the Re-evaluation of Tangible Assets

- An Empirical Study on the Motivation and Market Reaction -

Kim, Sang Yong

*Department of Business Administration
Graduate School
Pukyong National University*

Abstract

The objective of this paper is to demonstrate an empirical study of the motivation and market reaction on the re-evaluation of tangible assets after adopting the K-IFRS No.5 early as possible. The difference between this paper and prior research is randomly collecting the samples of the control group which is not equivalent to the experimental group of adopting the re-evaluation of tangible assets on the sample size. (hereafter, early adopter) The reason not matching the sample size between two groups is to make the model become more robust than that of prior research. The samples of this paper are collected from the corporations listing on KOSPI and KOSDAQ in 2008 and 2009.

To analyze the motivation of the tangible assets, binomial logistic regression is used in addition to mean difference T-test and Wilcoxon rank-order test. As a result of the motivation analysis on the re-evaluation of tangible assets, the results of empirical test show that early adopter has larger in tangible asset

ratio, and the ratio of increasing tangible assets and highly leveraged and lower in current ratio compared to control sample. These results are significant within the 5% of significance level. But return of assets do not have a significant effect on the motivation on the re-evaluation of tangible assets. The hit ratio contained tangible asset ratio, the ratio of increasing tangible assets is higher than the hit ratio detached them.

To analyze the market reaction on the re-evaluation of the tangible assets, cumulative abnormal return (CAR) is measured from the 19 days before and after the date when re-evaluation informations are released. The result of the market reaction on the re-evaluation of tangible assets shows that cumulative abnormal return (CAR) is considerably increased for the four days right before the event date (-3 day, -2 day, -1 day, and 0 day). The cumulative abnormal return (CAR) of these four days is +2.9%.

제 I 장 서 론

제 1절 연구의 필요성과 목적

자산재평가법이 2000년에 폐지될 때까지 자산재평가는 각 기업들마다 시행되었다. 급격한 경제성장으로 인해 물가가 엄청난 속도로 상승하여 기업 내의 장부가치와 시장가격 간의 격차가 컸다. 자산재평가법은 장부가치와 시장가격의 격차를 계속해서 좁히는 역할을 담당했다. 그러나 자산재평가가 정보에 대한 주관적 견해의 개입과 그에 대한 회계정보의 신뢰성 결여 등의 문제점이 제기되어 2002년에 폐지되었다.

그러나 폐지된 이후 물가변동이 장부가치에 반영되지 않아 실질적인 자산가치의 파악이 어려웠고, 회계정보의 투명성에 대한 문제가 발생하였으며, 회계정보에 대한 올바른 가치평가의 중요성이 대두되었다. 이러한 배경 속에서 한국회계기준원은 2008년 12월 31일에 한국채택국제회계기준(K-IFRS)의 2011년 전면 도입에 앞서 기업회계기준서 제5호(K-IFRS, No. 5) 유형자산에 대해 일부를 개정 후 도입하였다. 한국채택국제회계기준(K-IFRS)로부터 도입한 기업회계기준서 제5호에 개정된 내용은 유형자산의 평가방법을 원가모형과 재평가모형 중 선택할 수 있다는 것이다. 따라서 기업의 경영자는 유형자산의 가치평가에 대한 의사결정의 폭이 이전보다 넓어졌다.

자산재평가법이 1958년부터 2000년까지 시행되면서 자산재평가에 대한 연구도 꾸준히 이루어져 왔다. 그러나 자산재평가법과 K-IFRS No. 5 개정에 따른 재평가는 적용범위, 재평가차액의 회계처리, 세금효과여부 면에서 차이가 있다. 자산재평가법은 평가증(評價増)만 인정하지만 K-IFRS No. 5는 평가감(評價減)까지 인정한다. 자산재평가법에서는 재평가차액을 자본잉여금으로 처리하였으나 K-IFRS No. 5는 기타포괄손익과 당기손익으로 처리한다. 자산재평가법 시행 시 1~3%의 재평가세가 있었으나, K-IFRS No.

5는 세금효과가 없다.

자산재평가법이 시행될 때 송인만과 최관(1995)은 자산재평가의 동기와 주가반응을 연구하였다. 동기에 영향을 줄 것으로 예상한 변수들이 모두 유의하게 나타났고, 자산재평가 시행이 주가와 양의 상관관계임을 검증하였다. 그러나 앞서 살펴 본대로 자산재평가법과 K-IFRS No. 5의 재평가간의 차이점 때문에 기업경영자들이 자산재평가에 대한 의사결정 유형이 서로 다르게 나타날 가능성이 있다. 그에 따라 시장의 반응도 두 회계기준간에 차이가 있을 가능성이 있다. 따라서 K-IFRS No. 5 개정기준 하에서의 자산재평가의 동기와 시장반응에 대한 연구의 필요성이 대두되었다.

본 연구의 목적은 기업회계기준서 제5호 개정기준 하에서의 자산재평가를 조기에 실시한 상장법인에 대하여 유형자산재평가 동기와 주가반응을 실증 분석하는 데 있다. 동기분석 실증분석에 사용한 변수는 김정애와 최종서(2010)의 연구에서 사용된 변수 중 유형자산비율, 유형자산증가율, 부채비율, 유동비율과 김문태(2010)의 연구에서 사용된 총자산순이익률을 추가하여 유형자산재평가 동기를 분석하고, 주가반응 실증분석은 누적초과수익률을 이용하였다.

제 2절 연구방법 및 구성

본 연구는 유형자산재평가의 동기와 재평가로 인한 주가반응을 실증 분석하는 것이다. 자산재평가를 실시한 표본은 기업회계기준서 제5호를 조기(2008.12.31일과 2009.12.31일)에 채택한 기업 중 증권시장(KOSPI와 KOSDAQ 시장)에 상장된 기업을 대상으로 수집하였다.

본 연구의 동기 분석은 선행연구와 달리 통제집단 수집 방법을 두 가지로 분류하여서 분석하였다. 하나는 선행연구와 같이 재평가를 실시한 표본과 업종이 같고, 규모가 유사하게 대응시켜 추출한 통제집단을 사용한 분석이고, 다른 하나는 업종, 규모, 표본 크기를 제약하지 않고 임의로 수집

한 통제집단을 사용한 분석이다. 먼저 집단 간 차이를 검정하여 유의적인 차이가 있으면 전체집단에 대한 로지스틱 회귀분석을 실시하여 사용된 변수의 변화가 재평가의 동기에 미치는 영향을 분석하였다. 독립변수로는 유형자산비율, 유형자산증가율, 총자산순이익률, 부채비율, 유동비율을 사용하였다. 주가반응에 대한 연구는 재평가를 실시한 집단에서 공시일을 포함하여 일정기간 초과수익률을 누적적으로 계산한 값의 변화를 살펴보았다.

본 연구의 구성은 제I장부터 제V장까지 이루어져 있다. 제I장은 서론으로 연구의 목적과 필요성, 연구방법과 구성을 제시하고, 제II장은 이론적 배경 및 선행연구를 고찰한다. 제III장은 연구가설을 설정하고, 연구모형을 제시하며, 표본선정에 대해 설명하였고, 제IV장은 제III장에서 제시한 모형으로 가설을 검증한 결과들을 도출하였으며, 제V장은 결론으로 구성하였다.



제 II 장 이론적 배경 및 선행연구

II 장에서는 유형자산과 자산재평가에 대한 배경지식과 재평가 동기와 주가반응의 선행연구를 살펴본다.

제 1절 이론적 배경

1.1 유형자산의 평가

유형자산의 평가방법에는 원가모형과 재평가모형이 있다. 한국회계기준원은 2008년 12월 31일에 기업회계기준서 제5호 유형자산에 IFRS에서 적용되는 유형자산 재평가모형을 부분적으로 도입하였다. 따라서 기존의 원가모형과 도입한 재평가모형 중 선택하여 유형자산의 가치를 측정할 수 있다. 지금부터 설명하는 원가모형과 재평가모형은 다음과 같다.

1.1.1 원가모형

원가모형은 최초 취득 시 취득원가로 인식한 이후 원가에서 감가상각누계액과 손상차손누계액을 차감한 금액으로 장부가액을 측정한다.

1.1.2. 재평가모형

재평가모형은 기업이 보유하고 있는 영업에 이용되는 자산이 물가상승등으로 인해 장부가액과 시가와 차이가 발생할 때 장부가액을 시가로 평가하는 것이다. 시가는 시장에 근거한 증거를 기초로 수행된 평가에 의해 공정가치로서 결정된다. 이에 대한 평가는 전문적 자격이 있는 감정평가인에 의해 이루어진다. 주로 재평가일의 공정가치에서 감가상각누계액과 손

상차손누계액을 차감한 금액을 장부금액으로 측정한다. 재평가모형에 적용되는 공정가치란 “합리적인 판단력과 거래의사가 있는 독립적인 당사자 사이의 거래에서 자산이 교환될 수 있는 금액”이다. 따라서 공정가치란 근본적으로 활성시장에서 거래되는 시장가격을 의미한다. 공정가치를 결정할 때 일반적으로 토지와 건물은 시장에 근거한 증거를 기초로 수행된 평가에 의해 결정된다. 설비장치, 기계장치의 공정가치는 감정에 의한 시장가치로 평가된다.¹⁾ 공정가치는 적절한 평가기준 또는 가치결정기준이 없을 때 적용되는 기준으로 열거될 수 있다. 이는 중고자산에 대한 가치, 증여·기부·교환 등에 대한 가치, 주식배당, 주식옵션 등에 대한 평가기준이 되고 있다. 공정가치는 감정가치를 가리키기도 하는데 공정한 관점에서 어느 특정 이해관계자에게 치우치지 않고 객관적인 가격평가를 한다는 점에서 유사하다. 그러나 공정가치는 전통회계의 역사적 원가와 대칭이 되는 가치개념으로 사실상 시가회계를 의미하는 수도 있다.²⁾

지금까지 공정가치에 대한 정의를 보면 명확하게 알기 어렵다. 일반적으로 공정가액 또는 공정가치는 자산이 처음 취득된 시점에 겨정된 역사적 원가(취득원가)보다는 그 다음에 자산 보유로 새롭게 평가되는 시가, 현행 원가(대체원가) 또는 순실현가능가치를 지칭하는 경우가 많다.

재평가 빈도는 재평가 대상 자산의 공정가치 변동에 따라 달라진다.³⁾ 유의적이고, 급격한 공정가치의 변동 때문에 매년 재평가가 필요한 유형자산이 있는 반면, 공정가치의 변동이 중요하지 않아 매 3년이나 5년마다 재평가하는 것으로 충분한 유형자산도 있다.

재평가는 1920년 벨기에에서 급격한 물가 상승의 여파로 처음 시작되었다.⁴⁾ 우리나라는 6·25사변 이후 급격한 물가 상승으로 인한 가치 변동을

1) 송인만·최관, “자산재평가의 동기와 주가반응,” *경영학연구*, 제24권 제3호, 1995, p. 177.

2) 남상오·정운오, *회계이론*, 다산출판사, 2002, pp. 488~489.

3) 송상엽, *IFRS 회계원리*, 웅지, 2010, p. 391.

4) 김녹현, “한국채택국제회계기준하의 유형자산 재평가 실태분석,” 부경대학교 경영대학원, 석사학위논문, 2010. p. 16.

왜곡되지 않게 반영하기 위해 1958년부터 시작하여 지금까지 폐지, 개정 등을 반복해 왔다.

재평가로 인해 가치가 증가하는 경우 재평가잉여금 계정으로서는 기타포괄손익에 인식되며 자본의 증가가 발생한다. 이에 반해 손실이 발생하는 경우 재평가손실 계정으로서는 당기손익에 인식된다.

1.1.2.1 재평가의 목적

자산평가의 접근 방법이나 평가 기준과 관련하여 여러 가지 관점에서 바라볼 수 있으나 주로 물가변화에 따라 재무제표에 기록된 자산의 가치와 현재 시장에서 통용되는 자산의 가치 간에 차이를 없애어 참된 가치를 측정하기 위하여 일정한 주기로 해당 자산에 대한 재평가를 실시한다. 재평가는 회계정보 이용자들의 회계정보를 이용한 합리적 의사결정에 도움을 준다.

1.1.2.2 재평가모형의 장단점

<표 2-1>에서 보는 바와 같이, 재평가로 인한 장점은 첫째, 재평가잉여금이 발생하는 경우 자기자본의 증가로 부채비율을 감소시킬 수 있고, 그로 인해 자금조달이 용이해진다. 둘째, 효율적으로 자산을 관리할 수 있으며, 셋째, 적정한 감가상각이 가능하여 자금의 사외유출이 감소되며, 넷째, 재평가로 인해 시장가치와 차이가 없기 때문에 적대적 M&A 상황에서 발생할 것으로 예상할 수 있는 예측불허의 손실을 예방할 수 있는 점이다.

재평가로 인한 단점은 첫째, 감가상각비의 증가 시 그 크기에 따라 당기순이익에 영향을 줄 수 있고, 둘째, 투자수익률, 총자산회전율을 감소시키며, 셋째, 타 자산과 가산성의 문제가 발생하고, 넷째, 재평가 의뢰에 대한 비용이 발생하며, 마지막으로 회계정보에 대한 주관 개입 가능성이 높아져 신뢰성이 저하될 우려가 있는 점이다.

<표 2-1> 유형자산재평가의 장점 및 단점 비교

장점	단점
1. 부채비율감소 → 재평가증가액을 기타포괄손익금 액에 기재 2. 미래 용이한 자금조달 3. 효율적 자산관리 4. 적정한 감가상각으로 자금 사외 유 출 감소 5. 적대적 M & A 시 예측불허의 손 해를 예방	1. 감가상각비가 증가하는 경우 당기 순이익에 영향을 미친다. 2. 투자수익률, 총자산회전율 감소 3. 타 자산과의 가산성 문제 4. 공정가치를 산정하기 위한 감정평 가 법인의 비용수반, 장부가액과 공정가치 차이 평가 비용발생 5. 기준이 모호하여 가치평가 시 주관 개입 가능성 증가

1.1.3 원가모형과 재평가모형의 비교

원가모형의 평가대상은 유형자산, 무형자산 그리고 영업권이다. 평가대상이 유형자산이거나 내용연수가 한정된 무형자산인 경우 취득원가를 기준으로 정액법, 정률법 등 여러 감가상각 방법으로 가치를 배분해 주고, 최초 장부금액을 인식 및 측정할 때는 취득가액에서 감가상각누계액과 손상차손누계액을 차감시킨다. 손상차손이 인식되는 경우 장부가액과 회수가능액 중에서 가장 작은 금액을 장부가치로 인식한다. 손상차손에 대한 회수가능액은 순공정가치와 사용가치 중 가장 큰 금액으로 계산한다. 손상차손은 포괄손익계산서의 당기손익으로서 손상이 발생하는 때에 인식한다. 손상차손의 회복에 대해서는 손상이 되지 않았을 때의 장부가액을 초과하지 않도록 제한하고 있다.

원가모형에서 평가대상이 영업권이나 내용연수가 비한정적인 무형자산인 경우 감가상각을 하지 않는다. 손상차손이 인식되는 경우 무형자산과 관련된 현금창출단위의 장부가액과 손상에 대한 회수가능액 중 가장 작은 금액

을 인식한다. 손상차손은 포괄손익계산서의 당기손익으로 인식하고, 손상에 대한 징후가 발견되지 않는 경우 적어도 매년 손상여부를 검사한다. 영업권은 손상차손의 회복에 대해 제한하지 않으나, 내용연수가 비한정적인 무형자산의 손상차손은 손상되지 않았을 때의 장부가액까지 그 회복을 제한한다.

원가모형과 달리 재평가모형은 유형자산과 무형자산이 그 실시 대상이 되고, 감가상각은 재평가일의 공정가치를 기준으로 정액법, 정률법 등 여러 방법으로 실시한다. 다시 말하면 감가상각하기 앞서 자산을 재평가된 금액으로 먼저 조정한 다음 변경된 금액을 감가상각하여 가치를 배분한다. 장부금액은 재평가일의 공정가치에서 감가상각누계액과 손상차손누계액을 차감한 금액으로 인식한다. 재평가를 통해서 이익이 발생하는 경우 재평가잉여금이라는 계정으로 자본항목의 기타포괄손익에 인식된다. 단, 동일 자산에 대해 이전 회계연도까지 재평가손실을 인식하였다면 그 손실의 한도까지는 당기손익으로 인식한다.

재평가를 통해 손실이 발생하는 경우 당기손익으로서 비용으로 인식한다. 단, 동일 자산에 대해 이전 회계연도까지 재평가잉여금을 인식하였다면 그 한도까지는 기타포괄손익으로 인식한다.

지금까지 논한 내용을 정리하면 <표 2-2>에서 보는 바와 같다.

<표 2-2> 원가모형과 재평가모형의 차이⁵⁾

모형	평가대상	감가상각	장부금액	회계처리 방법	특례
원가모형	- 유형 자산 - 내용연수 한정 무형 자산	취득원가를 기준으로 실시	원가 (-)감가상각누계액 (-)손상차손누계액	- Min [장부가액, 회수가능액] * 회수가능액 * = Max [순공정가치, 사용가치] - 손상차손 : 손익계산서 비용 - 손상발생 시 인식	손상차손 회복제한 O
	- 영업권 - 내용연수 비한정 무형 자산	상각 X		- Min [현금창출단위 장부가액, 회수가능액] - 손상차손 : 손익계산서 비용 - 손상징후가 없더라도 적어도 매년 손상검사	- 영업권 : 손상차손 환입 X. - 내용연수가 비한정인 무형자산 : 손상차손 회복제한 O
재평가모형	- 유형 자산 - 무형 자산	- 재평가일의 공정가치를 기준으로 실시 - 먼저 자산을 재평가액으로 조정하고, 그에 상응해 전진적으로 처리	재평가일 공정가치 (-)감가상각누계액 (-)손상차손누계액	- 재평가로 인한 이익 : 재평가잉여금으로 기타포괄손익에 가산. 단, 동일자산에 대하여 이전에 재평가손실을 인식하였다면 그 한도까지는 당기수익으로 인식 - 재평가손실(손상차손) : 재평가손실로 손익계산서 비용. 단, 동일자산에 대하여 이전에 재평가잉여금을 인식하였다면 그 한도까지는 기타포괄손익으로 인식	손상차손 회복제한 X

5) 김정재, *재무회계이론*, 신영사, 2010, p. 114.

1.1.4 재평가의 공시

유형자산을 재평가하는 경우 다음과 같은 사항을 주식으로 공시한다.

- ① 재평가기준일
- ② 독립적인 평가자가 평가에 참여했는지 여부
- ③ 해당 자산의 공정가치 추정에 사용한 방법과 중요한 가정
- ④ 해당 유형자산의 공정가치가 화성거래시장에서 관측 가능한 가격이나 독립적인 제3자와의 최근 시장거래가격에 직접 기초하여 결정된 정도 또는 다른 가치평가 기법을 사용하여 추정된 정도
- ⑤ 재평가된 유형자산의 분류별 원가모형으로 평가되었을 경우 장부금액
- ⑥ 재평가잉여금의 변동과 재평가잉여금에 대한 주주배당 제한

위에 열거된 유형자산을 재평가하는 경우의 주식사항 중 유의할 점은 바로 독립적인 평가사의 참여와 공정가치를 시장거래가격에 의하여 추출할 것을 요구한 점이다.⁶⁾

1.2 기업회계기준서 제5호 개정

기업회계기준서 제5호 ‘유형자산’ 개정은 기업이 자산의 가치를 높이고, 부채비율을 완화하는 것을 고려하여 유형자산재평가모형을 선택할 수 있도록 정한 것이다. 금융위원회가 한국회계기준원에 기업회계기준서 제5호 ‘유형자산’을 개정하도록 요구하여 이를 수용하였다. 개정내용은 시행일인 2008년 12월 31일부터 적용하며, 시행일이 속하는 회계연도에도 할 수 있다. 즉, 2008년 12월 31일에 기업회계기준서 제5호 ‘유형자산’ 개정을 수용하는 경우 2008년부터 재평가가 가능하다.

6) 경응수·한명수, “국제회계기준 도입과 유형자산의 감정평가,” *감정평가학논집*, 제7권 제1호, 2008. p. 58.

<표 2-3>은 유형자산재평가의 주요 개정 내용이다.

<표 2-3> 유형자산재평가 개정 내용(K-IFRS, No. 5)⁷⁾

구분	내용
재평가 대상기업의 종류	모든 기업이 선택 가능함(의무적용사항은 아님. 기업의 선택에 따라 유형자산 분류별로 원가모형 또는 재평가모형을 선택할 수 있음. 대기업, 중소기업 및 금융기관 등 기업의 규모 및 업종에 관계없이 모든 기업이 선택 가능함)
재평가 대상자산의 범위	유형자산만 대상임(재고자산으로 분류된 용지 및 투자자산 등은 재평가 대상자산이 아님)
재평가의 인식	재평가 증가 및 감소 모두 반드시 인식해야 함
재평가 대상자산의 분류	유형자산을 영업 상 유사한 성격과 용도를 기준으로 몇 개의 분류로 나누어 ‘분류별’로 원가모형 또는 재평가모형을 선택 가능함
공정가액 산정방법	국제회계기준에도 공정가액 산정방법에 관하여는 구체적으로 제시하지 않고 있기 때문에 우리 기업 회계기준에서도 금액적 중요성 등 구체적인 상황을 고려하여 기업이 판단하도록 규정함. 다만, 개정기준에서는 전문적 자격이 있는 평가인에 의한 감정가액과 더불어 토지개별공시지가 등 정부의 각종 고시 가액, 시장의 객관적인 시세표 등이 공정가액과 대체로 유사한 경우 공정가액의 대용치로 사용할 수 있도록 예시하고 있음.
원가모형으로의 복귀가능여부	현행 기업회계기준 하에서는 회계정책 변경의 정당성을 입증하기 어려우므로 사실상 어려울 것임. 단, 2011년 K-IFRS 적용 시에는 원가모형 또는 재평가모형 중 재선택 가능함.

7) 한국회계기준원 자료.

재평가 회계처리	재평가 증가 시에는 자본항목인 기타포괄손익으로 회계처리하고, 감소 시에는 당기손익에 반영함. 단, 재평가 대상 자산과 관련하여 과거에 기 인식된 기타포괄손익 및 당기손익이 있는 경우, 이를 반영하여 조정하여야 함(문단 25의 10과 25의 11 단서 조항 참조). 기타포괄손익으로 인식된 금액은 관련 자산의 폐기 또는 처분시 당기손익에 반영함.
재평가 회계처리 단위	개별자산 단위(분류별로 통산하지 아니함. 가령, 건물이 여러 개 있고, 평가증이 발생한 건물과 평가감이 발생한 건물이 동시에 존재하는 경우, 평가증과 평가감을 통산한 순액을 기준으로 회계 처리하는 것이 아니라 ‘개별 자산 단위별’로 각각 기타포괄손익 또는 당기손익에 반영하는 것임)
재평가 주기	자산별로 정기주기를 따로 정하는 것은 아니고, 공정가액과 장부금액이 중요하게 차이가 나는 경우 재평가를 수행하면 됨. 즉, 동일한 자산에 대해 공정가액이 크게 변동하는 상황에서는 매년 재평가를 해야 하지만, 공정가액의 변동이 크지 않은 경우에는 장기간 재평가를 하지 않아도 되는 경우가 있을 것임. 공정가액이 중요하게 변동했는지에 관하여는 기업이 판단할 사항임. 다만, 동일 분류 내에 있는 자산을 재평가해야 하는 경우 일부 자산만을 재평가하는 것은 허용되지 아니하고 모두 재평가해야 함.
과거 자산재평가법과의 관계	아무런 관련 없음(그러므로 과거 자산재평가법에 따른 자본잉여금과의 상계 등은 인정되지 아니함)
재평가모형 소급적용가능성	현실적으로 소급적용이 가능하더라도 규정상 반드시 전진적으로 적용해야 함(문단 47의 3 참조)
자산분류별 재평가모형의	기업의 판단에 따라 자산 분류별로 재평가모형의

적용순서	적용시기를 달리할 수 있음. 가령, 2008년에는 토지만을 재평가하고, 2009년에는 건물에 대해서도 재평가하는 것을 선택할 수 있음.
재평가 시 감가상각비 계상방법	재평가 시점까지의 감가상각비는 재평가 직전 장부가액을 기준으로 계상하고, 재평가 이후에는 재평가 된 금액을 기준으로 잔여 내용연수 및 잔존가액 등을 고려하여 감가상각비를 계상함.
재평가차익의 계산방법	해당 자산의 감가상각 후 장부금액과 공정가액의 차액을 재평가차익으로 계상함.
재평가 시기	반드시 결산일에 수행해야 하는 것은 아님. 결산일 전후 일정 시점에 재평가할 수 있음. 단, 결산일 전후 일정 시점에 산정한 공정가액과 결산일 현재의 장부가액이 중요하게 차이가 나는 경우, 결산일 현재의 장부가액에 공정가액이 반영되도록 조정해야 함.
법인세회계 제외여부	기업회계기준에 의한 유형자산 재평가 시 이연법인세 제외대상이 아니므로 일반적인 이연법인세자산 및 이연법인세부채 계상원칙에 따라야 함. 따라서 기준서 개정에 따라 토지를 재평가하는 경우에도 예외없이 이연법인세부채를 인식하는 것임. 기준서 제16호 경과조치 70의 2는 ‘자산재평가법’에 의한 토지 재평가에만 적용되는 것임.
공시	재평가 관련 사항은 주석으로 공시해야 함.

제 2절 선행연구

본 연구는 기업회계기준서 제5호 개정에 의한 유형자산의 재평가 동기와

주가반응을 실증 분석하는 것이다.

임영화(2003)는 자산재평가 제도의 필요성과 장단점을 회계적인 측면과 기업 및 기업의 이해관계자들 간의 관계 측면에서 검토하였다. 검토한 뒤 그 당시 폐지되었던 자산재평가의 재조명을 강조하였다. 그리고 자산재평가의 동기와 주가반응과 관련된 선행연구는 다음과 같은 것들이 있다.

2.1 유형자산 재평가 동기에 대한 연구

신승묘(2001)는 기업의 조세특성이 자산재평가 동기에 미치는 영향을 연구했다. 감가상각자산의 잔존내용연수, 단기처분예정인 감가상각자산, 단기처분예정토지, 법인세율, 부채비율을 변수로 사용했다. 연구결과 감가상각자산의 잔존내용연수가 작을수록, 단기처분예정인 감가상각자산이 적을수록, 단기처분예정 토지가 많을수록, 법인세율이 높을수록, 부채비율이 높을수록 자산재평가 동기가 크게 나타났다.

김문태(2010)는 신용평가와 재평가의 동기에 대해 연구했다. 총자산이익률, 레버리지, 기업규모를 통제하여 신용평가점수의 영향을 살펴본 결과, 신용평가 점수가 낮을수록 자산재평가에 대한 동기가 컸다. 그리고 신용평가점수가 낮은 표본일수록 재평가이익이 더 크게 나타났다.

김정애와 최종서(2010)는 2008년과 2009년에 기업회계기준서 제5호 개정 이후 이에 따라 유형자산 재평가를 실시한 기업과 그렇지 않은 기업 간의 재무분석으로 그 특성과 유형자산 재평가 동기의 관련성을 연구했다. 유형자산증가율, 유형자산비율, 유동비율, 부채비율, 음의 현금흐름 여부 등의 변수를 사용하였다. 연구 결과 유형자산증가율이 높을수록 유형자산이 총자산에서 차지하는 비중이 높을수록 재평가 동기가 컸고, 유동비율이 낮고, 부채비율이 높을수록 재평가 동기가 크게 나타났고, 모든 변수가 통계적으로 유의하였다.

2.2 유형자산 재평가와 주가반응에 대한 연구

심충진과 이준규(2002)는 자산재평가법이 대폭 개정된 1998년 ~ 2000년에 자산재평가에 대한 시장반응을 살펴보았다. 일별수익률을 사용하여 초과수익률을 측정했다. 연구 결과 자산재평가 실시가 공시된 날을 전후로 누적초과수익률의 유의한 변화가 나타났다. 또, 자산재평가에 의한 조세효과가 누적초과수익률 변화를 더 크게 만드는 결과로 나타났다.

전영순과 박성호(2002)는 1993년 ~ 1999년간 자산재평가 실시 기업 중 350개 기업을 대상으로 자산재평가의 주가에 대한 정보효과가 재평가 동기에 따라 다른지 살펴보았다. 기존 연구와 달리 동기를 성격별로 구분하였다. 분석결과 자산의 가치 증분의 인식목적으로 재평가를 실시했을 경우와 자본건실화 목적으로 재평가를 실시했을 경우 재평가정보의 주가설명력에 차이가 있는 것으로 나타났다.

김정훈(2009)은 지배구조가 자산재평가 시 주가반응에 미치는 영향에 대해 연구하였다. 누적초과수익률(CAR)을 종속변수로 하여 대주주지분율과의 관계를 검정하여 유의한 (-)의 관계가 있음을 검정하여 자산재평가가 악재(Bad News)로 나타났음을 시사하였다.

유영이와 김선구(2010)는 자산재평가에 의한 신용등급 변경정보가 주가반응에 미치는 영향에 대해 연구했다. 신용등급의 상향변경기업과 하향변경기업 간 주식수익률에 영향을 미치는 변수와 주식수익률의 차이 그리고 신용등급의 등급 내 상향변경기업과 하향변경기업 간의 주식수익률의 차이를 분석하였다. 부채비율 변화량, 재평가이익률, 등급변화량, 법인세비율, 자기자본비율, 총자산이익률, 이월결손금 여부를 주식수익률에 영향을 미치는 변수로 사용하였다. 분석결과 신용등급변경의 등급 내 상·하향등급변경기업 간 연구에서 상향변경기업은 등급변화량, 법인세비율이 하향변경기업은 이월결손금 여부가 주식수익률에 유의적인 양의 영향이 나타났다.

이여혜(2010)는 IFRS 도입에 따른 자산재평가 공시가 시장반응에 미치

는 영향을 연구하였다. 2009년 4월부터 2010년 5월에 상장된 기업을 대상으로 연구한 결과 IFRS 도입에 따른 자산재평가가 호재로 작용함을 검정하였다. 또, 누적초과수익률에 자기자본비율, 회사채비중, 배당가능자원이 유의한 의미를 설명할 수 있는 것으로 나타났다.

임준묵(2010)은 자산재평가가 주식가치에 미치는 영향에 대해 연구하였다. Ohlson(1995)모형으로 순자산 장부가치와의 관련성을 검토하였다. 연구결과 자산재평가 전보다 자산재평가 후의 회계정보가 주식가치에 더 유용함을 검정하였다. 또, 추가연구를 통해 재평가잉여금과 공시지가 역시 주가반응에 영향을 미친다는 결과를 도출하였다.

권해숙과 박태승(2011)은 자산재평가 조기실시 기업의 재무적 특성과 재평가잉여금과 주가의 관련성에 대해 연구하였다. 부채비율을 제외한 모든 재무비율이 재평가 전후로 유의한 차이가 있음을 검정하였다. 또, 부채비율의 변동이 클수록 재평가잉여금에 대한 주가배수가 유의한 (-)의 값으로 나타났다.

손여진(2011)은 자산재평가가 자본주식의 가치평가에 미치는 영향을 주가반응, 거래량반응, 이익예측정확도를 중심으로 연구하였다. 연구결과 재평가전후로 유의한 (+)의 초과수익률이 나타났고, 초과거래량은 유의한 (-)의 관련성이 있음으로 나타났다. 또, 재평가 정보가 재무분석가의 이익예측정확도를 높여주었고, 이익예측오차는 감소한 것으로 나타났다.

윤소라(2011)는 2009년 3월 25일부터 2010년 11월 25일까지 자산재평가의 실시여부를 공고하거나 그 자산재평가의 결과를 공고했을 때 시장에 나타나는 반응을 연구하였다. 자산재평가를 실시하여 그 평가차익 등의 결과를 보고했을 때는 주식시장에서 (+)의 반응이 나타났지만 실시여부의 공고만으로는 주식시장에 영향을 미치지 않는 것으로 나타났다.

한문성(2011)은 자산재평가를 도입한 기업의 재평가 차액이 재무구조 개선 등의 기대되는 자본시장에 긍정적 효과에 관하여 연구하였다. 자산재평가가 정보가 주가수익률에 미치는 영향은 KOSPI 시장에서 유형자산비율이 유의한 (+), 법인세비율이 유의한 (-)의 결과로 나타났고, KOSDAQ에서는

대주주지분율이 유의한 (-)의 결과로 나타났다. 유형자산 변동 기업 간 주가수익률에 미치는 영향은 KOSPI 시장에서 유형자산비율 변동은 (-), 유형자산비율은 (+), 법인세비율은 (-)로 유의하게 나타났다. 부채비율 변동 기업 간 주가수익률에 미치는 영향은 KOSPI 시장에서 유형자산비율은 (+), 법인세비율은 (-)로 유의하게 나타났고, KOSDAQ 시장에서는 대주주지분율이 유의한 (-)의 값으로 나타났다.

본 연구가 선행연구와 다른 점은 첫째, 김정애와 최종서(2010)가 분석한 유형자산재평가의 동기에 관한 연구에서 사용한 통제집단의 수집 방법을 확장하여 재평가 실시 집단의 업종, 자산의 규모, 표본 수와 대응시키지 않고, 임의로 수집하는 방법을 추가하여 유형자산재평가 동기 연구 모형의 강건성을 높이는 연구이다. 실제 자본시장에서는 재평가 시행 표본과 통제집단의 수가 항상 일치하지 않기 때문에 두 집단 중 하나가 전체를 대표한다고 볼 수 있더라도 다른 한 집단 역시 전체를 대표한다고 가정하는 것은 다시 생각해 봐야 할 것이다.

둘째, 김정애와 최종서(2010)가 사용한 변수들이 이미 총자산을 통제한 상태였으므로 유형자산재평가의 동기 분석 중 통제변수로 사용된 자산규모가 이중으로 적용되어 결과를 왜곡시킬 우려가 있다. 따라서 이를 배제한 연구 결과를 도출하는 것이다.

셋째, 김정애와 최종서(2010)가 향후 연구방향으로 제시한 기업회계기준서 제5호 개정 이후 유형자산재평가 동기와 주가반응을 동시에 분석하는 연구라는 점이다.

넷째, 김문태(2010)는 사용하였으나 김정애와 최종서(2010)가 사용하지 않은 총자산순이익률(ROA)을 김정애와 최종서(2010)가 사용한 변수들과 같이 분석한 결과를 살펴보았다.

다섯째, 주가반응의 선행연구에서 유형자산의 재평가가 일반적으로 호재(Good News)로 작용하는 결과를 도출하였는데 본 연구에서는 악재(Bad News)로 작용할 가능성도 염두에 두고 분석해 보았다.

본 연구를 통해 김정애와 최종서(2010)의 연구 결과의 강건성을 높여 더 일반화된 결과를 제시하고 동시에 시장반응을 관찰할 것이다.

제 III 장 연구설계

제 1절 가설설정

경영자들은 유형자산의 규모가 크거나 자산에서 차지할 비중이 높을수록 유형자산재평가를 통해서 자산가치를 높일 수 있다. 따라서 총자산에 대한 유형자산이 차지하는 비율이 클수록, 유형자산이 다른 기업에 비해 규모가 큰 기업일수록 재평가를 통한 가치의 증가를 기대하여 재평가를 선택할 가능성이 높다.

송인만과 최관(1995)은 자산재평가 대상 자산의 규모가 큰 기업일수록 자산재평가의 동기가 클 것으로 예상했다. 또, 우리나라는 2000년 12월 31일 자산재평가법이 폐지된 이후 8년 이상 유형자산의 가치에 물가변동의 효과, 지가의 변화를 반영하지 못하였다. 그 결과 유형자산의 취득원가와 시장가치의 격차가 적지 않을 것으로 예상된다.

[가설 1] 재평가 이전 연도에 유형자산비율(유형자산 / 총자산)이 높은 기업일수록 유형자산재평가 모형을 선택할 동기가 클 것이다.

김정애와 최종서(2010)는 유형자산의 증가율이 높을수록 재평가 선택의 동기가 클 것으로 예상했다. 기업의 경영자들은 매출의 신장과 자산의 확대를 기업의 외형을 확대하려는 경향이 있다. 시장 내 정보비대칭으로 경영자들과 투자자인 주주 간에 대리인 문제가 종종 발생한다. 대리인 문제에서 착안하여 경영자들은 투자자에게 높은 성과를 보여주고, 기업의 가치가 이전 연도에 비해 증가했음을 보여주기 위한 노력을 기울일 것이다. 그러한 노력들 중 하나로 유형자산재평가 모형을 선택하여 유형자산의 가치를 증가시킬 것이다.

[가설 2] 재평가 연도에 유형자산증가율이 높은 기업일수록 유형자산재평가 모형을 선택할 동기가 클 것이다.

김문태(2010)는 총자산순이익률이 낮을수록 재평가를 선택할 동기가 높을 수 있음을 제시하였다. 총자산순이익률이 낮을수록 기업의 경영성과가 나빠졌음이 외부에 노출되므로 기업에 대한 부정적인 인식을 없애고, 긍정적인 인식을 고취시키기 위한 수단으로 유형자산재평가를 선택할 동기가 클 수 있다. 또, 총자산순이익률이 높을수록 기업의 채무불이행 위험이 적으므로 유형자산재평가를 쉽게 선택하지 않을 것이다.

[가설 3] 재평가 이전 연도에 수익성(총자산순이익률)이 낮은 기업일수록 유형자산재평가 모형을 선택할 동기가 클 것이다.

경영자는 기업의 자금조달이 어려워지면서 유형자산재평가 모형을 선택할 수 있다. 즉, 유형자산재평가를 통하여 경영자들에게 기업의 재무구조를 개선시킬 기회를 제공할 수 있다. 기업의 재무구조는 부채비율(LEV)이 높을수록 그렇지 않은 기업에 비해 상대적으로 안정적이지 못하다. 재무구조가 불안정하다는 것은 자기자본에 비해 타인자본 즉, 부채가 많아서 미래의 현금유출이 발생할 가능성이 높아 파산비용이 상대적으로 늘어나는 것이다. 따라서 경영자는 재평가를 실시하여 재무구조의 안정성을 높이려는 노력을 기울일 것이다. Barlev et al.(2007)은 기업의 미래재무조달의 필요성과 자산재평가의 동기가 관련이 있음을 밝혔다.

[가설 4] 재평가 이전 연도에 재무상태가 불안정한 기업일수록(부채비율이 높을수록) 유형자산재평가 모형을 선택할 동기가 클 것이다.

김정애와 최종서(2010)는 기업의 재무 유동성이 낮을수록 유형자산재평가의 동기가 클 수 있음을 제시하였다. 유동성이 낮을수록 유동자산이 상

대적으로 적어 단기간에 활용이 가능한 자산이 적을 것이고, 유동부채의 비중이 높아 경제적 효익의 유출 위험도 상대적으로 높아질 것이다. 경영자는 부채의 비중을 최소화시키기 위해 재평가를 통한 재평가잉여금을 증가를 피한다고 가설 4에서 설명하였다. 부채가 기업에서 차지하는 비중을 낮추어 유동부채가 상대적으로 줄어들면 유동비율이 증가할 것이다.

[가설 5] 재평가 이전 연도에 유동비율이 낮은 기업일수록 유형자산재평가 모형을 선택할 동기가 클 것이다.

자산재평가와 시장반응에 대한 연구는 자산재평가가 실시되기 시작하면서 계속적인 관심의 대상이었다. 2000년 이전까지 자산재평가법 아래에서 자산재평가 이후 주가반응에 대한 연구가 진행되었고, 심충진과 이준규(2002)는 자산재평가법이 개정된 이후의 누적초과수익률(CAR)에 대한 영향여부를 검증하였다. 유형자산재평가로 인한 시장반응은 회계정보 이용자들의 유형자산재평가에 대한 관점에 따라서 2 가지로 예상할 수 있다.

유형자산재평가를 통해 증가된 재평가잉여금은 미래에 유형자산의 매각과 같은 사건으로 인해 이익잉여금으로 대체될 수 있다. 이 사실을 통해 회계정보 이용자들이 나중에 배당을 기대한다면 유형자산재평가는 호재(Good News)로 작용하여 해당 기업들의 주식 매수의 수요가 높아져 주식가격은 상승할 것이다.

이에 반해 기업의 경영자는 낮아진 수익성, 불안해진 재무상태, 떨어진 대외 신용도가 외부에 널리 알려지지 않게 하기 위한 노력을 기울인다. 그러한 노력들 중에 하나로 경영자는 유형자산재평가를 선택할 수 있다. 이러한 경영자의 행위를 회계정보 이용자들이 주의 깊게 바라보는 경우 유형자산재평가를 악재(Bad News)로 판단하게 된다. 그 결과 해당 기업들의 주식 매수의 수요가 낮아져 주식가격은 하락할 것이다.

[가설 6] 재평가모형을 도입하여 그에 대한 내용이나 시행결과를 공시하면 그 이후 해당 기업의 주가가 변동할 것이다.

제 2절 연구모형

본 연구의 가설을 검증하기 위해 재평가 동기를 검증하기 위한 모형과 재평가가 주가반응에 미치는 영향을 검증하는 모형을 설정하였다. 유형자산재평가 동기에 대한 연구는 가설 1~5에 해당하고, 유형자산재평가와 주가반응의 연구는 가설 6에 해당한다.

2.1 유형자산재평가 동기 연구모형

유형자산재평가의 동기를 검증하기 위해 종속변수를 2008년과 2009년도의 유형자산재평가 실시여부를 dummy변수로 측정하였다. 가설 1을 검증하기 위해 독립변수로 재평가 이전 연도의 총자산에 대한 유형자산의 비율(PPE)⁸⁾을 측정하였다. 기업의 경영자들은 2000년 12월 31일 자산재평가법의 폐지 이후 경제 상황의 변동에 따른 장부가액과 시장가치의 차이를 조정하기 위한 많은 노력을 기울일 것이다. 가설 2를 검증하기 위해 재평가를 실시한 연도에 해당하는 유형자산증가율(ΔPPE)⁹⁾을 측정하였다. 자본 시장에서 기업의 소유자와 경영자의 분리로 인해 대리인 문제가 만연하여 유형자산재평가를 통해 유형자산의 가치를 증대시킴으로서 경영자들에게 기업가치가 증가한 것으로 알려주려고 노력할 것이다. 유형자산증가율(ΔPPE)은 전기의 유형자산 가치에 대한 당기 유형자산 가치와 전기 유형자산 가치의 변화정도로 측정하였다. 가설 3을 검증하기 위해 기업의 수익성 비율을 나타내는 총자산순이익률(ROA)¹⁰⁾을 측정하였다. 총자산순이익률(ROA)이 높을수록 기업의 채무불이행 위험이 적어지므로 유형자산재평가를 상대적으로 덜 선택할 것이다. 가설 4를 검증하기 위해 재무상태의 안

8) 김정애·최종서, “유형자산 재평가 동기에 관한 연구,” *회계정보연구*, 제28권 제4호, 2010, pp. 49-76.

9) 상계논문.

10) 김문태, “신용평가 제고를 위한 자산재평가 동기에 관한 연구,” 한국국제회계학회학술대회 발표논문집, 2010, pp. 407-424.

정성을 나타낼 수 있는 부채비율(LEV)을 측정하였다. 김정애와 최종서(2010)는 부채비율(LEV)이 높아 재무상태가 불안정할수록 유형자산재평가를 선택할 동기가 클 수 있음을 가정했다. 한편 김문태(2010)가 사용한 신용평가점수(SCORE)는 부채비율이 이미 반영되어 있기 때문에 본 연구에는 사용하지 않았다. 김문태(2010) 역시 부채비율(LEV)을 신용평가점수와 같이 사용하지 않았다.

통제변수는 재평가 연도별 dummy변수(YEAR)를 사용하였다. 종속변수의 연도별 변화를 통제하기 위해,¹¹⁾¹²⁾ 2008년에 재평가한 표본은 1, 2009년에 재평가한 표본은 0으로 설정하였다. 김정애와 최종서(2010)는 통제변수로 재평가 연도별 dummy변수(YEAR)와 규모변수(SIZE)로 총자산의 자연대수를 측정하였다. 규모(SIZE)를 통제변수로 둔 이유는 Watts와 Zimmerman(1986)이 대기기업이 중소기업보다 정치적으로 민감하여 정치적 비용을 클 것이라고 가정한 규모가설(Size Hypothesis) 때문이었다. 그러나 본 연구에서 규모(SIZE)를 통제변수에서 제외하였다. 유형자산재평가 동기 연구에서 변수로 사용된 유형자산비율(PPE)을 비롯한 재무비율들은 이미 규모의 차이를 통제한 상태이다. 따라서 규모(SIZE)를 통제변수로 사용하면 이중으로 통제하게 되어 왜곡된 분석 결과가 도출될 가능성이 높다.

본 연구는 유형자산재평가의 동기가 유형자산비율에 따라 다른지, 투자자들로부터 긍정적인 평가를 얻기 위한 목적인지, 재무상태의 안정성, 재무위험의 회피, 낮아진 수익성의 보완, 자산의 유동성 등을 도모하기 위한 목적인지를 검증하는 것이다. 또한 선행연구에서 산발적으로 사용된 변수들을 하나의 모형으로 일반화 시키는 것에 의미를 두고 분석하는 것이다. 따라서 유형자산재평가에 대한 동기의 연구모형은 다음과 같은 로지스틱 회귀모형을 사용하였다.

11) Barth, Mary E., Clinch, Greg, "Revalued financial, tangible, and intangible assets : Associations with share prices and non-market-based value estimates," *Journal of Accounting Research*, Vol. 36, Supplement, 1998, pp. 199-233.

12) Aboody, David, Barth, Mary E., Kasznik, Ron, "Revaluations of fixed assets and future firm performance : Evidence from the UK," *Journal of Accounting & Economics*, Vol. 26, 1999, pp. 149-178.

$$Y_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 PPE_{i,t-1} + \alpha_2 \Delta PPE_{i,t} + \alpha_3 ROA_{i,t-1} + \alpha_4 LEV_{i,t-1} + \alpha_5 LIQUIDITY_{i,t} + \alpha_6 YEAR_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

$Y_{i,t}$: 유형자산재평가 선택기업이면 1, 아니면 0인 dummy변수

$PPE_{i,t-1}$: 유형자산재평가 이전 회계연도의 유형자산 / 총자산

$\Delta PPE_{i,t}$: 유형자산재평가 회계연도의 유형자산증가율

$ROA_{i,t-1}$: 유형자산재평가 이전 회계연도의 총자산순이익률
(당기순이익 / 총자산)

$LEV_{i,t-1}$: 유형자산재평가 이전 회계연도의 부채비율(부채 / 자기자본)

$LIQUIDITY_{i,t-1}$: 유형자산재평가 이전 회계연도의 유동비율(유동자산 / 유동부채)

$YEAR_{i,t}$: 유형자산재평가 실시연도가 2008년이면 1, 2009년이면 0인
dummy변수

유형자산재평가 동기에 대한 연구는 두 가지로 나누어 실시하였다. 하나는 김정애와 최종서(2010)에서 분석한 방법처럼 통제집단을 재평가 실시 표본과 대응시켜 분석하는 연구이고, 다른 하나는 통제집단을 재평가 실시 표본과 대응시키지 않고, 임의로 수집하여 재평가 실시 표본과 같이 분석하는 방법이다. 후자에서는 통제변수인 재평가 연도 dummy 변수(YEAR)를 사용하지 않았고, 2008년과 2009년을 나누어서 분석하였다. 후자의 연구는 김정애와 최종서(2010)가 분석한 전자의 연구에서 약한 모형의 강건성을 높여 더 일반화된 연구 결과를 도출하는데 목적이 있다.

2.2 유형자산재평가와 주가반응 연구모형 - 사건연구

본 연구는 유형자산재평가라는 사건이 발생한 이후의 자본시장의 반응을 살펴보기 때문에 사건연구(Event study)에 해당한다. 사건연구는 자본시장에 새로운 정보가 공표될 때 이에 대한 시장반응의 방향 및 속도를 검증하는 연구로 자본시장 효율성을 검증하는 실증연구 중 하나이다. 사건연구는 Fama(1976)가 정의한 효율적 시장유형 가운데 준강형 시장효율성이 성립

되는 것이 전제 조건이 된다.¹³⁾ 준강형 시장효율성이 작용하는 시장에서 공시되는 정보는 모두 주가에 반영되기 때문에 사건연구는 새로운 정보에 대해 시장가격이 얼마나 민감하게 반응하는지를 검증하는데 널리 이용된다.

유형자산재평가의 공시일은 이사회 결의일에 재평가에 관한 정보가 공시되는 시점을 기준으로 하였고, 이사회 결의일이 공시되지 않은 표본은 재평가가 발생한 회계연도의 사업보고서 및 감사보고서가 공시되기 전에 최초로 재평가가 공시되는 날을 기준으로 삼았다. 그리고 최초의 재평가 공시일이 재평가가 발생한 회계연도의 사업보고서 및 감사보고서가 공시된 이후에 해당되는 표본은 분석대상에서 제외하였다. 이미 사업보고서 및 감사보고서를 통해 유형자산재평가에 대한 내용이 공시되었으므로 이후에 공시되는 것은 새로운 정보가 아니기 때문이다.

공시일에 유형자산재평가 외의 사건이 시장반응에 영향을 미치는 것을 통제하기 위해 공시일 전후 7일 이내에 유상증자, 소송에 대한 공고, 특허 취득, 공사계약, 대표이사 변경사항 등 주가에 영향을 줄 수 있을 것으로 기대되는 사건이 유형자산재평가 공시와 같이 발생하거나 발생일의 차이가 미미한 경우 분석대상에서 제외시켰다.

본 연구에서는 유형자산재평가의 실시가 공시된 이후의 주가반응을 분석하기 위해 다음과 같은 시장모형으로 초과수익률(AR)을 측정한다. 초과수익률(AR)은 재평가 실시가 공시된 날을 기준으로 -19일 ~ +19일에 해당하는 표본 별 초과수익률을 구하였다.

$$AR_{i,t} = R_{i,t} - (\beta_0 + \beta_1 R_{mt}) \quad (2)$$

여기서, $AR_{i,t}$: t기 i기업의 초과수익률

$R_{i,t}$: 기업 i의 t시점의 보통주식의 수익률

R_{mt} : t시점의 시장수익률(종합주식수익률)

β_0, β_1 : 시장 모형의 회귀계수 추정치

13) 권수영·김문철·손성규·최관·한봉희, *자본시장에서의 회계정보 유용성*, 제2판, 신영사, 2010, p. 77.

시장모형을 통해 얻은 초과수익률의 날짜별 평균, 즉 평균초과수익률(AAR)을 측정하였다.

$$AAR_{i,t} = \frac{\sum_{i=1}^n AR_{i,t}}{N} \quad (3)$$

여기서, N : 표본 수

$AAR_{i,t}$: t기 i기업의 평균초과수익률

$AR_{i,t}$: t기 i기업의 초과수익률

측정한 평균초과수익률(AAR)을 날짜별로 누적 계산하여 재평가 실시의 공시일을 기준으로 -19일 ~ +19일 간 누적초과수익률(CAR)을 측정하였다. 그리고 측정한 누적초과수익률(CAR)의 변화를 관찰하였다. 본 연구에서 사용할 t기 누적초과수익률(CAR)은 다음과 같이 측정하였다.

$$CAR_{i,t} = CAR_{i,t-1} + AAR_{i,t} \quad (-19 \leq t \leq 19) \quad (4)$$

여기서, $CAR_{i,t}$: t기 i기업의 누적초과수익률

$AAR_{i,t}$: t기 i기업의 평균초과수익률

제 3절 표본선정

기업이 재평가모형을 선택할 것인지 원가모형을 선택할 것인지의 문제는 일의적으로 판단하기 어려운 의사결정 사항이다. 그러나 이에 대한 최종 의사결정을 내려야하는 기업경영자의 입장에서 볼 때, 재평가모형을 선택함으로써 회계정보의 목적적합성을 높이고, 주주나 투자자 등 이해관계자 집단의 정보에 대한 신뢰도 및 정확한 기업가치의 측정이라는 긍정적 효과를 얻을 것인가? 아니면 보수적 입장에서 원가모형을 적용함으로써 회계의

일관성 유지나 측정비용 및 감가상각비 부담의 절감이라는 효과를 얻을 것인가? 하는 비교선택의 문제로 보인다. 특히 재평가차익에 대한 과세여부는 매우 중요한 의사결정 변수이나 지금까지 정부의 재평가차익 비과세 법규가 제정되어 있지 않은 상태에서 재평가모형을 바로 적용하고자 하는 기업의 수는 많지 않을 것으로 보인다.¹⁴⁾

본 연구에 사용한 표본은 2008년 12월 31일과 2009년 12월 31일에 KOSPI시장과 KOSDAQ시장에 상장된 기업으로 다음과 같은 조건을 만족한다.

1. 재평가 실시 기업

- (1) 기업회계기준 제5호 개정안에 따라 유형자산재평가모형을 선택한 기업
- (2) 금융업에 속하지 않는 기업
- (3) 관리종목에 해당하지 않는 기업
- (4) 결산월이 12월인 기업
- (5) 감사의견이 적정한 기업
- (6) 재평가 이전 연도에 3년 이상 계속 영업한 기업
- (7) 금융감독원 전자공시시스템에 재무제표가 있는 기업

2. 통제 집단

- (1) 유형자산재평가모형을 선택하지 않은 기업
- (2) 2의 (1) 중 1의 (2), (3), (4), (5), (6), (7)을 만족시키는 기업

연구모형에 사용된 변수에 대한 자료는 NICE신용평가정보의 KIS-VALUE를 통해 수집하였고, 재평가에 관한 정보는 금융감독원 전자공시시스템에서 각 기업 감사보고서 및 사업보고서에 있는 주석을 통해 취득하였다.

재평가를 실시한 기업은 위에서 언급된 선정기준에 따라 총 352개 기업을 수집하였고, <표 3-1>에서 보는 바와 같이 2008년도에 220개

14) 경응수·한명수, *전계논문*, p. 55.

(62.50%)와 2009년도에 132개(37.50%)의 기업이 유형자산에 대한 재평가를 실시했다. 표본 중에 2008년과 2009년 모두 유형자산에 대해 재평가를 실시한 기업이 있었으나 금융감독원의 전자공시시스템에서 각 기업별 감사 보고서에 있는 주석을 통해 2008년에 시행한 재평가 이후 부수적으로 수행한 재평가로 확인되었다. 그래서 재평가에 대한 중요한 변동은 2008년에 그 비중이 높을 것으로 예상되어 2008년도 표본에 포함하였다.

<표 3-1> 재평가 연도별 표본분포

재평가 연도	표본 수	비율
2008	220	62.50%
2009	132	37.50%
전체	352	100.00%

산업별로 표본의 분포를 살펴본 결과, <표 3-2>에서 보는 바와 같이 가장 많은 업종은 기계·장비·운송·부품이고, 78개 기업으로 전체에서 22.16%를 차지하고 있다. 그 다음 IT·정보통신·컴퓨터가 49개 기업으로 전체의 13.92%를 차지하고 있으며, 철강·금속이 40개 기업으로 전체의 11.36%로 그 뒤를 잇고 있다.

재평가를 실시한 기업과 대비되는 통제 기업 집단은 두 가지 기준으로 수집하였다. 하나는 두 집단의 표본 수, 업종, 규모를 동일하게 맞춰 수집하였고, 다른 하나는 두 집단의 표본 수, 업종, 규모의 제약 없이 수집하였다.

〈표 3-2〉 업종별 표본분포

업종	표본 수	비율
기계·장비·운송·부품	78	22.16%
IT, 정보통신, 컴퓨터	49	13.92%
철강, 금속	40	11.36%
화학	37	10.51%
유통업	24	6.82%
전기, 전자, 가스	23	6.53%
음식료업	19	5.40%
서비스업	18	5.11%
건설업	14	3.98%
제약	14	3.98%
종이, 목재	10	2.84%
광업	8	2.27%
섬유·의류	8	2.27%
방송, 미디어, 출판	6	1.70%
기타	4	1.14%
전체	352	100.00%

제 IV 장 실증분석 결과

제 1절 유형자산재평가의 동기 분석결과

1.1 통제집단을 재평가 실시 표본과 대응시킨 연구

1.1.1 기술통계

<표 4-1>은 재평가 대상기업과 그와 대비되는 재평가를 실시하지 않은 기업 표본의 기술통계를 나타낸 것이다. 재평가차익의 경우 최소값은 1억 1100만원이고, 최대값은 2조 7992억원, 평균은 1108억원이다.

<표 4-1>에서 총자산에 대한 유형자산비율(PPE)은 재평가를 선택한 표본에서 평균이 32.2%이고, 선택하지 않은 표본에서 평균이 27.8%이다. 유형자산증가율(Δ PPE)은 재평가를 선택한 표본에서 평균이 98.5%이고, 선택하지 않은 표본에서 평균이 17.8%이다. 총자산순이익률(ROA)은 재평가를 선택한 표본에서 평균이 -0.7%이고, 선택하지 않은 표본에서 평균이 4%이다. 부채비율(LEV)은 재평가를 선택한 표본에서 평균이 162.3%이고, 선택하지 않은 표본에서 평균이 92.2%이다. 유동비율(LIQUIDITY)은 재평가를 선택한 표본에서 평균이 170.1%이고, 선택하지 않은 표본에서 평균이 245%이다.

유형자산재평가 동기 연구에 사용되는 변수들의 관계를 검정하기 위해 로지스틱 회귀모형을 사용하였다. 로지스틱 회귀모형을 사용하는 배경은 종속변수(Y)가 유형자산재평가 선택 여부를 표현한 dummy변수이고, 독립변수는 dummy변수인 재평가 연도(YEAR)와 양적변수인 유형자산비율(PPE), 유형자산증가율(Δ PPE), 총자산순이익률(ROA), 부채비율(LEV), 유동비율(LIQUIDITY)로 이루어지는 점에 근거를 둔다. 로지스틱 회귀모형을 분석하기 전에 종속변수(Y)의 기준에 따른 두 집단 간의 차이를 먼저 검정하기 위해 T 검정을 실시하였다.

<표 4-1> 재평가 선택기업과 비선택 기업 간의 동기변수 기술통계

구분	변수	최소값	평균	중위수	최대값	표준편차
재평가 실시 (N=352)	유형자산	0.001	0.322	0.293	1.495	0.180
	유형자산 증가율	-0.953	0.985	0.583	81.615	4.388
	총자산 순이익률	-1.172	-0.007	0.019	0.273	0.131
	부채비율	0.026	1.623	1.224	16.222	1.806
	유동비율	0.010	1.701	1.234	24.625	2.285
	재평가 연도 dummy	0.000	0.625	1.000	1.000	0.485
	재평가차액 (단위:백만)	111	67,444	16,666	2,379,805	190,584
통제 집단 (N=352)	유형자산	0.000	0.278	0.255	0.799	0.169
	유형자산 증가율	-0.868	0.178	0.017	12.752	0.840
	총자산 순이익률	-0.628	0.040	0.046	0.471	0.128
	부채비율	0.009	0.922	0.644	10.223	1.034
	유동비율	0.161	2.450	1.623	39.015	2.918
	재평가 연도 dummy	0.000	0.625	1.000	1.000	0.485

유형자산 : 유형자산재평가 이전 회계연도의 유형자산 / 총자산

유형자산증가율 : 유형자산재평가 회계연도의 유형자산증가율

총자산순이익률 : 유형자산재평가 이전 회계연도의 총자산순이익률
(당기순이익 / 총자산)

부채비율 : 유형자산재평가 이전 회계연도의 부채비율(부채 / 자기자본)

유동비율 : 유형자산재평가 이전 회계연도의 유동비율(유동자산 / 유동부채)

재평가연도 dummy : 유형자산재평가 실시연도가 2008년이면 1, 2009년이면 0

그리고 유형자산증가율(ΔPPE), 총자산순이익률(ROA), 부채비율(LEV),

유동비율(LIQUIDITY)의 기술통계를 측정한 결과 평균과 중위수 간의 차이가 커서 변수의 정규성 가정에 위배될 수 있다. 정규성의 가정이 어긋나면 T 검정을 통한 두 집단 간의 차이 비교가 무의미할 수 있으므로 정규성을 가정하지 않을 때, 즉 두 집단의 평균 차이를 검정하지 않으면서 두 집단의 차이를 비교할 수 있는 Wilcoxon 순위합 검정도 같이 실시하였다.

1.1.2 T 검정 및 Wilcoxon 순위합 검정

<표 4-2>는 유형자산재평가 실시 표본과 실시하지 않은 표본 두 집단의 차이를 T 검정으로 검정한 결과이다. 모든 변수가 1% 유의수준 이내에서 유의하게 나타나 집단 간의 차이가 있음을 알 수 있다.

<표 4-2> 재평가 선택기업과 비선택 기업 간의 차이 T 검정결과

변수	재평가 실시 (N=352)		통제기업 (N=352)		평균비교	가설 지지 여부
	평균	표준편차	평균	표준편차	T 통계량	
유형자산	0.322	0.180	0.278	0.169	3.315**	○
유형자산 증가율	0.985	4.388	0.178	0.840	3.388**	○
총자산 순이익률	-0.007	0.131	0.040	0.128	-4.727**	○
부채비율	1.623	1.806	0.922	1.034	6.314**	○
유동비율	1.701	2.285	2.450	2.918	-3.794**	○
재평가 연도 dummy	0.625	0.485	0.625	0.485	0.000	통제 변수

**, * 는 각각 1%, 5% 수준에서 유의함..

유형자산 : 유형자산재평가 이전 회계연도의 유형자산 / 총자산

유형자산증가율 : 유형자산재평가 회계연도의 유형자산증가율

총자산순이익률 : 유형자산재평가 이전 회계연도의 총자산순이익률 (당기순이익 / 총자산)

부채비율 : 유형자산재평가 이전 회계연도의 부채비율(부채 / 자기자본)

유동비율 : 유형자산재평가 이전 회계연도의 유동비율(유동자산 / 유동부채)

재평가연도 dummy : 유형자산재평가 실시연도가 2008년이면 1, 2009년이면 0

<표 4-3>은 변수들이 정규성을 따르지 않는다고 가정할 때 두 집단 간

의 Wilcoxon 순위합 검정으로 차이를 검정한 결과이다. 모든 변수가 1% 유의수준 이내에서 유의하게 나타나 정규성을 따르지 않는다고 가정하더라도 두 집단 간에 변수들의 차이가 있음을 알 수 있다.

<표 4-3> 재평가 선택기업과 비선택 기업 간의 Wilcoxon 순위합 검정결과

	재평가 실시 (N=352)		통제기업 (N=352)		Willcoxon 순위합의 Z 통계량	가설 지지 여부
	중위수	표준편차	중위수	표준편차		
유형자산	0.293	0.180	0.255	0.169	-3.057**	○
유형자산 증가율	0.583	4.388	0.017	0.840	-15.065**	○
총자산 순이익률	0.019	0.131	0.046	0.128	-6.529**	○
부채비율	1.224	1.806	0.644	1.034	-9.271**	○
유동비율	1.234	1.234	1.623	2.918	-7.236**	○
재평가 연도 dummy	1.000	0.485	1.000	0.485	0.000	통제 변수

**, * 는 각각 1%, 5% 수준에서 유의함..

유형자산 : 유형자산재평가 이전 회계연도의 유형자산 / 총자산

유형자산증가율 : 유형자산재평가 회계연도의 유형자산증가율

총자산순이익률 : 유형자산재평가 이전 회계연도의 총자산순이익률 (당기순이익 / 총자산)

부채비율 : 유형자산재평가 이전 회계연도의 부채비율(부채 / 자기자본)

유동비율 : 유형자산재평가 이전 회계연도의 유동비율(유동자산 / 유동부채)

재평가연도 dummy : 유형자산재평가 실시연도가 2008년이면 1, 2009년이면 0

1.1.3 Logit 분석

집단 간의 차이가 있음을 검증한 뒤 로지스틱 회귀모형으로 유형자산재평가 동기와 관련이 있는 변수를 분석하였다.

<표 4-4>는 유형자산재평가의 선택 동기를 검정하는데 사용된 변수들의

상관관계를 나타낸다.

<표 4-4> 변수들 간의 상관관계

	가설 지지 여부	재평가 실시	유형 자산	유형자산 증가율	총자산 순이익률	부채 비율	유동 비율	재평가 연도 dummy
재평가 실시		1						
유형 자산	○	0.124**	1					
유형자산 증가율	○	0.127**	-0.091*	1				
총자산 순이익률	○	-0.176**	-0.009	-0.042	1			
부채 비율	○	0.232**	0.161**	-0.013	-0.249**	1		
유동 비율	○	-0.142**	-0.197**	-0.015**	0.119**	-0.249**	1	
재평가 연도 dummy	통제 변수	0.000	0.040	-0.037	0.034	-0.011	0.032	1

**, * 는 각각 1%, 5% 수준에서 유의함.

유형자산 : 유형자산재평가 이전 회계연도의 유형자산 / 총자산

유형자산증가율 : 유형자산재평가 회계연도의 유형자산증가율

총자산순이익률 : 유형자산재평가 이전 회계연도의 총자산순이익률 (당기순이익 / 총자산)

부채비율 : 유형자산재평가 이전 회계연도의 부채비율(부채 / 자기자본)

유동비율 : 유형자산재평가 이전 회계연도의 유동비율(유동자산 / 유동부채)

재평가연도 dummy : 유형자산재평가 실시연도가 2008년이면 1, 2009년이면 0

재평가 실시여부인 종속변수(Y)와 유형자산비율(PPE), 유형자산증가율(Δ PPE), 부채비율(LEV)은 양의 유의적인 상관관계가 있고, 총자산순이익률(ROA)과 유동비율(LIQUIDITY)은 음의 유의적인 상관관계를 나타내고 있다. 상관관계를 분석한 다음 다중공선성의 여부를 검토하였다. 검토한 결과 독립변수들의 분산팽창요인(VIF), 공차한계를 계산하여 다중공선성을 진단하였고, 그 결과 모두 분산팽창요인(VIF) 값이 2를 넘지 않아 다중공선성 기준인 10보다 훨씬 적게 나타났고, 공차한계도 기준인 1을 넘지 않아 다

중공선성이 낮음을 밝혔다.

로지스틱 회귀분석은 2 가지 방법으로 실시하였다. 첫째, 모든 변수를 같이 분석하였고, 둘째, 유형자산비율(PPE)과 유형자산증가율(Δ PPE)을 뺀 나머지 변수들끼리 분석하였다.

유형자산비율(PPE)과 유형자산증가율(Δ PPE)이 동기에 미치는 영향에 대한 가설인 가설 1과 가설 2는 연구를 통해 설득력 있는 시사점의 제공이라는 취지에 부합하지 못할 수 있다. 따라서 시사점으로 강조할 수 있는 결과를 도출하기 위해 유형자산비율(PPE), 유형자산증가율(Δ PPE)을 제거한 뒤 나머지 변수들이 순수하게 동기에 미치는 영향을 분석하였다.

<표 4-5>는 본 연구에서 사용한 모든 독립변수들의 모수를 로지스틱 회귀분석으로 추정한 결과이다.

<표 4-5> 동기 분석에 사용된 모든 변수들의 모수 추정결과

변수	모수	예상부호	가설지지여부
유형자산비율	1.971**	+	○
유형자산증가율	2.052**	+	○
총자산순이익률	-3.290**	-	○
부채비율	0.495**	+	○
재평가 연도 dummy	0.048	통제 변수	
상수	-1.913**		

**, * 는 각각 1%, 5% 수준에서 유의함.

유형자산 : 유형자산재평가 이전 회계연도의 유형자산 / 총자산

유형자산증가율 : 유형자산재평가 회계연도의 유형자산증가율

총자산순이익률 : 유형자산재평가 이전 회계연도의 총자산순이익률 (당기순이익 / 총자산)

부채비율 : 유형자산재평가 이전 회계연도의 부채비율(부채 / 자기자본)

재평가연도 dummy : 유형자산재평가 실시연도가 2008년이면 1, 2009년이면 0

유형자산비율(PPE), 유형자산증가율(Δ PPE),의 모수는 각각 1.971, 2.052로 1% 이내의 유의수준을 만족하였고, 가설 1, 2와 일치하였다. 또한 총자산순이익률(ROA)과 부채비율(LEV)도 각각 -3.290, 0.495로 1% 이내의 유의수준을 만족하였고, 가설 3, 4를 채택하였다. 그러나 가설 5에서 설정한 유동비율은 유의하지 않게 나타났다.

<표 4-6>은 유형자산비율(PPE), 유형자산증가율(Δ PPE)을 제외한 나머지 변수들과 유형자산재평가 동기와의 상관관계를 Logit 분석한 결과이다.

<표 4-6> 유형자산비율과 유형자산증가율을 제외한 변수들의 모수 추정결과

변수	모수	예상부호	가설지지여부
총자산순이익률	-2.040**	-	○
부채비율	0.495**	+	○
재평가 연도 dummy	-0.033	통제 변수	
상수	-0.525**		

**, * 는 각각 1%, 5% 수준에서 유의함.

총자산순이익률 : 유형자산재평가 이전 회계연도의 총자산순이익률 (당기순이익 / 총자산)

부채비율 : 유형자산재평가 이전 회계연도의 부채비율(부채 / 자기자본)

재평가연도 dummy : 유형자산재평가 실시연도가 2008년이면 1, 2009년이면 0

총자산순이익률(ROA)과 부채비율(LEV)의 모수 모두 유의하였고, 가설과 일치하였다. 이 결과를 통해 유형자산비율(PPE), 유형자산증가율(Δ PPE)을 제거해도 분석결과에 유의한 차이가 없음을 알 수 있다. 그리고 유동비율(LIQUIDITY) 역시 유의하지 않았다.

<표 4-7>은 본 연구의 동기 분석에서 앞서 제시한 모든 독립변수를 사용한 로지스틱 회귀모형의 적중률(Hit Ratio)를 나타낸다. 모형이 실제 관측치를 정확히 예측하는 확률로 본 연구에서 사용된 로지스틱 회귀모형의 적중률은 79.8%이다. 즉, 모형이 실제 관측 값을 정확히 예측할 확률이 79.8%이다.

<표 4-7> 독립변수를 모두 포함한 동기분석 모형의 적중률

		예측		정확도(%)
		재평가 안 함	재평가 실시	
관측	재평가 안 함	294	58	83.6%
	재평가 실시	84	268	76.1%
	전체 적중률			79.8%

<표 4-8>은 가설 1, 2의 검정에 사용된 변수를 제외한 나머지 변수들을 대상으로 실시한 로지스틱 회귀분석의 적중률을 나타낸 것이다. 로지스틱 회귀모형이 재평가 실시 여부를 정확히 예측할 확률이 64.5%이다.

<표 4-8> 유형자산비율과 유형자산증가율 제거 후의 동기분석 모형의 적중률

		예측		정확도(%)
		재평가 안 함	재평가 실시	
관측	재평가 안 함	262	90	74.4%
	재평가 실시	160	192	54.5%
	전체 적중률			64.5%

두 번의 로지스틱 회귀분석을 통해 측정한 적중률(Hit Ratio)의 차이를 비교한 결과 유형자산비율(PPE)과 유형자산증가율(Δ PPE)을 포함했을 때의 적중률보다 이들을 포함하지 않았을 때의 적중률이 낮음을 알 수 있었다. 이 사실을 통해 유형자산비율(PPE)과 유형자산증가율(Δ PPE)이 로지스틱 회귀모형의 적중률(Hit Ratio)을 높여준다는 것을 알 수 있다.

본 연구의 방향과는 별도로 로지스틱 회귀분석 외 유형자산재평가 실시 여부(Y)를 종속변수로 하는 다중회귀분석을 실시한 결과 로지스틱 회귀분석을 실시했을 때와 동일한 결과가 나왔고, 모수추정치는 로지스틱 회귀분석으로 추정했을 때 더 명확하게 나타났다.

1.2 통제집단을 임의로 수집한 연구

김정애와 최종서(2010)는 분석한 연구에서 통제집단을 재평가 실시 집단에 대응하여 수집하였다. 그러나 그러한 방법은 모형의 강건성의 문제가 발생할 가능성이 높으므로 모형의 강건성을 더 높일 수 있도록 통제집단을 임의로 선택하였다. 그리하여 재평가 실시 집단과의 차이 검정 이후 로지스틱 회귀분석으로 유형자산재평가의 동기에 영향을 미치는 변수들을 검정하였다.

그리고 통제집단을 임의로 수집한 연구에서는 재평가 연도 dummy변수(YEAR)의 적용이 오히려 유의한 분석결과를 도출하지 못하게 만들 수 있는 가능성이 있어서 사용하지 않고, 재평가 연도인 2008년과 2009년을 나누어서 분석하였다.

또, 두 집단 간 대응 수집한 연구에서 자산 규모를 맞추느라 배제시킨 34개의 재평가 실시 표본들을 추가한 뒤 분석하였다.

1.2.1 기술통계

<표 4-9>는 2008년도 임의의 통제집단과 재평가 실시 집단에서 동기 연구 변수의 기술통계를 나타낸 것이다. 2008년 분석에서 유형자산비율(PPE)의 평균은 재평가 실시 집단이 32.2%, 통제집단이 26.7% 이다. 유형자산증가율(Δ PPE)의 평균은 재평가 실시 집단이 74.3%, 통제집단이 19.3% 이다. 총자산순이익률(ROA)의 평균은 재평가 실시 집단이 0.2%, 통제집단이 3.6% 이다. 부채비율(LEV)의 평균은 재평가 실시 집단이 159%, 통제집단이 82.1% 이다. 유동비율(LIQUIDITY)은 재평가 실시 집단이 147.1%, 통제집단이 283.9% 이다. 평균 재평가차액은 1133천억이다.

<표 4-9> 임의통제집단과 재평가실시 집단 간의 동기변수 기술통계 (2008년)

구분	변수	최소값	평균	중위수	최대값	표준편차
재평가 실시 (N=245)	유형자산	0.000	0.322	0.293	0.803	0.172
	유형자산 증가율	-0.999	0.743	0.592	6.327	0.828
	총자산 순이익률	-0.535	0.002	0.018	0.273	0.105
	부채비율	0.037	1.590	1.287	8.543	1.247
	유동비율	0.059	1.471	1.221	10.612	1.339
	재평가차액 (단위:백만)	281.302	113,301	20,826	2,379,805	299,809
통제 집단 (N=1102)	유형자산	0.000	0.267	0.247	0.895	0.179
	유형자산 증가율	-1.000	0.193	0.024	6.627	0.659
	총자산 순이익률	-2.035	0.036	0.050	0.602	0.171
	부채비율	0.021	0.821	0.572	8.045	0.844
	유동비율	0.108	2.839	1.857	27.264	3.045

유형자산 : 유형자산재평가 이전 회계연도의 유형자산 / 총자산

유형자산증가율 : 유형자산재평가 회계연도의 유형자산증가율

총자산순이익률 : 유형자산재평가 이전 회계연도의 총자산순이익률 (당기순이익 / 총자산)

부채비율 : 유형자산재평가 이전 회계연도의 부채비율(부채 / 자기자본)

유동비율 : 유형자산재평가 이전 회계연도의 유동비율(유동자산 / 유동부채)

<표 4-10>은 2009년도 임의의 통제집단과 재평가 실시 집단에서 동기 연구 변수의 기술통계를 나타낸 것이다. 2009년 분석에서 유형자산비율(PPE)의 평균은 재평가 실시 집단이 32.1%, 통제집단이 25.2% 이다. 유형자산증가율(Δ PPE)의 평균은 재평가실시 집단이 69.6%, 통제집단이 27.0% 이다. 총자산순이익률(ROA)의 평균은 재평가 실시 집단이 -0.1%, 통제집단이 0.8% 이다. 부채비율(LEV)의 평균은 재평가 실시 집단이 140.7%, 통제집단이 86.3% 이다. 유동비율(LIQUIDITY)은 재평가 실시 집단이 149.6%, 통제집단이 281.4% 이다. 평균 재평가 차액은 1118천억이다.

<표 4-10> 임의통제집단과 재평가실시 집단 간의 동기변수 기술통계 (2009년)

구분	변수	최소값	평균	중위수	최대값	표준편차
재평가 실시 (N=141)	유형자산	0.013	0.321	0.291	1.495	0.192
	유형자산 증가율	-0.842	0.696	0.562	4.338	0.725
	총자산 순이익률	-1.172	-0.011	0.028	0.249	0.177
	부채비율	0.000	1.407	1.100	6.715	1.201
	유동비율	0.010	1.496	1.193	7.115	1.125
	재평가차액 (단위:백만)	111.168	111,857	17,438	2,799,162	311,608
통제 집단 (N=961)	유형자산	0.000	0.252	0.240	0.852	0.172
	유형자산 증가율	-0.998	0.270	0.008	18.191	1.470
	총자산 순이익률	-3.972	0.008	0.036	0.508	0.227
	부채비율	0.000	0.863	0.588	9.646	0.942
	유동비율	0.076	2.814	1.726	28.716	3.358

유형자산 : 유형자산재평가 이전 회계연도의 유형자산 / 총자산

유형자산증가율 : 유형자산재평가 회계연도의 유형자산증가율

총자산순이익률 : 유형자산재평가 이전 회계연도의 총자산순이익률 (당기순이익 / 총자산)

부채비율 : 유형자산재평가 이전 회계연도의 부채비율(부채 / 자기자본)

유동비율 : 유형자산재평가 이전 회계연도의 유동비율(유동자산 / 유동부채)

1.2.2 T 검정 및 Wilcoxon 순위합 검정

<표 4-11>과 <표 4-12>는 각각 2008년과 2009년도 임의의 통제집단과 재평가 실시 집단의 차이를 T 검정한 것이다.

<표 4-11> 임의통제집단과 재평가실시 집단 간의 T 검정결과 (2008년)

변수	재평가 실시 (N=245)		통제기업 (N=1102)		평균비교	가설 지지 여부
	평균	표준편차	평균	표준편차	T 통계량	
유형자산	0.322	0.172	0.267	0.179	4.396**	○
유형자산 증가율	0.743	0.828	0.193	0.659	9.718**	○
총자산 순이익률	0.002	0.105	0.036	0.171	-3.970**	○
부채비율	1.590	1.247	0.821	0.844	9.198**	○
유동비율	1.471	1.339	2.839	3.045	-10.903**	○

**, * 는 각각 1%, 5% 수준에서 유의함.

유형자산 : 유형자산재평가 이전 회계연도의 유형자산 / 총자산

유형자산증가율 : 유형자산재평가 회계연도의 유형자산증가율

총자산순이익률 : 유형자산재평가 이전 회계연도의 총자산순이익률 (당기순이익 / 총자산)

부채비율 : 유형자산재평가 이전 회계연도의 부채비율(부채 / 자기자본)

유동비율 : 유형자산재평가 이전 회계연도의 유동비율(유동자산 / 유동부채)

<표 4-12> 임의통제집단과 재평가실시 집단 간의 T 검정결과 (2009년)

변수	재평가 실시 (N=141)		통제기업 (N=961)		평균비교	가설 지지 여부
	평균	표준편차	평균	표준편차	T 통계량	
유형자산	0.321	0.192	0.252	0.172	4.341**	○
유형자산 증가율	0.696	0.725	0.270	1.470	3.384**	○
총자산 순이익률	-0.011	0.177	0.008	0.227	-0.963	×
부채비율	1.407	1.201	0.863	0.942	5.147**	○
유동비율	1.496	1.125	2.814	3.358	-9.162**	○

**, * 는 각각 1%, 5% 수준에서 유의함.

유형자산 : 유형자산재평가 이전 회계연도의 유형자산 / 총자산

유형자산증가율 : 유형자산재평가 회계연도의 유형자산증가율

총자산순이익률 : 유형자산재평가 이전 회계연도의 총자산순이익률 (당기순이익 / 총자산)

부채비율 : 유형자산재평가 이전 회계연도의 부채비율(부채 / 자기자본)

유동비율 : 유형자산재평가 이전 회계연도의 유동비율(유동자산 / 유동부채)

<표 4-13>과 <표 4-14>는 각각 2008년과 2009년도 임의의 통제집단과 재평가 실시 집단의 차이를 Wilcoxon 순위합 검정한 것이다.

2008년도는 정규성을 가정한 T 검정, 비정규성을 가정한 Wilcoxon 순위합 검정에서 모두 변수들의 집단 간 차이가 유의하게 나타났다. 2009년도는 총자산순이익률(ROA)를 제외한 모든 변수들이 집단 간 유의한 차이가 있음을 T 검정과 Wilcoxon 순위합 검정에서 알 수 있었다. 총자산순이익률(ROA)의 경우 T 검정에서는 유의한 차이가 없었으나 Wilcoxon 순위합 검정에서는 차이가 있음을 알 수 있었다. 또, 로지스틱 회귀분석은 표본의 정규성에 제한이 없기 때문에 Wilcoxon 순위합 검정에 의한 차이 검정 결과도 의미가 있는 결과가 된다. 따라서 집단 간 차이 검정 결과를 도출한 다음 로지스틱 회귀분석까지 시행하였다.

<표 4-13> 임의통제집단과 재평가실시 집단 간의 Wilcoxon 순위합 검정결과 (2008년)

	재평가 실시 (N=245)		통제기업 (N=1102)		Willcoxon 순위합의 Z 통계량	가설 지지 여부
	중위수	표준편차	중위수	표준편차		
유형자산	0.293	0.172	0.247	0.179	-4.410**	○
유형자산 증가율	0.592	0.828	0.024	0.659	-15.367**	○
총자산 순이익률	0.018	0.105	0.050	0.171	-7.387**	○
부채비율	1.287	1.247	0.572	0.844	-12.316**	○
유동비율	1.221	1.339	1.857	3.045	-10.429**	○

**, * 는 각각 1%, 5% 수준에서 유의함.

유형자산 : 유형자산재평가 이전 회계연도의 유형자산 / 총자산

유형자산증가율 : 유형자산재평가 회계연도의 유형자산증가율

총자산순이익률 : 유형자산재평가 이전 회계연도의 총자산순이익률 (당기순이익 / 총자산)

부채비율 : 유형자산재평가 이전 회계연도의 부채비율(부채 / 자기자본)

유동비율 : 유형자산재평가 이전 회계연도의 유동비율(유동자산 / 유동부채)

<표 4-14> 임의통제집단과 재평가실시 집단 간의 Wilcoxon 순위합 검정결과 (2009년)

	재평가 실시 (N=141)		통제기업 (N=961)		Willcoxon 순위합의 Z 통계량	가설 지지 여부
	중위수	표준편차	중위수	표준편차		
유형자산	0.291	0.192	0.240	0.172	-4.176**	○
유형자산 증가율	0.562	0.725	0.008	1.470	-11.991**	○
총자산 순이익률	0.028	0.177	0.036	0.227	-2.004*	○
부채비율	1.100	1.201	0.588	0.942	-6.926**	○
유동비율	1.193	1.125	1.726	3.358	-6.556**	○

**, * 는 각각 1%, 5% 수준에서 유의함.

유형자산 : 유형자산재평가 이전 회계연도의 유형자산 / 총자산

유형자산증가율 : 유형자산재평가 회계연도의 유형자산증가율

총자산순이익률 : 유형자산재평가 이전 회계연도의 총자산순이익률 (당기순이익 / 총자산)

부채비율 : 유형자산재평가 이전 회계연도의 부채비율(부채 / 자기자본)

유동비율 : 유형자산재평가 이전 회계연도의 유동비율(유동자산 / 유동부채)

1.2.3 Logit 분석

<표 4-15>에서 <표 4-18>은 임의의 통제집단을 사용한 로지스틱 회귀 분석의 2008년과 2009년의 결과이고, 각각 가설 1, 2에 해당하는 변수들을 제거한 분석도 실시하였다.

분석결과 가설 1, 2에 해당하는 유형자산비율(PPE), 유형자산증가율(Δ PPE)은 2008년, 2009년에서 모두 유의하였고, 가설과 일치하였다. 부채비율(LEV)도 2008년, 2009년 분석 모두 유의하면서 가설 4와 일치하였고, 가설 1, 2를 포함시키지 않은 연구에서도 2008년, 2009년 모두 유의하면서 가설을 지지하였다. 임의의 통제집단을 사용한 분석에서 사용한 유동비율(LIQUIDITY)도 모든 분석에서 김정애와 최중서(2010)와 동일하게 나타났다.

<표 4-15> 임의의 통제집단을 사용한 변수들의 모수추정 결과 (2008년)

변수	모수	예상부호	가설지지여부
유형자산비율	1.518**	+	○
유형자산증가율	1.095**	+	○
총자산순이익률	-0.964**	-	○
부채비율	0.435**	+	○
유동비율	-0.310**	-	○
상수	-1.913**		

**, * 는 각각 1%, 5% 수준에서 유의함.

유형자산 : 유형자산재평가 이전 회계연도의 유형자산 / 총자산

유형자산증가율 : 유형자산재평가 회계연도의 유형자산증가율

총자산순이익률 : 유형자산재평가 이전 회계연도의 총자산순이익률 (당기순이익 / 총자산)

부채비율 : 유형자산재평가 이전 회계연도의 부채비율(부채 / 자기자본)

유동비율 : 유형자산재평가 이전 회계연도의 유동비율(유동자산 / 유동부채)

<표 4-16> <표 4-15>에서 유형자산비율과 유형자산증가율 제외 후의 추정결과

변수	모수	예상부호	가설지지여부
총자산순이익률	-0.360	-	○
부채비율	0.468**	+	○
유동비율	-0.302**	-	○
상수	-1.441**		

**, * 는 각각 1%, 5% 수준에서 유의함.

총자산순이익률 : 유형자산재평가 이전 회계연도의 총자산순이익률 (당기순이익 / 총자산)

부채비율 : 유형자산재평가 이전 회계연도의 부채비율(부채 / 자기자본)

유동비율 : 유형자산재평가 이전 회계연도의 유동비율(유동자산 / 유동부채)

반면에 총자산순이익률(ROA)은 유형자산비율(PPE), 유형자산증가율(Δ PPE)을 포함한 연구에서 2008년에 해당하는 분석에서만 유의하였고, 나머지는 결과가 유의하지 않았다. 그리고 2008년의 분석에서 총자산순이익률(ROA)은 가설 3에서 기대한 부호의 방향과는 동일하게 나타났다. 그러나 2009년의 분석에서는 결과도 유의하지 않을 뿐만 아니라 가설과 다르게 나타났다.

<표 4-17> 임의의 통제집단을 사용한 변수들의 모수추정 결과 (2009년)

변수	모수	예상부호	가설지지여부
유형자산비율	1.914**	+	○
유형자산증가율	0.284**	+	○
총자산순이익률	0.259	-	×
부채비율	0.255**	+	○
유동비율	-0.352**	-	○
상수	-2.206**		

**, * 는 각각 1%, 5% 수준에서 유의함.

유형자산 : 유형자산재평가 이전 회계연도의 유형자산 / 총자산

유형자산증가율 : 유형자산재평가 회계연도의 유형자산증가율

총자산순이익률 : 유형자산재평가 이전 회계연도의 총자산순이익률 (당기순이익 / 총자산)

부채비율 : 유형자산재평가 이전 회계연도의 부채비율(부채 / 자기자본)

유동비율 : 유형자산재평가 이전 회계연도의 유동비율(유동부채 / 유동자산)

<표 4-18> <표 4-17>에서 유형자산비율과 유형자산증가율 제외 후의 추정결과

변수	모수	예상부호	가설지지여부
총자산순이익률	0.318	-	×
부채비율	0.225**	+	○
유동비율	-0.365**	-	○
상수	-1.470**		

**, * 는 각각 1%, 5% 수준에서 유의함.

총자산순이익률 : 유형자산재평가 이전 회계연도의 총자산순이익률 (당기순이익 / 총자산)

부채비율 : 유형자산재평가 이전 회계연도의 부채비율(부채 / 자기자본)

유동비율 : 유형자산재평가 이전 회계연도의 유동비율(유동부채 / 유동자산)

제 2절 유형자산재평가의 주가반응 분석결과

이 절에서는 유형자산재평가를 실시한 기업을 대상으로 자산재평가공시에 따른 주가반응 실증분석 결과를 살펴보기로 한다. 2008년과 2009년의 자산재평가 기업 352개 표본 중 재평가 공시일 주변에 유상증자, 임원진의 변경, 배당결정, 사업계획, 단기차입, 소송 제기 등 주가변동에 영향을 미칠 것으로 기대되는 사건이 혼재하는 264개 표본을 제외하였다. 순수하게 재평가 공시만 있는 84개 표본으로 공시일을 기준으로 -19일 ~ +19일 간의 초과수익률(AR) 변화를 살펴보았다. 누적초과수익률(CAR)은 시장모형으로부터 측정된 초과수익률의 일별 평균을 누적적으로 계산하였다. 누적초과수익률(CAR)의 변화를 살펴보기에 앞서 일별 초과수익률(AR)과 누적초과수익률(CAR)의 차이 여부를 검증하기 위해 T 검정을 실시하였다.

2.1 T 검정

일별 초과수익률과 누적초과수익률의 차이가 유의한지를 검정하기 위해 각각의 평균을 측정하여 평균의 차이를 검정하였다.

<표 4-19>는 2008년과 2009년의 재평가 공시일을 기준으로 -19일 ~ +19일 간의 초과수익률과 누적초과수익률의 T 검정 결과를 나타내고 있다. 먼저 39일 동안의 초과수익률(AR)의 평균을 보면, -3일(0.4%), -2일(0.8%), -1일(0.9%), 및 0일(0.8%)에 유의하게 증가한 것으로 나타난다. 공시일을 포함한 이들 나흘간의 누적초과수익률(CAR)은 무려 2.9%의 상승을 보여주고 있어 가설 6을 지지하고 있음을 보여주고 있다. 즉, 자산재평가 공시정보가 증권시장에서 호재(Good News)로 받아들여지고 있음을 나타내고 있다.

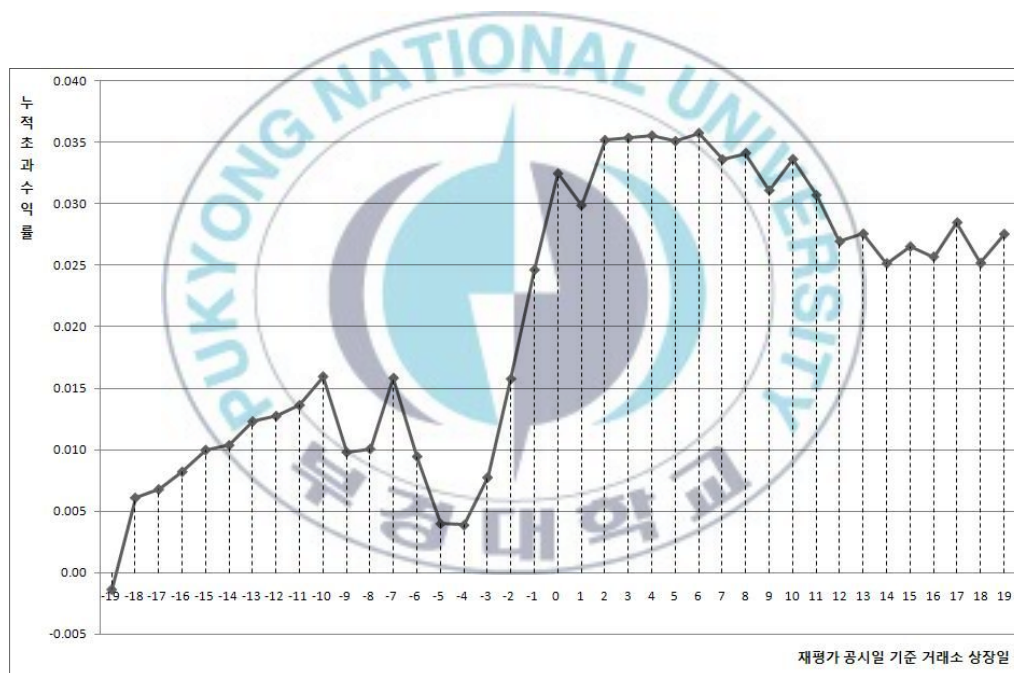
<표 4-19> 초과수익률과 누적초과수익률의 T 검정 결과

공시일	AR	CAR
-19	-0.001	-0.001
-18	0.008**	0.006
-17	0.001	0.007
-16	0.002	0.008
-15	0.002	0.010
-14	0.000	0.010
-13	0.002	0.012
-12	0.000	0.013
-11	0.001	0.014
-10	0.002	0.016
-9	-0.007**	0.010
-8	0.000	0.010
-7	0.006**	0.016
-6	-0.007**	0.009
-5	-0.006**	0.004
-4	0.000	0.004
-3	0.004*	0.008
-2	0.008**	0.016
-1	0.009**	0.025
0	0.008**	0.032
1	-0.003	0.030
2	0.005	0.035
3	0.000	0.035
4	0.000	0.036
5	0.000	0.035
6	0.001	0.036
7	-0.002	0.034
8	0.001	0.034
9	-0.003	0.031
10	0.003	0.034
11	-0.003	0.031
12	-0.004	0.027
13	0.001	0.028
14	-0.003	0.025
15	0.001	0.027
16	-0.001	0.026
17	0.003	0.029
18	-0.003	0.025
19	0.002	0.028

**, * 는 각각 1%, 5% 수준에서 유의함.

2.2 사건연구(Event Study)

<그림 4>는 <표 4-19>의 39일(-19일 ~ +19일)동안의 초과수익률(AR)을 누적한 누적초과수익률의 변화를 한 눈에 보여주고 있다. 공시일 주위에 눈에 띄는 변화는 -3일, -2일, -1일, 및 0일의 4일간 급격한 상승세를 나타내고 있어 시각적으로 변화 패턴을 확연히 보여주고 있다. 따라서 자산재평가 공시정보가 증권시장에서 정보 이용자들에게 호재(Good News)로 받아들여지고 있음을 알 수 있다.



<그림 4> 재평가 선택 기업 누적초과수익률 변화

제 V 장 결론

본 연구의 목적은 기업회계기준서 제5호 개정기준 하에서의 자산재평가를 조기에 실시한 상장법인에 대하여 유형자산재평가 동기와 주가반응을 실증 분석하는 데 있다.

본 연구는 기업회계기준서 제5호의 수정 이후 2008년과 2009년 12월 31일에 KOSPI와 KOSDAQ시장에 상장된 기업들을 대상으로 유형자산재평가 동기와 시장반응을 실증 분석하였다.

본 연구의 동기 분석은 선행연구와 달리 통제집단 수집 방법을 두 가지로 분류하여서 분석하였다. 하나는 선행연구와 같이 재평가를 실시한 표본과 업종이 같고, 규모가 유사하게 대응시켜 추출한 통제집단을 사용한 분석이고, 다른 하나는 모형의 강건성을 위해 업종, 규모, 표본 크기를 제약하지 않고 임의로 수집한 통제집단을 사용한 분석이다. 먼저 집단 간 차이를 검정하여 유의적인 차이가 있으면 전체집단에 대한 로지스틱 회귀분석을 실시하여 사용된 변수의 변화가 재평가의 동기에 미치는 영향을 분석하였다. 독립변수로는 유형자산비율, 유형자산증가율, 총자산순이익률, 부채비율, 유동비율을 사용하였다.

주가반응에 대한 분석은 재평가를 실시한 집단에서 공시일 전후로 일정기간 누적초과수익률(CAR)의 변화를 살펴보았다. 그 전에 초과수익률(AR)과 누적초과수익률(CAR)의 날짜별 평균이 서로 차이가 있는지를 알기 위해 T 검정을 실시했다.

재평가 실시 집단과 대응시킨 통제집단 연구는 분석한 결과 유형자산비율이 높을수록, 유형자산증가율이 높을수록, 총자산순이익률이 낮을수록, 부채비율이 높을수록 유형자산재평가를 선택할 동기가 컸다. 그리고 유동비율은 유의한 결과가 나타나지 않았다. 유형자산비율과 유형자산증가율을 제외하고 분석한 결과도 동일한 결과를 보여주었다.

통제집단을 임의로 수집한 연구에서 유형자산비율, 유형자산증가율, 부채

비율이 높을수록 유동비율이 낮을수록 재평가 동기가 크게 나타났고, 유형자산비율과 유형자산증가율을 제외한 분석 역시 동일하게 나타났다. 그러나 총자산순이익률은 유형자산비율과 유형자산증가율을 포함한 분석 중 2008년 표본에서만 유의하게 가설을 지지하였고, 나머지는 유의한 결과가 나타나지 않았다.

김정애와 최종서(2010)는 총자산순이익률을 변수로 사용하지 않았기 때문에 총자산순이익률에 대한 결과를 제외하면 본 연구의 결과와 일치하였다. 그리고 본 연구에서 모형의 강건성을 높여 김정애와 최종서(2010)의 연구 결과의 신뢰성을 뒷받침할 수 있었다.

유형자산재평가가 시장반응을 관찰한 결과 재평가를 실시한 이후의 누적 초과수익률은 실시하기 전보다 증가하여 주가가 변동하는 것을 알 수 있었다.

유형자산재평가의 동기 분석을 통해 기업의 경영자들이 기업의 낮아진 안정성, 유동성을 극복하기 위한 수단 중 하나로 유형자산재평가를 선택하는 것을 알 수 있었다. 재무상태가 불안할 때 유형자산재평가를 실시하면 재평가잉여금으로 인해 자기자본이 증가하기 때문에 부채비율을 상대적으로 낮출 수 있고, 그 결과 대외 신용도를 높일 수 있으므로 유형자산재평가를 선택할 동기가 크다고 볼 수 있다. 기업 내 유동성이 현저히 떨어질 때 이를 극복하기 위한 방법 중 하나로 유형자산재평가를 선택할 가능성 역시 기대해 볼 수 있다.

회계정보 이용자들은 유형자산재평가를 경영자가 나쁜 경영성과와 재무상태를 감추려는 의도로 판단하기 보다는 미래의 배당금 기대, 신용도 증가, 가치의 증가 등의 긍정적인 관점으로 본다는 것을 시장반응의 연구를 통해 알 수 있었다. 회계정보 이용자들이 재평가 이전의 부정적인 인식보다 재평가 이후의 긍정적인 효과를 더 선호하여 주가가 상승함을 볼 수 있었다.

본 연구의 한계점은 다음과 같다. 첫째, 시장에 공시되는 정보만 주가에 영향을 미치는 준강형 시장 효율성을 가정하였다. 그러나 실제로 주가에는

공시되지 않는 정보가 큰 영향을 미칠 수 있다. 둘째, 무형자산의 재평가의 연구가 없기 때문에 본 연구 결과를 자산 전체의 재평가에 대한 일반화한 연구로 볼 수 없다. 셋째, 유형자산재평가의 선택 동기에 영향을 미치는 변수가 재무상태, 경영성과와 관련된 변수만 사용된 점이다. 실제 동기에 미치는 영향은 그것들 이외의 변수도 함께 작용할 가능성이 충분히 있다. 따라서 이에 대한 연구자의 적절한 통제가 필요하다.

자산재평가의 향후 생각해 볼 연구 방향은 유형자산재평가로 발생한 기타포괄이익과 누적초과수익률 간의 상관관계를 분석하여 이익반응계수를 추정하는 것, Ohlson (1995) 모형을 이용한 기업회계기준서 제5호 수정 이후의 유형자산재평가와 기업가치의 관계, 한국채택국제회계기준을 전면적으로 도입한 2011년 이후의 자산재평가와 시장반응의 관계, 무형자산의 객관적이고 명확한 인식 및 측정기준을 확립한 이후의 유형자산과 무형자산을 합친 명실상부한 자산재평가에 대한 연구 등이 있다.

참 고 문 헌

<국 내 문 헌>

- 경응수 · 한명수, “국제회계기준 도입과 유형자산의 감정평가,” *감정평가학* 논집, 제7권 제1호, 2008.6, pp. 47-71.
- 권수영 · 김문철 · 손성규 · 최관 · 한봉희, *자본시장에서의 회계정보 유용성*, 제2판, 신영사, 2010.3.
- 권해숙 · 박태승, “자산재평가 조기실시 기업의 재무적 특성과 재평가잉여금의 주가관련성,” *기업경영연구*, 제37권, 2011.3, pp. 183-201.
- 김녹현, “한국채택국제회계기준하의 유형자산 재평가 실태분석,” 부경대학교 경영대학원, 석사학위논문, 2010.12.
- 김문태, “신용평가 제고를 위한 자산재평가 동기에 관한 연구,” 한국국제회계학회 학술대회 발표논문집, 2010.10, pp. 407-424.
- 김정애 · 최종서, “유형자산 재평가 동기에 관한 연구,” *회계정보연구*, 28(4), 2010.12, pp. 49-76.
- 김정재, *재무회계이론*, 신영사, 2010.1.
- 김정훈, “지배구조가 자산재평가지 수가 반응에 미치는 영향,” 고려대학교 대학원, 석사학위논문, 2010.2.
- 남상오 · 정운오, *회계이론*, 다산출판사, 2002.
- 손여진, “자산재평가가 자본주식의 가치평가에 미치는 영향 : 주가반응, 거래량반응, 이익예측정확도를 중심으로,” 중앙대학교 대학원, 석사학위논문, 2011.8.
- 송상엽, *IFRS 회계원리*, 웅지, 2010.6.
- 송인만 · 최관, “자산재평가의 동기와 주가반응,” *경영학연구*, 24(3), 1995.8, pp. 175-212.
- 심충진 · 이준규, “자산재평가에 대한 시장반응,” *세무학연구*, 19(2), 2002.12, pp. 161-180.

- 신승묘, “기업의 조세관련특성이 자산재평가 의사결정에 미치는 영향,” *회계학연구*, 제26권 제1호, 2001.3, pp. 127-150.
- 유영이 · 김선구, “자산재평가에 의한 신용등급변경 정보가 주가반응에 미치는 영향에 관한 연구,” *회계정보연구*, 28(1), 2010.3, pp. 107-133.
- 윤소라, “자산재평가 공시가 주가에 미치는 영향,” *대한경영학회지*, 제24권 제1호, 2011.2, pp. 533-548.
- 이여해, “IFRS 도입에 따른 자산재평가 공시의 시장반응에 관한 연구,” 고려대학교 대학원, 석사학위논문, 2010.8.
- 임영화, “자산재평가제도에 관한 연구,” 부경대학교 경영대학원, 석사학위논문, 2003.12.
- 임준목, “IFRS상 자산재평가가 주식가치에 미치는 영향,” 숭실대학교 대학원, 석사학위논문, 2010.6.
- 전영순 · 박성호, “재평가동기의 차이를 중심으로 살펴본 자산재평가 정보의 유용성에 관한 실증연구,” *대한경영학회지*, 제33권, 2002.9, pp. 197-223.
- 한문성, “자산재평가 정보가 주가수익률에 미치는 영향,” *회계정보연구*, 제29권 제2호, 2011.6, pp. 193-218.

<국 외 문 헌>

- Aboody, David · Barth, Mary E. · Kasznik, Ron, "Revaluations of fixed assets and future firm performance : Evidence from the UK," *Journal of Accounting & Economics*, Vol. 26, 1999, pp. 149-178.
- Barlev, Benzion · Fried, Dov · Haddad, Joshua R. · Livnat, Joshua, "Reevaluation of revaluations; A cross-country examination of the motives and effects on future performance," *Journal of*

Business Finance & Accounting, Vol. 34, No. 7, 2007, pp. 1025-1050.

Barth, Mary E. and Clinch, Greg, "Revalued financial, tangible, and intangible assets : Associations with share prices and non-market-based value estimates," *Journal of Accounting Research*, Vol. 36, Supplement, 1998, pp. 199-233.

Fama, E., *Foundation of Finance*, Basic Books, 1976.

Ohlson, James A., "Earning, Book Values, and Dividends in Equity Valuation," *Contemporary Accounting Research*, Vol. 11, No. 2, 1995.

Watts, R. and J. Zimmerman, *Positive Accounting Theory*, Englewood Cliffs, NJ : Prentice Hall, 1986.



