

세무와회계저널
제9권 제3호 2008년 9월 pp.285~311
한국세무학회

국제회계기준 도입에 따른 토지의 공정가치 모형의 가치관련성

신현결*

<요 약>

본 연구는 향후 한국채택국제회계기준이 적용될 경우 공정가치 평가대상이 되는 비화폐성자산 중 규모가 크고 공정가치의 대용치를 수집하는데 어려움이 상대적으로 적은 토지를 대상으로 하여, 공정가치와 장부금액의 차이가 주가관련성에 추가적인 설명력을 제공하는지 분석하는데 목적이 있다.

토지의 공정가치 대용치는 주식으로 기재하는 공시지가를 이용하였으며, Ohlson 모형을 기본으로 하는 주가수준모형(level model)과 주가변동모형(change model)을 모두 이용하여 토지의 공시지가가 주가에 추가적인 설명력을 제공하는지 확인하였다.

Level model을 이용한 회귀분석 결과 주당 토지의 장부금액과 주가 간에 통계적으로 유의한 상관관계가 존재하지만, 주당 토지의 공시지가와 장부금액의 차이는 주가와 통계적으로 유의한 상관관계가 존재하지 않았다. 또한 change model을 이용한 회귀분석 결과에서도 주당 토지의 장부금액 변동은 주가변동과 통계적으로 유의한 상관관계가 존재하지만 주당 토지의 공시지가와 장부금액 차이 변동은 주가변동과 통계적으로 유의한 상관관계가 존재하지 않았다.

이러한 분석결과에 대하여 토지의 공정가치 정보가 자본시장에서 유용하지 않은 정보라고 해석하기 보다는 현재 주식으로 공시되는 토지의 공정가치 정보가 이미 주가에 상당부분 반영되어 있다고 해석하는 것이 타당하다. 따라서 향후 한국채택국제회계기준이 도입되어 공정가치로 토지를 평가하더라도 주가에 미치는 영향은 크지 않을 것으로 예상된다. 그러나 국제회계기준에서는 토지 이외의 유형자산, 무형자산 및 투자부동산에 대해서도 공정가치 평가를 허용하기 때문에 국제회계기준에 따라 비화폐성자산 전반에 걸쳐 공정가치 평가를 할 경우에는 주가에 미치는 영향이 중요할 수도 있을 것이다.

<주제어> 국제회계기준, 공정가치 평가, 가치관련성

* 건국대학교 경영대학 부교수, shinhg@konkuk.ac.kr, 02-450-3648

논문접수일 2008년 4월

게재확정일 2008년 9월

I. 서 론

2000년을 전후하여 세계 자본시장이 통합화되는 급변하는 환경 속에서 우리나라 기업회계기준의 국제적 정합성을 높여야 한다는 필요성이 꾸준히 제기되어 왔다. 이에 한국회계기준원이 2007년 11월에 한국채택국제회계기준¹⁾을 제정·공포함으로써 우리나라도 국제회계기준(IFRS, International Financial Reporting Standards)을 전면 도입하기에 이르렀다. 국제회계기준은 유럽연합을 비롯한 100여 개 국가에서 이미 전면 도입하였거나 도입할 예정에 있으며, 미국이나 일본 등도 자국의 회계기준을 국제회계기준에 일치시키는 통합노력을 계속 진행하고 있다. 한국채택국제회계기준은 일단 상장기업에 한하여 2011년부터 적용하기로 예정되어 있으며, 기업의 선택에 따라 2009년부터 조기적용도 가능하다.

한국채택국제회계기준은 현행의 기업회계기준과 여러 가지 차이를 보이고 있는데, 향후 회계정보가 자본시장에 미치는 영향의 중요도 측면에서 본다면 재무제표 작성에 있어서 공정가치 측정기준을 대폭 확대하였다는 점을 들 수 있다. 기업의 내재가치 측정에 재무제표가 유용한 역할을 하고 있다는 것은 여러 선행연구를 통해서 이미 검증된 바 있다. 그런데 선행연구에서 사용된 회계정보는 기본적으로 역사적원가에 기초한 재무제표이다. 따라서 향후 공정가치 측정기준을 기본으로 하는 한국채택국제회계기준을 적용하여 재무제표를 작성한다면 기업의 내재가치 측정에 적지 않은 영향을 줄 것으로 기대한다.

본 연구는 향후 한국채택국제회계기준이 적용될 경우 공정가치 평가대상이 되는 비화폐성자산 중 규모가 크고 공정가치의 대응치를 수집하는데 어려움이 상대적으로 적은 토지를 대상으로 하여, 공정가치와 장부금액의 차이가 주가관련성에 추가적인 설명력을 제공하는지 분석하는데 목적이 있다. 이와 같은 연구는 공정가치 측정기준을 기본으로 삼고 있는 한국채택국제회계기준의 도입 타당성에 대한 논리적 증거를 제시할 수 있을 뿐만 아니라, 향후 한국채택국제회계기준이 전면 적용될 경우 회계정보가 자본시장에 미치는 영향도 가늠할 수 있을 것이므로 그 의미가 적지 않다고 판단된다. 더불어 본 연구에서 향후 공정가치 평가모형을 도입할 경우 예상되는 문제점도 지적하고자 한다.

현행 기업회계기준에 따라 재무제표를 작성하는 경우 유가증권 및 파생상품 등은 이미 공정가치로 측정되고 있다. 유가증권 중 단기매매증권과 매도가능증권²⁾은 공정가치로 평가하여야 하며, 파생상품은 그것이 매매목적이든 위험회피목적이든 관계없이 공정가치로 평가하도록 규정하고 있다. 향후 한국채택국제회계기준이 적용되기 시작하면 유가증권을 비롯한 금융상품은 물론 유형자산, 무형자산 및 투자부동산 등 비화폐성자산에 대해서도 공정가치 측정이 가능하다. 이러한 비화폐성자산에 대한 공정가치 측정이 선택규정이기는 하지만, 만일 기업이 공정가치 평가를 적용한다면 재무

1) 한국채택국제회계기준은 국제회계기준위원회(IASB)가 제정한 국제재무보고기준(IFRS) 및 IASB의 전신인 IASG가 제정한 국제회계기준(IAS)의 영문기준을 한글로 번역한 회계기준을 말한다.

2) 매도가능증권으로 분류된 유가증권 중 공정가치를 신뢰성 있게 측정할 수 없는 경우에는 원가법을 적용한다.

제표에 미치는 영향이 적지 않을 것으로 예상된다.

현재 공시되는 회계정보에서 비화폐성자산의 공정가치 정보를 입수하는 것은 쉽지 않다. 다만, 현행 기업회계기준은 토지의 공시지가를 주식으로 기재하도록 요구하고 있으며, 토지의 공시지가가 비록 공정가치와 일치하지는 않지만 시가에 근접한 공정가치의 대용치로 사용할 수 있을 것으로 판단된다. 따라서 본 연구에서는 토지의 공시지가를 이용하여 토지에 대하여 공정가치 모형을 적용할 경우 주가에 미치는 영향을 가늠해보고자 한다.

공정가치와 관련하여 우리나라에서 수행된 선행연구는 주로 유가증권에 초점을 맞추었다. 그러나 본 연구에서는 비화폐성자산인 토지로 공정가치 평가 대상을 확대하였다는 점에서 선행연구와 차별된다고 할 수 있다.

본 연구의 결과 level model을 이용한 회귀분석 결과 주당 토지의 장부금액과 주가 간에 통계적으로 유의한 상관관계가 존재하지만, 주당 토지의 공시지가와 장부금액의 차이 정보가 주가에 추가적인 설명력을 제공하지는 않았다. 또한 change model을 이용한 회귀분석 결과에서도 주당 토지의 장부금액 변동은 주가변동과 통계적으로 유의한 상관관계가 존재하지만 주당 토지의 공시지가와 장부금액 차이 변동은 주가변동에 대해서 추가적인 설명력을 제공한다는 증거를 발견하지 못하였다.

이러한 연구결과에 대해서 토지의 공정가치 정보가 자본시장에서 유용하지 않은 정보라고 해석하기 보다는 현재 주식으로 공시되는 토지의 공정가치 정보가 이미 주가에 상당부분 반영되어 있다고 해석하는 것이 타당하다. 따라서 향후 한국채택국제회계기준이 도입되어 공정가치로 토지를 평가하더라도 주가에 미치는 영향은 크지 않을 것으로 예상된다. 그러나 국제회계기준에서는 토지 이외의 유형자산, 무형자산 및 투자부동산에 대해서도 공정가치 평가를 허용하기 때문에 국제회계기준에 따라 비화폐성자산 전반에 걸쳐 공정가치 평가를 할 경우에는 주가에 미치는 영향이 중요할 수도 있을 것이다.

본 연구는 제1장의 서론에 이어, 제2장에서는 국제회계기준에서 언급하고 있는 공정가치모형을 주요 비화폐성자산별로 살펴보고, 공정가치 모형을 적용하는데 수반될 수 있는 문제점을 지적한다. 제3장에서는 관련 선행연구를 검토하고 제4장에서는 연구모형을 설정한다. 제5장에서는 연구결과를 설명하고, 마지막 제6장에서는 본 연구의 결론 및 한계점을 제시한다.

II. 국제회계기준의 공정가치 모형의 적용

자산 측정에 있어서 국제회계기준은 공정가치 측정을 기본으로 하는 입장을 취하고 있다. 금융자산은 물론 유형자산 등 비화폐성자산에 대해서도 공정가치를 강제 또는 선택 적용하도록 규정하고 있다. 본장에서는 재고자산을 제외한³⁾ 비화폐성자산(유형자산, 무형자산 및 투자부동산)에 대하여

3) 재고자산은 현행 기업회계기준 및 국제회계기준 모두 저가법을 적용하도록 규정하고 있기 때문에 평가손실뿐만 아니라 평가이익까지 인식하는 공정가치 평가와 그 성격이 다소 다르다. 따라서 재고자산은 논의

국제회계기준에서 요구하고 있는 공정가치 평가 규정에 대해서 살펴보고, 향후 공정가치 평가를 적용할 경우 예상되는 문제점을 지적하고자 한다.

1. 유형자산의 공정가치 평가

현행 기업회계기준은 유형자산에 대해서 역사적원가 측정을 요구하고 있다. 그러나 한국채택국제회계기준인 「기업회계기준서 제1016호」에서는 기업이 원가모형과 재평가모형 중 한 가지 회계정책을 선택할 수 있도록 규정하고 있다. 재평가모형(revaluation model)⁴⁾이란 유형자산을 최초로 인식한 후에 공정가치를 신뢰성 있게 측정할 수 있는 유형자산에 대하여 재평가일의 공정가치로 측정하는 것을 말한다.⁵⁾

재평가모형을 적용할 경우 유형자산의 공정가치에 대해서 「기업회계기준서 제1016호」에서는 토지와 건물의 공정가치는 공인된 감정평가인의 감정에 의하고 시장에 근거한 증거로 결정하며, 설비장치와 기계장치는 감정에 의한 시장가치로 규정하고 있다. 그러나 해당 유형자산의 특수성 때문에 공정가치에 대해 시장에 근거한 증거가 없고, 해당 자산이 계속 사업의 일부로서 거래되는 경우를 제외하고는 거의 거래가 되지 않는다면, 이익접근법이나 상각후대체원가법을 사용해서 공정가치를 측정하도록 언급하고 있다.⁶⁾

재평가의 빈도는 유형자산의 공정가치 변동에 따라 달라진다. 만일 당해 유형자산의 공정가치가 매년 중요하게 변동된다면 매년 재평가가 필요할 수 있으며, 그렇지 않다면 3년이나 5년마다 재평가할 수도 있다.

특정 유형자산을 재평가할 때 당해 자산이 포함되는 유형자산 분류⁷⁾ 전체를 재평가한다. 따라서 기업이 여러 필지의 토지를 보유하고 있는 경우 이중 한 개 필지의 토지에 대해서만 재평가할 수 없으며, 보유토지 전체에 대해서 재평가를 해야 한다. 그러나 토지는 재평가모형을 적용하고, 기계장

에서 제외한다.

- 4) 재평가모형도 공정가치모형(fair value model)의 한 종류이다. 다만, 재평가모형에서는 장부금액의 증액부분을 자본으로 처리하는 반면 공정가치모형에서는 당기손익에 반영하는 점에 차이가 있다.
- 5) 과거에 우리나라에서는 자산재평가법(2000년 12월 31일에 폐지)을 적용한 바 있는데, 이는 토지와 건물 등 사업용고정자산에 대해서 생산자 물가가 25% 이상 상승하는 경우 재평가를 허용한 것으로 국제회계기준에서 규정하고 있는 시가평가에 해당하는 재평가모형과는 상이한 제도이다.
- 6) 이익접근법과 상각후대체원가법에 대해서 「기업회계기준서 제1016호」는 적용방법을 제시하고 있지 않은데, 두 방법의 개념만 간략하게 소개하면 다음과 같다. 이익접근법은 당해 자산으로부터 미래 창출될 추정현금흐름의 현재가치로 공정가치를 측정하는 방법이며, 상각후대체원가법은 별도로 분리하여 매각하기 어렵거나 당해 자산의 규모나 위치의 특별한 성격상 거래시장이 존재하기 어려운 자산에 대해서 현재 상태(경과연수, 상태, 진부화 정도 등)를 고려한 자산의 대체원가 즉, 채취득원가로 공정가치를 측정하는 방법이다.
- 7) 「기업회계기준서 제1016호」에서 예시하는 유형자산의 개별분류로는 토지, 토지와 건물, 기계장치, 선박, 항공기, 차량운반구, 집기, 사무용비품 있다.

치에 대해서는 원가모형을 적용할 수 있다. 또한 동일한 분류 내의 유형자산에 대해서는 서로 다른 재평가기준일의 평가금액이 혼재된 재무보고를 방지하기 위하여 동시에 재평가한다.

유형자산의 최초 재평가지 평가증을 할 경우에는 재평가잉여금(기타포괄손익)을 인식하며, 이후 재평가 과정에서 평가감을 할 경우에는 이전에 인식한 재평가잉여금을 우선 감소시키고, 초과액은 재평가손실로 하여 당기손익에 반영한다. 한편 유형자산의 최초 재평가지 평가감을 할 경우에는 재평가손실을 당기손익에 반영하고, 이후 재평가 과정에서 평가증을 할 경우에는 이전에 인식한 재평가손실만큼 재평가이익을 인식하여 당기손익에 반영하고, 초과액이 있으면 재평가잉여금으로 인식한다. 한편 재평가잉여금은 향후 당해 유형자산의 폐기나 처분시점에서 이익잉여금으로 대체할 수 있다.

2. 무형자산의 공정가치 평가

한국채택국제회계기준인 「기업회계기준서 제1038호」에서는 무형자산도 유형자산과 마찬가지로 원가모형 또는 재평가모형 중 한 가지를 선택할 수 있도록 규정하고 있다. 단, 무형자산에 재평가모형을 적용하기 위해서는 활성거래시장(active market)이 존재하여야 한다. 따라서 유형자산에 비해 공정가치 평가를 하는 경우는 흔하지 않을 것으로 예상된다. 또한 재평가한 무형자산의 공정가치를 더 이상 활성거래시장을 기초로 하여 결정할 수 없는 경우 무형자산의 장부금액은 활성거래시장을 기초로 한 최초 평가일의 재평가금액에서 이후의 상각누계액과 손상차손누계액을 차감한 금액으로 한다.

재평가모형은 자산을 취득원가로 최초로 인식한 후 적용하기 때문에 이전에 자산으로 인식하지 않은 무형자산이나, 취득원가가 아닌 금액으로 무형자산을 최초로 인식하는 경우에는 재평가모형을 적용하지 않는다. 그러나 일부 과정이 종료될 때까지 인식기준을 충족하지 않아서 무형자산으로 인식하지 못하다가 인식기준을 충족한 이후에 발생한 지출금액을 무형자산으로 인식하는 경우에는 그 자산 전체에 대하여 재평가모형을 적용할 수 있다.

무형자산을 재평가하는 경우 장부금액 변동에 대한 회계처리는 유형자산의 경우와 동일하다.

3. 투자부동산의 공정가치 평가

투자부동산이란 임대수익이나 시세차익 또는 두 가지 모두를 얻기 위하여 보유하고 있는 토지나 건물 등의 부동산을 말한다. 기업이 소유하는 부동산 중 일부분은 임대목적으로 사용하고, 나머지를 자가사용목적으로 보유하는 경우 각 부분별로 매각이 가능하다면 임대목적 부분은 투자부동산으로 회계처리하고, 자가사용목적부분은 유형자산으로 회계처리한다.

한국채택국제회계기준인 「기업회계기준서 제1040호」에서는 투자부동산을 최초로 인식한 후 원가모형과 공정가치모형(fair value model) 중 하나를 선택하여 모든 투자부동산에 적용하도록 규정하고 있다. 공정가치모형을 선택하였다면 공정가치를 신뢰성 있게 결정하기 어려운 경우를 제외하고는

최초 인식 후 모든 투자부동산을 공정가치로 측정하고, 공정가치 변동으로 발생하는 손익은 발생기간의 당기손익에 반영한다. 투자부동산을 원가모형으로 측정하는 경우에는 유형자산과 마찬가지로 감가상각비를 인식하는 반면, 투자부동산을 공정가치모형으로 측정하는 경우에는 감가상각비를 인식하지 않고, 공정가치평가손익만 인식한다.

동일한 부동산이더라도 유형자산으로 분류되어 재평가모형을 적용할 경우에는 재평가로 인한 장부금액의 변동을 무조건 당기손익에 반영하지 않는 반면, 투자부동산으로 분류되어 재평가모형을 적용할 경우에는 재평가로 인한 장부금액의 변동을 당기손익에 반영하는 점에 차이가 있다. 또한 유형자산의 경우에는 토지, 건물, 기계장치 등 개별 분류별로 재평가모형을 적용하거나 적용하지 않을 수 있으나, 투자부동산에 대해서 공정가치모형을 적용하고자 하는 경우에는 전체 투자부동산에 대해서 공정가치모형을 적용하는 점에서도 차이가 있다. 그러나 공정가치모형을 적용해오고 있는 전체 투자부동산 중 한 가지 항목에 대하여 공정가치를 신뢰성 있게 결정하기 어려운 경우에는 그 투자부동산에 대해서만 원가모형을 적용할 수 있도록 예외를 허용하고 있다.

이상에서 설명한 공정가치로 평가하는 자산 이외에 국제회계기준에서 규정하고 있는 다른 자산에 대한 공정가치 평가규정을 요약하면 다음의 <표 1>과 같다.

<표 1> 유·무형자산 및 투자부동산 이외의 자산에 대한 공정가치 평가규정

자산 구분	국제회계기준	현행의 회계기준
금융상품	금융상품 중 특정 조건을 충족하는 경우 당기손익인식 항목으로 지정가능	해당 규정 없음
매각예정비유동자산	순공정가치와 장부금액 중 작은 금액으로 측정	사업중단 시점의 장부금액으로 측정
확정급여제도 하에서의 사외적립자산	공정가치로 측정한 사외적립자산을 확정급여부채 인식 금액에서 차감	해당 규정 없음
정부보조금	토지 등 비화폐성자산을 정부부조금으로 수령하는 경우 공정가치로 인식 가능	해당 규정 없음
농림어업	생물자산은 최초 인식시점과 매 보고기간 말에 공정가치로 인식하고, 수확물은 수확시점의 순공정가치로 측정	해당 규정 없음

4. 공정가치평가 과정에서 예상되는 문제점

지금까지 모든 기업은 원가모형에 기초하여 유형자산 등을 측정하여 왔다. 향후 한국채택국제회계기준이 적용되기 시작하면 점차 재평가모형 또는 공정가치모형을 적용하는 기업이 증가할 것으로 기대된다. 이때 예상되는 문제점을 지적하면 다음과 같다.

가. 재평가 또는 공정가치평가 시점 및 빈도

재평가모형 또는 공정가치평가모형을 적용할 수 있는 자산 중 가장 규모가 큰 항목은 유형자산일 것이다. 물론 IT 업종 등 벤처기업은 상대적으로 무형자산의 비중이 높겠지만 무형자산에 대해서 재평가모형을 적용하기 위해서는 활성거래시장이 존재해야 하기 때문에 현실적으로 무형자산에 대해서 재평가모형을 적용하는 사례는 많지 않을 것으로 예상된다.

전술한 바와 같이 유형자산에 대한 재평가모형의 적용은 선택규정이기 때문에 기업이 어느 회계연도부터 재평가모형을 적용할 것인지에 대한 경영자의 재량적 판단이 가능하다. 또한 일단 재평가모형을 적용하기 시작하더라도 당해 유형자산의 공정가치가 매년 중요하게 변동되지 않는다면 매년 재평가를 하지 않아도 되며, 경우에 따라 3년 또는 5년마다 재평가할 수도 있다. 이때 중요한 변동의 기준을 어느 정도로 설정하는가에 따라 재평가 실시 여부도 달라질 여지가 있다.

투자부동산에 대해서 공정가치평가를 적용하는 경우에는 유형자산이나 무형자산과 달리 당기손익에 직접적인 영향을 미치게 된다. 왜냐하면 유형자산과 무형자산의 장부금액 증가는 당기손익이 아니라 재평가잉여금(자본항목)으로 인식하고, 장부금액의 감소는 당기손익으로 인식하되 과년도에 인식한 재평가잉여금이 있으면 이를 우선 상계하는 반면, 투자부동산의 장부금액 증감은 즉시 당기손익에 반영하기 때문이다. 그런데 투자부동산 중 일부 항목에 대해서 공정가치를 신뢰성 있게 측정할 수 없는 경우에는 당해 항목만 공정가치평가 범위에서 제외될 수 있다. 그 결과 특정 투자부동산의 공정가치가 전년도에 비해 하락했을 때 기업이 당해 자산의 공정가치를 신뢰성 있게 측정할 수 없다고 주장함으로써 당기손익을 조정할 여지도 배제할 수 없다.

나. 재평가의 주체 및 측정의 신뢰성

토지와 건물의 재평가는 공정가치는 공인된 감정평가인의 감정에 의하고 시장에 근거한 증거로 결정하며, 설비장치는 감정에 의한 시장가치에 의하도록 규정하고 있다. 결국 공정가치에 대한 감정은 제3자가 수행할 것이며, 기업은 적지 않은 감정평가비용을 부담할 것이다. 그런데 공인된 감정평가인에 개인 감정평가사도 포함되는지가 불분명하며, 둘 이상의 감정평가인의 감정가액이 일치하는 경우가 거의 없다는 현실을 감안할 때 복수의 감정평가인의 감정결과를 이용할 것인지 아니면 단수의 감정평가인의 감정결과만으로도 가능한 것인지에 대해서 구체적인 지침이 마련되어야 할 것이다.

다. 발생손익의 분류

재평가모형이나 공정가치모형을 적용할 때 장부금액의 변동액을 당기손익으로 인식하는 경우가 있다. 유·무형자산에 대해서 재평가모형을 최초로 적용할 때 장부금액 감소는 당기손익으로 인식하며, 이렇게 재평가손실을 인식한 후 장부금액을 증가시키는 경우에도 이미 인식한 재평가손실 범위 내에서 평가이익을 당기손익에 반영하게 된다. 또한 투자부동산의 장부금액 증감은 모두 당기손익으로 인식한다.

재무제표 표시에 대한 한국채택국제회계기준인 「기업회계기준서 제1001호」에서는 손익계산서를 비롯한 재무제표의 구체적인 양식을 규정하고 있지 않다. 따라서 발생손익을 영업이익의 구성항목으로 할 것인지 영업외손익으로 할 것인지에 대해서 기업의 판단이 요구된다.

현행 회계기준처럼 자산의 평가손익을 영업외손익으로 구분할 경우 문제로 지적되는 것은 유형자산(토지 제외)이나 무형자산의 재평가로 인하여 장부금액이 변동된 후 인식하는 감가상각비이다. 만일 건물에 대한 재평가로 건물의 장부금액이 변동되는 경우 이후 회계기간의 감가상각비도 변동하기 때문에 판매비와관리비는 물론 제조원가에도 영향을 미치게 될 것이다.

또한 투자부동산인 임대목적건물에 대해서 원가모형을 적용할 경우에는 건물감가상각비를 인식할 것이며, 이는 임대원가로 포함시킬 것이다. 그러나 임대목적건물에 대해서 공정가치모형을 적용할 경우에는 평가손익만 인식하고 감가상각비는 인식하지 않게 되는데, 과연 평가손익을 임대원가에 반영할 것인지도 문제가 될 것으로 예상된다.

라. 기업 간 비교가능성

전술한 공정가치모형 또는 재평가모형은 강제규정이 아니라 선택규정이다. 따라서 한국채택국제회계기준이 적용될 경우 기업은 자신에게 유리한 방향으로 회계선택을 할 가능성이 높다. 따라서 공정가치모형 또는 재평가모형을 선택한 기업과 종전의 원가모형을 유지하는 기업 간에 재무제표의 비교가능성이 저해될 수 있으며, 재무제표 이용자가 기업이 선택한 평가모형이 무엇인지 파악해야 하는 노력이 추가되어야 할 것이다.

III. 선행연구 검토

1990년대부터 본격적으로 공정가치 회계에 대한 연구가 활발히 진행되기 시작하였다. 선행연구에서는 전통적인 측정기준인 역사적원가에 근거한 자산 및 부채의 장부금액과 공정가치에 근거한 자산 및 부채의 금액 중 어느 것이 가치관련성이 더 높은지, 또는 공정가치 정보가 역사적원가에 기초한 장부금액에 추가적인 가치관련성을 제공하는지에 관심을 두었다.

Barth(1991)는 현금자산·부채의 대체 측정치 중 어떤 측정치가 기업가치를 가장 적절하게 반영하는지 분석하였는데, 장부금액보다 공정가치가 기업가치와 더 밀접한 관련이 있다고 주장하였다. 또한 대차대조표에 표시된 현금자산·부채의 금액보다 주식공시 사항이 기업의 시장가치 평가금액을 더 적절하게 나타낸다는 증거를 제시하였다.

Barth(1994)는 금융기관이 보유하고 있는 투자유가증권에 대해서 공시되는 공정가치 정보가 역사적원가에 비하여 주가에 추가적인 설명력을 제공한다는 증거를 발견하였다. 여기에 더 나아가서 Barth et al.(1996)은 금융기관이 보유하고 있는 자산 및 부채를 유가증권, 대출금, 예치금, 장기부채 및 부외금융상품으로 구분하여 각각의 항목의 공정가치가 장부금액에 비해 추가적인 주가설명력이

있는지 검증하였다. 연구결과 대출금과 관련된 항목의 공정가치가 주가에 대해서 통계적으로 유의한 설명력을 가지고 있으며, 재무건정성이 높은 금융기관일수록 이러한 설명력이 더 높다는 결과를 제시하였다.

금융자산 뿐만 아니라 유형자산 및 무형자산의 공정가치와 관련된 연구로는 Barth와 Clinch(1998)의 연구를 들 수 있다. 그들은 호주 기업을 대상으로 하여 기업의 보유자산을 금융자산, 유형자산 및 무형자산으로 구분하고 이들 자산항목의 공정가치 정보가 주가와 관련성이 존재하는지 검증하였다. 분석결과 금융자산 및 무형자산의 공정가치 정보는 주가와 유의한 관련성이 존재하였으나, 유형자산의 공정가치 정보와 주가간의 관련성은 발견하지 못하였다. Aboody et al.(1999)도 고정자산의 재평가 영향을 검증하였다. 그들은 영국기업을 대상으로 고정자산의 장부금액을 증가시키는 재평가가 영업이익 및 영업현금흐름의 변동으로 측정된 기업의 미래 성과와 통계적으로 유의한 양의 상관관계가 존재한다는 결과를 제시하면서 고정자산의 재평가가 기업가치 변동을 보여주는 것이라고 주장하였다. 또한 고정자산의 재평가 금액이 주식가격 변동과 통계적으로 유의한 양의 상관관계가 존재한다고 주장하였다. 그러나 고정자산의 재평가와 기업의 미래 성과 및 주가변동간의 관련성은 기업의 부채비율이 높아짐에 따라 감소한다는 결과를 제시하였다.

Graham et al.(2003)은 투자주식에 대해서 지분법을 적용할 경우 피투자회사 주식이 상장주식이라면 당해 주식의 시가도 추가적으로 공시하도록 규정하고 있는 회계기준(APB Opinion NO. 18)의 타당성을 검증하였다. 분석결과 투자주식에 대한 시가정보와 기업의 시장가치 및 주식수익률간에 통계적으로 유의한 양의 상관관계가 존재함으로써 시장정보의 유용성을 확인하였다.

최근에는 재무제표의 인식금액과 주식공시금액의 가치관련성을 분석하는 연구도 수행되었다. Ahmed et al.(2006)은 파생금융상품의 공정가치 변동이 재무제표에 인식되는 경우와 주식으로 공시하는 경우 주가에 미치는 영향에 차이가 있는지 분석하였다. 분석 결과 재무제표 인식금액은 주가와 통계적으로 유의한 상관관계가 존재하는 반면, 주식 공시 금액은 주가와 통계적으로 유의한 상관관계가 존재하지 않았다. 이러한 결과에 기초하여 그들은 재무제표 인식과 주식공시가 서로 대체역할(substitute)을 하지 않는다고 주장하였다.

우리나라에서 수행된 공정가치 관련 연구는 그리 많은 편은 아니다. 권수영 등(1998)은 증권회사가 보유하는 상품주식의 평가손을 재무제표에 적절히 반영하지 못함으로써 상품주식의 운용이 왜곡되는지 검증하였다. 연구결과 평가이익이 발생한 종목은 매각하고 평가손이 발생한 종목을 계속 보유하는 왜곡된 상품주식 운용행태가 발견되었으며, 상품주식의 미실현 평가손실이 큰 기업일수록 상품유가증권 중 주식이 차지하는 비중이 크다는 결과를 제시하였다. 송인만 등(2000)은 은행과 증권회사를 중심으로 유가증권의 시가정보의 유용성을 검증하였다. 그들은 유가증권평가차액이 취득원가에 대해 추가적인 정보효과를 갖는지 검증하고, 유가증권평가손익이 주가수익률에 미치는 영향을 검증하였는데, 유가증권의 평가차액 및 평가손익에 관련된 정보가 주가수준 및 주가수익률을 설명함에 있어서 취득원가 및 취득원가에 기초한 이익에 추가적인 정보가치를 가지고 있다는 증거를 발견하였다. 또한 시가정보 및 평가손익 정보가 재무제표에 반영되지 않고 주식으로 공시되고 있음에

도 불구하고 투자자의 의사결정에 영향을 주고 있다고 주장하였다.

그 밖에도 김권중과 김문철(2000)은 금융회사가 보유하고 있는 유가증권에 대하여 주식으로 공시된 공정가치 정보의 가치관련성을 검증하였으며, 김상철 등(2002)은 비금융제조업을 대상으로 재무제표 본문에 인식된 유가증권 시장정보의 유용성을 검증하였는데, 모두 주가에 대해서 유의한 설명력을 갖는다는 결과를 얻었다.

윤승준 외(2007)는 지분법을 적용하는 투자주식에 대한 공정가치 정보가 지분법 정보에 추가하여 가치관련성 및 정보유용성이 있는지 검증하였다. 분석결과 지분법적용투자주식에 대한 공정가치와 장부가치의 차이가 기업가치 및 기업가치 변동과 통계적으로 유의한 상관관계가 존재함을 확인하였다. 또한 피투자회사 지분율의 상대적 차이는 지분법적용투자주식에 대한 공정가치 정보의 가치관련성 또는 정보유용성에 영향을 미치지 않는다고 주장하였다.

본 연구에서 다루고 있는 토지의 공정가치 평가와 그 내용이 유사한 선행연구로는 2000년 말에 폐지된 자산재평가제도와 관련된 연구이다. 자산재평가는 기업의 순자산가액에 영향을 미치게 되는데, 정기영과 정재원(1997) 및 김권중(1997)은 자산재평가 정보가 기업가치와 양의 상관관계가 있다고 주장한 반면, 백원선과 송인만(2000), 이준규 외(2000)는 자산재평가 정보가 주가와 유의한 상관관계가 존재하지 않는다는 상반된 결과를 제시하였다.

최근까지 수행된 우리나라의 공정가치 관련 연구를 살펴보면 유가증권에 국한되어 있음을 알 수 있다. 본 연구는 토지의 공정가치 평가로 관심 분야를 확대하였다는 점에서 선행연구와 차별된다고 할 수 있다. 한편 본 연구가 이미 수행된 자산재평가제도에 대한 연구와 그 내용이 유사하다고 볼 수도 있다. 자산재평가제도는 1998년 개정 전에는 토지의 경우 1983년 말 이전 취득분이어야 하고, 생산자물가가 25% 이상 상승해야 하는 등의 제한이 있었으며, 1998년 개정 후에는 2000년 말까지 한시적으로 1997년 말 이전에 취득한 토지 및 비업무용 부동산도 재평가할 수 있도록 허용하였다. 또한 자산재평가제도가 회계정보의 비교가능성이 저하되고, 재평가 대상자산이 한정되어 있다는 문제도 있다(이재우, 1998). 그러나 국제회계기준은 자산재평가법에서 규정하고 있는 토지 등 사업용 고정자산 뿐만 아니라 유형자산, 무형자산 및 투자부동산 전반에 걸쳐 공정가치 평가를 적용하는 입장을 취하고 있으며, 이러한 공정가치 평가를 매 회계기간마다 일관성 있게 적용하여야 하므로 선행연구의 목적과 본 연구의 목적은 다르다고 판단된다.

IV. 연구가설과 연구모형의 설정

1. 연구가설

공정가치는 역사적원가에 비해 목적적합성이 상대적으로 더 높은 것으로 평가되고 있다. 현행 기업회계기준에서는 단기매매증권과 매도가능증권에 대해서만 제한적으로 공정가치 평가를 요구하고

있을 뿐, 대부분의 자산은 역사적원가로 측정되고 있다. 반면에 한국채택국제회계기준은 자산에 대한 공정가치 평가를 광범위하게 수용하고 있다. 비록 공정가치 평가모형이 선택규정이기는 하지만 향후 공정가치 평가를 근간으로 하는 재무제표가 공시될 경우 회계정보에 기초한 기업의 내재가치 평가에 적지 않은 영향을 미칠 것으로 기대된다.

본 연구에서는 한국채택국제회계기준에서 수용하고 있는 공정가치 평가 규정이 재무제표 작성에 반영될 경우 이러한 회계정보가 주가관련성에 추가적인 정보를 제공하는지 분석한다. 본 연구에서는 유형자산 중 토지를 대상으로 분석한다. 유형자산에는 토지 이외에도 건물이나 기계장치 등 다른 자산이 포함될 수 있으나, 자산에서 차지하는 토지의 비중이 다른 유형자산에 비해 중요하고, 다른 자산에 비해 토지에 대한 공정가치의 대응치를 입수하는 것이 상대적으로 수월하기 때문에 분석 대상을 토지로 제한하였다.

기업회계기준에서는 공정가치를 합리적인 판단력과 거래의사가 있는 독립된 당사자 간에 거래될 수 있는 교환가격으로 정의하고 있다. 외부정보이용자는 사실상 자산의 공정가치를 파악할 수 없는 한계가 있다. 그러나 다행스럽게도 「기업회계기준서 제5호(유형자산)」⁸⁾에서는 토지의 공시지가를 주석으로 기재하도록 요구하고 있다. 비록 공시지가가 공정가치와 일치되는 금액은 아니지만 매년 시가에 근접하도록 공시지가가 조정되고 있는 현실을 감안하여, 본 연구에서는 재무제표 주석에 기재되어 있는 토지의 공시지가를 공정가치의 대응치로 사용한다. 따라서 본 연구에서는 토지의 공정가치 정보의 유용성을 검증하기 위해서 다음과 같은 연구가설을 설정하였다.

가설 : 토지의 공정가치 정보는 주가관련성에 추가적인 정보를 제공한다.

위의 가설은 시장 참여자들이 토지의 공정가치에 대해 적절히 평가할 것이라는 가정을 포함하고 있다. 그러나 유형자산으로 사용하는 토지에 대해서는 시가에 근거한 공정가치보다 사용가치로 평가하는 것이 더 타당할 수 있다. 예를 들어 공장부지로 사용하는 토지의 경우 공정가치가 상승했다고 해서 생산성이 향상되었다고 보기는 어렵기 때문이다. 그러나 국제회계기준에는 공정가치를 시가에 근거하는 감정가액으로 규정하고 있으며, 실증분석 과정에서 사용가치를 추정하는 것이 곤란하기 때문에 그 대응치로 공시지가를 사용할 수밖에 없었다. 따라서 연구 결과에 공정가치 측정의 오류가 개입되어 있다는 한계를 배제할 수 없다.

한편 위의 가설 검증 결과, 토지의 공정가치 정보가 주가와 관련성이 존재한다면 토지의 공정가치 정보가 기업가치에 추가적인 설명력을 제공한다고 볼 수 있다. 그러나 연구결과 토지의 공정가치 정보가 주가와 추가적인 관련성이 존재하지 않는다면, 이미 주석으로 공시하고 있는 토지의 공시지가 정보가 주가에 반영되어 있다고 해석하는 것이 타당하다.

8) 문단 43

2. 연구모형과 변수의 설명

본 연구는 토지의 공정가치 정보가 주가와 관련하여 추가적인 정보를 제공하는지 확인하기 위하여 주가수준 모형(level model)과 주식수익률 모형(change model)을 모두 이용한다. 주가수준 모형을 이용한 주가관련성에 대한 검증은 많은 선행연구에서 기업가치 평가에 이용한 Ohlson(1995) 모형을 이용한다. 동 모형을 순자산의 순전성 관계(clean surplus relation)에 대한 가정과 초과이익의 시계열 형태에 대한 자기회귀를 가정하여 단순화하면 다음의 식과 같이 표시할 수 있다(Wang et al. 2005).

$$P_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 BV_{it} + \alpha_2 EPS_{it} + e_{it}$$

여기서 P_{it} : t기의 i기업의 기말 보통주 종가

BV_{it} : t기의 i기업의 주당 순자산가액

EPS_{it} : t기의 i기업의 주당순이익

e_{it} : 오차항

본 연구에서는 위의 식을 변형하여 순자산의 장부금액과 주당이익에 기초한 경우(모형 1), 순자산의 장부금액에서 토지의 장부금액을 분리한 경우(모형 2), 순자산의 장부금액에서 토지의 장부금액을 분리한 후 이를 공시지가로 대체한 경우(모형 3) 및 모형 2에 토지의 공시지가와 장부금액의 차이만 추가한 경우(모형 4)로 구분하여 회귀분석을 수행한다.

$$P_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 BV_{it} + \alpha_2 EPS_{it} + \alpha_3 NGEPS_{it} + YR + e_{it} \quad \text{모형 1}$$

$$P_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 BVEXCLAND_{it} + \alpha_2 LANDBV_{it} + \alpha_3 EPS_{it} + \alpha_4 NGE_{it} + YR + e_{it} \quad \text{모형 2}$$

$$P_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 BVEXCLAND_{it} + \alpha_2 LANDMV_{it} + \alpha_3 EPS_{it} + \alpha_4 NGE_{it} + YR + e_{it} \quad \text{모형 3}$$

$$P_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 BVEXCLAND_{it} + \alpha_2 LANDBV_{it} + \alpha_3 DIFF_{it} + \alpha_4 EPS_{it} + \alpha_5 NGE_{it} + YR + e_{it} \quad \text{모형 4}$$

여기서 P_{it} : t기의 i기업의 기말 보통주 종가

BV_{it} : t기의 i기업의 주당 순자산가액

$BVEXCLAND_{it}$: t기의 i기업의 주당 순자산가액에서 주당 토지 장부금액을 차감한 금액

$LANDBV_{it}$: t기의 i기업의 주당 토지의 장부금액

$LANDMV_{it}$: t기의 i기업의 주당 토지의 공시지가

$DIFF_{it}$: 토지의 공시지가와 장부금액의 차이

EPS_{it} : t기의 i기업의 주당순이익

NGE_{it} : EPS_{it} 가 음(-)이면 EPS_{it} , 그렇지 않으면 0

YR : 해당연도가 2005년이면 0, 2006년이면 1인 연도더미

e_{it} : 오차항

모형 1은 기본적인 Ohlson model을 이용한 모형이다. 종속변수의 보통주 종가(P_{it})는 회계기간말 종가뿐만 아니라 추가분석에서 다음연도 1/4분기 종가도 사용한다.⁹⁾ 독립변수 중 주당이익(EPS_{it}) 변수는 추가분석에서 주당영업이익으로 대체하여 분석한다. 한편 회계이익이 음(-)의 값을 가질 때와 양(+)의 값을 가질 때 주가와 관계가 다른 행태를 보인다는 선행연구(Collins et al. 1997, 1999)의 결과에 따라 모든 모형에 주당이익이 양의 값을 가지면 0으로 하는 변수(NGE)를 포함하였다. 그리고 연도별 변동을 통제하기 위하여 연도더미변수(YR)를 추가하였다.

모형 2는 주당 토지의 장부금액(LANDBV)과 주가간에 관련성이 존재하는지 분석하기 위하여 모형 1의 주당 장부금액(BV)에 포함되어 있는 주당 토지의 장부금액을 분리한 모형이다. 또한 모형 3은 주당 토지의 공시지가(LANDMI)와 주가간에 관련성이 존재하는지 분석하기 위하여 모형 2의 주당 토지의 장부금액을 토지의 공시지가로 대체한 모형이다. 모형 3의 분석결과 주당 토지의 공시지가와 주가간에 유의적인 상관관계가 존재한다고 해서 주당 토지의 공시지가가 주가에 영향을 미친다고 단언할 수는 없다. 왜냐하면 토지의 공시지가에는 역사적원가로 측정된 장부금액이 상당부분 포함되어 있기 때문이다. 따라서 주당 토지의 공시지가가 주가에 추가적인 설명력을 갖는지 확인하기 위해서는 주당 토지의 공시지가와 장부금액의 차이를 분리할 필요가 있다. 따라서 모형 2에 주당 토지의 공시지가와 장부금액의 차이(DIFF) 변수를 추가하여 모형 4를 설정하였으며, 모형 4가 본 연구의 중심이 되는 모형이다.

주식수익률 모형(change model)은 주가수준 모형(level model)에 비해 생략된 변수로 인한 편의를 감소시킬 수 있다(Ahmed et al., 2006). 따라서 주가수준 모형의 분석 결과를 강건하게 뒷받침하기 위해서 아래와 같이 기초와 기말의 보통주 시장가치를 기초의 보통주 시장가치로 나눈 변수를 종속변수로 사용하고, 기초와 기말의 순자산 차이와 전기와 당기의 당기순이익 차이를 보통주 시장가치로 나눈 변수를 독립변수로 사용하는 4가지 모형을 통하여 주가관련성을 분석한다.

$$\Delta MV_i = \beta_0 + \beta_1 \Delta BV_i + \beta_2 \Delta EARN_i + v_i \quad \text{모형 5}$$

$$\Delta MV_i = \beta_0 + \beta_1 \Delta BVEXCLAND_i + \beta_2 \Delta LANDBV_i + \beta_3 \Delta EARN_{it} + v_i \quad \text{모형 6}$$

$$\Delta MV_i = \beta_0 + \beta_1 \Delta BVEXCLAND_i + \beta_2 \Delta LANDMV_i + \beta_3 \Delta EARN_i + v_i \quad \text{모형 7}$$

$$\begin{aligned} \Delta MV_i = & \beta_0 + \beta_1 \Delta BVEXCLAND_i + \beta_2 \Delta LANDBV_i + \beta_3 \Delta DIFF_i \\ & + \beta_4 \Delta EARN_i + v_i \end{aligned} \quad \text{모형 8}$$

9) Ohlson 모형에서는 독립변수에 배당금 변수가 포함되어 있는데, 이는 연도말 주가가 배당락되기 전의 가격이므로 이를 반영하기 위함이다. 본 연구에서는 배당금 변수를 독립변수에 추가하지 않고 연도말 주가와 다음연도 1/4분기말 주가를 모두 사용하여 배당에 대한 영향을 통제하였다.

여기서¹⁰⁾ ΔMV_i : (당기말 보통주 시장가치 - 전기말 보통주 시장가치) / 전기말 보통주 시장가치
 ΔBV_i : 당기 순자산 장부금액 변동액 / 전기말 보통주 시장가치
 $\Delta BVEXCLAND_i$: 토지를 제외한 당기 순자산 장부금액 변동액 / 전기말 보통주 시장가치
 $\Delta LANDBV_i$: 당기 토지 장부금액의 변동액 / 전기말 보통주 시장가치
 $\Delta LANDMV_i$: 당기 토지 공시지가의 변동액 / 전기말 보통주 시장가치
 $\Delta DIFF_i$: 토지의 공시지가와 장부금액의 차이의 변동액 / 전기말 보통주 시장가치
 $\Delta EARN_i$: 당기순이익의 변동액 / 전기말 보통주 시장가치
 u_i : 오차항

모형 5부터 모형 8은 기본적으로 모형 1과 모형 4를 각각 level model에서 change model로 변형한 것이며, 모형 8의 $\Delta DIFF$ 변수가 본 연구의 초점이 된다. 토지의 공시지가가 장부가액에 비해 추가적인 추가설명력이 존재한다면 모형 4(level model)에서의 $DIFF$ 변수와 모형 8(change model)에서의 $\Delta DIFF$ 변수 모두 P 또는 ΔMV 와 통계적으로 유의한 양의 상관관계가 존재할 것으로 기대된다.

3. 표본선정

본 연구의 분석기간은 2005년부터 2006년까지의 기간으로 하며, 동 기간 동안 유가증권시장에 상장되어 있는 기업 중 다음의 조건을 만족시키는 기업으로 한다.

- (1) 금융보험업을 영위하지 않는 기업
- (2) 관리종목으로 분류되지 않은 기업
- (3) 적정의견의 감사의견을 받은 기업
- (4) 회계자료 및 추가자료를 구할 수 있는 기업

조건(1)은 표본 선정에 있어서 동질성을 확보하기 위하여 금융보험업을 영위하는 기업을 제외하기 위하여 설정하였으며, 조건(2)는 관리종목으로 분류되어 있는 기업의 특성이 그렇지 않은 기업과 차이가 있을 것으로 예상되기 때문에 이를 제외하기 위하여 설정하였다. 한편 적정의견 이외의 감사의견을 받은 재무제표는 재무제표상 금액을 신뢰하기 어렵기 때문에 조건(3)을 설정하였다. 회계자료 및 추가자료는 한국신용평가(주)의 KIS-LINE에서 추출하였으며, 토지의 공시지가는 금융감독원의 전자공시시스템(DART)에 공시되어 있는 감사보고서의 주석에서 수집하였다. 이와 같은 표본선정 절차를 통하여 최종 977개의 기업-연 표본을 선정하였으며, 표본선정 절차를 <표 2>에 요약하였다.

10) 본 연구가 2005년과 2006년도 토지의 공시지가를 변수로 사용하기 때문에 level model을 적용할 경우에는 각 변수에 t 첨자가 필요하지만 change model을 사용할 경우에는 2005년 대비 2006년 변화분을 이용하므로 t 첨자를 생략하였다.

〈표 2〉 표본선정 절차

최초 표본기업	1,513
관리종목 해당 기업	(18)
비적정의견 표명 기업	(76)
주가 및 회계 자료 미비 기업	(421)
극단치 ¹¹⁾	(21)
최종표본 수	977

V. 연구결과

1. 기술통계량

본 연구에서 사용하는 표본기업에 대한 주요 변수의 기술통계량을 <표 3>에 요약하였다.

표본기업의 자산총계의 평균은 약 9,477억원이며, 부채총계의 평균은 약 4,491억원이다. 영업이익 평균은 476억원인 반면 당기순이익 평균은 483억원으로 나타났다. 따라서 표본기업은 영업외비용 및 특별손실 보다 영업외수익 및 특별이익을 더 많이 인식한 것으로 파악된다. 토지의 장부금액 평균은 약 825억원으로 자산총계 대비 8.7%에 해당하는 금액이다. 토지의 공시지가 평균은 1,130억원으로 장부금액에 비해 약 1.37배 정도 더 높은 것으로 나타났다.

표본기업의 주당 토지 장부금액의 평균은 약 14.1천원으로서 주당 순자산가액의 평균인 25천원의 약 56%에 이르고 있다. 따라서 순자산가액이 주시가격에 미치는 영향을 고려할 때 토지가 차지하는 비중이 적지 않음을 짐작할 수 있다. 한편 주당 토지의 공시지가는 약 19천원으로 주당 순자산가액의 평균보다 더 높음을 알 수 있다.

11) 주당순자산가액, 주당이익 및 주당 토지의 공시지가 변수의 값이 평균 ± 3 *표준편차의 범위를 벗어나는 경우 이를 극단치로 보고 분석에서 제외하였다.

〈표 3〉 기술통계량

(단위 : 백만원, 주당 변수는 천원)

변수	평균값	표준편차	최소값	중위수	최대값
자산총계	947,721	3,556,044	5,218	186,775	63,536,201
부채총계	449,136	1,446,537	1,981	72,799	20,574,177
영업이익	47,648	166,252	-945,208	7,579	1,872,493
당기순이익	48,294	202,952	-769,313	6,473	2,448,611
토지 장부금액	82,453	211,950	4	19,479	2,673,274
토지 공시지가	112,984	344,845	63	27,598	4,802,402
주당 순자산가액	24.94	34.45	.03	14.43	324.87
토지 제외 주당순자산가액	10.85	50.58	-639.51	7.66	313.28
주당 토지장부금액	14.09	43.70	.00	2.02	659.74
주당 토지공시지가	18.96	61.68	.00	2.79	728.77
주당 토지공시지가와 장부금액 차이	4.87	28.81	-43.28	.40	567.83
주당 영업이익	2.08	3.71	-12.46	.87	26.04
주당 순이익	1.73	4.00	-20.05	.73	29.58

2. 단일변량분석

본 논문은 공시지가로 측정한 토지의 공정가치가 주가와 추가적인 관련성이 존재하는지 분석하는데 초점을 두고 있다. 따라서 일단 주당 토지의 장부금액과 공시지가간에 통계적으로 유의한 차이가 존재하는지 차이분석(t -검정 및 Wilcoxon 부호검정)을 통하여 확인하였으며, 분석결과를 <표 4>에 요약하였다.

〈표 4〉 차이분석 결과

변 수	평 균	표준편차	t 값 (p값)	Z 값 (p값)
Panel A				
전체 표본	4.87	28.81	5.29 (.000**)	19.60 (.000**)
Panel B				
집단 1	1.22	3.73	7.21 (.000**)	14.86 (.000**)
집단 2	8.52	40.24	4.68 (.000**)	13.43 (.000**)

(주) 유의수준 : ** < 1%

<표 4>의 Panel A는 표본기업 전체를 대상으로 수행한 차이분석의 결과인데, t 검정과 Wilcoxon 검정 모두 주당 토지의 공시지가가 장부금액보다 통계적으로 유의하게 큰 것으로 나타났다. 이러한 차이분석의 결과가 토지의 보유 정도에 따라서 달라지는지 파악하기 위하여 표본기업의 토지 장부금액의 중위수를 기준으로 하여 집단 1은 중위수 미만 집단으로, 집단 2는 중위수 이상 집단으로 구분하여 차이분석을 수행하였다. <표 4>의 Panel B는 두 개의 집단으로 구분하여 수행한 차이분석 결과인데, 토지의 보유정도가 낮은 집단 1과 집단 2 모두 주당 토지의 장부금액과 공시지가 간에 통계적으로 유의한 차이를 발견할 수 있었다.

주가와 분석에서 사용하는 변수간의 상관관계 분석을 수행하였으며, 그 결과를 <표 5>에 요약하였다.

<표 5> 상관분석 결과

	<i>P</i>	<i>BV</i>	<i>LANDBV</i>	<i>LANDMV</i>	<i>DIFF</i>	<i>EPS(1)</i>	<i>EPS(2)</i>
<i>P</i>		.862**	.272**	.275**	.136**	.713**	.690**
<i>BV</i>	.647**		.373**	.394**	.248**	.666**	.632**
<i>LANDBV</i>	.097**	.179**		.971**	.486**	.189**	.191**
<i>LANDMV</i>	.088**	.181**	.906**		.623**	.183**	.185**
<i>DIFF</i>	.041	.116**	.423**	.767**		.049	.049
<i>EPS(1)</i>	.536**	.534**	.073*	.072*	.043		.870**
<i>EPS(2)</i>	.650**	.548**	.170**	.072**	.110**	.810**	

(주) 표의 대각선 아래부분은 Pearson 상관계수이며, 대각선 위부분은 Spearman 상관계수임.

유의수준 : ** < 1%

변수설명 : *P* : 기말 보통주 증가, *BV* : 주당 순자산가액, *LANDBV* : 주당 토지의 장부금액

LANDMV : 주당 토지의 공시지가, *DIFF* : 토지의 공시지가와 장부금액의 차이

EPS(1) : 주당순이익, *EPS(2)* : 주당영업이익

Pearson 상관분석 결과(표의 대각선 아래부분)를 보면 주가와 주당 순자산의 장부금액(*BV*), 주당 토지의 장부금액(*LANDBV*), 주당 토지의 공시지가(*LANDMV*) 및 주당이익(*EPS*) 모두 통계적으로 유의한 양의 상관관계가 존재하고 있다. 그러나 주당 토지의 공시지가와 장부금액의 차이(*DIFF*)와 주가 간에는 통계적으로 유의한 상관관계가 존재하지 않는다. 주당 순자산의 장부금액은 주당 토지의 장부금액과 주당 토지의 공시지가, 주당 토지의 공시지가와 장부금액의 차이 및 주당이익 모두와 유의한 양의 상관관계가 존재한다.

한편 Spearman 상관분석 결과(표의 대각선 위부분)를 보면 대부분 Pearson 상관분석 결과와 거의 동일한 결과를 보여주고 있다. 다만, 주가와 주당 토지의 공시지가와 장부금액의 차이 간에도 통계적으로 유의한 양의 상관관계가 존재하는 것이 Pearson 상관분석 결과와 다른 점이다.

3. 회귀분석—Level Model

기업의 주당 순자산 장부금액과 주당이익이 주가와 관련성이 존재하는지 확인하기 위하여 Ohlson 모형으로부터 도출한 4가지 연구모형에 대하여 회귀분석을 수행하였으며, 그 결과를 <표 6>에 요약하였다.

<표 6> 회귀분석 결과—Level Model

	모형 1	모형 2	모형 3	모형 4
절편	2.55 (1.78)	2.81 (1.95)	4.92 (3.38**)	2.77 (1.93)
<i>BV</i>	.43 (12.32**)			
<i>BVEXCLAND</i>		.44 (12.41**)	.27 (9.42**)	.44 (12.45**)
<i>LANDBV</i>		.41 (10.39**)		.42 (10.36**)
<i>LANDMV</i>			.16 (6.75**)	
<i>DIFF</i>				-.04 (-1.25)
<i>EPS</i>	4.45 (12.67**)	4.47 (12.73**)	5.63 (17.14**)	4.47 (12.73**)
<i>NGE</i>	-5.68 (-7.89**)	-5.80 (-8.00**)	-7.63 (-10.79**)	-5.81 (-8.02**)
<i>YR</i>	1.10 (.63)	1.02 (.58)	.53 (.77)	1.09 (.62)
F 값	244.92**	196.57**	174.00**	164.16**
Adj. R ²	.4999	.5005	.4699	.5008

(주) 유의수준 : ** < 1%

변수설명 : *BV* : 주당 순자산가액, *BVEXCLAND* : 순자산가액에서 토지 장부금액을 차감한 후 주당 금액, *LANDBV* : 주당 토지의 장부금액, *LANDMV* : 주당 토지의 공시지가, *DIFF* : 토지의 공시지가와 장부금액의 차이, *EPS* : 주당순이익, *NGE* : *EPS*가 음(-)이면 *EPS*, 그렇지 않으면 0, *YR* : 연도더미

<표 6>의 모형 1은 순자산에서 토지를 분리하지 않은 단순모형이다. 주당 순자산의 장부금액과 주당이익 변수는 모두 주가와 통계적으로 유의한 양의 상관관계가 존재한다. 모형 1의 순자산의 장부금액에서 토지의 장부금액을 분리한 모형 2에서도 주당 토지의 장부금액이 주가와 통계적으로 유의한 양의 상관관계가 존재한다. 따라서 주당 토지의 장부금액이 클수록 높은 주가수준을 유지하는 것으로 해석할 수 있다.

모형 3은 모형 2의 토지 장부금액 대신 토지의 공시지가로 대체한 모형이다. 분석결과 주당 토지의 공시지기도 주가와 통계적으로 유의한 상관관계가 존재한다. 주목할 부분은 모형 2에 비해 모형 3에서는 주당 토지의 장부금액과 공시지가 모두 회귀계수가 낮아진 반면, 주당이익의 회귀계수는 높아졌음을 보여주고 있다. 따라서 주당 토지의 공시지가를 모형에 포함시키면 주가에 대한 순자산의 장부금액의 설명력이 낮아지는 대신 주당이익의 설명력이 높아짐을 알 수 있다.

Level model의 핵심 모형인 모형 4는 토지의 공시지가에 대한 증분설명력이 있는지 분석하는 모형이다. 즉, 모형 4는 모형 2에 주당 토지의 공시지가와 장부금액의 차이변수(DIFF)를 추가한 것인데, DIFF 변수는 주가와 통계적으로 유의한 상관관계가 존재하지 않는다. 따라서 토지의 공정가치가 주가관련성에 추가적인 설명력을 제공할 것이라는 연구가설을 지지하지 못하였다.

모든 모형에서 음의 주당이익(NGE) 변수는 예상한대로 주가와 통계적으로 유의한 음의 상관관계가 존재하였으며, 연도더미의 회귀계수는 통계적으로 유의하지 않아 연도별로 회귀식의 분석결과에 차이는 없다고 판단된다. 또한 4가지 모형의 적합도를 나타내는 F값은 모두 통계적으로 유의하며, 변수간 다중공선성도 심각하지 않은 것으로 나타났다.¹²⁾

토지를 많이 소유하는 기업이라면 그렇지 않은 기업에 비해 토지의 장부금액이나 공시지가가 주가에 미치는 영향이 다를 수 있을 것이다. 따라서 이러한 영향을 고려하기 위하여 토지 장부금액의 중위수를 기준으로 하여 전체 표본을 두 집단으로 구분한 후 회귀분석을 다시 수행하였다. 분석결과는 <표 7>에 요약하였다.

<표 7> 집단별 회귀분석 결과—Level Model

	집단 1 (토지 보유 비중 낮음, n=488)				집단 2 (토지 보유 비중 높음, n=489)			
	모형 1	모형 2	모형 3	모형 4	모형 1	모형 2	모형 3	모형 4
절편	-.65 (-.33)	.82 (.41)	.56 (.28)	.83 (.41)	5.09 (2.45*)	5.72 (2.69**)	7.92 (3.72**)	5.65 (2.66**)
BV	.57 (11.43**)				.32 (6.70**)			
BVEXCLAND		.61 (11.95**)	.61 (11.90**)	.61 (11.93**)		.33 (6.83**)	.16 (4.55**)	.33 (6.87**)
LANDBV		-.69 (-1.70)		-.68 (-1.52)		.30 (5.88**)		.31 (5.97**)
LANDMV			.030 (-1.39)				.08 (3.11**)	
DIFF				-.03 (-.09)				-.04 (-1.07)
EPS	3.72 (6.42**)	3.76 (6.55**)	3.70 (6.45**)	3.76 (6.52**)	5.06 (10.99**)	5.07 (11.01**)	6.26 (15.47**)	5.06 (11.01**)
NGE	-3.90 (-3.45**)	-4.10 (-3.65**)	-4.06 (-3.61**)	-4.10 (-3.65**)	-7.01 (-7.32**)	-7.14 (-7.43**)	-9.06 (-10.01**)	-7.15 (-7.44**)

12) 독립변수간 Variance Inflation Factor가 모두 1.5 내외로서 10을 초과하지 않기 때문에 다중공선성은 심각하지 않다.

〈표 7〉 집단별 회귀분석 결과—Level Model(계속)

	집단 1 (토지 보유 비중 낮음, n=488)				집단 2 (토지 보유 비중 높음, n=489)			
	모형 1	모형 2	모형 3	모형 4	모형 1	모형 2	모형 3	모형 4
YR	1.98 (.85)	1.56 (.67)	1.69 (.73)	1.57 (.68)	.13 (.05)	-.02 (-.01)	-.63 (-.24)	.12 (.04)
F 값	96.48**	80.54**	80.19**	66.98**	145.80**	117.29**	107.00**	97.96**
Adj. R ²	.4395	.4495	.4484	.4484	.5427	.5437	.5206	.5438

(주) 유의수준 : ** < 1%, * < 5%

변수설명 : <표 5>의 설명 참조

전체 표본을 대상으로 회귀분석을 수행한 <표 6>에서는 주당 토지의 장부금액이 주가와 통계적으로 유의한 상관관계가 존재한 반면, <표 7>의 집단 1에서는 주당 토지의 장부금액과 주가간에 통계적으로 유의한 상관관계가 존재하지 않는다. 따라서 토지의 보유 비중이 낮은 기업의 주가는 주당 토지의 장부금액이나 공시지가로부터 큰 영향을 받고 있지 않다고 해석할 수 있다.

<표 7>의 집단 2의 회귀분석 결과는 집단 1의 분석결과와 다른 결과를 제시하고 있다. 모형 2부터 4까지 주당 토지의 장부금액은 주가와 통계적으로 유의한 양의 상관관계가 존재한다. 또한 모형 3에서는 주당 토지의 공시지가도 주가와 통계적으로 유의한 양의 상관관계를 보이고 있다. 그러나 모형 3에서 토지의 공시지가에는 상당부분 토지의 장부금액이 이미 포함되어 있기 때문에 주당 토지의 공시지가와 주가 간에 통계적으로 유의한 양의 상관관계가 존재한다고 해서 주당 토지의 공시지가가 주가에 영향을 미친다고 할 수는 없다. 따라서 주당 토지의 공시지가와 장부금액의 차이(DIFF)를 통하여 중분설명력을 살펴 볼 필요가 있다. 모형 4의 분석 결과를 보면 주당 토지의 공시지가와 장부금액의 차이(DIFF) 변수의 회귀계수가 통계적으로 유의하지 않은 것으로 나타났다. 따라서 토지의 보유비중에 따라 표본을 구분한 회귀분석 결과에서도 토지의 공정가치가 주가관련성에 추가적인 설명력을 제공할 것이라는 연구가설을 지지하는 증거를 발견하지 못하였다.

별도의 표로 제시하지는 않지만 본 연구에서 수행한 추가분석의 결과를 요약하면 다음과 같다. 첫째, 독립변수의 주당이익 변수를 주당순이익 대신 주당영업이익으로 대체하여 회귀분석을 수행하였다. 분석결과 대체적으로 모형의 적합도(F 값)와 주가에 대한 설명력(Adj. R²)이 주당순이익 변수를 사용한 경우에 비해 다소 높아졌다. 토지의 보유비중이 높은 집단 2의 회귀분석 결과는 주당순이익을 이용한 경우와 유사하였다. 그러나 토지의 보유비중이 낮은 집단 1의 모형 2와 모형 3의 회귀분석 결과에서는 주가와 주당 토지의 장부금액 및 공시지가가 5% 수준에서 통계적으로 유의한 음의 상관관계가 관찰되었다. 이러한 결과는 토지의 보유 비중이 낮은 기업의 경우 주가와 주당영업이익 간의 관련성이 주가와 당기순이익의 관련성에 비해 월등히 높기 때문에 상대적으로 주가와 토지의 장부금액 내지 공시지가 간의 관련성이 낮게 나온 것으로 해석된다.

둘째, 종속변수의 주가를 연도말 주가가 아닌 다음연도 1/4분기말 주가로 대체하여 회귀분석을 수행하였는데, 대체적으로 모형의 적합도(F 값)와 주가에 대한 설명력(Adj. R²)이 연도말 주가를 사용한

경우에 비해 다소 높아졌다. 그러나 집단 1과 집단 2로 구분한 독립변수들의 회귀계수는 <표 6>에 비해 크게 변동되지 않았다.

Barth와 Kallapur(1996)는 변수의 표준화(deflation)가 의사추정(spurious inferences)의 문제를 야기할 수 있다고 지적한 바 있다. 따라서 모든 변수를 보통주식수로 표준화하지 않은 undeflated model을 이용하여 회귀분석을 수행하였다. 분석 결과 두 집단 모두 4가지 모형의 수정결정계수가 85% 이상으로서 주가에 대한 설명력은 대폭 높아졌으나, 토지의 공시지가와 장부금액의 차이(DIFF) 변수의 회귀계수는 통계적으로 유의하지 않았다.

따라서 주당순이익 대신 주당영업이익으로 대체한 분석, 연도말 주가 대신 다음연도 1/4분기말 주가를 이용한 분석 및 주식수로 표준화하지 않은 분석에서도 주당 토지의 공시지가가 주가에 대해 추가적인 설명력이 있다는 증거를 발견하지 못하였다.

4. 회귀분석—Change Model

<표 8> 회귀분석 결과—Change Model

	모형 5	모형 6	모형 7	모형 8
절편	.03 (1.88)	.03 (1.86)	.06 (3.19**)	.03 (1.73)
ΔBV	.86 (8.33**)			
$\Delta BVEXCLAND$		.86 (8.31**)	.33 (5.09**)	.86 (8.30**)
$\Delta LANDBV$		.87 (6.85**)		.87 (6.84**)
$\Delta LANDMV$			.10 (2.34**)	
$\Delta DIFF$				.01 (.24)
$\Delta EARN$	-.30 (-3.91**)	-.30 (-3.91**)	-.14 (-1.83)	-.30 (-3.91**)
F 값	34.87**	23.20**	8.77**	17.38**
Adj. R ²	.1255	.1236	.0471	.1219

(주) 유의수준 : ** < 1%

변수설명 : ΔBV : 당기 순자산 장부금액 변동액/전기말 보통주 시장가치, $\Delta BVEXCLAND$: 토지를 제외한 당기 순자산 장부금액 변동액/전기말 보통주 시장가치, $\Delta LANDBV$: 당기 토지 장부금액 변동액/전기말 보통주 시장가치, $\Delta LANDMV$: 당기 토지 공시지가 변동액/전기말 보통주 시장가치, $\Delta DIFF$: 당기 토지 공시지가와 장부금액의 차이의 변동액/전기말 보통주 시장가치, $\Delta EARN$: 당기순이익 변동액/전기말 보통주 시장가치

수준모형(level model)의 추정에서 불가피한 이분산성 문제와 생략변수 문제를 해소하고, level model의 연구결과에 대한 강건성을 보완하기 위하여 변화모형(change model)을 사용하여 추가적인 회귀분석을 수행하였다. 각 모형별 분석결과는 <표 8>에 요약하였다.¹³⁾

<표 8>의 회귀분석 결과 level model에 비해 change model의 적합도(F 값)와 수정결정계수는 모두 낮

아졌다. 주당 순자산의 장부금액의 변동 및 주당 토지의 장부금액과 공시지가의 변동 모두 주식이 가격 변동과 통계적으로 유의한 양의 상관관계가 존재하지만, 주당 토지의 공시지가와 장부금액의 차이 변동 변수($\Delta DIFF$)는 주식이 가격 변동과 통계적으로 유의한 상관관계가 존재하지 않았다. 따라서 주당 토지의 공시지가가 주식이 가격 변동에 추가적인 정보를 제공할 것이라는 연구가설을 지지하지 못하였다.

한편 level model의 분석 결과와 차이점은 당기순이익 변동 변수가 모두 주식이 가격 변동과 통계적으로 유의한 음의 상관관계가 존재한다는 점이다. 이익 증가가 주가 상승과 관련이 있다는 일반적인 추정과 반대의 결과이므로 해석이 쉽지 않은데, 2006년도의 특별한 경우라고 추측된다.

<표 8>의 분석결과가 표본기업의 토지 소유 비중이 높고 낮음에 따라 영향을 받았는지 모르기 때문에 level model의 회귀분석에서 수행했던 것처럼 표본기업을 토지 소유 비중에 따라 두 집단으로 구분하여 회귀분석을 수행하였으며, 분석결과를 <표 9>에 제시하였다.

<표 9> 집단별 회귀분석 결과—Change Model

	집단 1 (토지 보유 비중 낮음, n=238)				집단 2 (토지 보유 비중 높음, n=235)			
	모형 1	모형 2	모형 3	모형 4	모형 1	모형 2	모형 3	모형 4
절편	.01 (.23)	.01 (.27)	.00 (.18)	.00 (.17)	.04 (1.36)	.04 (1.37)	.08 (2.59*)	.04 (1.22)
ΔBV	1.17 (7.30**)				.84 (6.09**)			
$\Delta BV/EXCLAND$		1.16 (7.27**)	.89 (6.28**)	1.16 (7.23**)		.83 (6.02**)	.27 (3.60**)	.83 (6.01**)
$\Delta LANDBV$		1.21 (5.72**)		1.19 (5.56**)		.82 (4.93**)		.82 (4.92**)
$\Delta LANDMV$			.65 (4.55**)				.06 (1.23)	
$\Delta DIFF$				.10 (.48)				.01 (.18)
$\Delta EARN$	-.12 (-1.32)	-.12 (-1.33**)	-.06 (-.65)	-.12 (-1.33)	-.72 (-5.21**)	-.71 (-5.17**)	-.45 (-3.37**)	-.72 (-5.16**)
F 값	27.54**	18.32**	14.00**	13.75**	21.88**	14.55**	6.38**	10.87**
Adj. R ²	.1830	.1798	.1413	.1771	.1514	.1480	.0646	.1444

(주) 유의수준 : ** < 1%, * < 5%

변수설명 : <표 6>의 설명 참조

13) change model은 2005년 대비 2006년도 변화분을 변수로 이용하였기 때문에 표본수는 473개로 감소하였다. 당초 변화율 변수를 이용할 수 있는 표본은 497개이나, 변수의 값이 평균±3*표준편차의 범위를 벗어 나는 극단치를 제외하여 분석에 이용한 변수는 473개이다.

<표 9>의 두 개의 집단으로 구분한 회귀분석의 결과는 <표 7>의 표본을 구분하지 않은 회귀분석의 결과와 대체로 유사함을 보여주고 있다. 다만, level model과 비교하면 집단 1의 주당 순자산의 장부금액 변동, 토지의 주당 장부금액 및 공시지가 변동과 주가 간의 상관관계가 집단 2보다 다소 높은 것으로 나타났다. 또한 집단 1에서는 모형 2를 제외하고는 당기순이익 변동과 주가 간에 통계적으로 유의한 상관관계가 관찰되지 않았다.

본 연구의 초점이 되는 변수는 주당 토지의 공시지가와 장부금액의 차이($\Delta DIFF$)이다. <표 9>를 보면 동 차이의 변동액($\Delta DIFF$)은 주식가격 변동과 통계적으로 유의한 상관관계가 관찰되지 않았다. 따라서 토지의 공시지가 정보가 주식가격 변동에 추가적인 정보를 제공한다는 연구가설을 지지하는 증거를 발견하지 못하였다.

주당 토지의 공시지가와 장부금액의 차이에 대한 변동은 기업의 보유토지에 변동이 없더라도 공시지가가 변동하면 달라질 수 있다. 따라서 표본기업을 전기 대비 당기의 토지 변동이 없는 기업과 토지 변동이 있는 기업으로 구분하여 회귀분석을 다시 수행하였다. 분석결과를 별도의 표로 제시하지는 않지만, 토지 변동이 없는 집단과 토지 변동이 있는 집단 모두 주당 토지의 공시지가와 장부금액 차이의 변동($\Delta DIFF$) 변수는 주식가격 변동과 통계적으로 유의한 상관관계가 존재하지 않았다.

추가분석으로 주식가격 변동을 회계기간말을 기준으로 하지 않고 다음연도 1/4분기말을 기준으로 계산한 후 회귀분석을 수행하였고, 당기순이익의 변동 대신 영업이익의 변동으로 독립변수를 대체하여 회귀분석을 수행하였으나, 전반적인 연구결과는 달라지지 않았다.

VI. 결 론

2007년 11월에 제정·공포된 한국채택국제회계기준은 상장기업에 대해서 2011년부터 전면 적용될 예정이다. 한국채택국제회계기준이 현행 기업회계기준과 크게 다른 점은 재무제표 작성에 있어서 전반적인 공정가치 평가를 수용하고 있다는 점이다. 이에 본 연구에서는 비화폐성자산 중 그 규모가 상대적으로 크고, 공정가치의 대용치를 수집하기 수월한 토지에 대해서 토지의 공정가치 정보가 주가에 대해서 추가적인 설명력이 있는지 검증하였다. 토지의 공정가치 대용치로 공시지가를 이용하였으며, level model과 change model을 모두 이용하였다.

Level model을 이용한 회귀분석 결과 주당 토지의 장부금액과 주가간에 통계적으로 유의한 상관관계가 존재하지만, 주당 토지의 공시지가와 장부금액의 차이는 주가와 통계적으로 유의한 상관관계가 존재하지 않았다. 토지 보유 비중에 따른 영향을 통제하기 위하여 표본기업을 토지 보유 수준이 낮은 기업과 높은 기업으로 구분하여 회귀분석을 수행하였으나, 두 집단 모두 주당 토지의 공시지가와 장부금액의 차이와 주가 간에 통계적으로 유의한 상관관계가 존재하지 않았다. 이러한 분석결과를 독립변수의 주당순이익을 주당영업이익으로 대체하거나, 종속변수의 연도말 주가를 다음연도 1/4분기말 주가로 대체한 경우에도 변동되지 않았으며, 주식수로 표준화하지 않은 변수를 사용한 경

우에도 전반적인 분석결과는 유사하였다.

Level model에 대한 분석결과의 강진성을 뒷받침하기 위하여 change model을 이용하여 회귀분석을 수행하였다. 분석결과 주당 토지의 장부금액 변동은 주가변동과 통계적으로 유의한 상관관계가 존재하지만 주당 토지의 공시지가와 장부금액 차이 변동은 주가변동과 통계적으로 유의한 상관관계가 존재하지 않았다. 이러한 분석결과는 토지 보유 비중에 따라 집단을 구분하거나, 보유토지의 변동이 있는 기업과 없는 기업으로 구분한 경우에도 변동되지 않았으며, 독립변수의 주당순이익 변동을 주당영업이익 변동으로 대체하거나, 종속변수의 연도말 주가 변동을 다음연도 1/4분기말 주가 변동으로 대체한 경우에도 달라지지 않았다.

본 연구에서 제시한 토지의 장부금액과 공시지가의 차이 정보가 주가와 유의한 상관관계가 존재하지 않는다는 결론에 대해서 토지의 공정가치 정보가 자본시장에서 유용하지 않은 정보라고 해석하기 보다는 토지의 공정가치 정보가 이미 주가에 상당부분 반영되어 있다고 해석하는 것이 타당하다. 따라서 향후 한국채택국제회계기준이 도입되어 공정가치로 토지를 평가하더라도 주가에 미치는 영향은 크지 않을 것으로 예상된다. 그러나 국제회계기준에서는 토지 이외의 유형자산, 무형자산 및 투자부동산에 대해서도 공정가치 평가를 허용하기 때문에 국제회계기준에 따라 비화폐성자산 전반에 걸쳐 공정가치 평가를 할 경우에도 주가에 미치는 영향이 크지 않다고 예상할 수는 없을 것이다.

본 연구는 한국채택국제회계기준이 도입할 비화폐성자산에 대한 공정가치 측정 중 토지에 국한하였기 때문에 전반적인 공정가치 모형을 평가하였다고 할 수는 없다. 또한 토지의 공시지가에 대한 자료 수집을 수작업에 의존해야 했기 때문에 검증기간을 확대하지 못하였으며, 상장기업만을 대상으로 분석하였다는 것도 본 논문의 한계점이라고 할 수 있다. 이러한 연구의 한계점은 추후 보완해야 할 과제로 남긴다.

참고문헌

- 권수엔 · 김문철 · 김종국. 1998. “증권회사의 상품평가손의 회계처리에 관한 실증적 연구” 회계학연구 제23권 제1호 : 25 - 50.
- 김권중. 1997. “자산재평가와 회계정보의 유용성에 대한 실증적 분석”, 회계학연구 제22권 제1호 : 37 - 57.
- 김권중 · 김문철. 2000. “금융업을 이용한 공정가치 회계정보의 유용성 분석”. 회계학연구 제25권 제3호 : 133 - 154.
- 김상철 · 백원선 · 이효익. 2002. “유가증권 평가손익과 처분손익의 주가관련성”. 회계학연구 제27권 제2호 : 117 - 138.
- 백원선 · 송인만. 2000. “순자산의 순전성 감소항목의 가치평가 : 재평가적립금, 이연자산 및 자본조정을 중심으로”, 회계학연구 제25권 제1호 : 1 - 20.
- 송인만 · 박철우 · 양동훈. 2000. “유가증권 시가정보의 유용성에 대한 실증연구”. 회계학연구 제25권 제3호 : 1 - 27.
- 윤승준 · 박연희 · 조현우. 2007. “지분법이 적용되는 투자주식에 대한 공정가치 정보의 유용성”. 회계저널 제16권 제1호 : 1 - 28.
- 이재우. 1998. “재산재평가 해설과 실무”, 한국세정신문사.
- 이준규 · 이은상 · 심충진. 2000. “자산재평가 회계정보의 유용성에 관한 연구”, 세무와 회계저널 제1권 제2호 : 337 - 354.
- 정기영 · 정재원. 1997. “자산재평가의 정보효과에 관한 실증적 연구”, 세무학연구 제9호 : 221 - 250.
- Aboody, D., M. E. Barth, and R. Kasznik. 1999. Revaluation of fixed assets and future firm performance : Evidence from the UK. *Journal of Accounting and Economics* 26 : 149 - 178.
- Ahmed, A. S., E. Kilic, and G. J. Lobo. 2006. Does recognition versus disclosure matter? Evidence from value - relevance of banks' recognized and disclosed derivative financial instrument. *The Accounting Review* 81 : 567 - 588.
- Barth. 1991. Relative measurement errors among alternative pension assets and liability measures. *The Accounting Review* 66 : 433 - 463.
- Barth. 1994. Fair value accounting : Evidence from investment securities and the market valuation of banks. *The Accounting Review* 69 : 1 - 25.
- Barth, M., W. Beaver, and W. R. Landsman. 1996. Value - relevance of banks's fair value disclosures under SFAS No.107. *The Accounting Review* 71 : 513 - 537.
- Barth, M., and G. Clinch. 1998. Revalued financial, tangible, and intangible assets : Associations with share prices and non - market - based value estimates. *Journal of Accounting Research* 36 Supplement : 199 - 233.
- Barth, M., and S. Kallapur. 1996. Effects of cross - sectional scale differences on regressions results in empirical accounting research. *Contemporary Accounting research* 13 : 27 - 568.
- Collins, D. W., E. L. Maydew, and I. S. Weiss. 1997. Changes in the value - relevance of earnings and book values over the past forty years. *Journal of Accounting and Economics* 24 : 39 - 67.

- Collins, D. W., M. Pincus, and H. Xie. 1999. Equity valuation and negative earnings : The role of book value of equity. *The Accounting Review* 74 : 29-61.
- Dechow, P. M. 1994. Accounting earnings and cash flows as measures of firm performance : The role of accounting accruals. *Journal of Accounting and Economics* 18 : 3-42.
- Graham, R. C., C. E. Lefanowicz, and K. R. Petroni. 2003. The value relevance of equity method fair value disclosures. *Journal of Business Finance & Accounting* 30(7) : 1065-1088.

Value Relevance of IFRS's Fair Value Model of Land

Hyun Geol Shin*

〈Abstract〉

Under International Financial Reporting Standards being adopted by Korean listed companies from 2011, the companies may account for the fair value on the property, plant and equipment, intangible assets and investments as well as financial instruments. This study provides evidence about whether fair value of land can provide the explanatory power for stock prices beyond that provided by book value of land.

I limit the scope of the study to land because the fair value of land can be collected from the footnotes of the financial statements but the fair value of other assets except for land are not be disclosed. My test model is based on the Ohlson(1995) model, and the evidence of my test allows stronger inferences to be made about fair value model by using change model as well as level model.

I find that the valuation coefficients on book value of land are significant, whereas the valuation coefficients on the fair value—book value difference of land are not significant for the two models. The insignificance of the fair value—book value difference of land is not changed after dividing total samples into two subsamples based on the median of book value of land, substituting net income per share with operating income per share, and substituting the year—end stock prices with the first quarter stock prices.

This results indicate that the current stock prices have already include the fair value information of land even though this information is disclosed on foot notes. I conclude that while the effects of fair value of land may not be significant on the stock prices, the comprehensive effect of fair value accounting of IFRS can change the stock prices when all nonmonetary assets are accounted for the fair value model under the IFRS.

<Key words> IFRS, fair value model, value relevance

* Associate professor, School of Business, Konkuk University