

자산재평가 회계정보의 유용성에 관한 연구

이 준 규 · 경희대학교 교수

이 은 상 · 경희대학교 교수

심 충 진 · 삼경회계법인 공인회계사

본 연구에서는 2000년말 자산재평가법의 폐지와 관련하여 자산재평가 회계정보의 유용성을 재검토하였다. 선행연구에 의하면 표본대상기간 및 검증모형에 따라 자산재평가적립금의 주가에 대한 설명력이 다르게 나타나고 있다. 즉, 1991년부터 1994년의 기간에 대하여 김권중(1997)이 Ohlson(1995)모형을 변형한 기업가치 평가모형에 의하여 검토한 결과 재평가적립금의 주가에 대한 설명력은 유의하게 존재하는 것으로 나타났으나 1994년부터 1997년의 기간에 대하여 백원선·송인만(2000)이 재평가적립금, 이연자산 및 자본조정에 대한 추가배수를 회귀식을 통하여 분석한 결과 재평가적립금은 주가와 유의한 관계가 없는 것으로 나타났다.

두 선행연구의 결과에서 보여준 차이의 원인을 살펴 보기 위하여 본 연구에서는 1996년부터 1999년의 기간에 대하여 김권중(1997)이 사용한 모형으로 재평가적립금의 주가에 대한 설명력을 검토하였다. 그 결과 설명력은 대체로 유의하지 않은 것으로 나타났다. 그러나 연구기간 중 대부분의 재평가가 실시된 1998년의 표본기업에 대하여 1998년에 자산재평가를 실시한 기업과 1997년 이전에 재평가를 실시하고 1998년 현재 재평가적립금을 가지고 있는 기업으로 구분하고 각각의 경우에 있어서 재평가적립금의 주가에 대한 설명력을 비교한 결과 전자에 해당하는 기업의 경우 유의한 결과를 보였으나 후자의 경우 유의하지 않은 것으로 나타났다. 이는 과거에 재평가한 기업의 재평가적립금은 장부상으로는 금액이 남아 있지만 시간이 경과함에 따라 재평가차액에 상당하는 자산가액이 감가상각됨에 따라 이익잉여금이 감소하게 되고 실질적으로 재평가적립금이 잉여금으로 존재하지 않음에 따른 결과일 수 있다고 하겠다. 따라서 재평가 회계정보의 유용성은 재평가 당시 존재하지만 재평가이후 감소하여 소멸할 개연성이 있으며 이에 대한 심층적인 연구가 필요하다고 하겠다.

〈주제어〉 자산재평가, 기업가치평가모형, 재평가적립금

1. 서론

자산재평가법은 1965년에 처음 제정되었으며 그 목적은 동법 제1조에서 명시하고 있는 바와 같이 법인 또는 개인의 자산을 현실에 적합하도록 재평가하여 적정한 감가상각을 가능하게 하고 기업자본의 정확을 기함으로써 경영의 합리화를 도모하게 하는 것이다. 자산재평가에 의한 감가상각의 타당성은 자본유지개념에 의한 감가상각으로 설명된다. 즉, 자본유지개념은 기초와 동일한 자본을 기말에도 유지하여야 한다는 점에서 자본유지설로, 기간중 소비된 용역잠재력을 회복하는데 필요한 자금을 마련하여야 한다는 점에서 자본회수설로 설명된다.

인플레이션하에서 역사적원가주의에 근거하여 감가상각을 할 경우 회수된 감가상각누계액으로는 새로운 자산의 대체가 불가능하며 감가상각의 과소계상은 제조원가 및 판매비와관리비의 과소로 이어져 당기순이익이 과대계상된다. 이는 결국 자본유지를 하지 못하면서 가공의 이익을 초래하여 이익잉여금처분계산서상에서 이익배당의 재원 및 법인세법상 과세소득의 원천이되므로 결국 기업의 자본을 잠식하는 결과를 초래하게 된다. 이와 같은 문제를 해결하고자 자산재평가제도가 도입된 것이다.

그러나 자산재평가제도는 그 동안 많은 비난을 받아왔다. 즉 자산재평가제도는 전통적 회계제도의 근간을 이루는 취득원가주의에 위배되며 자산평가여부가 기업의 선택에 의하여 결정됨에 따라 기업간의 비교가능성이 저하된다는 것이다. 이에 대한 반론으로는 자산재평가에 관한 회계정보가 기업의 이해관계자에게 유용한 정보이며, 특히 기업가치를 올바르게 평가하는데 중요한 역할을 한다는 점이다. 이렇게 자산재평가에 관한 회계정보의 유용성에 관한 논쟁이 완전히 정리되지 아니한 상태에서 2000년말에 자산재평가법을 폐지하게 되었다.

선행연구에 의하면 표본대상기간 및 검증모형에 따라 자산재평가적립금의 주가에 대한 설명력이 다르게 나타나고 있다. 즉, 1991년부터 1994년의 기간에 대하여 김권중(1997)이 Ohlson(1995)모형을 변형한 기업가치 평가모형에 의하여 검토한 결과 재평가적립금의 주가에 대한 설명력은 유의하게 존재하는 것으로 나타났으나 1994년부터 1997년의 기간에 대하여 백원선·송인만(2000)이 재평가적립금, 이연자산 및 자본조정에 대한 주가배수를 회귀식을 통하여 분석한 결과 재평가적립금은 주가와 유의한 관계가 없는 것으로 나타났다.

본 연구에서는 앞서 언급한 두 선행연구의 결과에서 보여준 차이의 원인을 살펴 봄으로써 자산재평가 회계정보의 유용성을 재검토하고자 한다. 본 연구의 구성은 서론에 이어 제2장에서는 자산재평가에 관한 선행연구를 요약하고 제3장에서는 연구의 설계에 대하여 언급한다. 또한 제4장에서는 실증분석결과를 보여주고 제5장에서 결론을 맺기로 한다.

II. 선행연구

자산재평가와 관련한 선행연구를 요약하면 다음과 같다.

허성관·정신작(1990)은 자산재평가가 기업가치를 증대시키는 호재(good news)인지 여부를 추가반응을 이용하여 검증하고 나아가서 그 구체적인 요인도 아울러 분석하였다. 그들은 물가변동회계정보의 유용성을 검증하기 위하여 1983년(19개)과 1984년(33개)에 재평가한 상장기업 52개를 표본으로 하고 잔차수익률의 표준편차를 이용한 Patell(1976)의 방법으로 분석하였다. 분석결과 공시주, 공시후 1주와 공시후 2주의 초과수익률은 5%수준에서 유의하였다. 초과수익률의 발생원인으로는 부채비율의 개선, 감가상각비의 증가, 주당순이익의 감소, 배당성향의 변동 중 감가상각비의 증가만 5% 수준에서 유의하였다.

이참수·반선섭(1992)은 상장기업의 자산재평가 동기를 알기 위하여 자산재평가의 재무적 특성과 그 변화를 실험집단과 통제집단으로 구분하여 실증적으로 분석하였다. 표본 기업으로는 상장기업 중 1975년부터 1988년까지의 기간 중에 자산재평가를 실시한 비금융보험업으로 각 집단별로 99개의 기업(총 198개 기업)을 선정했다. 통제집단은 회계 연도와 산업이 동일하다는 조건외에 총자산중에 유형고정자산이 차지하는 비중이 유사하다는 조건하에 선정되었다. 자산재평가 동기요인으로는 법인세 부담율, 부채비율, 회사채 비중, 배당가능이익, 이자보상비율, 지분율, 자산총액, 주당순이익, 배당률, 주가이익비율을 고려하였다. 실증분석의 결과 상장기업은 법인세부담율을 감소시키기 위한다기 보다는 누적된 이월결손금을 보전하고 무상·유상증자를 통한 자본금의 증가로 차입금 조달을 용이하게 하기 위하여 자산재평가를 실시한다고 결론짓고 있다.

송인만·최관(1995)은 자산재평가의 동기를 분석하고 자산재평가 실시 정보에 대한

주식가격의 반응을 살펴보면, 주식가격의 반응이 자산재평가 동기의 크기에 따라서 차이가 있는지를 분석하였다. 1991년 1월부터 1993년 10월까지 자산재평가를 실시한 비금융보험업을 대상으로 실험기업 58개 기업과 통제기업 76개 기업을 분석대상으로 하였다. Logit모형을 이용한 결과 감가상각비 부담율과 자기자본비율이 낮을수록 자산재평가를 실시하는 것으로 나타났고, 회사채비중과 재평가대상자산의 비중이 큰 기업일수록 자산재평가를 실시하는 것으로 나타났으며, 배당가능자원에 대해서는 유의한 차이가 없었다. 자산재평가 동기의 크기에 따른 주가반응결과를 보면 자산재평가 동기가 낮았던 기업일수록 주가반응은 크게 나타났다.

김권중(1997)은 회계정보의 유용성 저해 논쟁을 검토하고 재평가 후 제공되는 회계수치(증가된 자기자본)의 유용성 여부를 실증적으로 분석하였다. 표본은 1991년부터 1994년까지의 기간동안 12월말이 결산일인 비금융업종의 상장기업(우선주 제외)으로 하였으며 연구모형은 Ohlson모형을 변형하여 사용하였다. 재평가적립금과 초과이익을 설명변수로 한 회귀모형의 결과 검증대상기간 모두 재평가적립금은 주식가격에 대해 유의한 설명력을 갖고 있으며, 할인율을 추정하지 않고 재평가적립금과 이익수준을 설명변수로 한 회귀모형 추정결과도 주식가격에 대해 유의한 설명력을 나타내고 있다. 따라서 재평가정보(증가된 자기자본)가 유용한 회계정보라고 주장하였다.

백원선·송인만(2000)은 순자산의 순전성(cleanness)을 감소시키는 재평가적립금, 이연자산 또는 자본조정 항목이 주식시장 참여자들로부터 그 자산성을 인정받을 것인지 아니면 수익 또는 비용으로 취급받을 것인지를 여부를 분석하였다. 연구대상기간은 1994년부터 1997년까지이었으며 표본기업은 금융업에 속하지 않는 12월말 결산법인 241개 기업이었다. 연구결과 김권중(1997)의 연구결과와는 달리 재평가적립금이 주가와 유의한 관계가 없는 것으로 나타났다.

Ⅲ. 연구의 설계

1. 검증모형

본 연구에서 재평가 회계정보의 유용성을 검증하기 위한 모형은 김권중(1997)이 사용

한 모형으로 한다. 김권중(1997)이 사용한 모형은 Ohlson(1995)의 회계변수에 의한 기업가치평가모형을 변형한 것으로 다음과 같이 요약할 수 있다.

우선 Ohlson(1995)의 회계변수에 의한 기업가치평가모형은 다음과 같이 표시할 수 있다.

$$P_t = BV_t + \sum_{\tau=1}^{\infty} \rho^{-\tau} E_t[X_{t+\tau}^a] + \sum_{\tau=1}^{\infty} \rho^{-\tau} E_t[DS_{t+\tau}] \text{ ----- (1)}$$

여기에서, P_t : t 시점의 기업가치
 BV_t : t 시점의 장부상 순자산가치
 ρ : $1 + r$ (할인율)
 X_t : 기간(t-1, t)에 대한 회계이익
 $X_t^a \equiv X_t - r BV_{t-1}$
 DS_t : 자본거래에 의한 장부가치 변동

식(1)의 평가모형을 토대로 재평가적립금의 유용성을 검증하기 위하여 자산재평가를 한 후의 장부상 순자산가치 BV_t 를 다음과 같이 두 부분으로 구분한다.

$$BV_t = BV_t' + RS_t \text{ ----- (2)}$$

여기에서, BV_t' : 재평가적립금을 제외한 t시점의 장부상 순자산가치
 RS_t : t시점의 재평가적립금

식(2)에 의하여 식(1)을 수정하면 다음과 같이 된다.

$$P_t = BV_t' + RS_t + \sum_{\tau=1}^{\infty} \rho^{-\tau} E_t[X_{t+\tau}^a] + \sum_{\tau=1}^{\infty} \rho^{-\tau} E_t[DS_{t+\tau}] \text{ -- (3)}$$

식(3)에서 $\sum_{\tau=1}^{\infty} \rho^{-\tau} E_t[DS_{t+\tau}]$ 은 주로 자본조정항목에 해당되며 자본조정항목은 언젠가는 소멸될 것이므로 기대값을 영으로 하여 검증모형을 유도하면 다음과 같이 된다.

$$P_t = BV'_t + RS_t + \sum_{\tau=1}^{\infty} \rho^{-\tau} E_t[X_{t+\tau}^a] \text{-----} (4)$$

초과이익 X_t^a 는 신규기업의 진입을 초래하여 점점 감소할 것이며, X_t^a 의 확률과정을 $X_{t+1}^a = \omega X_t^a + \varepsilon_{t+1}$, ($0 \leq \omega \leq 1$, $E_t[\varepsilon_{t+1}] = 0, \tau \geq 1$)의 자기회귀과정(auto-regressive process)으로 가정해 볼 수 있다. 이 경우 식(4)의 모형은 다음과 같이 된다.

$$P_t = BV'_t + RS_t + \alpha(X_t - r BV_{t-1}) \text{-----} (5)$$

$$\alpha = \omega / (\rho - \omega) \geq 0$$

위의 식(5)에서 발생할 수 있는 생략된 변수 문제(correlated omitted variables problem), 이분산성(heteroscedasticity) 등을 해결하기 위하여 양변을 BV'_t 로 나누어 회귀모형을 추정한다.

검증모형 1:

$$\frac{MV_{i,t}}{BV_{it}} = \phi_0 + \phi_1 \frac{RS_{it}}{BV_{it}} + \phi_2 \frac{(X_{i,t} - r BV_{i,t-1})}{BV_{it}} + e_{i,t} \text{-----} (6)$$

여기에서, $MV_{i,t}$: 주식가격

검증모형 1과 아울러 자기자본비용(할인율)의 추정을 필요로 하지 않는 검증모형으로 다음과 같은 모형을 사용하기로 한다.

검증모형 2:

$$\frac{MV_{i,t}}{BV_{it}} = \lambda_0 + \lambda_1 \frac{RS_{it}}{BV_{it}} + \lambda_2 \frac{X_{i,t}}{BV_{it}} + v_{i,t} \text{-----} (7)$$

2. 표본기업 및 변수측정

본 연구의 표본은 김권중(1977)의 연구대상기간이었던 1991년부터 1994년까지의 기간과 비교대상이 되는 기간으로 1996년부터 1999년까지의 기간 중 한국증권거래소에 상장되어 있는 기업으로서 한국신용평가주식회사의 재무자료(KIS-FAS)상 재평가적립금을 대차대조표에 계상하고 있는 비금융업종의 기업으로 하였다. 우선주를 발행한 기업은 우선주에 대한 장부가치 부분을 분리해 내는 것이 불가능하여 검증대상에서 제외하기로 한다. 또한 당기순이익이 음수인 경우 이익모형 부분에 부합하지 않으므로 제외하며 검증 모형에서 분모가 되는 BV_{it} 가 음수이면 변수측정치의 부호가 바뀌게 되므로 BV_{it} 가 음수이면 제외하였다. 이러한 기준에 따라 1991년에 221개, 1992년에 209개, 1993년에 203개, 1994년에 205개, 1996년에 184개, 1997년에 149개, 1998년에 161개, 1999년에 177개 회사가 표본으로 선정되었다.

주식가격(MV_{it})은 재평가적립금이 계상된 연도의 다음 연도 3월말의 주가에 그 당시 주식수를 곱하여 계산하며 장부상 순자산가치는 재평가적립금이 계상된 연도말의 대차대조표상 자기자본에서 이익잉여금처분계산서상의 현금배당액을 차감하여 계산한다.

IV. 실증분석결과

1. 1991-1994년

연구모형에 의한 1991년부터 1994년까지의 기간에 대한 검증결과와 김권중(1997)연구결과를 비교해 보면 다음과 같다.

〈표 1〉 검증모형 1의 결과(1991-1994년)

$$\text{검증모형1 : } \frac{MV_{i,t}}{BV_{it}} = \phi_0 + \phi_1 \frac{RS_{it}}{BV_{it}} + \phi_2 \frac{(X_{i,t} - r BV_{i,t-1})}{BV_{it}} + e_{i,t}$$

기간 및 r		ϕ_0	ϕ_1	ϕ_2	adj. R^2	N
1991-94, 12%	본 연구	1.49 (62.09)***	0.19 (4.76)***	0.54 (2.67)***	0.02	838
	김권중 (1997)	1.435 (57.9)***	0.408 (8.25)***	1.167 (4.70)***	0.071	881
1991-94, 15%	본 연구	1.49 (57.55)***	0.19 (4.65)***	0.38 (2.01)**	0.02	838
	김권중 (1997)	1.460 (53.9)***	0.420 (8.07)***	1.026 (4.32)***	0.067	881
1991-94, 18%	본 연구	1.49 (52.79)***	0.18 (4.51)***	0.25 (1.44)	0.02	838
	김권중 (1997)	1.477 (49.1)***	0.427 (7.81)***	0.897 (3.95)***	0.064	881

***(**): 1%(5%) 수준에서 유의함.

〈표 1〉에서 보는 바와 같이 1991년부터 1994년까지의 기간 전체를 표본으로하여 검증한 결과 재평가적립금과 관련있는 ϕ_1 은 김권중(1997)에서와 같이 1%수준에서 유의함을 보이고 있다. 개별연도별로 $r=12\%$, 15% , 18% 를 적용하여 분석할 경우 1992-94년의 경우 ϕ_1 은 김권중(1997)에서와 같이 유의하였다. 그러나 1991년의 경우에는 김권중(1997)의 연구결과(ϕ_1 의 추정치는 0.408이며 이에 대한 t-통계치는 8.25으로 1%수준에서 유의함)와는 달리 유의성을 보이고 있지 않다. 이는 표본의 제외 과정이 김권중(1997)과 동일하지 않기 때문인 것으로 보인다. 그러나 대체적으로 ϕ_1 이 유의한 수준인 것으로 나타나 재평가적립금이 주가에 대하여 유의한 설명력이 있다고 할 수 있을 것이다.

할인율의 추정을 필요로 하지 않는 검증모형 2의 결과는 〈표 2〉에서 보는 바와 같다. 즉 검증모형 1의 결과와 마찬가지로 1991년부터 1994년까지의 기간 전체를 표본으로하여 검증한 결과 재평가적립금과 관련있는 λ_1 은 김권중(1997)에서와 같이 1%수준에서 유의함을 보이고 있다. 또한 1991년을 제외하고는 재평가적립금의 회계정보의 유용성과 관련이 있는 λ_1 은 김권중(1997)에서와 같이 10%범위내에서 유의성을 보이고 있다. 따라서 검증모형 2에 의할 경우에도 λ_1 이 유의한 수준인 것으로 나타나 재평가적립금이 주가에 대하여 유의한 설명력이 있다고 할 수 있을 것이다.

〈표 2〉 검증모형 2의 결과(1991-94년)

$$\text{검증모형 2 : } \frac{MV_{i,t}}{BV_{it}} = \lambda_0 + \lambda_1 \frac{RS_{it}}{BV_{it}} + \lambda_2 \frac{X_{i,t}}{BV_{it}} + v_{i,t}$$

기간 및 r	λ_0	λ_1	λ_2	adj. R^2	N
1991-94	1.34 (42.97)***	0.16 (4.10)***	1.45 (5.83)***	0.05	838
1991	0.99 (19.22)***	0.05 (1.1)	3.14 (7.86)***	0.21	221
1992	1.34 (31.87)***	0.12 (1.90)*	0.11 (0.31)	0.00	209
1993	1.47 (26.12)***	0.46 (5.73)***	0.21 (0.54)	0.13	203
1994	1.40 (17.71)***	0.22 (1.85)*	3.74 (5.46)***	0.13	205

*(**, ***): 10%(5%, 1%)수준에서 유의함

2. 1996-1999년

가. 검증모형 1의 결과

1996년부터 1999년까지의 기간에 대하여 검증모형 1을 적용한 검증결과는 〈표 3〉에서 보는 바와 같다.

〈표 3〉 검증모형 1의 결과(1996-99년)

기간 및 r	ϕ_0	ϕ_1	ϕ_2	adj. R^2	F(p값)
1996-99, 12%	1.30 (23.78)***	-0.01 (-0.11)	1.28 (2.61)***	0.01	4.7 (0.00)***
1996-99, 15%	1.34 (22.68)***	0.03 (0.31)	1.34 (2.75)***	0.01	5.08 (0.00)***
1996-99, 18%	1.38 (21.04)***	0.08 (0.70)	1.38 (2.88)***	0.01	5.45 (0.00)***

***: 1%수준에서 유의함

〈표 3〉에서 보는 바와 같이 ϕ_2 의 추정치는 할인율에 관계없이 모두 1%수준에서 유의한 값을 보이고 있으며, 모형의 설명력을 나타내는 F값도 모두 1%수준에서 유의성을 보이고 있다. 그러나 ϕ_1 의 추정치에 대한 t-통계치는 할인율에 무관하게 유의하지 않는 것으로 나타난다. 이는 김권중(1997)에서와 다른 결과를 보이고 있으며, 재평가적립금, 이연자산 및 자본조정에 대한 추가배수를 회귀식을 통하여 분석한 결과 재평가적립금은 추가와 유의한 관계가 없다는 백원선·송인만(2000)의 연구결과와 일치한다.

1996년부터 1999년까지의 기간에 대하여 각 연도별로 추가분석을 한 결과는 〈표 4〉, 〈표 5〉 및 〈표 6〉에서 보는 바와 같다.

〈표 4〉 할인율이 12%일 경우(1996-99년)

연 도	ϕ_0	ϕ_1	ϕ_2	adj. R^2	N
1996	1.79 (16.86)***	0.04 (0.16)	2.14 (1.77)*	0.01	184
1997	1.21 (9.36)***	-0.00 (-0.01)	2.81 (2.25)**	0.02	149
1998	1.10 (13.07)***	0.23 (2.09)**	1.81 (3.03)***	0.04	161
1999	1.03 (9.25)***	-0.12 (-0.63)	-0.03 (-0.03)	-0.00	177

***(**, *): 1%(5%, 10%)수준에서 유의함.

〈표 5〉 할인율이 15%일 경우(1996-99년)

연 도	ϕ_0	ϕ_1	ϕ_2	adj. R^2	N
1996	1.86 (15.43)***	0.13 (0.42)	2.25 (1.92)*	0.01	184
1997	1.28 (9.05)***	0.03 (0.08)	2.65 (2.22)**	0.02	149
1998	1.16 (13.07)***	0.29 (2.35)**	1.81 (3.03)***	0.04	161
1999	1.03 (8.75)***	-0.12 (-0.39)	-0.03 (-0.03)	-0.00	177

***(**, *): 1%(5%, 10%)수준에서 유의함

〈표 6〉 할인율이 18%일 경우(1996-99년)

연 도	ϕ_0	ϕ_1	ϕ_2	adj. R^2	N
1996	1.92 (13.98)***	0.21 (0.66)	2.32 (2.06)**	0.01	184
1997	1.33 (8.55)***	0.06 (0.17)	2.48 (2.19)**	0.02	149
1998	1.21 (12.64)***	0.34 (2.53)**	1.81 (3.03)***	0.04	161
1999	1.03 (7.90)***	-0.12 (-0.55)	-0.03 (-0.03)	-0.00	177

***(**): 1%(5%)수준에서 유의함

〈표 4〉, 〈표 5〉 및 〈표 6〉에서 보는 바와 같이 할인율의 변화와 관계없이 1998년의 경우에만 5% 수준에서 유의함을 보이고 있다.

나. 검증모형 2의 결과

1996년부터 1999년까지의 기간에 대하여 검증모형 2를 적용한 검증결과는 〈표 7〉에서 보는 바와 같다.

〈표 7〉 검증모형2의 결과(1996-99년)

연 도	ϕ_0	ϕ_1	ϕ_2	adj. R^2	N
1996-99	1.18 (17.11)***	-0.16 (-1.83)*	0.99 (1.94)*	0.00	671
1996	1.63 (11.79)***	-0.22 (-0.89)	1.34 (0.99)	-0.00	184
1997	0.87 (5.22)***	-0.22 (-0.68)	3.30 (2.26)**	0.02	149
1998	0.89 (8.60)***	0.02 (0.21)	1.81 (3.03)***	0.04	161
1999	1.04 (6.74)***	-0.12 (-0.70)	-0.03 (-0.03)	-0.00	177

***(**, *): 1%(5%, 10%)수준에서 유의함

〈표 7〉에서 보는 바와 같이 1996년부터 1999년까지의 기간 전체적으로 보면 λ_1 의 계수가 10%수준하에서 유의한 것으로 나타났지만 각 연도별로 보면 모든 연도에 있어서 유의하지 아니한 것으로 나타나 검증모형 1에서와 같이 김권중(1997)의 결과와 다르며 백원선·송인만(2000)의 결과와 일치한다.

다. 연도별 차이의 원인

1996년부터 1999년까지의 기간에 있어서 1991년부터 1994년까지의 기간과 달리 재평가적립금의 주가에 대한 설명력이 유의하지 않고 검증모형 1에 의할 경우 1998년에만 유의한 결과를 보이는 이유를 살펴 보기 위하여 각 연도별 표본기업을 당해 연도에 재평가를 실시한 기업과 그 이전에 재평가를 실시한 기업으로 구분하여 그 수를 비교하였다. 그 결과는 〈표 8〉에서 보는 바와 같다.

〈표 8〉 재평가시기에 따른 표본기업의 수

연 도	당해 연도에 재평가를 실시한 기업수	직전 연도 이전에 재평가를 실시한 기업수	합 계
1996	4	180	184
1997	3	146	149
1998	76	85	161
1999	19	158	177
합 계	102	569	671

〈표 8〉에서 보는 바와 같이 검증모형 1에 의할 경우 재평가적립금의 계수(ϕ_1)가 1998년만 유의하고 나머지 연도에서는 유의하지 않은 결과는 당해연도에 재평가를 실시하였느냐의 여부에 의하여 영향을 받을 수 있다. 즉 재평가를 실시한 이후의 연도에는 재평가차액에 상당하는 자산가액이 감가상각됨에 따라 이익잉여금이 감소하게 되고 실질적으로 재평가적립금이 잉여금으로 존재하지 않음에 따른 결과일 수 있다고 하겠다. 재평가 이후 재평가자산의 내용연수가 전부 경과하거나 외부에 처분되는 경우 추가 감가상각으로

인한 이익잉여금의 감소액과 재평가차액은 동일한 금액이 될 것이다. 그럴 경우 재평가를 하지 않은 경우와 동일한 상태가 되며 장부상 재평가적립금은 가치평가에 영향을 주지 않을 것이다. 물론 이는 재평가 이후 내용연수의 경과에 따라 서서히 진행될 것이므로 재평가적립금의 정보효과는 재평가이후부터 감소되어 결국 소멸될 것이다.

이를 확인하기 위하여 1998년의 표본을 당해연도에 재평가한 기업과 재평가를 직전연도 이전에 실시한 기업으로 구분하여 분석하기로 한다.

3. 1998년에 대한 추가분석

가. 1998년에 재평가를 실시한 기업

1998년에 재평가를 실시한 기업의 1998년에 대한 검증결과는 <표 9> 및 <표 10>에서 보는 바와 같다.

<표 9> 검증모형 1의 결과(1998년)

연도 및 r	ϕ_0	ϕ_1	ϕ_2	adj. R^2	F(p값)
1998-12%	0.88 (13.56)***	0.31 (4.45)***	1.66 (3.83)***	0.20	10.91 (0.00)***
1998-15%	0.93 (13.56)***	0.36 (4.59)***	1.66 (3.83)***	0.20	10.91 (0.00)***
1998-18%	0.98 (13.17)***	0.41 (4.65)***	1.66 (3.83)***	0.20	10.91 (0.00)***

***: 1%수준에서 유의함

<표 10> 검증모형 2의 결과(1998년)

연도	λ_0	λ_1	λ_2	adj. R^2	F값
1998	0.68 (9.14)***	0.11 (2.07)***	1.66 (3.83)***	0.20	10.91 (0.00)***

***: 1%수준에서 유의함

<표 9> 및 <표 10>에서 보는 바와 같이 1998년에 재평가를 실시한 기업의 모든 회귀

계수(ϕ_0 , ϕ_1 , ϕ_2 , λ_0 , λ_1 , λ_2)에 대한 t-통계치는 모두 1% 수준에서 유의한 결과를 보이고 있고 조정된 R^2 는 20%수준이며, 모형의 설명력을 나타내는 F값은 모두 1%수준에서 유의함을 보이고 있다.

나. 1997년 이전에 재평가를 실시한 기업

1998년말 재무제표상 재평가적립금을 계상하고 있지만 1997년 이전에 재평가를 실시한 기업에 대한 검증결과는 <표 11> 및 <표 12>에서 보는 바와 같다.

<표 11> 검증모형 1의 결과(1998년)

연도 및 r	ϕ_0	ϕ_1	ϕ_2	adj. R^2	F값
1998-12%	1.20 (9.01)***	0.31 (1.28)	1.76 (1.81)*	0.01	1.84 (0.16)
1998-15%	1.26 (9.05)***	0.36 (1.43)	1.76 (1.81)*	0.01	1.84 (0.16)
1998-18%	1.31 (8.67)***	0.42 (1.54)	1.76 (1.81)*	0.01	1.84 (0.16)

***(*): 1%(10%)수준에서 유의함

<표 12> 검증모형 2의 결과(1998년)

연도	λ_0	λ_1	λ_2	adj. R^2	F값
1998	0.99 (5.89)***	0.10 (0.45)	1.76 (1.81)*	0.01	1.84 (0.16)

***(*): 1%(10%)수준에서 유의함

<표 11> 및 <표 12>에서 보는 바와 같이 재평가를 1997년 이전에 실시하고 1998년말 현재 재평가적립금을 보유하고 있는 기업을 대상으로 분석할 경우 검증모형 1과 검증모형 2 모두에 있어서 재평가적립금에 대한 회귀계수(ϕ_1 , λ_1)가 유의하지 않은 것으로 나타나 1998년에 재평가를 실시한 기업과 상반되는 결과를 보이고 있다.

V. 결 론

본 연구에서는 2000년말 자산재평가법의 폐지와 관련하여 자산재평가 회계정보의 유용성을 재검토하였다. 선행연구에 의하면 표본대상기간 및 검증모형에 따라 자산재평가적립금의 주가에 대한 설명력이 다르게 나타나고 있다. 즉, 1991년부터 1994년의 기간에 대하여 김권중(1997)이 Ohlson(1995)모형을 변형한 기업가치 평가모형에 의하여 검토한 결과 재평가적립금이 주가에 대하여 유의한 설명력이 있는 것으로 나타났으나 1994년부터 1997년의 기간에 대하여 백원선·송인만(2000)이 재평가적립금, 이연자산 및 자본조정에 대한 주가배수를 회귀식을 통하여 분석한 결과 재평가적립금은 주가와 유의한 관계가 없는 것으로 나타났다.

두 선행연구의 결과에서 보여준 차이의 원인을 살펴 보기 위하여 본 연구에서는 1996년부터 1999년의 기간에 대하여 김권중(1997)이 사용한 모형으로 재평가적립금의 설명력을 검토하였다. 그 결과 재평가적립금의 주가에 대한 설명력은 대체로 유의하지 않은 것으로 나타났다. 그러나 연구기간 중 대부분의 재평가가 실시된 1998년의 표본기업에 대하여 1998년에 자산재평가를 실시한 기업과 1997년 이전에 재평가를 실시하고 1998년 현재 재평가적립금을 가지고 있는 기업으로 구분하고 각각의 경우에 있어서 재평가적립금의 주가에 대한 설명력을 비교한 결과 전자에 해당하는 기업의 경우 유의한 결과를 보였으나 후자의 경우 유의하지 않은 것으로 나타났다. 이는 과거에 재평가한 기업의 재평가적립금은 장부상으로는 금액이 남아 있지만 시간이 경과함에 따라 재평가차액에 상당하는 자산가액이 감가상각됨에 따라 이익잉여금이 감소하게 되고 실질적으로 재평가적립금이 잉여금으로 존재하지 않음에 따른 결과일 수 있다고 하겠다. 그러나 이러한 결과가 자산재평가의 유용성을 부정하는 것은 아니다. 다만, 재평가의 정보효과는 재평가 당시 존재하지만 재평가이후 감소하여 소멸할 개연성이 있다는 것을 의미한다고 하겠다.

본 연구의 한계 및 앞으로의 연구방향은 다음과 같다.

첫째, 본 연구에서는 1998년만을 대상으로 당해 연도에 재평가를 실시한 기업과 그 이전에 재평가를 실시한 기업으로 구분하여 비교하였으나 다른 연도(1996년, 1997년 및 1999년)에 대하여는 당해 연도에 재평가를 실시한 기업의 수가 30개 미만으로 적어서 통계적인 검증을 할 수 없었다.

둘째, 본 연구에서는 자산재평가를 1995년 이전에 실시한 경우 그 실시시기에 관한 자

료를 입수할 수 없어서 재평가이후 시간이 경과함에 따라 자산재평가 회계정보의 유용성이 감소 또는 소멸하는 지를 심층적으로 검토하지 못하였으나 자료를 입수하여 이를 검토하는 것은 향후의 연구과제이다.

본 논문은 다른 학술지 또는 간행물에 게재되었거나 게재신청되지 않았음을 확인함

참 고 문 헌

- 김권중, "자산재평가와 회계정보의 유용성에 대한 실증적 분석", 「회계학연구」 제22권 제1호, 1997년 3월, pp. 37-57.
- 백원선·송인만, "순자산의 순전성 감소항목의 가치평가: 재평가적립금, 이연자산 및 자본조정을 중심으로", 「회계학연구」 제25권 제1호, 2000년 3월, pp. 1-20.
- 송인만·최관, "자산재평가의 동기와 주가반응", 「경영학연구」 제24권 제3호, 1995년 8월, pp. 175-211.
- 이참수·반선섭, "자산재평가 유인에 관한 연구", 「회계학연구」 제14권, 1992년 7월, pp. 49-75.
- 허성관·정신작, "자산재평가 공시의 정보효과와 그 요인", 「회계학연구」 제10호, 1990년 9월, pp. 19-33.
- Ohlson, J., "Earnings, Book Value, and Dividends in Security Valuation", Contemporary Accounting Research (Spring 1995), pp. 661-687.
- Patell, J., "Corporate Forecasts of Earnings per Share and Stock Price Behavior: Empirical Tests", Journal of Accounting Research (Autumn 1976), pp. 246-276.

A Study on the Usefulness of Asset Revaluation Information

June-Q Lee · Professor, Kyunghee University

Eunsang Lee · Professor, Kyunghee University

Chung Jin Shim · Sam-Kyeong Accounting Corporation

This paper is focused on seemingly contradictory empirical results of prior research on the potential usefulness of asset revaluation data. Based on an equity valuation model which modified EBO model by Ohlson(1995), Kim(1997) reported significant explanatory power of asset revaluation data for stock prices. Baek & Song(2000), however, reported that there was no significant relationship between asset revaluation data and stock prices.

The purpose of this study is to provide reasons for these seemingly contradictory empirical results. To reconcile this difference, we conjecture that these contradictory results may be due to different models used to describe asset valuation process. Given the elegance of equity valuation model and clean empirical evidence of Kim(1997), we first try to replicate his result, using different sample period. Like Baek & Song(2000), however, we find no significant relationship between asset revaluation data and stock prices. This finding may result from different sample periods to examine the relationship between asset revaluation data and stock prices. But this explanation seems unreasonable.

To find satisfactory explanation, we made another conjecture that there may be erosion of explanatory power over time. To investigate into the possibility of erosion, we divide our sample of 1998 firms into two parts. One group consists of firms that reevaluated their asset in 1998. The other consists of firms that had reevaluated their asset before 1998 and had considerable depreciation on that reevaluated asset. Then, we conduct empirical analysis similar to Kim(1997) on these two groups and again find contradictory results. This evidence suggests the possibility of erosion of explanatory power over time.

〈Key Word〉 Asset Revaluation, Valuation Model, Depreciation