

## 공정가치평가의 유용성에 관한 연구: 유형자산 재평가모형을 대상으로

이진훤\* · 조장연\*\*

### A Study on the Usefulness of Fair Value Measurement: the Case of Tangible Assets Revaluation

#### *Abstract*

*The purpose of this study is to test how the newly adopted K-GAAP, signifying the adoption of tangible assets revaluation model, has affected the value relevance of accounting information. We adopted 193 sample firms which utilized the asset revaluation during the years, 2008 and 2009 and employed 193 control firms, matched by firm size and industry. Besides, we performed the pre- and post- tests for the test years (revaluation year 2008 and 2009) and pre-tested 3 years.*

*Results show that the value relevance of accounting model is affected significantly whether they employed the revaluation model or not for the test period. Specifically, for the revaluation adopted firms, there was little difference in accounting information when the value relevance was for both test year.*

*However, for the non-revaluation firms, significant difference in value relevance was documented after test sample firms adopted asset revaluation. Further tests reveal that in the year 2008, the value relevance of tangible assets increased significantly for high leverage firms, which support the motivation hypothesis that adopting revaluation is mainly motivated by improving capital structure. Contrarily, in the year 2009, only low leverage firms showed the value relevance of information relevance. This indicated that in the year 2009, motivation for relevance was different from the previous year such that high quality firms adopted the revaluation model to comply with K-GAAP. Overall, these results imply that fair value measurement improve the value relevance of accounting information. These findings are timely meaningful since we are now fully adopting IFRS as our accounting standards.*

\* 한국외국어대학교 글로벌 경영대학 박사  
과정

\*\* 한국외국어대학교 글로벌 경영대학 교수

## I. 서론

회계정보의 목적적합성과 신뢰성이라는 두 질적 특성은 양자 간의 상충관계로 인하여 우선순위가 시대적으로 변천하여 왔다. 20세기 말부터 전개된 급속한 세계경제의 통합화로 인하여 승자독식의 법칙이 모든 산업에 광범위하게 확산되었고, 이에 따라 각국의 자본시장이 초우량 기업 위주로 급속히 개편되었다. 이에 따라 시장에서 평가되는 기업의 가치(시가총액)에서 순자산(자본)이 차지하는 비중이 급속히 감소하게 되었고,<sup>1)</sup> 이에 따라 회계정보, 특히 재무제표의 유용성에 관한 많은 논란이 지속되어 왔다(AICPA, Jenkins report, 1994). 이러한 시가총액과 순장부가액 차이는 기업들이 글로벌화되면서 우수기업만이 생존되어 기록되지 않은 프리미엄(영업권가치)의 증가가 주요인으로 보여지지만, 또 다른 원인으로서는 1990년대 이후 세계적으로 이자율 하락에 따른 자산가치의 상승으로 역사적원가로 기록된 자산이 그 시가를 정확히 반영하지 못한 점을 들 수 있다. 이처럼 특정시점의 상황을 보여주는 재무상태표가 자산의 가치를 정확하게 반영하지 못함에 따라 자본시장에 있어서 자원

배분의 효율성이 저해된다는 비판(Lev and Zarowin, 1999)과 이의 연장선에서 자산의 공정가치평가 정보가 회계정보 이용자에게 보다 유용한 가치를 가지고 있다는 주장이 지속적으로 주장되어 왔다(Barth, 1994; Aboody et al., 1999). 이러한 관점에서 신뢰성에 기반한 역사적 원가주의의 문제점을 인식하고 IASB를 중심으로 공정가치회계의 폭 넓은 허용이 세계적인 추세가 되었으며, 국제회계 기준(IFRS)에서도 자산의 공정가치평가를 광범위하게 허용하게 되었다.

우리나라도 2011년, IFRS를 전면 도입함에 따라, IFRS의 조기도입 취지의 일환으로 2008년부터 유형자산에 대하여 공정가치평가(재평가모형)를 도입하게 되었다. 그러나 국내에서는 이미 2000년 이전까지 자산재평가법에 의한 자산재평가를 실시하였으며, 이에 관한 연구도 활발히 진행된 바 있다. 연구결과에 의하면 재평가정보가 유용한 회계정보였으나 유용성 정도와 방향은 재평가동기에 의해 좌우 된다고 보았으며(전영순, 박성호, 2002), 자산재평가 동기와 관련한 연구에서는 기업의 재무구조개선과 추가 차입금조달, 감가상각비를 이용한 절세효과의 목적으로 이루어졌다고 보고하고 있다(송인만, 최관, 1995). 즉, 과거 국내에서의 재평가는 회계정보의 질적향상을 위한 것이 아니라 기업의 재무구조개선 효과를 위한 경영자의 선택으

1) S&P500 기업의 시가에서 장부가가 차지하는 비율은 1960년대 55%에서 2000년에는 15%로 감소한 바 있고, 현재는 20~25%선에서 유지되고 있다.

로 이루어졌다고 할 수 있다. 그렇다면 과연 IFRS에 의한 유형자산 재평가모형의 도입이 과거와 다르게 국내 회계정보의 질적 향상을 가져옴으로써 회계정보의 유용성이 과연 증대 되었는지는 새로운 실증적 질문이 되겠다.

본 연구에서는 국내 상장기업의 재평가모형 도입이 가치관련성에 미치는 영향을 분석함으로써 회계정보의 유용성이 제고되었는지 판단한다. 이를 위해서 공정가치평가의 가치관련성을 분석하고 기업의 특성을 분석함으로써 IFRS의 전면 도입에 따른 공정가치평가의 광범위한 허용이 회계정보의 유용성에 어떠한 변화를 가져오는지 사전적으로 살펴보는 계기가 될 것이다. 특히 기존의 연구와는 다음과 같은 점에서 차이를 갖는다. 첫째, 이전연구의 경우 재평가를 단면적인(해당연도, 재평가실시기업) 측면에서 연구가 이루어졌으나 본 연구는 재평가 이전연도와 재평가 이후에 가치관련성이 지속되는지를 살펴봄으로써 시계열적으로 분석하였으며, 재평가를 실시하지 않은 기업을 통제기업으로 선정하여 결과를 비교함으로써 다양한 외부효과를 통제하고자 하였다. 둘째, 2000년 이전의 국내 자산재평가법은 정부정책의 일환으로 실시되었으며, 국제적으로 인정받지 못하는 자산의 평가로 국제적 수용성이 결여되었다. 이를 대상으로 한 연구결과 또한 국제적인 수용성이 저

하 될 수 밖에 없을 것이다. 본 연구에서는 IFRS를 도입하기 위한 일환으로 도입된 재평가모형을 이용하여 공정가치평가를 연구함으로써 회계기준의 국제적 정합성 제고라는 주요 명제가 유용성에 어떻게 실제로 영향을 미치는지 검증하는 계기가 될 것으로 판단된다. 뿐만 아니라 과거 자산재평가법과 현행 기업회계기준에 의한 재평가모형의 도입취지와 그 성격이 상이한 부분이 존재하는데<sup>2)</sup> 이 차이가 어떻게 영향을 주는지 과

2) 자산재평가법과 현행 기업회계기준의 유형자산 재평가모형 비교

구 분	자산재평가(1998년)	현행 자산재평가(2008년)
근거 규정	자산재평가법	기업회계기준서 제5호(유형자산)
적용 시기	2000. 12. 31까지 (한시법)	2008년 말 소급적용
내용상 차이	평가증 인정	평가 증·감 인정
회계처리	자본잉여금	평가 증: 기타포괄손익평가 감: 당기손실
재평가의 제한	동법에 의한 재평가 후 다시 재평가 불가 (1회만 허용)	자산재평가모형 선택시 주기적 (1·3·5년)으로 재평가 실시
재평가 대상	1997년 12월 31일 이전에 취득한 토지, 비업무용자산을 포함한 감가상각이 가능한 고정자산 <sup>1)</sup>	유형자산
세율	중전규정에 의한 재평가: 3% 토지 재평가: 1%	없음
재평가 적립금의 처분제한	자본전입 재평가일 이후에 발생한 결손금 보전 환율조정계정상의 금액과 상계	유형자산을 폐기하거나 처분할 때 당기손익으로 인식

참조: 한국조세연구원, 재정포럼 59호(2001. 05) 재정통계: 자산재평가법의 연혁 외.

거연구와 비교하여 살펴보고자 한다.

2008년부터 2009년까지 유형자산 재평가모형을 도입한 기업들에 대하여 실증분석한 결과에 의하면, 재평가모형을 도입할 경우 해당 자산에 대한 가치관련성은 지속되나 도입하지 않은 기업의 경우 가치관련성이 감소되는 것으로 나타났다. 즉, 역사적원가와 공정가치평가가 선택 가능할 경우 역사적원가에 의한 회계정보는 그 유용성이 크게 감소되었다. 재평가이후 연도에 대한 분석에서도 재평가모형을 도입하지 않은 기업의 경우 유형자산에 대한 가치관련성이 기록되지 않았다. 또한 재평가의 동기는 재무구조개선을 통한 추가 차입금 조달이며 이로 인하여 부채비율이 높은 기업만 가치관련성이 존재한다(Easton et al., 1993)는 선행연구의 결과를 확인하기 위한 추가분석에서는 도입 시기별로 상반된 결과를 보였다. 즉, 2008년도에 재평가모형을 도입한 기업의 경우 선행연구 결과와 동일하게 부채비율이 높은 기업만 유형자산에 대한 가치관련성이 존재하였으나, 2009년도에 재평가모형을 도입한 기업에 대한 분석에서는 부채비율이 낮은 기업만이 가치관련성이 존재하여 2008년과 상반된 결과를 보여주었다. 이러한 결과는 도입초기에는 과거 자산재평가에 의한 동기와 같이 재무구조개선이라는 목적을 달성하고자 자산재평가가 이루어졌으나, 그 이후에는 회계정보의 유

용성 측면에서 재평가가 이루어졌음을 간접적으로 보여주고 있는 결과로 판단된다. 이러한 연구의 결과는 한국채택국제회계기준(K-IFRS)의 전면 도입을 앞둔 시점에서 K-IFRS의 광범위한 공정가치평가의 허용이 유용한 회계정보가 될 수 있음을 시사하는 것이다.

본 연구는 서론에 이어, 선행연구와 가설을 설정하였고, 이어서 표본의 선정과 연구방법을 제시한 후 연구결과를 설명하고, 마지막으로 본 연구의 결론을 제시한다.

## II. 선행연구와 가설설정

### 1. 선행연구

제 1차 세계대전 직후 나타난 고 인플레이션으로 유럽의 일부국가에서 역사적원가를 대신하여 대체원가(replacement cost)가 도입된 이래 역사적원가와 공정가치평가는 오랜 논쟁이 되어왔다. 특히 1980년대에 인플레이션 회계와 관련된 많은 연구들이 인플레이션이 반영된 재무정보, 즉 대체원가(공정가치)의 유용성을 찾아내는데 실패하였으며(Beaver et al., 1980; Ro, 1980; Ro, 1981), 이는 사전에 정보가 시장에 이미 반영되었을 것이라는 예측을 낳게 하였다(Freeman, 1982). 반면 Brown et al.(1992)은

자산재평가를 실시한 기업들에 대하여 물가상승이 높았던 해와 낮았던 해를 구분하여 재평가동기를 분석하였으며, 부채비율이 높고, 기업규모가 크고, 고정자산의 비중이 높고, 법인세 부담이 높은 기업일수록 재평가동기가 크게 나타난다는 연구결과를 보고하였다. 이와 함께 재평가금액에 대한 가치관련성 연구도 호주기업을 대상으로 이루어졌으며(Easton et al., 1993), 결과에 의하면 부채비율이 높은 기업만 재평가가 가치관련성이 있으며, 이는 추가적인 차입금 조달을 위한 목적으로 재평가가 이루어졌다고 주장하였다. 과거의 유형자산 재평가에 비하여 금융상품에 대한 공정가치의 적합성도 연구되었다(Barth, 1994). 금융기관이 보유하고 있는 투자유가증권을 이용하여 공정가치의 목적적합성을 검증하였으며, 공정가치 정보가 역사적원가에 비하여 주가에 추가적인 설명력을 제공한다는 결론을 얻었다. Barth and Clinch(1998)는 호주의 350개 상장회사를 대상으로 기업의 보유자산을 금융자산, 유형자산 및 무형자산으로 구분하고 이들 자산항목의 공정가치 정보가 주가와 관련성이 존재하는지 검증하였다. 그 결과 금융자산 및 무형자산의 공정가치 정보는 주가와 유의한 관련성이 존재하였으나, 유형자산의 공정가치 정보와 주가간의 관련성은 발견하지 못하였다.

국내 연구로서 김권중(1997)은 1991~1994년까지 한국증권거래소에 상장된 기업 중에서 자산재평가를 실시한 기업을 대상으로 자산재평가와 관련한 회계정보의 유용성 논쟁을 검토하였다. 연구결과 재평가적립금은 주식가격에 대해 유의한 설명력을 갖고 있음을 확인하였다. 김권중과 김문철(2000)은 금융기관을 대상으로 재무제표 주석에 공시된 유가증권 공정가치정보의 목적적합성을 실증 분석하였으며, 유가증권 공정가치정보가 주식가격에 대해 유의한 설명력을 갖고 있는 것으로 보고하였다. 나아가 주가수준 분석을 통하여 금융업에서의 공정가치회계 도입을 지지하는 실증적 증거를 제시하였다. 백원선 등(2002)은 투자자들이 재평가적립금에 대하여 가치평가를 할 때 재평가 동기를 감안하여 평가하는지를 분석하였으며, 재평가적립금에 대한 주식시장의 평가는 법인세절감효과와 부채비율 개선 등의 재평가 동기를 차별적으로 반영한다고 보고하였다. 신현걸(2008)은 주식으로 기재하는 토지의 공시시가를 이용하여 공시시가가 주가에 추가적인 설명력을 제공하는지 연구하였으며, 토지의 공시시가와 장부금액 차이는 주가와 관계에서 유의한 결과를 얻지 못하였다. 이러한 분석결과를 바탕으로 주식으로 공시되는 토지의 공정가치 정보가 이미 주가에 상당부분 반영

되어 있다고 해석하였다.

이상 논의한 바와 같이 선행연구에서는 자산재평가를 통한 자산의 시가평가 정보가 유용하였으나, 주로 기업의 재무구조개선 목적에 의해 자산재평가가 이루어졌음을 보고하여 재평가를 이용한 공정가치평가 정보의 가치관련성 존재 여부에 대하여 제한적인 지지를 하고 있다. 특히 우리나라에서 이루어진 과거 자산재평가는 회계정보의 유용성 증대 방안의 일환으로 자산재평가가 이루어지기 보다는 경기상황에 맞물려 정부의 정책적 목적으로 일시적으로 허용되었다. 그러나 IFRS의 전면 도입에 앞서 현행 기업회계기준의 개정을 통한 유형자산 재평가모형의 도입은 회계정보의 유용성을 증대시키기 위한 일환으로 이루어진 점에서 이전과 근본적으로 관점이 다르다 할 수 있겠다.

## 2. 가설설정

본 연구의 목적은 유형자산 재평가모형의 도입이 회계정보의 유용성을 향상시켰는지 검증하는데 있다. 이러한 검증을 위해 본 연구에서는 재평가모형을 도입한 기업(이하 실험기업)과 그렇지 않은 기업(이하 통제기업)을 비교함으로써 연구결과의 타당성을 높이고자 한다. 선행연구에 따르면 비이익 재무제표 정보들, 특히 재무상태표상의 주요 정보들이

미래이익에 대한 정보효과를 가지고 있으며, 이익을 포함한 재무제표 항목들은 주가수준에 미치는 영향이 다를 것을 보여 주고 있다(Ou and Penman, 1989). 따라서 본 연구에서는 Ou and Penman(1989)과 Ohlson(1995)모형에 기초하여 운전자본과 유형자산, 무형자산, 기타자산으로 구분하여 재무제표의 주요 항목이 가치관련성에 질적 차이가 있는지 검증하고자 한다. 자산의 공정가치평가 정보가 회계정보이용자에게 유용한 가치를 가지고 있다는 주장이 지속적으로 주장되어 왔으며(Barth, 1994; Aboody et al., 1999), 동일선상에서 IFRS에서도 자산의 공정가치평가를 광범위하게 허용하고 있다. 그러나 IFRS의 조기도입의 일환으로 허용된 유형자산 재평가모형의 도입이 회계정보 유용성의 변화를 가져왔는지는 별도의 실증적으로 검증될 사항이다. 본 연구에서는 유형자산 장부가에 대하여 재평가 이전연도와 재평가연도의 가치관련성을 비교 분석함으로써 회계정보의 유용성이 증대되었는지 검증한다. 또한 실험기업과 유사한 기업 중 재평가를 도입하지 않은 기업을 선정하여 회계정보의 유용성에 변화가 생기는지 추가로 검증하도록 한다. 실제적으로 [그림 1]과 같이 표본을 구분하여 분석을 실시하며, 재평가모형의 도입이 유형자산에 대한 가치관련성을 증대시켰다면, 유형자산 장부금액 대하여 I 집단

	t-1~3 (previous year of revaluation)	t (revaluation year)
Test Firms	I	II
Control Firms	III	IV

[Figure 1] Group Definitions

보다 II집단의 가치관련성이 높고, III집단과 IV집단은 가치관련성의 차이가 없어야 한다. 이에 따라 다음과 같은 본 가설이 제안된다.

가설: 유형자산 재평가모형의 도입은 유형자산 가액의 가치관련성에 영향을 주지 않는다.

위의 가설에 대하여 표본 전체 뿐만 아니라 도입 시기별로 검증을 실시한다. 이는 재평가 도입시기별로 기업의 특성과 재평가 도입목적 차이에 따른 주가반응이 달라질 수 있기 때문이다.

### III. 표본선정과 연구방법

#### 1. 표본선정

본 연구의 표본은 유가증권시장에 상장된 기업 중 2008년과 2009년 재평가를 실시한 기업이며, 한국신용평가(주)의 KIS VALUE 데이터베이스에 수록된 기업 중 다음 요건들을 충족하는 기업을 대상으로 한다.

- (1) 금융업(은행, 투자금융, 증권, 보험 등)에 포함되지 않는 기업
- (2) 표본기간 중에 주가 자료 및 재무제표 자료가 존재하는 기업

#### < 실험기업의 선정과정 >

선정기준	실험기업수
① 한국증권거래소에 상장된 비금융업 영위 기업	660
- ② 기준연도 이전 3개 연도에 대하여 연속적인 주가/재무제표를 획득할 수 없는 기업	-71
- ③ 12월 결산법인이 아닌 기업	-27
- ④ 감사의견	-30
- ⑤ 자산재평가를 실시하지 않은 기업 <sup>1)</sup>	-339
계	193

- 1) 실험기업에 대한 표본수를 제시하였으며, 통제기업의 선정은 위의 조건 ①~④의 조건을 만족시키는 기업중 실험기업과 산업분류가 일치하고 자산총계(재평가이전연도 기준)가 유사한 기업을 일대일 대응으로 선정하였으며, 통제기업에 대한 표본수는 실험기업과 같은 193개 기업이다.
- 2) 연도별 실험기업수: 2008년 110개, 2009년도 83개.

- (3) 결산일이 12월 31일인 기업  
 (4) 재무제표의 외부감사에 대하여 적정의견을 받은 기업

2009년 현재 한국증권거래소에 상장된 비금융업 기업은 660개이며, 본 연구에 사용된 기간에 대하여 주가 및 재무제표를 이용하지 못하는 71개의 기업이 제외되었다. 대부분의 국내기업들의 경우 결산일이 12월 31일이며, 회계정보의 공시시점이 서로 상이한 경우, 자산재평가의 유용성 검증시 회계정보 이외에 외부경제여건에 의해서도 영향을 받으므로 평가시점의 차이에 따른 시점효과를 제거하기 위하여 12월 결산법인이 아닌 기업을 제외하였다. 적정의견 이외의 감사의견을 받은 재무제표는 그 금액을 신뢰하기 어렵기 때문에 표본에서 제외하였다. 이러한 조건을 모두 만족하는 실험기업은 2008년 110개, 2009년 83개로 총 193개 기업이다. 또한 재평가를 실시하지 않은 기업과 비교를 위하여 위 (1)~(4)의 조건을 만족하며, 2008년과 2009년에 재평가를 실시하지 않은 기업 중 실험기업과 산업 및 기업규모가 유사한 기업을 통제기업으로 선정하였다. 통제기업의 표본은 실험기업과 같은 2008년도 110개, 2009년도 83개로 총 193개의 기업이다.<sup>3)</sup>

3) 실험기업과 통제기업에 대한 기업정보는 지면관계상 포함하지 않았다. 위에서 제시한 기준에 의하여 통제기업을 선정할 수 없는

## 2. 연구방법 및 변수정의

자산재평가를 통한 공정가치평가가 유용한 회계정보임을 검증하기 위하여 본 연구에서는 Ohlson(1995)의 기업가치평가모형 이론에 기초하여 실증분석 모형을 개발한다. Ohlson(1995) 모형을 순자산의 순전성 관계(clean surplus relation)에 대한 가정과 초과이익의 시계열 형태에 대한 자기회귀를

가정하여 단순화하면 다음의 식 (1)과 같이 표시할 수 있다(Wang et al., 2005).

$$P_t = \alpha_0 + \alpha_1 BV_t + \alpha_2 EPS_t + \varepsilon_t \quad (1)$$

여기서

$P_t$ : t+1기의 3월 말 i기업의 보통주  
 종가

$BV_t$ : t기의 i기업의 주당 순자산  
 가액

$EPS_t$ : t기의 i기업의 주당순이익

$\varepsilon_t$ : 오차항

또한 재무상태표상의 자산을 운전자본, 유형자산, 무형자산, 기타자산 등 주요 항목으로 나누어 재무상태표 등식을 표시하면 다음과 같다.

$$BV_t = WC_t + TanA_t + IntanA_t + OthA_t - Debt_t \quad (2)$$

기업이 존재하였으며, 이러한 기업에 대해서는 기준을 완화하여 통제기업을 선정하였다.



여기서

WC<sub>t</sub>: 순운전자본(유동자산-비이자  
부유동부채)

TanA<sub>t</sub>: 유형자산

IntanA<sub>t</sub>: 무형자산

OthA<sub>t</sub>: 기타자산(자산총계-유동자  
산-유형자산-무형자산)

Debt<sub>t</sub>: 부채(부채총계-비이자부유동  
부채)

재무제표 항목의 질적 차이를 살펴보  
기 위하여 위 식 (2)를 식 (1)에 대입하  
여 정리하면 다음의 식 (3)과 같다.

$$P_t = \alpha_0 + \alpha_1 WC_t + \alpha_2 TanA_t + \alpha_3 IntanA_t + \alpha_4 OthA_t + \alpha_5 Debt_t + \alpha_6 NI_t + \epsilon_t \quad (3)$$

Hayn(1995), Collins et al.(1999)의 실  
증연구결과는 음(-)의 이익(negative ear-  
nings)을 보고한 기업의 이익-시장가치 관  
계는 그렇지 않은 기업의 그것과 상이한  
것으로 나타났다. 따라서 식 (3)에서 회  
계이익이 음(-)인 경우의 왜곡을 통제하  
기 위하여 비대칭적 회계이익 변수(Ng×  
NI)를 추가시키고, 연도별 주식가격 차이  
를 통제하기 위하여 연도별 더미변수를  
추가시키면 식 (4)와 같다(이하 모형 1).

모형 1:

$$P_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 WC_{it} + \alpha_2 TanA_{it} + \alpha_3 IntanA_{it} + \alpha_4 OthA_{it} + \alpha_5 Debt_{it} + \alpha_6 NI_{it} + \alpha_7 Ng \times NI_{it} + \alpha_8 \sum_{k=1}^K y_k YR_k + \epsilon_{it} \quad (4)$$

$$+ \alpha_5 Debt_{it} + \alpha_6 NI_{it} + \alpha_7 Ng \times NI_{it} + \alpha_8 \sum_{k=1}^K y_k YR_k + \epsilon_{it}$$

여기서,

P<sub>t</sub>: t+1의 3월 말의 보통주 증가

WC<sub>t</sub>: 순운전자본(유동자산-비이자  
부유동부채)

TanA<sub>t</sub>: 유형자산

IntanA<sub>t</sub>: 무형자산

OthA<sub>t</sub>: 기타자산(자산총계-유동자  
산-유형자산-무형자산)

Debt<sub>t</sub>: 부채(부채총계-비이자부유동  
부채)

NI<sub>t</sub>: 당기순이익

Ng×NI<sub>t</sub>: 당기순이익이 음(-)이면  
NI<sub>t</sub>, 그렇지 않으면 0의  
값을 갖는 비대칭변수

YR<sub>k</sub>: 시점 t에서의 관측치가 k년도  
에 속하면 1, 그렇지 않으면 0  
의 값을 갖는 더미변수

ε<sub>t</sub>: 회귀분석 모형에서의 잔차

재무제표의 주요 항목별 질적차이 검  
증 뿐만 아니라 유형자산 재평가모형의  
도입이 해당 유형자산 정보의 기업가치  
관련성을 변화시켰는지를 검증하기 위  
하여 위의 식 (4)는 다음과 같이 변형된  
다(이하 모형 2).

모형 2:

$$P_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 WC_{it} + \alpha_2 TanA_{it} + \alpha_3 IntanA_{it} + \alpha_4 OthA_{it} + \alpha_5 Debt_{it} + \alpha_6 NI_{it} + \alpha_7 Ng \times NI_{it} + \alpha_8 \sum_{k=1}^K y_k YR_k + \epsilon_{it} \quad (5)$$

$$\begin{aligned}
& +\alpha_3 d \times \text{Tan}A_{it} + \alpha_4 \text{Intan}A_{it} \\
& +\alpha_5 \text{Oth}A_{it} + \alpha_6 \text{Debt}_{it} + \alpha_7 NI_{it} \\
& +\alpha_8 Ng \times NI_{it} + \alpha_9 \sum_{k=1}^K y_k YR_k + \epsilon_{it}
\end{aligned}$$

위의 회귀식 (5)는 회귀식 (4)에 상호작용 변수인  $d \times \text{Tan}A$ 를 추가적으로 포함시킨 것으로 재평가모형의 도입 이전 연도와 재평가연도의 가치관련성의 차이를 살펴보기 위함이다.  $d$ 는 재평가기전 연도이면 0, 재평가연도이면 1의 값을 갖는 더미변수를 의미하며, 재평가 모형 도입 이후에도 유형자산 가액의 가치관련성이 변화가 없다면  $d \times \text{Tan}A$ 의 계수 추정치인  $\alpha_3$ 은 유의한 값을 보이지 않을 것이다.

앞서 제시한 회귀분석에 사용되는 변수의 계산은 다음과 같다. 회귀식에 사용된 종속변수는 해당 기업의 재무제표가 공시되는 시점인 3월 말의 주가(P)를 사용한다. 순운전자본은 생산과 판매라는 본업의 원활한 활동에 소요되는 투자자금으로 정의되며, 유동자산 중 매출채권과 재고자산 등 본업에 소요된 운전자본에서 유동부채 중 매입채무와 미지급금 등 비이자부 유동(영업)부채를 공제한 금액으로 측정한다.<sup>4)</sup> 유동자산의 경우 재무정보에 대한 외부이용자가 본업

에 소요되는 것과 그렇지 않은 재무제표 항목을 구분하는 것은 쉽지 않다. 반면 비이자부 유동(영업)부채의 경우는 재무제표에서 구분하기는 상대적으로 용이하다. 따라서 본 연구에서는 순운전자본(WC) 계산시 유동자산총계에서 비이자부 유동부채를 차감해서 계산하며, 비이자부 유동부채는 유동부채 총계에서 단기사채, 단기차입금, 유동성장기부채 등 금융부채를 차감하여 계산한다. 유형자산(TanA)은 재무상태표상의 장부금액을 의미하며, 재평가를 실시한 기업의 경우에는 재평가차익을 포함하는 공정가치로 계상된 장부금액이다. 기타자산(OthA)의 계산은 자산총계에서 유동자산, 유형자산, 무형자산의 장부금액을 차감하여 계산하며, 부채(Debt)는 부채총계에서 비이자부 유동부채를 차감하여 계산한다. 위의 모든 변수들은 종속변수인 보통주주가(P)와 단위를 일치시키기 위하여 t시점의 보통주 발행주식수로 나누어 주당 금액으로 계산한다. 이 뿐만 아니라 재평가모형 도입 기업을 대상으로 역사적 원가에 의한 장부금액과 재평가차익이 질적 차이가 존재하는지 검증한다. 재평가차익(Rval)은 해당 기업의 재무제표의 주석사항을 통해 파악한 실제 재평가 실시 후 증감된 장부금액이며,  $\text{Tan}A^+$ 은 유형자산의 장부금액(TanA)에서 재평가차익(Rval)을 차감한 금액으로 한다.

4) 강효석, 이원홍, 조장연(2005), 기업가치평가론 제4판, 홍문사.

## IV. 실증분석결과

본 절에서는 앞서 제시한 연구가설과 모형을 검증하기 위하여 실증분석 결과를 제시한다. 제 4.1절에서는 유형자산 공정가치평가의 가치관련성에 대한 실증분석결과를 살펴보고 제 4.2절에서는 제 4.1절에서 분석된 결과의 타당성을 높이기 위한 추가분석에 대한 결과를 제시한다.

### 1. 유형자산 공정가치평가의 가치관련성

분석에 사용된 표본의 기술통계치는 <표 1>에 제시하였다. 통제기업의 선정방법으로 산업분류와 자산총계 기준을 사용하였음에도 불구하고 종속변수로 사용된 주가(P)의 경우 통제기업이 실험기업보다 평균과 중위수 모두 높았다. 이는 동일한 기업규모일 경우 주가(P)가 작다는 것의 의미는 장부가치대 시장가치비율(MV/BV)이 상대적으로 낮은 기업이 실험기업에 다수 존재한다는 것이다. 기업 전체가치에서 타인자본에 대한 비중이 실험기업이 높을 수 있음을 의미하는 것이다. 순운전자본(WC)의 경우에는 실험기업과 통제기업 모두 재평가모형 도입 이전연도에 비해 큰 폭으로 감소되었는데, 이는 본 연구에서 표본으로 선정된 재평가모형 도입연도가 2008년도와

2009년도로 글로벌 금융위기로 인한 경기침체의 여파로 단기지급 능력이 약화되었기 때문으로 판단된다. 실험기업의 주당 유형자산(TanA)은 재평가로 인하여 22,030원에서 34,632원으로 평균값이 증가 하였으며, 통제기업은 큰 변화가 없었다. 기타자산(OthA)의 경우 실험기업과 통제기업 모두 상당부분 증가를 보였으며, 부채의 경우는 다소 감소되었다. 주당 부채금액(Debt)의 평균은 재평가 이전연도에 실험기업이 21,815원, 통제기업이 11,894원으로 2배의 차이를 보였으며, 자산총계가 유사한 기업을 기준으로 통제기업을 선정하였기 때문에 실험기업이 통제기업보다 더 높은 부채비율을 보이는 것으로 판단할 수 있다. 뿐만 아니라 주당 당기순이익(NI)은 재평가시점(t시점)에서 실험기업은 1,444원, 통제기업은 3,495원으로 통제기업이 2배 이상 크게 나타나 자산재평가를 실시한 기업이 상대적으로 수익성이 낮게 나타났다. 이러한 재무구조와 수익성의 차이로 인하여 실험기업과 통제기업간 주가 차이에 영향을 미쳤을 수 있으며, 가치관련성 분석에서도 차이가 존재할 것으로 예상된다.

<표 2>는 회귀분석에 사용된 변수들의 단순상관관계를 표시하고 있다.<sup>5)</sup> 표에서 보는 바와 같이,  $Ng \times NI$  변수를 제

5) 지면관계상 실험기업에 대한 t년도의 상관관계만을 제시하였다.

&lt;Table 1&gt; Descriptive Statistics of Variables

(Unit: Per share, Won)

Test firms						
Variables	Group	Mean	Median	Standard Deviation	Minimum Value	Maximum Value
P	I	28,868	9,400	71,486	175	627,750
	II	28,203	6,600	77,073	280	604,938
WC	I	17,122	6,617	33,794	-107,650	156,510
	II	-16,297	-5,677	29,046	-236,855	69,275
TanA	I	22,030	7,670	43,282	m73	290,404
	II	34,632	9,078	79,044	38	536,031
IntanA	I	317	35	728	-1,908	4,994
	II	331	35	749	-1,463	4,187
OthA	I	15,629	4,286	45,538	3	413,349
	II	21,686	4,414	68,794	4	619,873
Debt	I	21,815	10,454	30,228	40	149,256
	II	19,921	5,992	43,400	27	301,760
NI	I	2,044	519	7,269	-56,083	66,388
	II	1,444	247	6,510	-20,444	36,247
Ng×NI	I	-434	0	2,884	-56,083	0
	II	-691	0	2,342	-20,444	0
Control firms						
P	III	33,486	16,200	51,664	255	414,882
	IV	32,640	12,600	54,214	205	385,519
WC	III	13,298	6,996	24,290	-84,895	140,363
	IV	-7,124	-2,331	23,951	-184,758	105,370
TanA	III	20,531	7,475	40,868	22	323,356
	IV	19,667	6,391	40,252	17	269,872
IntanA	III	250	36	1,144	-12,284	9,353
	IV	285	21	1,230	-10,691	5,661
OthA	III	13,736	3,497	27,538	19	228,161
	IV	17,114	4,528	36,540	1	289,019
Debt	III	11,894	3,923	17,984	3	112,300
	IV	8,295	2,660	14,141	4	86,768
NI	III	2,583	1,251	5,720	-32,830	39,545
	IV	3,495	919	12,243	-51,466	114,802
Ng×NI	III	-392	0	2,395	-32,830	0
	IV	-707	0	4,249	-51,466	0

Note) 1) Number of Sample: Group I · III 579, Group II · IV 193, respectively.

2) Group definitions:

	t-1 ~ 3 (previous revaluation of year)		t (revaluation year)
	I	II	
Test firms			
Control firms	III	IV	

3) Each Variables is winsorized at  $Mean \pm 3\sigma$  in order to eliminate the influence of extreme outliers.

4) Variable definitions.

 $P_{it}$ : Share price at the end of the third month fiscal year end  $t$ . $WC_{it}$ : Net Working Capital(Current Assets-Non interest Current Liabilities). $TanA_{it}$ : Tangible Assets. $IntanA_{it}$ : Intangible Assets. $OthA_{it}$ : Other Assets(Total Assets-Current Assets-Tangible Assets-Intangible Assets). $Debt_{it}$ : Liabilities(Total Liabilities-Non interest Current Liabilities). $NI_{it}$ : Net Income in year  $t$ . $Ng \times NI_{it}$ : Ng takes the value one for negative net income and zero otherwise.

<Table 2> Correlation Coefficients among Variables

	P	WC	TanA	IntanA	OthA	Debt	NI	Ng×NI
P	1							
WC	-.211***	1						
TanA	.854***	-.176**	1					
IntanA	.325***	-.230***	.359***	1				
OthA	.911***	-.216***	.764***	.272***	1			
Debt	-.796***	-.235***	.919***	.368***	.807***	1		
NI	.712***	-.240***	.526***	.182**	.511***	.434***	1	
Ng×NI	.031	.180**	-.075	-.167**	-.038	-.082	.457***	1

Note) 1) Sample: Group II(test firms, t-year), N = 193.

2) \*, \*\*, and \*\*\* denote significance at the 0.1, 0.05, and 0.01 levels, respectively.

3) Please refer to <Table 1> for the definitions of the variables and group.

외한 모든 변수들이 종속변수인 주가(P)에 대하여 1% 유의수준에서 상관관계를 보였으며, 순운전자본(WC)과 부채(Debt)의 경우 음(-)의 상관성을 보였다. 단순상관계수이기는 하나, 유형자산(TanA)보다 기타자산(OthA)이 주가 수준과 가장 유의한 상관성을 보였다. 주가수준과 각 변수들 간의 상관관계 뿐만 아니라 독립 변수들 간의 상관관계에서도 모두 1% 유의수준에서 상관관계를 보여 위 변수들을 사용한 회귀분석에서 다중공선성이 존재할 것으로 예상된다.6)

<표 3>과 <표 4>는 실험기업과 통제 기업에 대하여 재평가 이전연도와 재평

가연도로 구분하여 재무제표 항목이 주가수준에 미치는 영향을 회귀분석을 통하여 제시하였다. 모형 1은 기본모형으로 재무제표 주요 항목의 가치관련성을 검증하기 위한 모형이며, 모형 2는 재평가모형 도입효과를 검증하기 위하여 모형1에  $d \times \text{TanA}$ 을 추가적으로 포함시킨 것이다. <표 3>은 표본 전체에 대하여 재무제표 항목의 가치관련성에 대하여 분석하였으며, <표 4>는 재평가모형 도입 시기별 가치관련성의 차이가 존재하는지 살펴보기 위하여 재평가 시점별로 분석한 결과이다.

<표 3>에서 보면 실험기업의 재평가 이전연도(집단 I)는 이전연구와 유사하게 모든 재무제표항목이 1% 유의수준에서 연관이 있었으며, 특히 자산항목과 당기순이익은 양(+)의 회귀계수 값을 부채(Debt)와 손실(Ng×NI)은 음(-)의 값을

6) 가치관련성에 대한 실증분석결과 다중공선성이 발생하였으며, 이로 인하여 Ng×NI 등 제 변수들을 순차적으로 제거한 후 회귀분석을 실시하였다. 검증결과 회귀계수 값과 유의수준이 본 연구에서 제시한 모형의 결과값과 크게 다르지 않아 해석상의 차이는 발생하지 않았다.

&lt;Table 3&gt; Regression Results of Full Sample

Variables	Test Firms					
	Model 1				Model 2	
	Group I (N = 579)		Group II (N = 193)		Group I+II (N = 772)	
	Coefficient	White t	Coefficient	White t	Coefficient	White t
Intercept	1,294.686	1.167	-766.585	-1.001	1,525.093	1.385
WC	0.179	3.676***	0.095	2.643***	0.178	5.339***
TanA	0.277	4.093***	0.398	6.487***	0.325	5.229***
d×TanA					-0.011	-0.178
IntanA	5.562	2.669***	3.116	1.409	4.483	2.685***
OthA	0.799	7.189***	0.686	10.206***	0.733	11.144***
Debt	-0.358	-5.052***	-0.395	-3.522***	-0.346	-6.028***
NI	4.311	5.681***	3.681	6.699***	4.392	9.934***
Ng×NI	-5.577	-5.706***	-2.581	-3.292***	-5.152	-7.533***
Year Dummy			Included			
Adj R <sup>2</sup>	0.923		0.958		0.929	
F-statistic	792.611***		565.489***		947.156***	

  

Variables	Control Firms					
	Model 1				Model 2	
	Group III (N = 579)		Group IV (N = 193)		Group III+IV (N = 772)	
	Coefficient	White t	Coefficient	White t	Coefficient	White t
Intercept	2,861.368	1.891*	3,908.900	2.370**	4,149.729	2.540***
WC	0.166	2.065**	-0.205	-2.106**	0.033	0.484
TanA	0.402	5.693***	0.220	1.583	0.482	6.590***
d×TanA					-0.396	-3.467***
IntanA	2.351	2.691***	2.415	0.950	1.940	2.155**
OthA	0.627	7.743***	0.400	2.513**	0.552	7.957***
Debt	-0.193	-1.270	0.171	0.524	0.022	0.154
NI	3.973	6.614***	2.369	3.543***	2.913	5.081***
Ng×NI	-5.027	-4.648***	-2.234	-2.529**	-3.458	-4.094***
Year Dummy			Included			
Adj R <sup>2</sup>	0.778		0.817		0.761	
F-statistic	235.149***		111.589***		232.998***	

Note) 1) \*, \*\*, and \*\*\* denote significance at the 0.1, 0.05, and 0.01 levels, respectively.

2) Please refer to <Table 1> for the definitions of the variables and group.

3) Mode (1) used for the regression analyses is:

$$P_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 WC_{it} + \alpha_2 TanA_{it} + \alpha_3 IntanA_{it} + \alpha_4 OthA_{it} + \alpha_5 Debt_{it} + \alpha_6 NI_{it} + \alpha_7 Ng \times NI_{it} + \alpha_8 YearD_{it} + \epsilon_{it}$$

4) Mode (2) used for the regression analyses is:

$$P_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 WC_{it} + \alpha_2 TanA_{it} + (\alpha_3 d \times TanA_{it}) + \alpha_4 IntanA_{it} + \alpha_5 OthA_{it} + \alpha_6 Debt_{it} + \alpha_7 NI_{it} + \alpha_8 Ng \times NI_{it} + \alpha_9 YearD_{it} + \epsilon_{it}$$

<Table 4A> Regression Results of Test firms(2008 and 2009)

Variables	Test firms(First-time adopters of revaluation model, 2008 year)					
	Model 1				Model 2	
	Group I (N = 330)		Group II(N = 110)		Group I+II(N = 440)	
	Coefficient	White t	Coefficient	White t	Coefficient	White t
Intercept	5348.858	4.640***	631.424	1.557	5885.421	4.655***
WC	0.077	1.048	0.061	1.234	0.058	1.305
TanA	0.174	1.818*	0.158	1.883*	0.197	2.477**
d×TanA					-0.116	-1.610
IntanA	3.178	2.132**	0.210	0.110	2.492	1.949*
OthA	0.880	5.807***	0.555	4.471***	0.736	7.489***
Debt	-0.184	-1.316	-0.119	-0.551	-0.142	-1.447
NI	3.188	4.457***	4.383	3.692***	3.537	5.394***
Ng×NI	-4.266	-4.360***	-4.426	-3.097***	-4.297	-5.132***
Year Dummy	Included		not applicable		Included	
Adj R <sup>2</sup>	0.651		0.771		0.670	
F-statistic	75.162***		58.367***		88.682***	

Variables	Test firms(Second-time adopters of revaluation model, 2009 year)					
	Model 1				Model 2	
	Group I (N = 249)		Group II(N = 83)		Group I+II(N = 332)	
	Coefficient	White t	Coefficient	White t	Coefficient	White t
Intercept	-3982.037	-1.635	1120.242	0.703	-3055.710	-1.334
WC	0.177	2.451**	0.020	0.189	0.219	3.786***
TanA	0.235	2.787***	0.424	4.731***	0.301	3.727***
d×TanA					0.005	0.076
IntanA	10.762	1.743*	10.639	2.657***	10.234	2.301**
OthA	0.788	6.662***	0.685	11.436***	0.734	11.089***
Debt	-0.337	-3.119***	-0.428	-3.013***	-0.353	-4.059***
NI	4.434	5.370***	3.226	5.389***	4.319	9.834***
Ng×NI	-5.768	-5.301***	-1.161	-0.986	-5.206	-6.539***
Year Dummy	Included		not applicable		Included	
Adj R <sup>2</sup>	0.941		0.964		0.944	
F-statistic	447.503***		324.183***		525.891***	

Note) 1) \*, \*\*, and \*\*\* denote significance at the 0.1, 0.05, and 0.01 levels, respectively.

2) Please refer to <Table 1> for the definitions of the variables and group.

3) Mode (1) used for the regression analyses is:

$$P_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 WC_{it} + \alpha_2 TanA_{it} + \alpha_3 IntanA_{it} + \alpha_4 OthA_{it} + \alpha_5 Debt_{it} + \alpha_6 NI_{it} + \alpha_7 Ng \times NI_{it} + \alpha_8 YearD_{it} + \epsilon_{it}$$

4) Mode (2) used for the regression analyses is:

$$P_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 WC_{it} + \alpha_2 TanA_{it} + (\alpha_3 d \times TanA_{it}) + \alpha_4 IntanA_{it} + \alpha_5 OthA_{it} + \alpha_6 Debt_{it} + \alpha_7 NI_{it} + \alpha_8 Ng \times NI_{it} + \alpha_9 YearD_{it} + \epsilon_{it}$$

&lt;Table 4B&gt; Regression Results of Control Firms(2008 and 2009)

Variables	Control Firms(2008 year)					
	Model 1				Model 2	
	Group III(N = 330)		Group IV(N = 110)		Group III+IV(N = 440)	
	Coefficient	White t	Coefficient	White t	Coefficient	White t
Intercept	3449.297	4.028***	4306.511	3.353***	7567.784	3.733***
WC	-0.082	-0.891	-0.316	-3.521***	-0.029	-0.411
TanA	0.309	3.173***	0.180	5.154***	0.460	4.512***
d×TanA					-0.308	-2.233**
IntanA	2.716	1.456	3.482	1.420	3.024	2.023**
OthA	0.566	7.455***	0.318	1.547	0.450	4.556***
Debt	-0.092	-0.641	-0.811	-2.373**	-0.136	-1.089
NI	6.110	10.141***	3.304	2.584**	4.966	7.260***
Ng×NI	-6.647	-8.205***	-3.604	-2.538**	-5.448	-6.093***
Year Dummy	Included		not applicable		Included	
Adj R <sup>2</sup>	0.726		0.674		0.685	
F-statistic	133.230***		34.647***		93.542***	

  

Variables	Control Firms(2009 year)					
	Model 1				Model 2	
	Group III(N = 249)		Group IV(N = 83)		Group III+IV(N = 332)	
	Coefficient	White t	Coefficient	White t	Coefficient	White t
Intercept	4551.978	2.864***	10722.470	4.031***	783.000	0.346
WC	0.328	3.235***	-0.323	-1.405	0.088	0.829
TanA	0.429	4.103***	0.073	0.346	0.498	5.262***
d×TanA					-0.387	-3.046***
IntanA	2.120	1.870*	2.101	0.562	1.978	1.703*
OthA	0.611	5.761***	0.395	1.863*	0.562	6.491***
Debt	-0.214	-0.813	0.545	1.163	0.031	0.139
NI	3.281	4.450***	2.647	2.921***	2.450	3.822***
Ng×NI	-4.053	-2.844***	-2.198	-1.987*	-2.902	-2.794***
Year Dummy	Included		not applicable		Included	
Adj R <sup>2</sup>	0.799		0.838		0.798	
F-statistic	146.455***		63.012***		125.286***	

Note) 1) \*, \*\*, and \*\*\* denote significance at the 0.1, 0.05, and 0.01 levels, respectively.

2) Please refer to <Table 1> for the definitions of the variables and group.

3) Mode (1) used for the regression analyses is:

$$P_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 WC_{it} + \alpha_2 TanA_{it} + \alpha_3 IntanA_{it} + \alpha_4 OthA_{it} + \alpha_5 Debt_{it} + \alpha_6 NI_{it} + \alpha_7 Ng \times NI_{it} + \alpha_8 YearD_{it} + \epsilon_{it}$$

4) Mode (2) used for the regression analyses is:

$$P_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 WC_{it} + \alpha_2 TanA_{it} + (\alpha_3 d \times TanA_{it}) + \alpha_4 IntanA_{it} + \alpha_5 OthA_{it} + \alpha_6 Debt_{it} + \alpha_7 NI_{it} + \alpha_8 Ng \times NI_{it} + \alpha_9 YearD_{it} + \epsilon_{it}$$



보였다. 실험기업의 재평가연도(집단 II)에서도 재평가 이전연도와 유사하게 유형자산을 제외한 모든 자산항목에서 유의수준 1%에서 양(+)<sup>1)</sup>의 회귀계수 값을 보였으며, 부채(Debt)와 손실(Ng×NI)은 음(-)의 회귀계수 값을 보였다. 반면 통제기업에 대한 분석에서는 재평가 이전연도와 재평가연도가 상당한 차이를 보였다. 재평가 이전연도(집단 III)의 경우에는 실험기업과 유사한 결과를 보였으나, 특이하게 재평가연도에서는 유형자산(TanA), 무형자산(IntanA), 부채(Debt)의 회귀계수 값이 유의하지 않았다. 이러한 결과는 공정가치평가라는 자산의 평가방법이 선택가능하다면 이를 선택한 기업과 그렇지 않은 기업간에 가치관련성의 차이가 발생하며, 공정가치평가를 적용하지 않을 경우 자산의 가치관련성이 감소될 수 있음을 나타내는 것이다. 본 연구에서는 이러한 차이를 구체적으로 살펴보기 위하여 상호작용변수인  $d \times \text{TanA}$  변수를 추가하여 모형 2를 설정하였다. 모형2의 결과는 실험기업에서는  $d \times \text{TanA}$ 의 회귀계수는 -0.011로 통계적으로 유의한 결과를 갖지 않았으며, 통제기업은 회귀계수가 -0.396으로 1% 수준에서 유의한 결과를 가졌다. 즉, 유형자산 재평가모형의 도입이 유형자산에 대한 가치관련성을 증대시켰다고 볼 수 없으나, 재평가모형을 도입하지 않았을 경우에는

유형자산에 대한 가치관련성이 이전보다 저하된 것으로 나타났다.

유형자산 재평가모형의 도입은 기업의 자의적 선택에 의해 이루어지는 선택가능한 사항이다. 따라서 재평가모형 도입 시기별 시장의 반응이 다를 수 있으며, 기업이 처한 상황과 특성이 다를 수 있다. 이에 본 연구에서는 재평가 도입시기별 회귀분석을 실시하였으며, <표 4A>에서는 실험기업을 <표 4B>는 통제기업에 대한 분석결과를 보여주고 있다. 실험기업은 자산재평가 이전연도의 경우는 전체 표본에 대한 분석결과와 유사하였으나, 2008년 재평가 도입연도에서 운전자본(WC)과 무형자산(IntanA), 부채(Debt)는 유의한 회귀계수 값을 보이지 않았다. 특히 자산재평가 이전연도와 도입연도간 유형자산 가치관련성 차이를 분석한 모형 2의 결과에서는  $d \times \text{TanA}$ 의 2008년도에는 음(-)의 값을 2009년도에는 양(+)<sup>2)</sup>의 값으로 반대의 결과를 보였다. 이러한 결과는 통계적으로 유의하지 않았으나 재평가 도입 첫해연도와 이후연도간 가치관련성의 차이가 존재할 수 있음을 의미하며, 도입시기에 따라 시장의 반응이 차별적으로 반영된 결과로 판단된다.

반면 2008년 통제기업의 분석결과에서는 재평가 이전연도의 TanA이 0.309의 유의한 회귀계수 값을 나타냈으며, 재평가 도입연도에서도 양(+)<sup>3)</sup>의 유의한 결

과를 나타냈다. 그러나 모형 2의  $d \times \text{TanA}$ 이 유의한 음(-)의 회귀계수 값을 보여 유형자산의 가치관련성이 감소된 것으로 나타났다. 2009년의 경우에도 재평가 이전연도에서는 유형자산이 유의한 양(+ )의 회귀계수를 보였으나, 재평가연도에서는 유의하지 않은 회귀계수를 가졌다. 또한  $d \times \text{TanA}$ 도 -0.387의 유의한 회귀계수 값을 나타내어 2008년도와 같이 유형자산에 대한 가치관련성이 감소하였다. 이러한 결과를 종합하여 보면 도입시기별 차이가 존재하나 표본 전체에 대한 결과와 유사하게 유형자산 재평가 모형이 도입되지 않은 경우, 그 가치관

련성이 저해되며 역사적원가에 의한 자산의 장부가 보다 공정가치에 의한 장부금액이 더 유용한 정보가 될 수 있음을 나타내는 것이다.

앞서 살펴본 실증분석 결과는 재평가 이전연도와 도입연도를 대상으로 하였기 때문에 유형자산의 재평가에 대한 투자자들의 단기적 반응이 포함될 수 있으며, 이로 인하여 결과에 대한 타당성을 저해할 수 있다. 따라서 본 연구에서는 재평가를 실시한 이후에도 앞서 제시한 결과가 지속되는지를 분석하였으며, 그 결과는 <표 5>에 제시하였다. 앞서 제시한 분석모형과 동일한 방법을 사용하여

<Table 5> Regression Results of After Adoption Year(t+1)

Variables	Test Firms(N = 110)		Control Firms(N = 110)	
	Coefficient	White t	Coefficient	White t
Intercept	973.990	1.983**	1432.618	1.097
WC	0.022	0.331	-0.151	-1.199
TanA	0.157	1.817*	-0.282	-1.398
IntanA	4.832	1.639	5.574	1.305
OthA	0.365	2.641***	-0.155	-0.719
Debt	-0.001	-0.006	1.270	2.159**
NI	2.771	2.403**	7.591	4.673***
Ng×NI	-3.430	-2.529**	-7.197	-4.021***
Adj R <sup>2</sup>	0.737		0.698	
F-statistic	48.829***		39.798***	

Note) 1) \*, \*\*, and \*\*\* denote significance at the 0.1, 0.05, and 0.01 levels, respectively.

2) Please refer to <Table 1> for the definitions of the variables and group.

3) Mode (1) used for the regression analyses is:

$$P_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 WC'_{it} + \alpha_2 TanA_{it} + \alpha_3 IntanA_{it} + \alpha_4 OthA_{it} + \alpha_5 Debt_{it} + \alpha_6 NI_{it} + \alpha_7 Ng \times NI_{it} + \alpha_8 YearD_{it} + \epsilon_{it}$$

4) Sample: 2008 years, Test firms and Control firms.

재무제표항목의 가치관련성을 분석한 결과) 실험기업의 경우에는 유형자산(TanA)은 0.157, 기타자산(OthA)은 0.365, 당기순이익(NI)은 2.771의 유의한 회귀계수를 보여 재평가 실시 이전연도, 실시연도와 큰 차이가 발생하지 않았다. 그러나 통제기업의 경우에는 부채(Debt)와 당기순이익(NI)의 경우에만 유의한 양(+)의 회귀계수를 보였으며, 부채(Debt)는 다른 분석결과와 다르게 1.270의 유의한 양(+)의 회귀계수를 보였다. 또한 통계적으로 유의한 결과를 보이지는 않으나 유형자산(TanA)과 기타자산(OthA)의 회귀계수는 -0.282와 -0.155로 음(-)의 값을 보여 재무제표 정보에 대한 가치관련성이 크게 감소하였음을 보였다.

재평가 이전연도와 도입연도 그리고 이후연도로 살펴본 앞의 결과를 요약하면 다음과 같다. 실험기업의 경우에는 재평가 도입시기에 따라 다소 차이가 있었으나 유형자산의 가치관련성이 지속되는 것으로 나타났다. 그러나 통제기업의 경우 가치관련성이 유의하게 감소되었으며, 이러한 실험기업과 통제기업간의 차이는 재평가 이후연도에도 지속되어 일시적인 시장반응이 아닌 것으로 나타났다.

한편 앞서 제시한 분석결과와 타당성을 높이기 위해서는 역사적원가주의에 의한 장부금액과 재평가차익을 구분하

여 가치관련성을 살펴볼 필요가 있다. 만약 역사적원가주의에 의한 장부금액보다 재평가차익에 대한 가치관련성이 높을 경우 이는 미실현보유이익에 대한 투자자의 반응이 추가수준에 유의한 영향을 미쳤으며, 이 경우 회계정보의 유용성을 높였다고 할 수 없을 것이다. 본 연구에서는 재평가모형을 도입한 기업을 대상으로 역사적 원가주의에 의한 장부금액(TanA<sup>+</sup>)과 재평가차익(Rval)을 분리하여 전체 표본과 재평가모형 도입시기별로 실증분석을 실시하였으며 결과는 <표 6>과 같다. 분석결과 재평가차익(Rval)은 추가(P)에 유의한 영향을 미치지 않았으나, TanA<sup>+</sup>는 0.441의 유의한 회귀계수를 나타내어, 재평가차익이라는 미실현보유손익에 대한 투자자의 반응이 아닌 것으로 판단된다. 그러나 이러한 결과는 재평가 도입시기에 따라 다르게 나타났다. 2009년에는 TanA<sup>+</sup>이 0.381의 유의한 회귀계수를 보였으나 2008년에는 TanA<sup>+</sup>과 Rval 모두 유의하지 않은 회귀계수를 나타냈다. 이러한 도입시기에 따른 결과의 차이는 재평가 모형의 도입목적이 시기별로 다를 수 있기 때문으로 판단되며, 이를 검증하기 위하여 추가분석을 실시하였다.

## 2. 추가분석: 부채비율에 따른 가치관련성

Easton et al.(1993)은 고정자산의 재

7) 표본기간의 제한으로 2008년도에 재평가를 실시한 기업만을 대상으로 분석하였다.

&lt;Table 6&gt; Value Relevance of Net Revaluation Amount

Variables	Adopters firms (Group II)(N = 193)		Adopters firms of 2008 year (N = 110)		Adopters firms of 2009 year (N = 83)	
	Coefficient	White t	Coefficient	White t	Coefficient	White t
Intercept	-580.713	-0.825	495.124	0.490	997.371	0.676
WC	0.098	2.865 <sup>***</sup>	0.059	1.694 <sup>*</sup>	0.010	0.088
TanA+	0.441	4.113 <sup>***</sup>	0.157	1.444	0.381	2.456 <sup>**</sup>
Rval	0.332	1.586	0.194	1.278	0.475	1.634
IntanA	2.586	1.114	0.404	0.318	11.387	2.742 <sup>***</sup>
OthA	0.692	9.536 <sup>***</sup>	0.581	6.982 <sup>***</sup>	0.675	8.746 <sup>***</sup>
Debt	-0.411	-4.138 <sup>***</sup>	-0.155	-1.184	-0.417	-3.211 <sup>***</sup>
NI	3.651	5.474 <sup>***</sup>	4.282	5.930 <sup>***</sup>	3.297	4.570 <sup>***</sup>
Ng×NI	-2.694	-2.976 <sup>***</sup>	-4.348	-4.685 <sup>***</sup>	-1.280	-0.949
Year Dummy	Included		not applicable			
Adj R <sup>2</sup>	0.958		0.771		0.963	
F-statistic	496.861 <sup>***</sup>		46.900 <sup>***</sup>		280.141 <sup>***</sup>	

Note) 1) \*, \*\*, and \*\*\* denote significance at the 0.1, 0.05, and 0.01 levels, respectively.

2) Please refer to Table 1 for the definitions of the variables and group.

3) Equation used for the regression analyses is:

$$P_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 WC'_{it} + (\alpha_2 TanA'_{it} + \alpha_3 Rval'_{it}) + \alpha_4 IntanA_{it} + \alpha_5 OthA_{it} \\ + \alpha_6 Debt_{it} + \alpha_7 NI_{it} + \alpha_8 Ng \times NI_{it} + \alpha_9 YearD_{it} + \epsilon_{it}$$

평가 정보는 부채비율이 높은 기업에서 만 주가와 관련성이 존재한다는 결과를 보고하고 있으며, 이는 추가적인 차입금 조달을 위한 목적으로 재평가가 이루어졌기 때문이라고 주장하였다. 또한 국내 선행연구에 의하면 기업의 재무구조가 불량하고 사채의 비중이 높을 때 재평가를 실시한다(정영기, 1993)고 보고하고 있다. 만일 과거 자산재평가법과 동일하게 기업의 재평가모형 도입 목적이 회계 정보의 유용성 제고가 아닌 재무구조 개선이라면 과거 연구결과와 유사한 결과

를 보일 것이다. 본 추가분석은 부채비율의 중위수를 기준으로 부채비율이 낮은 기업과 높은 기업으로 분류하여 식 (4)를 이용하여 검증하였으며, 분석결과는 <표 7>과 같다. 실험기업 전체에 대한 분석결과 부채비율이 낮은 기업의 경우에는 유형자산(TanA)의 회귀계수가 0.535, 높은 기업의 경우에는 0.251로 모두 유의한 양(+)의 회귀계수 값을 나타내어 선행연구와 다르게 유형자산에 대한 재평가정보가 부채비율에 따라 다르지 않았다. 또한 다른 재무제표항목의

<Table 7> Regression Results of Leverage

Variables	Low Leverage					
	Group II(N = 97)		2008 Adopters(N = 55)		2009 Adopters(N = 41)	
	Coefficient	White t	Coefficient	White t	Coefficient	White t
Intercept	-713.907	-0.583	539.756	0.937	5774.150	1.172
WC	0.143	1.082	-0.209	-1.663	0.862	1.707*
TanA	0.535	4.180***	-0.269	-2.136**	0.713	1.983*
IntanA	2.010	0.712	4.759	1.396	-11.606	-0.504
OthA	0.753	11.353***	0.385	2.024**	0.895	5.629***
Debt	-0.697	-2.644***	0.552	2.099**	-1.252	-1.509
NI	3.240	4.597***	2.512	1.501	3.948	3.676***
Ng×NI	-2.362	-2.027**	-3.079	-1.648	-1.582	-0.380
Year Dummy	Included		not applicable		not applicable	
Adj. R <sup>2</sup>	0.966		0.841		0.969	
F-statistic	347.616		43.879		186.768	

Variables	High Leverage					
	Group II(N = 96)		2008 Adopters(N = 55)		2009 Adopters(N = 42)	
	Coefficient	White t	Coefficient	White t	Coefficient	White t
Intercept	334.320	0.401	1420.401	1.978*	456.779	0.326
WC	0.120	2.809***	0.145	3.683***	-0.233	-1.275
TanA	0.251	3.569***	0.245	2.628**	0.203	0.950
IntanA	4.637	1.679*	-0.802	-0.771	13.016	2.270**
OthA	0.536	5.603***	0.418	4.553***	0.131	0.360
Debt	-0.168	-1.434	-0.089	-0.415	-0.185	-0.839
NI	4.915	5.727***	5.882	5.390***	4.579	4.305***
Ng×NI	-4.194	-3.437***	-5.533	-3.660***	-4.861	-1.773*
Year Dummy	Included		not applicable		not applicable	
Adj. R <sup>2</sup>	0.898		0.841		0.927	
F-statistic	107.260		44.107		72.697	

Note) 1) \*, \*\*, and \*\*\* denote significance at the 0.1, 0.05, and 0.01 levels, respectively.

2) Please refer to Table 1 for the definitions of the variables/group.

3) Model(1) used for the regression analyses is:

$$P_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 WC_{it} + \alpha_2 TanA_{it} + \alpha_3 IntanA_{it} + \alpha_4 OthA_{it} + \alpha_5 Debt_{it} + \alpha_6 NI_{it} + \alpha_7 Ng \times NI_{it} + \alpha_8 YearD_{it} + \epsilon_{it}$$

경우에도 앞서 살펴본 재평가연도에 대한 분석과 유사한 결과를 보였다. 그러나 재평가 도입 시기별로 분석한 결과에서는 재무제표항목에 대한 가치관련성이 도입 시기별 차이가 발생하였다. 이러한 결과는 2008년과 2009년 재평가를 도입한 기업의 특성에 의한 차이일 수 있다. 특히 재평가모형 도입 첫 해에는 과거 자산재평가법과 유사하게 기업의 재무상태가 악화된 기업이 재무구조개선 목적에 의해 조기 도입했을 가능성이 크다 할 수 있다.8) 유형자산(TanA)의 경

우 2008년도 재평가모형을 도입한 기업의 경우에는 부채비율이 낮은 집단에서 -0.269의 유의한 회귀계수 값을, 부채비율이 높은 집단에서 0.245의 유의한 회귀계수 값을 보였다. 그러나 2009년 재평가모형 도입 기업의 경우에는 부채비율이 낮은 기업의 회귀계수 값이 0.713으로 유의한 값을 보였으나, 부채비율이 높은 기업의 경우에는 회귀계수 값이 0.203으로 유의한 값을 보이지 않았다. 즉, 2008년도의 유형자산 재평가모형 도입은 선행연구와 유사하게 부채비율이 높을수록 유형자산의 가치관련성이 높았으며, 이와 반대로 2009년의 경우에는 부채비율이 낮은 기업만 유형자산에 대한 가치관련성이 존재하는 것으로 나타났다. 이러한 결과는 재평가모형 도입 첫해에는 추가적인 차입금 조달 등 재무구조개선 목적으로 재평가가 이루어졌으나9) 그 이후에는 IFRS의 도입목적에

8) 재평가모형의 조기도입 기업의 특성을 알아보기 위해 재평가를 실시한 기업을 대상으로 로지스틱회귀 모형을 실시하였으며 결과는 아래의 표와 같다. 분석결과 부채비율과 토지비율이 높을수록, 외국인 지분율이 낮을수록 재평가모형을 조기 도입한 것으로 나타났다. 이러한 결과는 재평가 도입시기별로 부채비율 등 기업특성이 상이한 것을 의미하는 것이다.

$$PROB_t(0, 1) = \beta_0 + \beta_1 DebtR_{t-1} + \beta_2 LandR_{t-1} + \beta_3 ROA_{t-1} + \beta_4 CuA_{t-1} + \beta_5 Fshare_{t-1} + \epsilon_{t-1}$$

Variables	Coefficient	Wals
상수	0.848	1.241
DebtR	0.004	6.033**
LandR	0.024	6.806***
ROA	0.035	0.338
CuA	0.000	0.009
Fshare	-0.046	6.140**
Cox와 Snell R <sup>2</sup>	0.135	
Nagelkerke R <sup>2</sup>	0.182	
$\chi^2$	28.052***	

주) 1) \*, \*\*, and \*\*\* denote significance at the 0.1, 0.05, and 0.01 levels, respectively.

2) 변수의 정의

PROB(0, 1): 재평가를 2009년도에 실시하였으면 0, 2008년도에 실

시하였으면 1.

DebtR: t-1년도 기말의 부채비율(부채장부가액/자기자본장부가액).

LandR: t-1년도 기말의 토지비율(토지장부가액/유형자산).

ROA: t-1년도 기말의 총자산순이익률(당기순이익/총자산).

CuA: t-1년도 기말의 유동비율(유동자산/유동부채).

Fshare: t-1년도 기말의 외국인 지분율.

9) 2008년 재평가 도입기업의 경우 부채비율 평균값은 2007년 186.31%, 2008년 180.85%를 나타냈으나, 통제기업은 2007년 124.76%, 2008년 95.91%이다. 이는 추가적인 차입금 조달로 인한 부채비율의 증가를 희석시키기 위해 재평가를 도입했을 가능성을 제시한다.

부합하게 재평가가 이루어졌음을 간접적으로 나타내는 것이다.

## V. 결론

2011년 국제회계기준의 전면 도입은 국내기업의 회계투명성에 큰 전환점이 될 것으로 예상되고 있으며, 그 변화 중 하나는 자산의 공정가치평가의 광범위한 허용이다. 이러한 변화가 회계정보의 유용성에 어떠한 영향을 미치는지 검증함으로써 IFRS 제도하에서 생산되는 회계정보의 유용성을 이용자의 관점에서 확인하는 계기가 되리라 판단된다.

본 연구에서는 자산의 공정가치평가 방법 중 하나인 자산재평가 모형의 도입이 해당 자산에 대한 가치관련성에 어떠한 영향을 미쳤는지 검증하였다. 2008년과 2009년 재평가모형을 도입한 기업을 대상으로 분석하였으며, 연구 결과의 타당성을 높이기 위하여 재평가를 실시하지 않은 기업과 비교 분석을 포함하였다. 재평가모형을 도입한 기업과 그렇지 않은 기업간 비교 분석결과 유형자산의 공정가치평가는 회계정보의 유용성을 제고 시키는 것으로 나타났다. 구체적으로 살펴보면, 재평가모형을 도입한 기업의 경우 재평가 이전연도와 이후연도에서 유형자산의 가치관련성의 차이가 발

생하지 않았으나, 재평가 모형을 도입하지 않은 기업의 경우 유형자산 장부금액의 가치관련성이 유의하게 감소하는 것으로 나타났다. 이러한 실험기업과 통제기업의 가치관련성 차이는 재평가 이후 연도에도 지속되었다. 추가분석으로 실시한 부채비율에 따른 가치관련성 분석에서는 2008년도의 경우에는 선행연구의 결과와 같이 부채비율이 높은 집단에서 유형자산의 가치관련성이 높게 나타나 재무구조개선 동기로 인한 재평가 모형이 도입되었을 것으로 판단된다. 그러나 2009년도의 경우에는 부채비율이 낮은 집단에서만 유형자산에 대한 가치관련성이 존재하여, 재평가모형 도입 초기와 그 이후에 차이가 발생하였다.

이상의 결과를 요약하면, 2008년도에 실시된 자산재평가의 경우 과거 자산재평가와 유사하게 재무구조개선의 목적으로 이루어졌을 가능성이 존재하나, 2009년 자산재평가 모형의 도입은 도입목적에 부합한 회계정보의 유용성을 증대시키는 방향으로 이루어졌다고 할 수 있다. 비록 표본의 제약으로 인하여 재평가모형 도입 후 가치관련성에 대한 지속적인 관찰이 이루어지지 않았다는 한계를 지니고 있으나, IFRS의 전면 도입을 앞둔 시점에서 광범위한 공정가치평가의 허용이 유용한 회계정보가 될 수 있음을 시사하는 것이다.

## 참고문헌

- [1] 강효석, 이원흠, 조장연, 『기업가치 평가론』, 홍문사, 2005.
- [2] 김권중, “자산재평가와 회계정보의 유용성에 대한 실증적 분석”, 『회계학연구』, 제22권, 제1호(1997), pp. 37-57.
- [3] 김권중, 김문철, “금융업을 이용한 공정가치 회계정보의 유용성 분석”, 『회계학연구』, 제25권, 제3호(2000), pp.133-154.
- [4] 백원선, 이화진, 정영기, “자산재평가 동기와 재평가적립금의 가치평가”, 『회계학연구』, 제27권, 제3호(2002), pp.1-24.
- [5] 신승묘, “기업의 조세관련특성이 자산재평가 의사결정에 미치는 영향”, 『회계학연구』, 제26권, 제1호(2001), pp.127-151.
- [6] 신현걸, “국제회계기준 도입에 따른 토지의 공정가치 모형의 가치관련성”, 『세무와회계저널』, 제9권, 제3호(2008), pp.285-311.
- [7] 송인만, 최관, “자산재평가의 동기와 주가반응”, 『경영학연구』, 제24권, 제3호(1995), pp.175-212.
- [8] 전영순, 박성호, “재평가동기의 차이를 중심으로 살펴본 자산재평가 정보의 유용성에 관한 실증연구”, 『대한경영학회지』, 제33권(2002), pp. 197-223.
- [9] 정영기, “우리나라 자산재평가제도와 상장기업의 자산재평가실태에 관한 실증연구”, 『세무학연구』, (1993), pp.241-268.
- [10] 정혜영, 조성인, “무형자산 관련 회계정보의 기업가치 관련성에 관한 연구”, 『회계학연구』, 제29권, 제3호(2004), pp.1-31.
- [11] Aboody, D., Barth, M., and Kaznik, R., “Revaluations of fixed assets and future firm performance: Evidence from the UK,” *Journal of Accounting and Economics*, Vol.26 (1999), pp.149-178.
- [12] American Institute of Certified Public Associations, *Improving Business Reporting, A Customer Focus, Meeting the Information Needs of Investors and Creditors*, New York, 1994.
- [13] Barth, M., “Fair Value Accounting: Evidence from Investment Securities and the Market Valuation of Bank,” *The Accounting Review*, Vol. 69(January, 1994), pp.1-25.
- [14] Barth, M. and Clinch, G., *Revalued financial, tangible, and intangible assets: Associations with share prices and non-market-based value es-*



- timates, *Journal of Accounting Research*, Vol.36(1998), pp.199-233.
- [15] Beaver, A.A., Christie, and P.A. Griffin, "The Information Content of SEC Accounting Series Release," *Journal of Accounting and Economics*, Vol.190(August, 1980), pp. 127-157.
- [16] Brown, P., Izan, H., and Loh, A., "Fixed asset revaluations and managerial incentives," *Abacus*, Vol.28, No.1(1992), pp.36-57.
- [17] Cheon Y. and S. Park, "Differential Informativeness of Asset Revaluation Across Revaluation Incentives," *DAEHAN Association of Business Administration, Korea*, Vol.33(2002), pp.197-223(Printed in Korean).
- [18] Collins, D., M. Pincus, and H. Xie, "Equity Valuation and Negative Earnings: The Role of Book Value of Equity," *Accounting Review*, (January, 1999), pp.29-61.
- [19] Easton. E., Eddey, P., Harris, T., "An Investigation of Revaluations of Tangible Long-Lived Assets," *Journal of Accounting Research*, Vol. 31(1993), pp.1-38.
- [20] Freeman, R. N., Alternative Measures of Profit Margin: An Empirical Study of the Potential Information Content of Current Cost Accounting. Working paper, University of California, Berkeley, 1982.
- [21] Hayn, C., "The Information Content of Loss," *Journal of Accounting and Economics*, (1995), pp.125-153.
- [22] Henry W. Sweeny., *Stabilized Accounting*, New York: Harper and Bros, 1936.
- [23] Jung H. and S. Cho., "Value-Relevance of Accounting Information on Intangibles," *Korean Accounting Review*, Vol.29(September, 2004), pp.1-31(Printed in Korean).
- [24] Jung, Y., "A study on asset revaluation and its implication in accounting practice," *Korean Journal of Taxation Research*, Vol.4(June, 1993), pp.241-268(Printed in Korean).
- [25] Kang, H., W. Lee and J. Cho, *Valuation*, Hongmunsa, 2005(Printed in Korean).
- [26] Kim, K., "The association between asset revaluation information and stock price," *Korean Accounting Review*, Vol.22(March, 1997), pp.37-57(Printed in Korean).
- [27] Kim, K. and M. Kim., "The Information Usefulness of Fair Value by financial companies," *Korean Accounting Review*, Vol.25(September,

- 2000), pp.133-154(Printed in Korean).
- [28] Lev and P. Zarowin, "The Boundaries of Financial Reporting and How to Extend Them," *Journal of Accounting Research*, (1999), pp. 353-385.
- [29] Ohlson, J.A., "Earnings, Book Values, and Dividends in Security Valuation," *Contemporary Accounting Research*, Vol.11(1995), pp.661-687.
- [30] Oh, J. and Penman, S., "Financial Statement Analysis and The Prediction of Stock Returns," *Journal of Accounting and Economics*, Vol.11 (1989), pp.295-329.
- [31] Paek, W., H. Lee, and Y. Jung, "Incentives for Asset Revaluation and Equity Valuation," *Korean Accounting Review*, Vol.27(September, 2002), pp.1-24(Printed in Korean).
- [32] Ro, B.T., "The Adjustment of Security Returns to the Disclosure of Replacement Cost Accounting Information," *Journal of Accounting and Economics*, (August, 1980), pp.159-189.
- [33] Ro, B.T., "The Disclosure of Replacement Cost Accounting and Its Effect on Transaction Volumes," *The Accounting Review*, (January, 1981), pp.70-84.
- [34] Shin, H., "Value Relevance of IFRS's Fair Value Model of Land," *Journal of taxation and accounting*, Vol.9(September, 2008), pp.285-311 (Printed in Korean).
- [35] Shin, S., "The influence of firm's tax status on asset revaluation decision," *Korean Accounting Review*, Vol.26(March, 2001), pp.127-151 (Printed in Korean).
- [36] Song I. and K. Choi., "Asset Revaluation-Motives and Stock Price Reaction," *Korean management review*, Vol.24(August, 1995), pp.175-212(Printed in Korean).
- [37] Wang, Li., Pervaiz Alam, and Stephen Makar, "The value-relevance of derivative disclosures by commercial banks: A comprehensive study of information content under SFAS nos. 119 and 133," *Review of Quantitative Finance and Accounting*, Vol.25(2005), pp.413-427.