

자산재평가에 대한 투자주체별 차별적 반응[†]

조장연* · 이진훤**

Differential Investor Types Reactions to Asset Revaluation

Abstract

본 연구의 목적은 국제회계기준의 전면 도입에 따른 자산의 재평가의 폭넓은 허용이 회계정보의 유용성을 증가시켰는지를 검증하고자 하는 것이다. 이러한 검증을 위해 본 연구에서는 정보비대칭 여부와 투자자 유형에 따라 재평가 결과공시 시 시장반응에 차이가 나타나는지를 분석하였다.

연구결과는 애널리스트 분석보고서의 수를 정보비대칭의 대응치로 선정하였으며, 정보비대칭이 낮은 기업에서는 자산재평가 정보에 대한 시장반응이 나타나지 않았다. 반면 정보비대칭이 높고 비기대재평가차익이 큰 기업에서는 초과수익률과 초과거래량으로 측정된 시장반응이 크게 나타났다. 이러한 결과는 국제회계기준 도입에 따른 자산재평가의 허용은 자산의 현재가치를 시장 참여자들에게 제공함에 따라 정보비대칭을 해소에 부분적으로 공헌할 수 있음을 나타내는 결과라 할 수 있다. 특히 투자자 유형별로 살펴본 자산재평가 정보 공시일의 거래행태에서 개인투자자 집단에서 유의한 순매수행태를 나타냄에 따라 정보획득에 상대적으로 열세를 가지고 있는 개인투자자에게 자산재평가에 대한 정보는 유용한 가치가 있음을 확인하였다.

이러한 본 연구는 국제회계기준 도입에 대한 유용성 여부를 판단하고, 동일한 정보일지라도 정보비대칭 및 기업특성에 따라 그 유용성이 차별적인 효과를 가져 올 수 있음을 실증분석 하였다는 점에서 의의가 있다고 판단된다.

[†] 본 논문은 2012년 한국외국어대학교 교내학술 연구지원에 의해 연구된 것임.

* 한국외국어대학교 경영학부 교수

** 한국외국어대학교 일반대학원 박사과정

I. 서론

한국 회계정보의 국제적 신뢰성 확보와 투자자에게 보다 유용한 회계정보를 제공하기 위하여 2011년 국제회계기준(IFRS)이 전면 도입되었다. IFRS의 주요 특징 중 하나인 자산에 대한 공정가치 평가의 폭넓은 허용은 다양한 회계정보 이해관계자에게 보다 유용한 정보가 될 수 있다. 그러나 정보거래자와 비정보거래자간에는 공정가치평가 정보의 유용성은 차별적일 수 있다. 즉 기관투자자와 같은 정보거래자는 개인투자자에 비하여 모니터링 능력과 정보획득에 상대적 우위를 갖고 있으며(Hoskisson et al., 1994; Kochhar et al., 1996), 따라서 기업이 보유하고 있는 자산에 대한 시가정보가 공시되지 않았을지라도 획득가능하며 이를 통하여 투자 의사결정을 내렸을 가능성이 존재한다. 반면 개인투자자의 경우 정보획득에 상당한 비용을 부담해야 하며, 그 획득과정도 상대적으로 어렵기 때문에 자산재평가 정보는 정보거래자에 비하여 비정보거래자인 개인투자자에게 더 유용한 정보가 될 수 있을 것이다. 따라서 본 연구는 이러한 자산재평가에 대한 정보효과가 투자자 유형별로 차별적으로 나타나는지를 실증연구를 통하여 분석하고자 한다.

이를 위하여 본 연구에서는 2009년부

터 2010년까지 이루어진 자산재평가 결과공시에 대하여 개인투자자, 기관투자자, 외국인투자자의 순매수율을 비교분석한다. 또한 이러한 차별적 반응에 기업의 특성과 정보비대칭이 어떠한 영향을 미치는지를 살펴보고자 한다.

연구결과를 요약하면 정보비대칭이 높고, 비기대재평가차익이 큰 기업에서 유의한 초과수익률과 초과거래량이 나타났다. 즉 정보비대칭이 높은 기업에서만 재평가 결과에 대한 정보효과가 존재하는 것으로 판단된다. 뿐만 아니라 정보비대칭의 원인으로 말미암아 개인투자자와 기관투자자는 서로 반대의 거래행태를 취하였으며, 구체적으로 개인은 순매수행태를 기관은 순매도행태를 취하였다. 이러한 결과는 국제회계기준 도입에 대한 유용성 여부를 판단하고, 동일한 정보일지라도 정보비대칭 및 기업특성에 따라 그 유용성이 차별적인 효과를 가져 올 수 있음을 실증분석 하였다는 점에서 의의가 있다고 판단된다.

이러한 본 연구는 선행연구와 다음과 같은 차별성을 갖는다. 첫 번째 자산재평가와 관련한 기존 선행연구들은 주로 자산재평가 동기에 초점을 두고 이루어진 반면 본 연구에서는 정보비대칭 관점에서 재평가 정보는 정보비대칭 여부에 따라 그 정보효과가 차별적으로 나타남을 분석하였다는 것이다. 둘째 자산재평가 차익을 비기대부분과 기대부분으로

구분하여 연구모형에 반영함으로써 재평가 정보가 실제 시장에 어떠한 영향을 미치는지를 보다 정교하게 분석하였다는 것이다. 셋째 자산재평가 정보에 대한 투자자 유형별 거래행태를 분석함에 따라 공정가치 평가에 대한 유용성이 투자자 유형에 따라 차별적임을 검증하였다는 점이다.

본 논문은 5개의 장으로 구성된다. 구체적으로 제 II장에서는 선행연구 및 가설설정을 제시하였으며, 제 III장에서 표본선정과 연구모형을 설정하였다. 제 IV장에서는 실증분석 결과를 제 V장에서 결론을 제시하였다.

II. 선행연구 및 가설설정

1. 선행연구

Sharp and Walker(1975)는 호주에서 재평가를 실시한 기업을 대상으로 재평가 정보의 공시효과를 검증하였다. 검증결과 당기순이익과 배당 변동을 조정한 후에도 자산재평가의 공시가 주가 상승과 관련이 있음을 밝혔으며, 자본시장은 재평가의 정보내용을 즉시 주가에 반영하는 것으로 나타났다. 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. Easton et al.(1993)은 72개의 호주기업을 대상으로 부채를 많이 사용하는 기업과 그렇지 않은 기업간 고정자산 재평가정보의 가치관련성 차이를 검증하였다. 연구결과 부채비율이 높은 기업만 재평가가 가치관련성이 있었으며, 이러한 연구결과를 바탕으로 추가적인 차입금조달을 위한 목적으로 고정자산 재평가가 이루어졌다고 주장하였다.

Barth(1994)는 금융기관이 보유하고 있는 투자유가증권을 이용하여 공정가치의 목적적합성을 검증하였으며, 공정가치 정보가 역사적원가에 비하여 주가에 추가적인 설명력을 제공한다는 결론을 얻었다. Barth and Clinch(1998)는 호주의 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 한국증권거래소에 상장된 기업 중에서 자산재평가를 실시한 기업을 대상으로 자산

재평가와 관련한 회계정보의 유용성을 검토하였다. 연구결과 재평가적립금은 주식가격에 대해 유의한 설명력을 갖고 있음을 확인하였다. 김권중, 김문철(2000)은 금융기관을 대상으로 재무제표 주석에 공시된 유가증권 공정가치정보의 목적적합성을 실증분석 하였다. 이들은 초과이익 모형으로부터 금융기관의 유가증권 공정가치정보가 주식가격에 대해 유의한 설명력을 갖고 있는 것으로 보고하였다. 나아가 주가수준분석결과를 통하여 금융업에서의 공정가치 회계 도입을 지지하는 실증적 증거를 제시하였다. 백원선 외(2002)은 투자자들이 재평가적립금에 대하여 가치평가를 할 때 재평가 동기를 감안하여 평가하는지를 분석하였는데, 분석결과 재평가적립금에 대한 주식시장의 평가는 법인세절감효과와 부채비율 개선 등의 재평가 동기를 차별적으로 반영한다고 보고하였다. 신현걸(2008)은 주석으로 기재하는 토지의 공정시가를 이용하여 공시지가가 주가에 추가적인 설명력을 제공하는지 연구하였으며, 토지의 공시지가와 장부금액 차이는 주가와와의 관계에서 유의한 결과를 얻지 못하였다. 이러한 분석결과를 바탕으로 주석으로 공시되는 토지의 공정가치 정보가 이미 주가에 상당부분 반영되어 있다고 해석하였다.

최근 국내에서 K-IFRS 기준이 적용된 이후에 자산재평가의 정보적 가치를 실

증 분석한 연구들은 (i) 자산재평가 실시에 영향을 미치는 기업특성요인을 분석하여 경영자의 자산재평가 동기를 간접적으로 추론하거나(김홍기 등, 2010; 송기홍 등, 2011), (ii) 자산재평가 공시일전·후 짧은 기간(short window)을 대상으로 주가에 미치는 효과를 분석하였다(최국현, 손여진, 2011). 또한 (iii) 긴 사건기간(long window)을 대상으로 특정시점의 주가와 재평가차액 간의 관계(association)를 회귀분석을 이용하여 주가관련성을 검증하였다(송기홍 외, 2011; 김지령 외, 2011).¹⁾

이상 논의한 바와 같이 선행연구에서는 자산재평가를 통한 자산의 시가평가 정보가 유용하였으나, 주로 기업의 재무구조개선 목적에 의해 자산재평가가 이루어졌음을 보고하여 재평가를 이용한 공정가치평가 정보의 가치관련성 및 유용성에 대하여 제한적인 지지를 하고 있다. 본 연구에서는 이러한 제한적인 지

1) K-IFRS가 조기 적용된 2008년 이후 자산재평가의 효과를 분석한 연구들은 자산재평가 결과공시에 대해 양(+)의 초과수익률이 발생하고, 주가와 재평가차익 간에 양(+)의 관계가 존재함을 보고하였다(최국현, 손여진, 2011, 김지령 외, 2011). 또한 부채비율이 높고 영업현금흐름이 작은 기업일수록 재평가를 선호하였고, 대주주지분율이 낮고, 기관투자자(국내, 외국)지분율이 높은 기업에서 재평가를 선호하지 않았다(송기홍 외, 2011). 즉, 부채계약을 위반할 가능성이 높은 기업과 감시효과가 낮은 기업에서 재평가가 선호되어 자산재평가가 기회주의적 동기에 의해 실시될 가능성을 보고하였다.

지에 대한 원인을 정보비대칭의 여부로 판단하고 정보비대칭에 따라 자산재평가 정보에 대한 시장반응이 차이가 존재하는지와 이러한 정보비대칭은 투자자 유형에 따라 차별적인 행태를 가져오는지를 분석하고자 하였다.

2. 가설설정

정보비대칭은 정보를 제공하는 기업과 투자자 또는 투자자 간에 가지고 있는 정보의 양과 질의 차이를 의미한다. 정보비대칭이 존재하는 자본시장에서는 잠재적 자본시장 참여자가 주식거래를 꺼리게 됨으로 인하여 거래가 이루어지더라도 거래된 주식은 본래의 가치보다 상대적으로 할인된 가격에 거래가 형성된다. 기업의 정보에 대한 공시수준(Disclosure Level)을 높이면, 증가된 공시수준은 자본시장 참여자 사이에서 정보비대칭을 감소시킬 수 있게 된다. Diamond and Verrecchia(1991)와 Kim and Verrecchia(1994)는 향상된 기업정보공시는 정보를 소유한 정보거래자와 정보를 소유하지 못한 비정보거래자 사이의 정보비대칭을 감소시킬 수 있음을 주장하였다. 또한 높은 수준의 정보를 공시하는 기업에 대해서는 투자자들이 해당 주식의 거래가 타당한 가격에서 이루어질 것이라는 상대적 확신을 가지고 있게 되고, 이에 해당하는 주식의 유동성은 증

가하게 된다고 주장하였다.

따라서 기업이 자산에 대한 실질 가치를 공시하게 될 경우 정보비대칭이 낮은 기업보다 높은 기업에서 시장 참여자들은 더 높은 정보효과를 갖게 될 것이다. 이로 인하여 유동성의 증가내지는 가격에 변화를 초래할 것으로 예측해 볼 수 있다. 이에 본 연구에서는 다음과 같이 연구가설을 설정한다.

가설 1: 정보비대칭이 높을수록 자산재평가 결과 공시 시 시장 반응은 클 것이다.

기업이 유형자산을 재평가할 경우 재평가차익을 재무상태표의 자본(기타포괄손익)에 기재함으로써 재무구조 개선이 이루어져 자본시장에는 긍정적인 효과를 갖을 것으로 기대된다. 그러나 우리나라의 경우 토지에 대하여 그 공시지가를 재무제표의 주식에 공시하고 있다. 만약 자본시장이 효율적이라고 가정한다면, 주식에 보고된 공시지가는 이미 주가에 반영되었을 것이므로 재평가 정보에 대한 시장반응은 재평가금액과 공시지가의 차이로 측정되는 비기대재평가차익의 크기에 따라 달라질 것으로 예상해 볼 수 있다. 즉 기업에서 보고한 재평가차익은 기대부분(공시지가-장부금액)과 비기대부분(재평가금액-공시지가)으로 구분될 수 있으며, 시장 참여자들

은 비기대부분에 대해서만 정보로서 가치를 갖게 될 것이다. 이에 본 연구에서는 다음과 같이 가설을 설정한다.

가설 2: 비기대재평가차익이 클수록 자산재평가 결과 공시 시 시장 반응은 클 것이다.

일반적으로 기관투자자는 기업정보의 수집 및 전문적인 분석을 통한 유용한 정보의 창출 및 적정주가결정과 증시안정 등의 역할을 수행한다. 반면 자본시장의 개방으로 인해 외국인 투자자의 비중이 증대하고 내재가치에 근거한 투자 기법 및 투자행태에 대한 내국인 투자자들의 관심이 증대됨에 따라 외국인 투자자의 동향이 주가변동의 주요한 변수로 등장하고 있다. 뿐만 아니라 외국인 투자자의 시장참여로 인해 회계정보에 대한 인식 및 유용성이 향상되었음을 보여주는 연구결과도 제시되고 있다(송인만, 박철우, 1998). 즉 정보거래자라 할 수 있

는 기관 투자자나 외국인 투자자는 기업이 보유하고 있는 자산에 대한 실질 가치를 재평가 이전에도 획득할 수 있는 능력이 충분하다고 할 수 있다. 따라서 이러한 재평가 정보는 정보거래자 보다 개인투자자와 같은 비정보거래자에게 보다 유용한 정보로서 가치를 지니게 될 것으로 판단된다. 즉 투자자 유형에 따라 재평가 정보에 대한 거래행태 및 시장반응은 차이를 가질 것으로 판단해 볼 수 있다. 이에 다음과 같은 연구가설을 설정한다.

가설 3: 자산재평가 정보에 대한 시장반응은 투자자 유형별로 차이를 나타낼 것이다.

Ⅲ. 표본선정과 연구방법

1. 표본선정

본 연구의 표본은 유가증권시장에 상

<표 1> 표본 선정 기업

| 선정 기준 | 표본기업 |
|------------------------------------|------|
| ① 2009년~2010년까지 자산재평가를 실시한 상장·등록기업 | 283 |
| ② 은행·보험업 등 금융업을 영위하는 기업 | 8 |
| ③ 추가/재무정보를 획득할 수 없는 기업 | 8 |
| ④ 12월 결산법인이 아닌 기업 | 3 |
| ⑤ 감가상각 대상 자산만 재평가 한 기업 | 12 |
| 계 | 252 |

장된 기업 중 2009년부터 2010년 까지 재평가 결과 공시를 실시한 기업이며, 에프엔가이드의 DataGuide pro 데이터 베이스에 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
- (3) 결산일이 12월 31일인 기업

2. 연구방법

2.1 연구모형

정보비대칭이 높을수록 자산재평가 결과 공시 시 시장 반응은 클 것이라라는 연구가설 1을 검증하기 위하여 다음과 같이 종속변수를 시장반응을 나타내는 초과수익률(CAR)과 초과거래량(CAV)으로 하는 연구모형을 설정하였다. 즉 정보비대칭을 나타내는 대리변수로 애널리스트 분석보고서 여부를 선정하였으며, 이에 따라 재평가정보에 대한 시장 반응에 차이가 나타나는지를 살펴보고자 한다. 이를 위하여 자산재평가차익(AS)과 부채비율(DEBTR), 수익성비율(ROA), 대주주지분율(OWNER), 당기순손실더미(LOSS)를 통제변수로 선정하여 연구모형에 포함하였으며, 이는 식 (1)과 같다.

연구모형 1

$$\begin{aligned}
 CAR \text{ or } CAV = & \beta_0 + \beta_1 AS_{i,t} + \beta_2 AND_{i,t} \\
 & + \beta_3 ROA_{i,t-1} + \beta_4 DEBTR_{i,t-1} \\
 & + \beta_5 OWNER_{i,t-1} + \beta_6 LOSS_{i,t-1} \\
 & + \sum ID + \sum YD + \varepsilon \quad (1)
 \end{aligned}$$

본 연구에서는 재평가차익(AS) 뿐만 아니라 비기대재평가차익(UnEx)을 산출하여 재평가의 시장반응에 어떠한 영향을 미치는지를 분석한다. 우리나라의 경우 다양한 정책적 목적을 위해 토지에 대한 공시지가를 측정하며, 기업은 보유하고 있는 토지에 대하여 이를 공시하도록 되어있다. 따라서 토지에 대한 재평가차익은 기대부분(공시지가-장부금액)과 비기대부분(재평가금액-공시지가)으로 구분될 수 있다. 본 연구에서는 재평가차익의 비기대부분이 추가적인 정보를 가질 것으로 예상하였다. 특히 정보비대칭이 높은 기업에서 재평가에 대한 실시는 투자자에게 기업 자산에 대한 실질 가치를 제공함에 따라 투자자는 해당 정보를 이용하여 투자 의사결정을 수정할 수 있으며, 예상되는 금액 보다 더 높은 실질 가치를 가진다면 투자자에게 재평가정보는 긍정적인 신호로 받아들여질 것이다. 따라서 정보비대칭이 높은 기업에서 비기대재평가차익이 큰 기업일 경우 초과수익률 내지는 초과거래량이 양(+)의 값을 가질 것으로 예측해 볼 수 있

다. 이러한 예측을 실증분석하기 위해 다음과 같은 연구모형을 설정하였다.

연구모형 2

$$\begin{aligned} CAR \text{ or } CAV = & \beta_0 + \beta_1 UnEx_{i,t} + \beta_2 Ex_{i,t} \\ & + \beta_3 AND_{i,t} + \beta_4 ROA_{i,t-1} \\ & + \beta_5 DEBTR_{i,t-1} + \beta_6 OWNER_{i,t-1} \\ & + \beta_7 LOSS_{i,t-1} + \sum ID + \sum YD + \varepsilon \quad (2) \end{aligned}$$

2.2 변수의 계산

① 초과수익률의 측정

본 연구에서는 재산재평가에 대한 결과공시가 주가수익률에 어떠한 영향을 미치는지 검증하기 위하여 사건연구방법(Event-study Methodology)을 이용하여 해당기업의 주식의 초과수익률을 측정한다. 평균초과수익률(Average Abnormal Return: AAR)과 누적평균초과수익률(Cumulative Average Abnormal Return: CAAR)을 측정하기 위하여 시장조정모형(Market Adjusted Model)을 사용하였다. 구체적으로 초과수익률의 계산 방법은 다음과 같다.

$$AR_{i,t} = R_{i,t} - R_{m,t} \quad (3)$$

여기서, $AR_{i,t}$: 표본기업 i 의 t 일의 초과 수익률

$R_{i,t}$: 표본기업 i 의 t 일의 주가수익률

$R_{m,t}$: 벤치마크 포트폴리오 m 의 t 일의 수익률

여기서 $AR_{i,t}$ 는 표본기업 i 의 t 일 초과수익률이며, $R_{i,t}$ 는 표본기업 i 의 t 일 수익률을 의미한다. $R_{m,t}$ 는 비교대상 기업 m 의 t 일 수익률이다. $R_{m,t}$ 는 시장조정 모형의 경우 유가증권시장과 코스닥시장 각각 계산한 동일가중지수(Equally Weighted Index: EWI)수익률을 의미한다.

N 개의 표본기업의 일별 평균초과수익률(Average Abnormal Return: AAR)과 t_1 시점부터 t_2 시점까지의 누적평균초과수익률($CAAR_{(t_1, t_2)}$)은 위의 식 (3)에 따라 계산된 개별기업의 초과수익률을 이용하여 아래의 식 (4), 식 (5)으로 계산한다.

$$AAR_t = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N AR_{i,t} \quad (4)$$

$$CAAR_{(t_1, t_2)} = \sum_{t=t_1}^{t_2} AAR_t \quad (5)$$

여기서, $AAR_{i,t}$ = 표본기업의 t 일의 평균 초과수익률

$AR_{i,t}$ = 표본기업 i 의 t 일의 초과수익률

N = 표본기업 수

$CAAR_{(t_1, t_2)}$ = 표본기업의 $t_1 \sim t_2$ 까지의 누적 평균 초과수익률

② 초과거래량의 측정

초과거래량을 산정하기 위한 모형으로 시장조정거래율모형(Market Adjusted Volume Model)을 사용한다. 자산재평가 결과 공시기업 *i*의 초과거래량(Abnormal Volume)은 다음과 같이 계산한다.

$$AV_{i,t} = \Delta V_{i,t} - \Delta V_{m,t} \quad (6)$$

여기서, $AV_{i,t}$: *i*기업의 *t*일의 초과거래량
 $\Delta V_{i,t}$: *i*기업의 *t*일의 거래량
 $\Delta V_{m,t}$: *t*일의 시장의 거래량

여기서 개별주식 *i*의 일별 거래량 $V_{i,t}$ 는 다음과 같이 계산하며, 개별주식의 정상적인 기대거래량을 나타내는 시장거래량은 동일한 시점의 유가증권시장 전체 거래량을 사용하여 같은 방법으로 계산한다.

$$\Delta V_{i,t} = \frac{V_{i,t} - V_{i,t-1}}{V_{i,t-1}} \quad (7)$$

위와 같이 계산된 개별기업의 일별 초과거래변동률을 사건기간동안 일별로 누적하여 개별주식 *i*의 누적초과거래량(Cumulative Abnormal Volume)을 계산한다.

$$CAV_{i,t} = \sum_{t=-1}^{+1} AV_{i,t} \quad (8)$$

③ 투자자별 순매수율의 측정

투자자별 거래행태 분석을 위하여 다음과 같이 투자자별 순매수율을 계산한다.

개인투자자 순매수율:

$$\frac{(\text{개인매수량} - \text{개인매도량})}{\text{상장주식수}} \times 10^2$$

기관투자자 순매수율:

$$\frac{(\text{기관매수량} - \text{기관매도량})}{\text{상장주식수}} \times 10^2$$

외국인 투자자 순매수율:

$$\frac{(\text{외국인매수량} - \text{외국인매도량})}{\text{상장주식수}} \times 10^2$$

여기에서 순매수율이 양(+)의 값을 가지면 순매수를 의미하고, 음(-)의 값을 가지면 순매도를 의미한다. 순매수율은 특정 투자자 집단을 다른 투자자 집단과 비교할 때 상대적 매수강도를 나타내고 순매도율은 상대적 매도강도를 나타낸다.

④ 독립변수

본 연구의 모형에는 자산재평가차익(AS), 비기대재평가차익(UnEx), 기대재평가차익(Ex), 애널리스트 분석보고서 여부(AND), 수익성(ROA), 부채비율(DEBTR), 대주주지분율(OWNER), 당기순손실더미(LOSS)를 포함하고 있다.

먼저 자산재평가차익(AS)은 자산재평가에 대한 결과공시에 제시되어 있는 감정평가액에서 재평가대상자산의 직전연도 장부금액을 차감한 금액을 전기 총자

산으로 나누어 계산한다. 투자자들은 취득원가가 아닌 실질 가치에 관심을 갖고, 취득원가는 기업 현재의 재무상태와 관련된 적시성 있는 정보를 제공하지 못하며, 공정가치는 경제적 실질을 반영하기 때문에 주가와 높은 관련성을 가질 수 있다. 따라서 자산재평가차익(AS)은 주식시장의 반응에 유의한 양(+의 영향을 미칠 것으로 판단된다.

추가적으로 본 연구에서는 재평가차익 뿐만 아니라 비기대재평가차익(UnEx)을 산출하여 재평가정보가 주가에 어떠한 영향을 미치는지를 분석한다. 우리나라의 경우 토지에 대하여 그 공시지가를 재무제표의 주식에 공시하고 있다.²⁾ 따라서 토지에 대한 재평가차익은 기대부분(공시지가-장부금액)과 비기대부분(재평가금액-공시지가)으로 구분될 수 있다. 본 연구에서는 재평가차익의 비기대부분이 추가적인 정보적 가치를 가질 것으로 예측하였다.

애널리스트의 활동은 기업과 투자자

간에 존재하는 정보비대칭성을 완화시켜 시장의 효율성을 증진시키는 긍정적인 역할을 수행한다고 알려져 있다(Hong et al., 2000; Elgers et al., 2001). 따라서 애널리스트 분석보고서가 존재하는 기업일 경우 해당 기업의 진실된 가치가 이미 시장에 알려져 있을 수 있다. 즉 애널리스트 분석보고서가 존재하는 기업일 경우 자산재평가 결과에 대한 정보효과는 크지 않을 수 있을 것이다. 이에 본 연구에서는 자산재평가 결과 공시일 이전 1년 이내에 애널리스트 분석보고서가 있으면 1, 없으면 0인 더미 변수 AND를 연구모형에 반영하였다.

수익성이 높았던 기업에서 자산재평가를 실시할 경우 총자산내지는 총자본 대비 이익으로 측정되는 수익성 비율은 낮아지게 되므로 정치적비용과 노동조합의 임금인상의 압력을 축소시키기 위해 재평가를 실시할 수 있다. 이 경우 투자자들은 재평가를 경영자의 기회주의적 행태로 보고 부정적 반응을 보일 수도 있다. 따라서 이러한 수익성 비율을 통제하기 위해서 본 연구에서는 총자산순이익률로 측정된 ROA를 모형에 반영하였다.

부채비율이 높은 기업이 재평가를 실시하면 부채비율의 개선으로 미래 부채조달능력의 향상과 부채비용의 감소에 효과적일 수 있기 때문에 재평가 공시는 투자자에게 긍정적인 신호로 인식 될 수 있다. 반면에 Whittred and Chan(1992)는

2) 우리나라에서는 1989년 4월 1일 “지가공시 및 토지 등의 평가에 관한 법률(이하 지가공시법이라 함)”이 공포되기 전까지는 건설부의 기준시가, 내무부의 과세시가표준액, 국세청의 기준시가, 한국감정원의 토지시가 등 공적 지가체계가 평가목적에 따라 다양하게 사용되어오다가 지가공시법이 공포됨으로써 공적 지가체계를 공시지가로 일원화하였다. 그 후 2005년 주택가격공시제도가 도입되면서 2005년 1월 14일 “부동산 가격공시 및 감정평가에 관한 법률”로 개정되어 시행되고 있다(정재원, 2007).

높은 부채비율을 가지는 기업은 부채계약 위반할 가능성이 있을 때 그들의 자산을 재평가하는 경향이 있음을 보고하였다. 따라서 자산재평가에 대한 시장반응은 기업의 부채수준에 따라 달라질 수 있을 것으로 판단하여 부채비율을 나타내는 DEBTR을 통제변수로 선정하였다.

지배주주 체제 기업의 경우 지배주주 이익과 기업이익이 일치하므로 기업이 단기 이익보다는 중장기 이익에 치중하게 되며, 주주들의 지분이 집중되거나 대주주가 존재한다면 경영자를 감시하기가 용이해져서 경영자들이 자신들의 이익을 위해 기회주의적으로 기업자산을 남용하는 것을 방지할 수 있다. 자산재평가는 기업의 미래 현금흐름의 변동을 초래하지 않기 때문에 기업의 가치는 증가되거나 감소되지 않는다. 따라서 대주주 지분이 높은 기업은 자산재평가에 대하여 어떠한 유인이 존재하지 않을 수 있으며, 유인이 존재한다면 이러한 유인은 기업에 긍정적인 신호보다는 부정적인 신호일 수 있을 것이다. 따라서 기업의 지배구조에 따라 자산재평가 결과 공시에 대한 시장반응이 달라질 수 있을 것이다. 이에 본 연구에서는 대주주 1인과 이와 관련한 특수관계자 지분율을 OWNER로 정의하고 연구모형에 포함하였다. 마지막으로 당기순손실을 보고한 기업과 그렇지 않은 기업간에는 공시정보에 대한 차별적인 반응이 예상되므로 당기순손

실을 나타내는 더미변수 LOSS와 산업과 연도를 나타내는 더미변수를 통제변수로 선정하였다.

IV. 실증분석 결과

본 연구의 목적은 기업의 정보비대칭이 자산재평가 공시에 어떠한 영향을 미치는지를 분석하는 것이다. 이를 위해 먼저 자산재평가 결과 공시일 -1일부터 +1일까지의 초과수익률과 초과거래량을 <표 2>에 제시하였다.

구체적으로 전체 표본에 대하여 초과수익률(AR)의 경우 -1일에 0.0036의 10%에서 유의한 값을 -1일부터 +1일까지의 3일간 누적초과수익률은 0.0080으로 5%에서 유의한 값을 나타내었다. 뿐만 아니라 초과거래량(AV)의 경우 -1일, 공시일, +1일에 모두 유의한 양(+)의 평균값을 보였으며, 3일간 누적 초과거래량은 0.0216을 나타내었다. 즉 자산재평가 결과에 대한 정보효과가 있음을 제시하는 결과라 할 수 있다. 그러나 정보비대칭 여부와 비기대재평가차익의 높고 낮음으로 구분한 집단간 결과에서는 다소 다른 결과를 나타냈다. 정보비대칭이 높고 비기대재평가차익이 큰 기업에서는 초과수익률(AR)과 초과거래량(AV)이 모두 유의한 양(+)의 값을 나타낸 반면 다른 집단에서는 초과수익률(AR)은 모두

<표 2> 정보비대칭에 따른 자산재평가 정보에 대한 시장반응

| 구 분 | 전체 | | 정보비대칭이 높고 비기대 재평가차익이 작은 기업 | | 정보비대칭이 높고 비기대 재평가차익이 큰 기업 | | 정보비대칭이 낮고 비기대 재평가차익이 작은 기업 | | 정보비대칭이 낮고 비기대 재평가차익이 큰 기업 | |
|-------------|--------|---------|----------------------------|---------|---------------------------|---------|----------------------------|---------|---------------------------|---------|
| | 평균값 | t Value | 평균값 | t Value | 평균값 | t Value | 평균값 | t Value | 평균값 | t Value |
| AR: t = -1 | 0.0036 | 1.76* | 0.0058 | 1.35 | 0.0124 | 2.28** | -0.0019 | -0.60 | -0.0013 | -0.43 |
| AR: t = 0 | 0.0027 | 1.23 | -0.0033 | -0.73 | 0.0141 | 2.23** | 0.0008 | 0.28 | -0.0003 | -0.11 |
| AR: t = +1 | 0.0030 | 1.30 | 0.0010 | 0.25 | 0.0107 | 1.49 | -0.0034 | -0.95 | 0.0043 | 1.45 |
| CAR(-1, +1) | 0.0080 | 2.13** | 0.0027 | 0.36 | 0.0326 | 3.23*** | -0.0044 | -0.78 | 0.0027 | 0.50 |
| AV: t = -1 | 0.0065 | 2.26** | 0.0074 | 0.98 | 0.0085 | 1.43 | 0.0011 | 0.56 | 0.0092 | 1.46 |
| AV: t = 0 | 0.0068 | 3.44*** | 0.0049 | 1.02 | 0.0148 | 2.87*** | 0.0010 | 0.62 | 0.0071 | 2.01** |
| AV: t = +1 | 0.0059 | 2.59** | 0.0068 | 1.11 | 0.0118 | 2.29** | -0.0025 | -2.16** | 0.0081 | 1.83* |
| CAV(-1, +1) | 0.0216 | 2.79*** | 0.0240 | 1.17 | 0.0369 | 2.18** | -0.0005 | -0.15 | 0.0275 | 1.69* |
| N | 252 | | 60 | | 59 | | 67 | | 66 | |

- 1) *, **, ***는 각각 10%, 5%, 1%에서 유의함을 의미한다.
- 2) AR은 동일가중지수를 적용한 시장조정모형에 의한 초과수익률을 의미하며, CAR은 -1~+1의 3일간 누적초과수익률이다.
- 3) AV는 시장조정모형을 사용하여 계산한 초과거래량을 의미하며, CAV는 -1일부터 +1일까지의 3일간 누적초과거래율이다.

유의하지 않았다. 즉 자산재평가 정보에 대한 시장반응은 정보비대칭 및 비기대 재평가차익에 따라 차이가 있음을 알 수 있는 결과라 할 수 있다.

이러한 결과를 바탕으로 집단 간 시장반응의 차이가 존재하는지 검증하기 위하여 집단 간 평균차이검증(t-test)을 실시하였으며, 해당 결과는 <표 3>과 같다. 그룹 4는 정보비대칭과 비기대재평가차익 모두 높은 그룹으로 본 연구에서의 중요 집단이라 할 수 있다. 이 그룹 4와 다른 그룹간 비교에서 누적초과수익률(CAR)은 모두 음(-)의 유의한 차이를 나타냈다. 즉 정보비대칭이 높고 비기

대재평가차익이 큰 집단의 누적초과수익률이 다른 집단보다 유의하게 크다는 것을 의미하는 것으로 앞서 <표 2>와 동일한 결과이다. 그러나 누적초과거래량으로 살펴본 그룹간 차이에서는 그룹 1(정보비대칭과 비기대재평가차익이 낮은 기업)과 그룹 4만이 유의한 차이를 나타냈다. 본 연구에서는 이러한 결과가 다른 요인을 통제하고도 정보비대칭 및 비기대재평가차익이 시장반응에 유의한 결과를 나타내는지 회귀분석을 실시하였다.

회귀분석에 앞서 연구모형에 포함된 각 변수들의 기술통계를 살펴보면 <표 4>와 같다. 패널 A는 정보비대칭이 높

<표 3> 집단간 평균 차이 분석

| Panel A: CAR(-1, +1) | | | | | | |
|----------------------|---------|----------------------|---------|----------------------|---------|---------------------|
| 구 분 | Group1 | | Group2 | | Group3 | |
| | Diff | t Value | Diff | t Value | Diff | t Value |
| Group2 | -0.0070 | -0.91 | | | | |
| Group3 | -0.0070 | -0.76 | 0.0027 | 0.00 | | |
| Group4 | -0.0370 | -3.26 ^{***} | -0.0300 | -2.66 ^{***} | -0.0300 | -2.36 ^{**} |
| Panel B: CAV(-1, +1) | | | | | | |
| | Diff | t Value | Diff | t Value | Diff | t Value |
| Group2 | -0.0280 | -1.70 [*] | | | | |
| Group3 | -0.0250 | -1.21 | 0.0035 | 0.13 | | |
| Group4 | -0.0370 | -2.26 ^{**} | -0.0090 | -0.40 | -0.0130 | -0.48 |

1) 그룹의 정의

Group1: 정보비대칭이 낮고 비기대재평가차익이 작은 기업.

Group2: 정보비대칭이 낮고 비기대재평가차익이 큰 기업.

Group3: 정보비대칭이 높고 비기대재평가차익이 작은 기업.

Group4: 정보비대칭이 높고 비기대재평가차익이 큰 기업.

2) *, **, ***는 각각 10%, 5%, 1%에서 유의함을 의미한다.

은 집단이며, 패널 B는 정보비대칭이 낮은 집단이다. 이를 살펴보면 정보비대칭이 높은 집단의 CAR의 평균값은 0.0160, 낮은 집단은 -0.0007로 나타나 자산재평가 정보에 대하여 정보비대칭이 낮은 집단에서는 정보효과가 낮은 것으로 판단된다. CAR 뿐만 아니라 누적초과거래량(CAV)의 평균값도 정보비대칭이 높은 집단이 0.0202, 낮은 집단이 0.0042로 나타나 동일한 결과를 살펴볼 수 있다.

통제변수로 사용된 ROA의 경우 정보비대칭이 높은 집단이 0.0321, 낮은 집단이 0.0732를 나타냈으며, 부채비율(DEBTR)은 높은 집단이 1.2371, 낮은 집단이 1.0646을 나타냈다. 기업규모를 나타내

는 SIZE의 경우 정보비대칭이 높은 집단이 18.4513, 낮은 집단이 19.8488로 나타나 일반적으로 기업규모가 소규모일수록 정보비대칭이 높다는 선행연구의 결과를 살펴볼 수 있다. 또한 정보비대칭이 높은 기업은 수익성이 낮고 타인자본을 많이 사용하고, 당기순손실을 더 많이 보고함을 알 수 있다.

종속변수와 재평가차익 그리고 기업 특성을 나타내는 변수들간의 상관관계를 살펴보기 위하여 <표 5>에 피어슨 상관관계를 제시하였다. 표의 상단은 정보비대칭이 높은 기업을 하단은 정보비대칭이 낮은 기업의 상관관계를 제시하였다. 먼저 정보비대칭이 높은 기업의 변

<표 4> 기술통계량

| Panel A: 정보비대칭이 높은 기업 | | | | | | |
|-----------------------|-----|---------|--------|---------|---------|--------|
| 구 분 | N | Mean | Std | Min | Median | Max |
| CAR | 119 | 0.0160 | 0.0669 | -0.1203 | 0.0079 | 0.2117 |
| CAV | 119 | 0.0202 | 0.1260 | -0.1396 | -0.0006 | 0.7852 |
| AS | 119 | 0.2441 | 0.2229 | 0.0136 | 0.1691 | 1.0290 |
| UnEx | 119 | 0.1529 | 0.1604 | -0.1786 | 0.1077 | 0.6926 |
| Ex | 119 | 0.0864 | 0.1302 | -0.2907 | 0.0588 | 0.4615 |
| ROA | 119 | 0.0321 | 0.0636 | -0.1468 | 0.0342 | 0.2154 |
| DEBTR | 119 | 1.2371 | 1.1615 | 0.0828 | 0.9175 | 6.6202 |
| OWNER | 119 | 0.4755 | 0.1866 | 0.0683 | 0.4740 | 0.8228 |
| LOSS | 119 | 0.2838 | 0.4524 | 0 | 0 | 1 |
| Panel B: 정보비대칭이 낮은 기업 | | | | | | |
| CAR | 133 | -0.0007 | 0.0427 | -0.1203 | -0.0005 | 0.1797 |
| CAV | 133 | 0.0042 | 0.0798 | -0.1396 | -0.0026 | 0.7852 |
| AS | 133 | 0.1517 | 0.1155 | 0.0128 | 0.1299 | 0.6010 |
| UnEx | 133 | 0.1202 | 0.1186 | -0.1786 | 0.0909 | 0.5939 |
| Ex | 133 | 0.0255 | 0.0850 | -0.2907 | 0.0210 | 0.2811 |
| ROA | 133 | 0.0732 | 0.0598 | -0.1310 | 0.0627 | 0.2285 |
| DEBTR | 133 | 1.0646 | 1.0284 | 0.0828 | 0.7549 | 6.6202 |
| OWNER | 133 | 0.4691 | 0.1437 | 0.0683 | 0.4697 | 0.8228 |
| LOSS | 133 | 0.1170 | 0.3223 | 0 | 0 | 1 |

1) 변수의 정의

AS: 자산재평가차익 비중(자산재평가차익/자산총계t-1)

UnEx: 비기대재평가차익 비중((재평가차익-공시지가)/자산총계t-1)

Ex: 기대재평가차익 비중((공시지가-장부금액)/자산총계t-1)

AND: 정보비대칭 대리변수(재평가 공시전 1년을 기준으로 애널리스트 분석보고서가 있으면 1, 아니면 0의 값을 갖는 더미변수)

ROA: 수익성(당기순이익/평균총자산)

DEBTR: 부채비율(부채총계/자본총계)

OWNER: 내부자지분율

LOSS: 당기순손실더미(공시 전년도 당기순손실을 보고한 기업이면 1, 아니면 0의 값을 갖는 더미변수)

수들 간의 상관관계를 살펴보면, 누적초과수익률(CAR)과 재평가차익(AS), 비기대재평가차익(UnEx)만이 유의한 양

(+)의 관계를 나타내어 정보비대칭이 높은 기업에서 자산재평가 정보가 투자자에게 유의한 정보효과를 가지는 것으로

<표 5> 상관계수

| | CAR | CAV | AS | UnEx | Ex | ROA | DEBTR | OWNER | LOSS |
|-------|----------|---------|-----------|------------|-----------|------------|------------|-----------|------------|
| CAR | | 0.1479* | 0.1739** | 0.1757** | 0.0494 | 0.0070 | 0.0673 | 0.0329 | -0.0663 |
| CAV | 0.0768 | | -0.0004 | -0.0239 | 0.0431 | -0.1563* | 0.0316 | -0.1505* | 0.1213 |
| AS | 0.1767** | 0.1296* | | 0.7862*** | 0.5636*** | 0.1171 | -0.2716*** | 0.2001** | -0.2281*** |
| UnEx | 0.1354 | 0.0290 | 0.6933*** | | 0.0018 | 0.1140 | -0.0538 | 0.2242*** | -0.1549* |
| Ex | 0.0104 | 0.1467* | 0.2618*** | -0.4744*** | | 0.0805 | -0.3324*** | 0.1040 | -0.1180 |
| ROA | 0.1180 | 0.0426 | -0.0088 | -0.0793 | 0.0982 | | -0.2253*** | 0.2464*** | -0.5654*** |
| DEBTR | -0.0676 | -0.0482 | -0.1407* | -0.0025 | -0.2116** | -0.2144*** | | -0.0833 | 0.4009*** |
| OWNER | 0.1388* | -0.0494 | 0.2965*** | 0.1883** | 0.1080 | 0.0229 | -0.0650 | | -0.3381*** |
| LOSS | -0.0612 | 0.1000 | -0.0444 | 0.0277 | -0.0236 | -0.4629*** | 0.2520*** | -0.0452 | |

1) 변수의 정의

AS: 자산재평가차익 비중(자산재평가차익/자산총계_{t-1})

UnEx: 비기대재평가차익 비중((재평가차익-공시지가)/자산총계_{t-1})

Ex: 기대재평가차익 비중((공시지가-장부금액)/자산총계_{t-1})

AND: 정보비대칭 대리변수(재평가 공시전 1년을 기준으로 애널리스트 분석보고서가 있으면 1, 아니면 0의 값을 갖는 더미변수)

ROA: 수익성(당기순이익/평균총자산)

DEBTR: 부채비율(부채총계/자본총계)

OWNER: 내부자지분율

LOSS: 당기순손실더미(공시 전년도 당기순손실을 보고한 기업이면 1, 아니면 0의 값을 갖는 더미변수)

2) 상단은 정보비대칭이 높은 기업이며, 하단은 정보비대칭이 낮은 기업을 나타낸다.

3) 피어슨 상관관계를 나타내며, *, **, ***는 각각 10%, 5%, 1%에서 유의함을 의미한다.

예상해볼 수 있다. 그러나 정보비대칭이 낮은 기업에서는 재평가차익(AS)과 CAR 간에는 유의한 상관관계를 나타냈으나, 이를 비기대부분과 기대부분으로 구분하였을 경우에는 유의한 상관관계를 나타내지 않았다. 즉 정보비대칭이 낮은 기업에서는 자산재평가에 대한 정보가 시장에 유의한 영향을 미치지 않는다는 것을 알 수 있다. 본 연구에서는 이러한 관계를 구체적으로 살펴보기 위하여 연구모형 1과 연구모형 2를 이용하여 회귀분석을 실시하였다.

<표 6>은 누적초과수익률(CAR), <표 7>은 누적초과거래량(CAV)가 종속변수이다. 먼저 <표 6>의 회귀분석 결과를 살펴보면, 전체표본을 대상으로 한 연구모형 1의 결과에서 재평가차익은 유의한 양(+)의 계수값을 AND는 유의한 음(-)의 계수값을 나타냈다. 즉 재평가차익이 크고, 정보비대칭이 높은 기업일수록 누적초과수익률로 측정된 시장반응이 크다는 것을 의미한다. 뿐만 아니라 연구모형 2의 결과에서는 비기대재평가차익(UnEx)이 양(+)의 유의한 계수 값을

<표 6> 회귀분석: 종속변수 CAR(-1, +1)³⁾

| 구 분 | 전체표본(N = 252) | | | | 정보비대칭이 높은 기업 (N = 119) | | 정보비대칭이 낮은 기업 (N = 133) | |
|---------------------|---------------|---------|---------|----------|------------------------|---------|------------------------|---------|
| | 회귀계수 | T-value | 회귀계수 | T-value | 회귀계수 | T-value | 회귀계수 | T-value |
| Intercept | -0.0475 | -0.81 | -0.0476 | -0.81 | -0.02251 | -0.77 | -0.06448 | -1.36 |
| AS | 0.0727 | 3.12*** | | | | | | |
| UnEx | | | 0.0777 | 2.52 ** | 0.09272 | 2.03** | 0.04602 | 1.03 |
| Ex | | | 0.0529 | 1.56 | 0.04501 | 0.88 | 0.07417 | 1.53 |
| AND | -0.0142 | -1.79* | -0.0156 | -1.98 ** | | | | |
| ROA | 0.0958 | 1.40 | 0.0924 | 1.34 | 0.10505 | 0.85 | 0.07333 | 1.01 |
| DEBTR | 0.0087 | 2.04** | 0.0081 | 1.86 * | 0.01253 | 1.72* | 0.00137 | 0.27 |
| OWNER | 0.0139 | 0.58 | 0.0154 | 0.63 | 0.00473 | 0.13 | 0.03966 | 1.25 |
| LOSS | 0.0069 | 0.57 | 0.0060 | 0.50 | 0.00787 | 0.41 | -0.00271 | -0.18 |
| 산업더미 | 포함 | | 포함 | | 포함 | | 포함 | |
| 연도더미 | 포함 | | 포함 | | 포함 | | 포함 | |
| F-value | 2.45*** | | 2.11** | | 1.71* | | 1.21 | |
| Adj. R ² | 0.065 | | 0.055 | | 0.057 | | 0.019 | |

1) 변수의 정의

AS: 자산재평가차익 비중(자산재평가차익/자산총계_{t-1})

UnEx: 비기대재평가차익 비중((재평가차익-공시지가)/자산총계_{t-1})

Ex: 기대재평가차익 비중((공시지가-장부금액)/자산총계_{t-1})

AND: 정보비대칭 대리변수(재평가 공시전 1년을 기준으로 애널리스트 분석보고서가 있으면 1, 아니면 0의 값을 갖는 더미변수)

ROA: 수익성(당기순이익/평균총자산)

DEBTR: 부채비율(부채총계/자본총계)

OWNER: 내부자지분을

LOSS: 당기순손실더미(공시 전년도 당기순손실을 보고한 기업이면 1, 아니면 0의 값을 갖는 더미변수)

2) *, **, ***는 각각 10%, 5%, 1%에서 유의함을 의미한다.

나타냈으며, AND도 음(-)의 유의한 계수 값을 나타내었다. 그러나 이러한 결과는 정보비대칭이 높은 기업과 낮은 기업을 구분하여 회귀분석을 하였을 때에는 정보

비대칭이 높은 기업에서는 비기대재평가차익(UnEx)이 유의한 양(+)의 계수 값을 나타내나 정보비대칭이 낮은 기업에서는 유의한 결과를 나타내지 않았다.

이러한 결과가 의미하는 바는 기존의 공시지가에 대한 정보는 이미 시장에 충분히 반영되어 있으며, 투자자들이 인지

3) 지면관계상 시장조정모형을 이용하여 계산한 CAR에 대한 결과만 제시함. 시장모형을 사용한 분석결과도 대동소이하다.

<표 7> 회귀분석: 종속변수 CAV(-1, +1)

| 구 분 | 전체표본(N = 252) | | | | 정보비대칭이 높은 기업 (N = 119) | | 정보비대칭이 낮은 기업 (N = 133) | |
|---------------------|---------------|---------|---------|---------|------------------------|---------|------------------------|---------|
| | 회귀계수 | T-value | 회귀계수 | T-value | 회귀계수 | T-value | 회귀계수 | T-value |
| Intercept | 0.0198 | 0.34 | 0.0179 | 0.30 | 0.0119 | 0.41 | -0.0105 | -0.22 |
| AS | 0.0467 | 2.00** | | | | | | |
| UnEx | | | 0.0365 | 1.18 | 0.0202 | 0.45 | 0.1029 | 1.27 |
| Ex | | | 0.0497 | 1.06 | 0.0376 | 0.75 | 0.0923 | 1.09* |
| AND | -0.0023 | -0.29 | -0.0030 | -0.38 | | | | |
| ROA | -0.0603 | -0.88 | -0.0581 | -0.84 | -0.2121 | -1.74* | 0.0817 | 1.12 |
| DEBTR | 0.0011 | 0.26 | 0.0011 | 0.26 | 0.0035 | 0.49 | -0.0008 | -0.17 |
| OWNER | -0.0167 | -0.70 | -0.0172 | -0.71 | -0.0274 | -0.73 | -0.0183 | -0.57 |
| LOSS | 0.0126 | 1.05 | 0.0124 | 1.03 | -0.0040 | -0.21 | 0.0252 | 1.65 |
| 산업더미 | | | | | | | | |
| 연도더미 | | | | | | | | |
| F-value | 3.00*** | | 2.69*** | | 2.45** | | 1.79* | |
| Adj. R ² | 0.088 | | 0.081 | | 0.110 | | 0.068 | |

1) 변수의 정의

- AS: 자산재평가차익 비중(자산재평가차익/자산총계_{t-1})
- UnEx: 비기대재평가차익 비중((재평가차익-공시지가)/자산총계_{t-1})
- Ex: 기대재평가차익 비중((공시지가-장부금액)/자산총계_{t-1})
- AND: 정보비대칭 대리변수(재평가 공시전 1년을 기준으로 애널리스트 분석보고서가 있으면 1, 아니면 0의 값을 갖는 더미변수)
- ROA: 수익성(당기순이익/평균총자산)
- DEBTR: 부채비율(부채총계/자본총계)
- OWNER: 내부자지분율
- LOSS: 당기순손실더미(공시 전년도 당기순손실을 보고한 기업이면 1, 아니면 0의 값을 갖는 더미변수)

2) *, **, ***는 각각 10%, 5%, 1%에서 유의함을 의미한다.

하지 못하였던 실질 가치와 공시지가의 차이는 투자자에게는 정보적 가치를 가진다는 것이다. 특히 이러한 정보적 가치는 정보비대칭이 높은 집단에서만 보인다. 이는 것으로 이러한 결과는 본 연구의 가설 1과 가설 2를 지지하는 결과라 할 수 있다. 그러나 <표 7>의 누적초과

거래량(CAV)에 대한 연구결과는 누적 초과수익률(CAR)과 다르게 유의한 결과가 관찰되지 않았다.

자산재평가 정보에 대한 시장반응은 투자자 유형별로 차이를 나타낼 것이라 하는 본 연구의 가설 3을 검증하기 위하여 개인투자자, 기관투자자, 외국인투자자

로 투자자를 3가지 유형으로 구분한 후 각각의 순매수율을 <표 8>에 제시하였다. 개인투자자의 누적순매수율은 0.0314로 유의한 값을 나타내었으며, 기관과 외국인 투자자의 순매수율은 각각 -0.0181, -0.0003을 나타내었으나 유의한 값은 아니었다.

그러나 앞서 살펴보았듯이 재평가에 대

한 정보효과는 정보비대칭이 높은 기업에서만 관찰되었으므로 본 연구에서는 정보비대칭이 높은 기업과 낮은 기업의 순매수율을 각각 제시하였다. 그 결과 정보비대칭이 높은 기업에서는 개인투자자는 유의한 평균값인 0.0395를 기관투자자는 -0.0209를 관찰할 수 있었다. 정보비대칭이 높은 기업에서 개인투자자

<표 8> 자산재평가 결과 공시일의 투자자별 순매수량

| Panel A: 개인투자자 순매수율 | | | | | | |
|-----------------------|-----------------|---------|-----------------------------|---------|-----------------------------|---------|
| 구 분 | 전체 (N = 252) | | 정보비대칭이 높은 기업(1)(N = 119) | | 정보비대칭이 낮은 기업(2)(N = 133) | |
| | 평균 | T-value | 평균 | T-value | 평균 | T-value |
| t = -1 | 0.0085 | 1.22 | 0.0039 | 0.46 | 0.0125 | 1.16 |
| t = 0 | 0.0009 | 0.14 | 0.0083 | 1.22 | -0.0054 | -0.51 |
| t = +1 | 0.0170 | 2.49** | 0.0178 | 1.81* | 0.0163 | 1.72* |
| 누적순매수율 | 0.0314 | 2.20** | 0.0395 | 2.37** | 0.0245 | 1.10 |
| Panel B: 기관투자자 순매수율 | | | | | | |
| t = -1 | -0.0068 | -1.40 | -0.0054 | -1.39 | -0.0081 | -0.96 |
| t = 0 | -0.0045 | -0.97 | -0.0057 | -1.73* | -0.0035 | -0.43 |
| t = +1 | -0.0053 | -1.04 | -0.0026 | -0.51 | -0.0076 | -0.90 |
| 누적순매수율 | -0.0181 | -1.57 | -0.0209 | -2.18** | -0.0156 | -0.79 |
| Panel C: 외국인 투자자 순매수율 | | | | | | |
| t = -1 | 0.0001 | 0.02 | 0.0018 | 0.33 | -0.0014 | -0.21 |
| t = 0 | -0.0023 | -0.74 | -0.0037 | -0.90 | -0.0010 | -0.22 |
| t = +1 | -0.0010 | -0.31 | 0.0006 | 0.13 | -0.0024 | -0.47 |
| 누적순매수율 | -0.0003 | -0.04 | -0.0020 | -0.24 | 0.0013 | 0.11 |

1) *, **, ***는 각각 10%, 5%, 1%에서 유의함을 의미한다.

- 2) 개인투자자 순매수율: $\frac{(\text{개인매수량} - \text{개인매도량})}{\text{상장주식수}} \times 10^2$,
 기관투자자 순매수율: $\frac{(\text{기관매수량} - \text{기관매도량})}{\text{상장주식수}} \times 10^2$,
 외국인 투자자 순매수율: $\frac{(\text{외국인매수량} - \text{외국인매도량})}{\text{상장주식수}} \times 10^2$

는 순매수행태를 보이며, 기관투자자는 순매도행태를 나타내는 것을 의미한다.

이러한 결과를 나타내는 원인을 추론해보면, 상대적으로 정보우위에 있는 기관투자자는 자산에 대한 실질 가치를 이미 알고 있으나 정보비대칭의 원인으로 인하여 개인투자자는 이러한 정보를 획득하기 어려울 수 있다. 따라서 개인투자자는 재산재평가 공시에 대한 정보의 존도가 클 수 있을 것이다. 그러나 경영자의 기회주의적 행동과 경영자에 의해 선임되는 감정평가법인의 신뢰성 문제로 인하여 실제 가치보다 더 높은 재평가차익이 공시될 수 있다. 이럴 경우 개인투자자는 공시정보에 대한 믿음을 가지고 비기대재평가차익을 긍정적인 신호로 받아들이는 반면 기관투자자는 경영자의 기회주의적인 행동으로 판단하고 부정적인 신호로 판단할 수 있다. 즉 개인투자자는 순매수행태를 기관투자자는 순매도행태를 취하는 것으로 추론해볼 수 있을 것이다.

V. 결론

본 연구는 국제회계기준 도입으로 인한 주요 변화라 할 수 있는 자산의 공정가치평가에 대하여 자산의 재평가가 과연 투자자에게 유용한 정보가 될 수 있는지를 검증하고자 하였다. 본 연구는

선행연구와 다르게 정보비대칭 관점으로 접근하였으며, 연구결과 정보비대칭 여부에 따라 자산재평가 정보에 대한 정보효과가 차별적으로 나타났다. 또한 자산재평가 차익을 비기대부분과 기대부분으로 구분하여 연구모형에 반영하여 분석한 결과는 본 연구의 예상과 같이 비기대부분은 정보적 가치를 가졌으나 공시지가로 이미 시장에 알려진 부분은 정보적 가치를 가지지 않았다. 마지막으로 자산재평가 정보에 대한 투자자 유형별 거래행태를 분석하였으며, 자산재평가 결과 공시 시 개인투자자는 순매수행태를 기관투자자는 순매도행태를 취하였으며, 이러한 행태는 정보비대칭이 높은 집단에서만 유의하게 나타나 정보비대칭 존재하는 상황에서 투자자 유형별로 자산재평가에 대한 정보적 가치가 차별적일 수 있음을 나타냈다.

이러한 본 연구의 결과는 국제회계기준 도입에 대한 유용성 여부를 판단하고, 동일한 정보일지라도 정보비대칭 및 기업특성에 따라 그 유용성이 차별적인 효과를 가져 올 수 있음을 실증분석하였다는 점에서 의의가 있다고 판단된다.

참고문헌

- [1] 김권중, “자산재평가와 회계정보의 유용성에 대한 실증적 분석”, 『회계

- 학연구』 제22권, 제1호(1997), pp. 37-57.
- [2] 김권중, 김문철, “금융업을 이용한 공정가치 회계정보의 유용성 분석”, 『회계학연구』, 제25권, 제3호(2000), pp.133-154.
- [3] 김지령, 장지영, 권선국, “유형자산 자산재평가의 가치관련성”, 『회계정보연구』, 제29권, 제3호(2011), pp. 51-73.
- [4] 김흥기, 양동훈, 조광희, “유형자산 공정가치평가 선택 요인의 재조명”, 『회계와 감사연구』, 제51권(2010), pp.321-350.
- [5] 백원선, 이화진, 정영기, “자산재평가 동기와 재평가적립금의 가치평가”, 『회계학연구』, 제27권, 제3호(2002), pp.1-24.
- [6] 송기홍, 김창수, 유영태, “IFRS에 따른 토지의 공정가치재평가 기업의 특성과 주가관련성”, 『회계저널』, 제20권, 제5호(2011), pp.161-201.
- [7] 송인만, 박철우, “주식시장 개방과 주가행태: 회계정보의 역할”, 『경영학연구』, 제27권, 제1호(1998), pp. 63-92.
- [8] 신현걸, “국제회계기준 도입에 따른 토지의 공정가치 모형의 가치관련성”, 『세무와회계저널』 제9권, 제3호(2008), pp.285-311.
- [9] 정재원, “공시지와 기업가치의 관련성”, 『산업경제연구』, 제20권, 제4호(2007), pp.1553-1577.
- [10] 최국현, 손여진, “K-IFRS의 자산재평가가 기업가치와 재무분석가의 이익예측 정확도에 미치는 영향”, 『회계저널』, 제20권, 제4호(2011), pp.57-90.
- [11] Baiman, S. and R. Verrecchia, “The relation among capital markets, financial Disclosure, production efficiency, and insider trading,” *Journal of Accounting Research*, Vol. 34, No.1(1996), pp.1-22.
- [12] Barth, M., “Fair Value Accounting: Evidence from Investment Securities and the Market Valuation of Bank,” *The Accounting Review*, Vol. 69(1994), pp.1-25.
- [13] Barth, M. and G. Clinch, “Revalued financial, tangible, and intangible assets: Associations with share prices and non-market-based value estimates,” *Journal of Accounting Research*, Vol.36(1998), pp.199-233.
- [14] Brown, P., H. Izan, and A. Loh, “Fixed asset revaluations and managerial incentives,” *Abacus*, Vol.28, No.1(1992), pp.36-57.
- [15] Diamond, D. and R. Verrecchia, “Disclosure, liquidity, and the cost of capital,” *Journal of Finance* Vol.

- 46, No.4(1991), pp.1325-1360.
- [16] Easton, E., P. Eddey, and T. Harris, "An Investigation of Revaluations of Tangible Long-Lived Assets," *Journal of Accounting Research*, Vol. 31(1993), pp.1-38.
- [17] Elgers, P., M. Lo, and R. Pfeiffer, "Delayed security price adjustments to financial analysts' forecasts of annual earnings," *The Accounting Review*, Vol.76, No.4(2001), pp.613-632.
- [18] Hong, H., T. Lim, and J. Stein, "Bad news travels slowly: Size, analyst coverage and the profitability of momentum strategies," *Journal of Finance*, Vol.55(2000). pp.265-295.
- [19] Hoskisson, R.E., R.A. Johnson, and D.D. Moesel, "Corporate Divestiture Intensity in Restructuring Firms: Effects of Governance, Strategy, and Performance," *Academy of Management Journal*, Vol.37(1994), pp. 1207-1251.
- [20] Kim, O. and R. Verrecchia, "Market liquidity and volume around earnings announcements," *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 17(1993), pp.41-68.
- [21] Kochhar, R. and P. David, "Institutional Investors and Firm Innovation: A Test of Competing Hypotheses," *Strategic Management Journal*, Vol.17(1996), pp.73-84.
- [22] Lakonishok, J., A. Shleifer, and R. W. Vishny, "The Impact of Institutional Trading on Stock prices," *Journal of Financial Economics*, Vol. 32(1992), pp.23-43.
- [23] Sharpe, I. and R. Walker, "Asset Revaluation and Stock Market Prices," *Journal of Accounting Research*, Vol.15(1975), pp.293-310.
- [24] Whittred, G. and Y. Chan, "Asset Revaluations and the Mitigation of Underinvestment," *ABACUS*, Vol. 28, No.1(1992), pp.58-74.