토지재평가 유인에 따른 시장의 차별적 반응

전성일(전남대) · 이혜영(전남대) · 이기세(전남대)

Ⅰ. 서론

우리나라는 2008년 말, 글로벌 금융위기로 발생한 기업의 신용등급 하락, 자금조달곤란, 차입금 조기상환 압박, 환손실 등을 완화시키고 재무구조를 개선시키고자 기업회계기준서 제5호 '유형자산'을 개정하였다.

개정된 내용을 살펴보면 한국채택국제회계기준의 제1016호 규정을 조기 도입하여 2008년 회계연도부터 유형자산 취득시점 이후에 원가모형이나 재평가모형을 선택할 수 있도록 재량권을 부여 하였다. 이를 자세히 설명하자면 원가모형은 자산취득 이후 유형자산의 공정가치가 변화하더라도 취득원가를 장부금액으로 기록하기 때문에 자산의 변화된 금액이 재무제표상에 반영될 수 없다. 반면, 재평가모형은 자산 취득 후에 공정가치가 변화하면 해당 자산을 재평가하고, 재평가 된 금액을 장부금액으로 기록하는 방법이다. 이 때 자산재평가로 인하여 장부금액보다 증가된 부분(자산재평가이익)은 기타포괄손익으로, 감소된 부분(자산재평가손실)은 당기 손실로 인식하는 회계처리를 한다.

이러한 회계처리에 의해 발생한 재평가이익은 자본을 증가시키고 부채비율을 감소시켜 재무구조를 개선하는 효과를 기대할 수 있다. 이와 더불어 1998년에 개정된 자산재평가법에서는 재평가차액에 대하여 재평가세를 부과하였으나 2008년 개정된 기업회계기준서 제5호에 따르면 세법상 자산재평가를 임의평가로 간주하여 재평가세가 과세되지 않는다(한정희 외 2인, 2012).

이런 이유 때문에 부채비율이 높거나 순차입금비율이 높은 기업, 자기자본비율이 낮은 기업, 신용상태가 나쁜 기업들이 자산재평가를 실시하는 것으로 나타났다(김홍기 외 2인, 2010; 송기홍 외 2인, 2011).

이에 본 연구는 이러한 자산 재평가 실시에 대한 주식시장 참여자들의 반응을 살펴보고자 한다. 연구방법으로는 자산 재평가의 유인으로 재무개선의 효과와 경영자 교체 여부를 설정하여 이러한 유인에 따라 자산재평가 차액에 대한 투자자들의 반응이 차별적인지를 살펴보았다.

분석결과 토지재평가로 인해 재무개선의 효과가 큰 기업 즉, 부채비율의 하락 폭이 큰 기업 일수록 재평가에 대한 주가배수가 낮은 것으로 나타났다. 이는 부채비율의 하락이 높을 경우 투자자들은 경영자의 토지재평가 행위를 부채계약 위반을 회피하고자 하는 기회주의적 행동으로 인식함을 알 수 있다.

또한 경영자 교체 집단의 토지재평가에 대한 주가배수는 그렇지 않는 집단에 비해 낮은 것으로 나타났다. 이는 주식시장에서는 신임경영자의 토지재평가 실시는 회계정책의 변경으로 인한 일시적인 재무구조 개선효과로 인식함을 알 수 있다.

본 연구는 이러한 결과를 통해 토지재평가의 유인에 따라 재평가 차액의 주가배수는 차별적임을 재검증 하였고 더 나아가 경영자 교체가 토지재평가 유인을 판단 할 수 있는 변수임을 확인 할 수 있었다.

Ⅱ. 선행연구 및 가설 설정

2.1 선행연구 검토

자산재평가에 대한 주식시장 반응은 기업의 다양한 요인에 따라 차이가 있지만, 전반적으로 주식시장은 자산재평가에 대하여 호의적인 평가를 하는 것으로 보고된다(Sharpe and Walker, 1975; Abody et al., 1999; 정영기, 1993; 김권중, 1997; 정재원, 2009; 김정애와 최종서, 2010; 김문태와 김현아, 2011).

또한 자산재평가와 관련된 대부분의 연구들이 공통적으로 시사하고 있는 것은 부채비율이 높거나 자기자본비율이 낮은 기업들, 즉 재무적 곤경에 처한 기업이 자산재평가를 실시할 유인이 크다는 것이다(Frank, 2007; Barlev et al., 2007, 신승묘, 2001; 정재원, 2009; 김홍기 외 2인, 2010; 송기홍 외 2인, 2011; 김현아와 김문태, 2012). 이러한 이유는 재평가이익[1]은 자본을 증가시키고 부채비율을 감소시켜 재무구조를 개선하는 효과를 가져오기 때문이다.

자산재평가와 관련된 중요 선행연구를 살펴보면 다음과 같다. 김홍기 외 2인(2010)에서는 어떠한 기업들이 자산재평가시 공정가치 평가모형을 선택하는지를 살펴보았다. 연구결과 자기자본비율이 낮을수록, 손실실현기업일수록, 신용상태가 나쁠수록, High-tech산업에 속한 기업 일수록 공정가치를 재무제표상에 인식하는 것으로 보고하였다. 하지만 해외상장여부나 IFRS 조기도입여부에 따라서는 유의한 차이를 보이지 않았다. 이러한 결과를 통해 기업 특성에 따라 공정가치 평가모형의 선택요인이 차별적임을 알 수 있다.

한편 자산재평가로 인한 재무구조 개선의 효과는 경영자의 이익조정 행위에도 영향을 미친다고 보고되고 있다.

한정희 외 2인(2012)에서는 자산재평가 실시가 경영자의 이익조정에 미치는 영향을 살펴보기 위해 재량발생액의 변동분을 이용하여 분석을 실시하였다. 연구결과 자산재평가를 실시한 기업이 그렇지 않은 기업에 비해 재량발생액의 감소 정도가 높다는 것을 보고 하였다. 이는 자산재평가를 통해 재무구조가 개선되므로 재량발생액을 통한 이익조정의 유인이 감소하는 것이라고 설명하였다.

이아영 외 2인(2007)에서는 경영자 교체와 이익조정 간의 관련성을 좀 더 자세히 살펴보기 위해 성과대응 재량적 발생액을 이용하여 교체연도에 나타나는 신임경영자의 이익조정 현상을 살펴보았다. 분석 결과 경영자 교체연도에 재량적 발생액이 유의한 음(-)의 값을 보여, 신임경영자가 자신의 미래 성과평가에 대한 기준치를 낮추기 위해 교체연도에 이익을 감소시키는 방향으로 재량적 발생액을 증가시킨다고 보고하였다. 즉, 저조한 경영성과의 책임을 전임경영자에게 전가하고 미래 성과평가에 대한 기준치를 낮춰 향후 개선된 경영성과를 보고할 준비 작업을 하는 것이다. 그러나 이러한 현상에 대한 시장의 반응은 긍정적이지 않다. 이는 신임경영자의 big bath로 인해 이익유연화 및 경영부실로 인한 누적분에 관한 정보가 노출될 가능성이 크고, 회계정보의 신뢰성과 경영정보의 불투명성을 초래한다는 점에서 부정적인 정보로 반영되기 때문이다(오희장, 2002).

---

1) 기업회계기준서 제5호 '유형자산'을 개정으로 인하여 2008년 회계연도부터 유형자산 취득시점 이후에 원가모형이나 재평가모형을 선택할 수 있게 되었다. 원가모형은 자산취득 이후 유형자산의 공정가치가 변화하더라도 취득원가를 장부금액으로 기록하는 반면, 재평가모형은 자산 취득 후에 공정가치가 변화하면 해당 자산을 재평가하고, 재평가 된 금액을 장부금액으로 기록한다. 이 때 자산재평가로 인하여 장부금액보다 증가된 부분(자산재평가이익)은 기타포괄손익으로, 감소된 부분(자산재평가손실)은 당기 손실로 인식한다.

2.2 선행연구의 차이점

본 연구와 선행연구와의 차이점은 다음과 같다. 첫째, 선행연구들은 재평가실시 유인으로 부채비율을 주로 사용하였다. 즉, 부채비율이 높은 기업들은 재무구조 개선을 위해 재평가를 실시할 유인이 높다고 가정하였다. 하지만 이러한 가정은 다음과 같은 오류를 범할 수 있다. 예를 들어 재평가 실시로 인해 부채비율의 감소 효과가 낮더라도 높은 부채비율 때문에 재평가 유인이 높은 집단으로 분류되고 이와 반대로 재평가 실시로 인해 부채비율의 감소폭이 크지만 낮은 부채비율로 인해 재평가 유인이 낮은 집단으로 분류 될 수 있다.

이에 본 연구에서는 토지 재평가 실시로 인한 부채비율의 하락 폭을 측정하여 이를 재평가 실시 유인의 기준으로 사용하였다. 즉, 재평가 실시로 인해 부채비율의 하락폭이 높은 집단을 재평가 실시 유인이 높은 집단으로, 이와 반대 집단을 재평가 실시 유인이 낮은 집단으로 가정하여 이들 집단 간 토지 재평가 차액에 대한 시장반응이 차별적인지를 분석하였다.

둘째, 경영자가 교체 후 년도에 토지재평가를 실시한 기업들을 재평가 실시 유인이 높은 집단으로 가정하여 이러한 토지재평가 요인에 따라 시장반응이 차별적인지를 분석하였다.

이는 신임경영자는 교체년도에는 big-bath를 실시하여 저조한 경영성과는 전임경영자에게 전가하고, 미래 성과평가에 대한 기준치는 낮출 것이다. 이후 년도에는 경영성과를 높이기 위한 이익조정 행위와 함께 재무구조 개선을 위한 작업을 실시하게 될 것이다. 이 때 토지재평가는 가장 손쉽게 실행할 수 있는 재무구조 개선책이 될 것이므로 경영자가 교체된 후 년도에는 자산 재평가 실시 유인은 충분히 높다. 이에 경영자 교체 후 재평가 실시 여부를 토지재평가 유인으로 사용하였다. 이러한 유인에 따라 재평가 차액에 대한 주가반응이 차별적이라면 경영자 교체 여부는 토지 재평가 유인으로 유용한 변수가 될 것이다.

마지막으로 기존의 연구들에서는 토지와 함께 유형자산을 재평가 한 기업들은 모두 대상으로 하여 자산재평가 유인과 주가 반응을 검토하였다. 하지만 이러한 경우 기계장치 등과 같은 시설장비의 경우 경영자가 자의적으로 수익성 창출 능력을 과대평가 하거나 측정 오차의 발생 가능성이 높다(송기홍 외 2인, 2011) 더구나 대상 자산들은 감각상각으로 인해 향후 자산 재평가 효과가 변화 될 수 있다. 이러한 문제점들을 피하고자 과대평가될 오류가 낮고 감각상각 대상에서 제외되는 토지를 재평가한 기업만을 대상으로 실증분석을 실시하였다.

2.3 가설 설정

자산재평가에 관한 다수의 선행연구에서는 경영자의 자산재평가 동기는 부채비율의 개선효과를 얻기 위함이라고 주장하고 있다. 이는 자산재평가를 실시함으로서 경영자는 부채계약 위반을 피하고 기업의 재무구조를 개선을 시킬 수 있기 때문이다.

이에 본 연구에서도 부채비율을 자산재평가의 유인으로 선정하여 토지재평가 차액와 주가 관련성을 살펴보고자 한다. 하지만 기존 선행연구들에서 사용하였던 부채비율의 경우 토지재평가 실시로 인한 재무구조의 개선 효과를 정확하게 고려하지 못하였다. 즉, 재평가실시로 인한 재무구조의 개선 정도는 고려되지 않고 단지, 부채비율에 따라서만 자산재평가 유인을 가정하였다.

이에 본 연구에서는 토지재평가로 인한 부채비율의 변화를 측정하여 부채비율의 하락 폭이 높은 집단을 토지재평가 유인이 높은 집단, 그렇지 않는 집단을 토지재평가 유인이 낮은 집단으로 설정하였다.

먼저, 토지재평가로 인해 부채비율의 하락폭이 높아졌다면 이는 경영자가 부채계약의 위험을 회피할 수 있고 기업의 재무구조 개선에 많은 도움이 되어 이러한 재평가 차액에 대한 주가 반응은 높을 수 있다. 그러나 영업활동인 아닌 일시적인 회계정책으로 인해 재무구조가 개선되었다는 것에 대해 투자자들의 반응은 우호적인지 않을 수 있다. 또한 이런 행위가 경영자가 재평가차액을 통해 부채계약 위험을 회피하고자 하는 기회주의적 행동으로 인식되어질 경우 오히려 주가반응은 하락 할 수 있다. 이러한 상반된 효과로 인해 토지재평가 차액에 대한 주가반응은 예측하기 어렵다. 이에 다음과 같은 가설을 설정하여 이를 검증하고자 한다.

가설 1: 재무구조 개선의 효과에 따라 토지재평가차액에 대한 주가배수는 차별적일 것이다.

자산재평가로 인한 재무구조 개선의 효과는 경영자의 이익조정 행위에도 영향을 미칠 수 있기 때문에 경영자 교체 여부 역시 자산재평가 유인을 볼 수 있다.
이는 경영자 교체시 신임경영자는 교체연도에 불필요한 자산을 매각하거나 온갖 비용을 당기에 인식하는 등 소위 'big bath'를 통해 저조한 경영성과의 책임을 전임경영자에게 전가할 가능성이 높다. 그 후 교체 후 년도에는 자신의 경영성과를 높이고자 이익조정 행위와 함께 재무구조를 개선하고자 하는 노력을 강화하게 할 것이다. 따라서 교체된 경영자는 교체 후 년도에 토지재평가를 실시할 충분한 유인을 가질 것이며 이러한 재평가는 주식시장 참여자들에게 우호적인지 않을 수 있다. 만약, 주식시장 참여자들이 경영자 교체 기업의 토지재평가를 미래의 기업가치 향상을 위한 신임경영자의 노력으로 간주한다면 시장의 평가는 우호적으로 나타날 것이며, 반면 교체된 경영자가 교체 후 년도에 경영성과 및 재무구조를 높이기 위한 기회주의 행동으로 판단한다면 시장의 반응은 매우 비우호적일 것이다.
이에 다음과 같은 가설을 설정하여 이를 증명하고자 한다.

가설 : 경영자 교체 집단의 토지 재평가차액에 대한 주가배수는 그렇지 않은 기업과 차별적일 것이다.

Ⅲ. 표본선정 및 연구방법

3.1 표본선정

본 연구는 2008년[2]부터 2011년 사이에 토지재평가를 실시한 기업[3]을 대상으로 하였다. 한국 신용평가(주)의 KIS-VALUE database에서 재무자료가 제공되는 기업 중 다음의 조건을 만족시키는 기업을 표본으로 선정하였다.

---

2) 본 연구의 연구대상 기간이 2008년부터인 이유는 앞에서 언급한 바와 같이 2008년부터 기업회계기준서 제5호의 개정 적용한 자산재평가가 실시되었기 때문이다.

3) 모든 유형자산을 재평가 대상으로 한 대부분의 선행연구와 달리 본 연구는 비감가상각대상인 토지만을 재평가 대상으로 삼는다. 이는 전체 재평가차액에서 토지의 재평가차액이 차지하는 부분이 96.05%나 되고 법인세 절감효과가 없는 토지만을 연구대상으로 할 경우 자본시장의 효율성에 대하여 좀 더 정확한 추론이 가능하기 때문이다(송기홍 외, 2011)

1) 12월 말 결산법인 기업
2) 은행, 투자금융, 증권, 보험 등 금융업에 포함되지 않는 기업
3) Kis-Value database에서 필요한 모든 회계 및 주가 자료가 제공되는 기업
4) 재무변수가 상・하 1%를 벗어나지 않는 기업
5) 토지재평가에 관련된 자료를 확보할 수 있는 기업[4]

토지재평가 관련 자료를 수집하는 과정에서 토지재평가를 실시한 기업들 간에 재평가 수행 주기가 일정하지 않음을 알 수 있었다. 이에 본 연구 목적에 부합하는 조건을 만들기 위하여 2개년도 이상 연속하여 재평가를 실시하면 최초 재평가를 실시한 해만 표본으로 선정하였다.

또한 경영자 교체와 토지재평가 차액 및 이연법인세는 한국거래소 상장공시시스템(KIND)의 수시공시와 사업보고서의 주석를 통해 수집하였으며, 마지막으로 분석에 필요한 재무자료는 한국신용평가(주)의 KIS-VALUE database를 통해 수집하였다.

이러한 조건을 만족하는 최종 표본은 총 296개 기업이다.

3.2 연구방법

본 연구는 최고경영자 교체 기업에서 토지재평가로 인한 주가관련성을 분석하기 위해 Ohlson(1995)의 기업가치평가모형을 기초로 하였다. 먼저, Ohlson모형은 할인배당모형에서 초과이익의 1차 자기상관관계(First Autocorrelation)에 관한 가정을 결합하여 식(1)과 같이 기업의 지분가치를 순자산, 순이익 및 기타 정보의 선형함수로 표현하였다.

$$V_t = [1 - r\omega_1/(1 + r\omega_1)] \cdot BV_{t-1} + [1 + \omega_1/(1 + r - \omega_1)] \cdot E_t - DIV_t + q \cdot O_t \qquad \text{식}(1)$$

[변수의 정의]

V_t = t년말 현재 기업가치
r = 자기자본비용
ω_1 = 이익지속계수
BV_{t-1} = t-1년말 현재 순자산
E_t = t년도 순이익
DIV_t= t년도 배당금
O_t = t년도 초과이익 이외의 기타 정보

식(1)을 통하여, 초과이익 지속성이 증가할 때 순이익에 대한 주가배수가 증가함을 알 수 있다. 또한 주식시장이 효율적이라면 지분가치에 대한 주식시장 참여자들의 평가는 순이익과 순자산의 결합으로 이루어진다고 가정할 수 있다.

한편, 초과이익 이외의 기타정보 (O)는 측정이 매우 어려울 뿐만 아니라 그 평균값이 0과 다를 경우 오차항 간의 자기상관관계가 존재하는 등의 문제가 발생하게 된다. 이런 문제점

4) 본 연구에서는 토지재평가 차액 뿐 아니라 이와 관련된 이연법인세 수치를 모두 수집하였다.

때문에 선행연구에서는 초과이익 이외의 기타 정보 대신 절편과 오차항을 추가하였다 (Myers, 1999). 더불어 음(-)의 순이익과 양(+)의 순이익은 주가와의 관계가 다른 것으로 알려져 있기 때문에 이를 통제하기 위하여 음(-)의 순이익(NEG_E)도 포함하였다(Hayn, 1995; Colliins et a1, 1999). 이를 바탕으로 다음과 같은 기본 모형을 설정한다.

$$P_t = \alpha_0 + \alpha_1 BV_{t-1} + \alpha_2 E_t + \alpha_3 NEG_E_t + \epsilon_t \qquad \text{식 (2)}$$

[변수의 정의]

P = t+1년도 3월말 주가

BV_{t-1} = t-1년말 주당 순자산

NE = t년도 주당 순이익

NEG_E = E_t가 음(-)이면 E_t, 그렇지 않으면 0

e_t = 오차항

본 연구에서는 먼저, 각 기업들의 토지재평가 차액과 주가관련성을 살펴보기 위해 독립변수에 주당 토지 재평가차액을 선정하였으며, 이에 따라 주당 장부가치는 토지 재평가차액을 제외한 금액으로 수정하여 식(3)의 모형을 확정하였다.

$$P_t = \alpha_0 + \alpha_1 ABV_t + \alpha_2 DIFLAND_t + \alpha_3 NE_t + \alpha_4 NEG_E_t + \alpha_5 YR_t + \epsilon_t \qquad \text{식 (3)}$$

[변수의 정의]

ABV = t년말 주당 순자산에서 주당토지재평가차액을 차감한 금액

DIFLAND = t년말 주당 토지재평가차액

나머지 변수는 식(2)참조

위 식(3)에서 토지재평가 실시로 인해 부채비율이 하락되어 기업의 재무구조가 개선된다면 주식시장의 참여자들은 이러한 토지재평가에 대해 우호적인 반응을 보일 것이다. 그러므로 a_2의 회귀계수는 유의한 양(+)의 값이 예상된다(a_2>0).

$$P_t = \alpha_0 + \alpha_1 ABV_t + \alpha_2 DIFLAND_t + \alpha_3 DIFLAND_t \times \triangle DLEV_t$$
$$+ \alpha_4 NE_t + \alpha_5 NEG_E_t + \alpha_6 YR_t + \epsilon_t \qquad \text{식 (4)}$$

[변수의 정의]

△DLEV = t년도 부채비율 하락폭의 더미변수(중위수 이상이면1. 아니면 0)

DIFLAND×△DLEV= t년도 토지재평가 차액과 부채비율 하락 더미와의 상호작용변수

나머지 변수는 식(2),(3) 참조

다음으로 토지재평가 실시의 가장 큰 이유는 부채비율을 감소시키기 위한 것이다. 따라서 이러한 유인에 따라 주식시장의 반응이 차별적인지를 살펴보고자 식(4)를 설정하였다.

먼저, △DLEV 변수는 토지 재평가로 인해 부채비율의 감소가 높은 집단을 1, 낮은 집단은 0을 나타내는 더미변수이며, 이러한 더미변수와 DIFLAND의 상호작용변수를 통해 부채

비율의 감소폭에 따라 토지재평가 차액에 대한 주가배수가 차별적인지를 살펴보고자 한다.

부채비율의 하락폭이 높은 경우 경영자는 부채계약 가설의 위반을 회피할 가능성이 높아지고 재무구조의 개선 효과 또한 커 기업가치 상승에 크게 기여할 것이다. 따라서 이러한 집단의 경우 토지재평가 차액에 대한 주가 배수는 그렇지 않는 기업에 비해 더 높을 수 있다(a_3>0). 하지만 경영성과 아닌 일시적인 회계정책의 변경으로 인해 부채비율을 감소시키고 재무구조의 개선 효과를 높였다면 오히려 부채계약 위반을 회피하고자 하는 경영자의 기회주의적 행동으로 인식될 가능성이 높다. 따라서 이러한 경우 토지재평가에 대한 주가배수는 그렇지 않는 기업에 비해 더 낮을 수 있다(a_3<0).

$$P_t = \alpha_0 + \alpha_1 ABV_t + \alpha_2 DIFLAND_t + \alpha_3 DIFLAND_t \times CEOTU_t$$

$$+ \alpha_4 NE_t + \alpha_5 NEG_E_t + \alpha_6 YR_t + \epsilon_t \qquad 식(5)$$

[변수의 정의]
CEOTU = t+1년도 최고경영자 교체 더미(교체하면 1, 아니면 0)
DIFLAND×CEOTU = 토지재평가 차액과 경영자 교체 더미와의 상호작용변수
나머지 변수는 식(2),(3) 참조

다음으로 토지재평가의 유인으로 경영자 교체 여부를 설정하여 이러한 유인에 따라 주가반응이 차별적인지를 살펴보고자 한다. 만약, 주식시장 참여자들이 신임경영자가 실시하는 토지재평가를 미래 기업가치 향상을 위한 신임경영자의 노력으로 판단한다면 토지재평가차액과 경영자 교체 변수인 DIFLAND×CEOTU는 양(+)의 회귀계수를 보일 것이다(α_3>0).

하지만 이와 반대로 주식시장 참여자들이 신임경영자의 토지재평가 실시를 경영성과를 높이기 위해 기회주의적 행동으로 간주한다면 DIFLAND×CEOTU은 음(-)의 회귀계수를 보일 것으로 예상된다(α_3<0).

Ⅳ. 실증분석 결과

4.1 기술통계 및 상관관계

<표1> 기술통계

N=296	평균값	중위수	표준편차	최대값	최소값
p	55,057	7,670	179,061	1,499,000	158
ABV	54,864	16,566	176,911	1,705,474	212
NE	3,068	497	11,188	99,700	-37,377
DIFLAND	14,082	3,034	43,773	471,335	28
DIFLP	0.131	0.103	0.103	0.547	0.003
LEV	0.502	0.508	0.161	0.956	0.034
B-LEV	0.534	0.550	0.178	1.008	-0.001
△LEV	0.031	0.019	0.037	0.227	-0.051
ROE	0.015	0.020	0.066	0.185	-0.290
CEOTU	0.243	0.000	0.430	1.000	0.000

변수의 정의 :
P = t+1년 3월말 주가
ABV = t년말 주당 순자산에서 토지재평가차액을 차감한 금액
NE = t년도 주당 순이익
DIFLAND = t년말 주당 토지재평가차액
DIFLLP = t년도 자산재평가액 규모(토지재평가 차액/자산총계)
LEV = t년도 말 부채 비율 (부채총계/자산총계)
B-LEV = t년도 말 토지재평가 전 부채비율
(부채총계-토지재평가로 인한 이연법인세)/(자산총계-토지재평가로 인한 자본 증가액)
△LEV = 토지 재평가로 인한 부채비율의 감소비율 폭 즉, ((B-LEV)-LEV)
ROE = 자산 총 수익률(당기순이익/ 자산총계)
CEOTU = 최고경영자 교체더미(t+1년도에 경영자를 교체했으면 1, 아니면 0)

<표 1>은 주요 변수들의 기술통계량을 보여주고 있다. 먼저, 각 기업의 주가 P의 평균(중위수)은 55,057(7,670)을, 순자산에서 토지재평가차액을 차감한 금액인 ABV의 평균(중위수)은 54,864(16,566)을 보이고 있으며 주당 순이익인 NE의 평균(중위수)은 3,068(497)을 나타내고 있다.

다음으로 토지 재평가에 관련된 변수를 살펴보면 주당 재평가차액을 나타내는 DIFLAND의 평균(중위수)은 14,082(3,034)를 보이고 있으며, 자산 대비 토지 재평가 차액을 나타내는 DIFLP의 평균(중위수)는 0.131(0.103)을 나타내고 있다.

부채비율에 관한 변수들을 살펴보면 자산재평가로 인해 부채비율의 하락 폭을 나타내는 △LEV의 변수가 0.031(0.019)의 평균(중위수)값을 보여 토지재평가 실시로 인해 각 기업들은 평균적으로 부채비율이 3.1%정도 하락하였음을 알 수 있다.

이 외 자산순이익률과 경영자 교체 비율의 평균(중위수)은 각각 0.015(0.020)와 0.243(0.000)을 보였다.

<표2> 상관관계

	P	ABV	NE	DIFLAND	DIFLP	LEV	▽LEV	ROE
ABV	0.904***							
NE	0.814***	0.699***						
DIFLAND	0.730***	0.849***	0.452***					
DIFLP	−0.067	−0.041	−0.110*	0.145**				
LEV	−0.254***	−0.221***	−0.326***	−0.162***	−0.244***			
△LEV	−0.182**	−0.144**	−0.236***	0.028	0.625***	0.381***		
ROE	0.167***	0.076	0.409***	0.025	−0.120**	−0.395***	−0.306***	
CEOTU	−0.040	−0.044	0.015	−0.068	−0.143**	0.057	−0.124***	0.075

***, **, * 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 유의함

<표 2>는 연구모형과 관련하여 변수 간의 상관관계를 분석한 결과이다. 변수 P와 주요 변수들 간의 상관관계를 살펴보면 먼저, ABV와 NE, DIFLAND 그리고 ROE와는 모두 유의한 양(+)의 상관관계를 나타내고 있다. 그러나 부채 비율에 관련된 변수 LEV와 △LEV와는 모두 유의한 음(-)의 상관관계를 보이고 있으며, 이 외에 DIFLP와 CEOTU와는 유의하지 않는 음(-)의 상관성을 보이고 있다.

이외 다른 변수들의 상관성은 선행연구와 거의 일치한 결과를 보이고 있다(송기홍 외 2인, 2011; 김현아와 김문태, 2012).

4.2 차이분석

<표 3> 재무구조 개선 정도에 따른 집단 차이 분석

구분	△LEV이 낮은 집단 (n=148)		△LEV이 높은 집단(n=148)		차이분석	
	평균	중위수	평균	중위수	t값	Z값
DIFLAND	16,135	2,110	12,001	4,036	0.81	3.58***
DIFLP	0.079	0.054	0.184	0.167	10.19***	9.56***
ROE	0.032	0.036	-0.003	0.010	4.76***	5.59***
LEV	0.443	0.416	0.563	0.564	6.90***	6.53***
CEOTU	0.268	0.000	0.218	0.000	1.02	1.01

<표 3>은 토지 재평가 실시로 인한 부채비율의 하락 폭이 높은 집단과 낮은 집단으로 구분하여 각 집단별 주요 변수의 차이를 분석 하여 보았다. 먼저, 부채 비율의 하락이 높은 집단에서는 DIFLAND의 값은 낮았지만 DIFLP의 값은 통계적으로 유의하게 높은 것으로 나타났다.

재무적 비율을 살펴보면 부채비율의 하락 정도가 높은 집단이 ROA가 낮으면 LEV가 높음을 알 수 있다. 그러나 CEOTU는 두 집단 간 통계적으로 유의한 차이는 보이지 않았다.

이러한 결과를 통해 부채비율이 높고 자산 수익률이 낮은 집단에서 토지 재평가를 실시하여 재무구조를 개선하고자 하는 의도가 높음을 알 수 있다.

<표 4> 경영자 교체 여부에 따른 집단 차이 분석

	경영자 미교체 집단 (n=224)		경영자 교체 집단 (n=72)		차이분석	
	평균	중위수	평균	중위수	t값	Z값
DIFLAND	15,759	2,922	8,865	3,139	1.16	0.64
DIFLP	0.140	0.121	0.105	0.074	2.48**	3.04**
ROE	0.012	0.018	0.023	0.025	1.30	1.20
LEV	0.497	0.505	0.519	0.540	0.98	1.02
△LEV	0.034	0.021	0.023	0.018	2.14*	1.92*

<표 4>는 경영자 교체 후 1년 후 자산재평가를 실시한 기업과 그렇지 않는 기업 간 주요 차이 분석을 실시한 결과이다. 먼저, 토지 재평가에 관련 된 변수 DIFRLAND와 DIFLP은 경영자 미교체 집단에서 모두 높았으나 재무변수의 경우 경영자 교체 집단에서 ROA와 LEV가 더 높은 값을 보였으나 통계적으로는 유의하지 않았다. 또한 예상과는 달리 경영자 미교체 집단에서 부채비율의 하락폭이 더 높은 것으로 나타났다.

이러한 분석 결과를 통해 경영자 교체 집단의 경우 자산수익률과 부채비율이 높고 토지 토지재평가 실시로 인한 재무구조 개선 효과가 낮음을 알 수 있다.

4.3 회귀분석 결과

모형 1:

$$P_t = \alpha_0 + \alpha_1 BV_{t-1} + \alpha_2 NE_t + \alpha_3 NEG_E_t + \alpha_4 YR_t + \epsilon_t$$

모형 2:

$$P_t = \alpha_0 + \alpha_1 ABV_t + \alpha_2 DIFLAND_t + \alpha_3 E_t + \alpha_4 NEG_E_t + \alpha_5 YR_t + \epsilon_t$$

<표5> 토지재평가 차액에 대한 주가관련성 검증 결과

구분	모형1		모형2	
	회귀계수	t값	회귀계수	t값
절편	5043	0.58	6118	0.71
BV_1	0.589	20.29***		
ABV			0.464	8.88***
DIFLAND			0.458	2.85***
NE	7.491	14.85***	8.130	14.88***
NEG_E	−7.212	−6.41***	−7.779	−6.89***
YR	포함			
수정R^2	0.895		0.898	

***, **, * 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 유의함

[변수의 정의]

BV_1 = t-1년말 주당 순자산

ABV = t년말 주당 순자산에서 토지재평가차액을 차감한 금액

DIFLAND = t년말 주당 토지재평가차액

CEOTU = t+1년도 경영자 교체더미(경영자를 교체했으면 1, 아니면 0)

NE = t년도 주당 순이익

NEG_E = E가 음(−)이면 E, 그렇지 않으면 0

YR = 연도 더미

모형 1의 Ohlson의 기본모형으로 주당 장부가액과 당기순이익의 가치 관련성을 기본적으로 살펴보았다. 모형 2는 토지 재평가 차액에 대한 주가관련성을 살펴본 결과로 DIFLAND의 회귀계수가 유의한 양(+)의 값을 보여 토지재평가에 대한 주식시장 반응은 매우 우호적임을 알 수 있다.

모형 3:

$$P_t = \alpha_0 + \alpha_1 ABV_t + \alpha_2 DIFLAND_t + \alpha_3 DIFLAND_t \times \nabla DLE_t$$
$$+ \alpha_4 NE_t + \alpha_5 NEG_E_t + \alpha_6 YR_t + \epsilon_t$$

모형 4:

$$P_t = \alpha_0 + \alpha_1 ABV_t + \alpha_2 DIFLAND_t + \alpha_3 DIFLAND_t \times CEOTU_t$$
$$+ \alpha_4 NE_t + \alpha_5 NEG_E_t + \alpha_6 YR_t + \epsilon_t$$

< 표6 > 재평가 유인에 따른 토지재평가 차액과 주가관련성 검증 결과

구분	모형3		모형4	
	회귀계수	t값	회귀계수	t값
절편	8443	1.00	8112	0.97
ABV	0.346	5.65***	0.411	7.79***
DIFLAND	0.922	4.50***	0.615	3.80***
DIFLAND*△DLEV	-0.867	-3.54***		
DIFLAND*CEOTU			-1.608	-3.93***
NE	8.683	15.56***	8.685	15.74***
NEG_E	-8.825	-7.7***	-8.544	-7.64***
YR	포함			
수정R^2	0.902		0.903	

***, **, * 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 유의함

[변수의 정의]
△DLEV= 부채 비율 하락이 높으면 1,아니면 0.
나머지 변수는 <표 5>참조

모형 3에서는 부채비율의 하락 폭이 더 높은 집단을 토지 재평가 유인이 높은 집단으로 그렇지 않는 집단을 재평가 유인이 더 낮을 집단으로 분류하여 이들 집단간의 주가반응이 차별적인지를 살펴보았다. 분석결과 부채비율의 하락폭이 높을수록 토지 재평가 차액에 대한 주가배수는 더 낮은 것으로 나타났다.

모형 4에서는 경영자 교체 집단을 재평가 유인이 더 높은 집단으로 가정하여 토지 재평가 차액에 대한 가치관련성이 차별적인지를 살펴보았다. 분석결과 경영자 교체 집단에서의 토지 재평가에 대한 주가배수가 그렇지 않는 집단에 비해 매우 낮은 것으로 나타났다. 이러한 결과를 통해 집단 차이분석에 토지재평가의 차액으로 인한 재무개선 효과가 그렇지 않는 집단에 비해 더 낮음에도 불구하고 모형 3의 결과와는 달리 시장의 반응은 더 낮음을 알 수 있다. 이는 주식시장 참여자들이 경영자 교체 후 자산재평가 실시는 경영자의 경영성과를 높이고자 실시하는 이익조정과 같은 현상으로 인식하여 시장의 반응이 비우호적임을 알 수 있다.

모형 5:

$$P_t = \alpha_0 + \alpha_1 ABV_t + \alpha_2 DIFLAND_t + \alpha_3 DIFLAND_t \times CEOTU_t \times \nabla DLEV_t$$
$$+ \alpha_4 CEOTU_t \times \alpha_5 \nabla DLEV_t + \alpha_6 NE_t + \alpha_7 NEG_E_t + \alpha_8 YR_t + \epsilon_t$$

< 표7 > 재평가 유인에 따른 토지재평가 차액과 주가관련성 검증 결과

구분	모형5	
	회귀계수	t값
Intercept	7395	0.82***
ABV	0.438	8.16***
DIFLAND	0.550	3.28***
DIFLAND*CEOTU*△DLEV	-0.995	-2.03**
CEOTU	-2867	-0.35
△DLEV	632	0.08
NE	8.308	15.06***
NEG_E	-8.086	-7.13***
YR		
수정R^2	0.899	

추가적으로 모형 5에서는 두 가지 재평가 유인이 모두 높은 기업 즉, 경영자 교체 집단이면서 부채비율의 하락 폭이 큰 집단의 토지재평가 차액에 대한 주가배수를 분석한 결과이다. 분석결과 예상대로 DIFLAND*CEOTU*△DLEV의 상호작용 변수가 매우 유의한 음(-)의 계수를 보여(-0.995, t=2.03), 경영자 교체 집단 중에서도 부채비율의 하락폭이 높은 기업은 그렇지 않는 기업에 비해 더 낮은 주가배수를 보였다.

이와 같은 회귀분석 결과를 통해 자산의 재평가 차액은 자산재평가의 동기에 의해 시장에서 차별적인 반응을 보임을 알 수 있다.

Ⅴ. 결론

본 연구는 2008년부터 2011년까지 토지재평가를 실시한 기업들을 대상으로 하여 재무 개선의 효과 차이 및 경영자 교체 여부에 따라 토지재평가 차액에 대한 주가반응이 차별적인지를 살펴보았다.

이를 검증하기 위해 Ohlson(1995)모형을 확장하여 분석한 결과, 토지재평가 차액에 대한 주가배수는 매우 유의한 양(+)의 회귀계수를 보였다. 다음으로 토지재평가로 인해 재무개선의 효과가 큰 기업 즉, 부채비율의 하락 폭이 큰 기업 일수록 재평가에 대한 주가배수가 낮은 것으로 나타났다. 이는 부채비율의 하락이 높을 경우 투자자들은 경영자의 토지재평가 행위를 부채계약 위반을 회피하고자 하는 기회주의적 행동으로 인식함을 알 수 있다.

또한 경영자 교체 집단의 토지재평가에 대한 주가배수는 그렇지 않는 집단에 비해 낮은 것으로 나타났다. 이는 신임경영자가 토지재평가를 실시함으로써 기업의 재무구조를 개선할 수는 있지만 주식시장 참여자들은 회계정책의 변경으로 인한 일시적인 개선효과로 인식하여 긍정적인 평가를 하지 않는 것으로 해석할 수 있다. 또한 주식시장은 경영자 교체 기업의 토지재평가를 경영부실 누적분의 해소, 신임경영자의 경영성과 조정을 위한 조치로 간주하여 부정적으로 평가할 가능성이 있음을 시사해 주고 있다.

본 연구 결과를 통해 토지 재평가 실시 유인에 따라 재평가 차액에 대한 주가반응은 차별적임을 재확인 할 수 있었으며, 또한 경영자 교체 유무가 자산 재평가 유인을 설명할 수 있는 유용함 변수임을 증명하였다.

참고문헌

김권중. 1997. 자산재평가와 회계정보의 유용성에 대한 실증적 분석. 회계학연구(제22권 제1호): 37-57

김문태・김현아. 2011. K-IFRS에 의한 자산재평가차액의 크기에 대한 시장반응. 경영학연구(제40권 제5호): 1187-1211

김정애・최종서. 2010. 유형자산 재평가 동기에 관한 연구. 회계정보연구(제28권 제4호): 49-76

김현아・김문태. 2012. 자산재평가 동기에 따른 차별적 시장반응과 기업가치. 회계학연구(제37권 제3호): 81-111

김홍기・양동훈・조광희. 2010. 유형자산 공정가치평가선택요인의 재조명. 회계와감사연구(제51호): 321-351

송기홍・김창수・유영태. 2011. IFRS에 따른 토지의 공정가치재평가 기업의 특성과 주가관련성. 회계저널(제20권 제5호): 161-201

신승묘. 2001. 기업의 조세관련특성이 자산재평가 의사결정에 미치는 영향. 회계학연구(제26권 제1호): 127-151

오희장. 2002. 최고경영자의 교체와 주식시장의 반응. 회계학연구(제27권 제1호): 55-80

이아영・전성빈・박상수. 2007. 최고경영자 교체와 이익조정. 회계학연구(제32권 제2호): 117-150

정영기. 1993. 우리나라 자산재평가 제도와 상장기업의 자산재평가 실태에 관한 실증적 연구. 세무학연구(제4권): 241-268

정재원. 2009. 국제회계기준의 조기도입 효과 -유형자산 재평가모델을 중심으로-. 한국경영학회학술대회: 1-24

한정희・문상혁・박종국. 2012. 자산재평가가 이익조정에 미치는 영향. 재무와 회계정보저널(제12권 제2호): 25-60

Aboody, D., M. E. Barth, and R. Kasznik. 1999. Revaluation of Fixed Assets and Future Firm Performance: Evidence from the UK. Joumal of Accounting and Economics 26: 151-169.

Barlev, B., D. Fried, J. R. Haddad, and J. Livnat. 2007. Reevaluation of Revaluations: A Cross-Country Examination of the Motives and Effects on Future Performance. Joural of Business Fiance & Accounting 37(7): 1025-1050

Collins, D. W., Pincus, and Xie, H. 1999. Equity Valuation and Negative Earning: The Role of Book Value of Equity. The Accounting Reviews 74(1): 29-61

Frank, M. 2007. Motives for fixed-asset revaluation: An Empirical Analysis with Swiss Data. The International Journal of Accounting 42: 186-205

Sharpe, I., and R. Walker. 1975. Asset Revaluations and Stock Market Prices. Journal of Accounting Research 13(2): 293-310

Hayn, C. 1995. The Information Content of Losses. Journal of Accounting and Economics 20(2): 125-153.

Myers, J. 1999. Implementing residual income valuation with linear information dynamics. *Accounting Review* 74: 1-28.

Ohlson, J. 1995. Earnings, book values, and dividends in equity valuation. *Contemporary Accounting Research* 11 (Spring): 661-687.