

자산재평가와 재무성과의 관련성 분석

이찬호(부산대) · 이정은(부산대)

I. 서론

우리나라는 2007년 한국채택회계기준(이하 K-IFRS)이 제정되어 2011년부터 유가증권 상장기업들은 의무적으로 적용하게 되었으며 기업의 선택에 따라 2009년부터 K-IFRS를 조기 적용할 수 있도록 하였다. 새로 적용되는 K-IFRS는 현행의 기업회계기준과 여러 가지 차이가 존재한다. 기존 기업회계기준에서는 역사적 원가주의에 따라 자산 및 부채 취득원가로 평가하여 왔지만 K-IFRS에서는 자산 및 부채의 평가기준을 광범위하게 도입하여 기업이 자산가치를 높이고 부채비율을 완화할 수 있는 유형자산 재평가 모형을 선택 할 수 있게 되었다. 자산재평가란 기업이 보유하고 있는 자산을 취득당시에 가격이 아니라 현재의 공정가치로 평가하는 것이다.

자산재평가는 2008년 기업회계기준서 제5호에 의해 예외적으로 허용되었고 2009년 K-IFRS 1016 재평가모형 조기도입을, 2011년부터 K-IFRS 의무도입으로 자산재평가를 실시하였다. 변경되는 회계기준에 의하면 기업은 보유하고 있는 유형자산의 장부가액을 (1)취득원가로 계상하는 원가모형과 (2) 공정가액으로 계산하는 재평가모형 중 하나를 선택할 수 있다. 재평가모형을 선택하더라도 매년 재평가할 필요는 없으며 재평가는 자산의 장부가액이 공정가액과 차이가 나지 않도록 주기적으로 수행하는 것이며, 공정가액의 변동하지 않았다면 일정기간, 예를 들어 3년 혹은 5년을 주기로 평가할 수 있다.

K-IFRS 유형자산 회계처리 방법은 기업에 많은 권한을 부여한다는 특징이 있다. 따라서 각 기업들은 보유한 유형자산의 현황 그리고 재무상황에 따라 재평가모형의 적용여부를 판단할 것이다. 재평가모형을 선택해서 평가이익이 발생하는 경우 순자산이 증가하고 이에 따라 부채비율이 개선되는 효과가 있다. 따라서 재평가모형을 선택하는 회사들은 (1)평가이익이 많이 발생하고 (2)높은 부채비율 등 재무구조 개선의 유인이 많은 기업들이 선택할 것이다.

자산재평가 관련 국내 선행연구들은 대부분 자산재평가 초기적용기간의 자산재평가 요인, 즉 재무적 특성에 관한 연구와 주식시장의 반응을 검증한 연구들이다. 의무적용 3년이 지난 시점 본 연구는 K-IFRS의 선택 적용기간부터 의무도입기간을 포함하는 2008년부터 2013년까지 자산재평가를 실시한 기업과 그렇지 않은 기업들 간의 재무적 특성에 차이가 있는지, 선택 적용기간과 의무도입기간의 자산재평가 적용 기업들 간의 재무적 특성 차이를 분석하고 자산재평가 적용이 시장에 미치는 영향을 분석하고자 한다. 분석결과 총 표본기간동안 (2008-2013) 시장반응의 대용변수인 누적초과수익률을 이용하여 분석한 결과 1% 유의한 음(-)의 값으로 기존의 연구와 다른 결과를 나타냈다. 따라서 본 연구는 초기의 적용기간과

후기의 적용기간을 나누어 분석해 보았다. 추가로 분석한 결과 초기 적용기간(2008-2010)의 결과에 따르면 선행연구들과 일치하는 1% 유의한 양(+)의 관련성을 가지며 의무 적용기간인 2011년부터 2013년까지의 분석 결과 유의하지 않는 값을 나타내었다.

이는 자산재평가로 인한 유의한 시장반응이 초기에만 적용되면 후기 K-IFRS 의무도입시점에는 유의한 반응을 나타내지 않음을 알 수 있다.

본 연구의 기존의 짧은 표본기간을 확장하여 분석하였고 자산재평가 적용시점을 초기도입시점과 의무도입시점을 구별하여 분석한데 의의가 있다.

II. 선행연구 및 가설설정

2.1 선행연구

2.1.1 자산재평가 요인

자산재평가 적용 유인으로 김영화(2011)는 2008년 조기 도입한 기업을 대상으로 분석한 결과 자산재평가 모형을 도입한 기업의 주요 요인은 재무구조의 개선인 것으로 나타났다. 자산재평가를 적용한 기업의 장부가치에 대한 정보는 도입하지 않은 기업에 비해 추가관련성이 낮아지는 것으로 나타났다. 즉 시장의 참여자들이 재평가기업의 장부가치에 대하여 재평가하지 않는 기업의 장부가치보다 할인하여 평가한다고 해석할 수 있을 것이다. 이러한 결과는 국제회계기준에 의한 자산부채의 공정가치 평가에 대한 신뢰성이 확보되지 않는다면 회계유용성이 낮아질 것이라는 우려를 실증적으로 분석하였다.

송인만·최관(1995)은 자산재평가 동기와 주가반응간의 관계를 검증하였으며 검증결과 감가상각비의 비중이 낮을수록 자기자본 비중이 낮을수록 회사채발행 비중이 높을수록 배당가능자원이 작을수록 재평가대상자산의 비중이 큰 기업일수록 재평가하려는 동기가 큰 것으로 나타났다. 그리고 자산재평가 실시 정보에 대한 주가반응은 자산재평가 동기가 작은 기업일수록 크게 나타났다.

정용철과 박용철(1995)은 상장기업의 자산재평가 동기를 분석한 결과 법인세 부담률이 높고 부채비율과 사채비중이 높고 직전재평가와의 기간이 길고 규모가 큰 기업일수록 재평가를 실시하는 동기가 큰 것으로 조사하였다. 이는 열악한 재무구조를 개선시켜 추가적인 자본조달을 달성하기 위한 것으로 해석할 수 있다.

Easton et al(1993)는 재평가 자산을 공정가치로 평가함으로써 수익·비용의 적절한 대응을 통하여 미래영업성과에 대한 긍정적인 신호를 전달하고 부채비율의 개선을 통해 부채계약 위반에 따른 경제적 불이익을 회피하기 위한 목적이라고 설명했다.

2.1.2 자산재평가공시에 따른 주가시장의 반응

자산재평가 공시에 따른 주식시장 반응에 관한 선행연구를 살펴보면 Sharpe와 Walker(1975)는 1960년대부터 1970년대까지 호주의 기업을 대상으로 한 자산재평가에 대한 주가반응을 검증결과 공시되는 달에 유의한 양(+)의 주가반응을 보이는 것으로 나타났다.

Aboody et al.(1999)은 1983년부터 1995년까지 영국에서 자산재평가를 실시한 783개 기업들을 대상으로 자산재평가로 인하여 상향 재평가된 유형자산이 미래영업성과와 유의한 상관관계가 있는지를 검증하였다. 연구결과, 자산재평가 이후 3년간은 상향 재평가된 유형자산이 영업이익과 영업활동으로 인한 현금흐름으로 측정된 기업의 미래성과와 유의한 양(+)의 관계가 나타난다고 보고하였다. 이러한 결과는 자산재평가가 기업의 자산 가치의 변화를 반영하고 있다는 것을 의미한다. 또한 이들은 재평가차액은 당기순이익 및 추가수익률과도 유의한 양(+)의 관계가 나타나는 것으로 보고하였다. 그러나 부채비율이 높은 기업에서는 재평가차액과 추가수익률간에 음(-)의 관계가 나타나는 것으로 보고하였다. 이는 기업특성의 차이에 따라 재평가 정보에 대한 시장의 반응에도 차이가 있음을 보여주고 있다.

Standish 와 Ung(1982)는 1964년부터 1973년까지 영국의 상장기업 중 자산재평가 이익으로부터 10%이상 증가한 232개 기업을 선정하여 자산재평가 이익 공시 월의 주가반응을 관찰한 결과 자산재평가 이익 공시 월에 통계적으로 유의한 주가상승을 관찰할 수 있었다.

Cotter and Zimmer(1999)는 호주에서 자산재평가 후 상향 재평가된 유형자산을 재무제표의 본문에 보고하는 기업과 단순히 공시만 하는 기업들을 대상으로, 그러한 선택의 이유에 관하여 연구하였다. 이들은 유형자산 재평가 증가를 재무제표의 본문에 인식할 가능성은 자산의 가치 증가가 미래의 현금흐름으로 실현될 것이라고 확신하는 경영자의 확신성의 정도와 관련이 있을 것이라고 가정하였다. 연구결과 상향 재평가된 유형자산을 재무제표에 보고하는 기업은 특별한 자산보다 일반적인 자산을 보유하고 있는 경향이 있으며 영업성과가 증가할 가능성이 더 크게 나타났다. 이는 유형자산에 대한 재평가 증가를 재무제표의 본문에 보고하는 것과 단순히 공시하는 것이 측정의 신뢰성을 전달하는 신호로 작용함을 보여준다.

국내의 선행연구로 박용철(2000)는 2001년 이전 기간에 대한 자산재평가 공시는 공시시점 전후에 짧게는 6일에서 최대 29일까지는 유의한 양(+)의 초과수익률을 나타내는 것으로 나타났다. 또한 자산재평가 최초 공시일과 착수공시일 모두에서 유의적인 수준의 주가반응을 보이는 것으로 나타나고 있으며, 특히 자산재평가 최초 공시일의 주가반응이 착수공시일의 주가반응보다 큰 것으로 나타나고 있는 것으로 보고하였다.

최근 연구로 윤소라(2011)는 2009-2010년 자산재평가 실시공시와 결과공시를 한 기업들을 대상으로 분석한 결과 공시한 +5일부터 초과수익률이 상승하다가 +30일 이후부터 수익률 상승이 통계적으로 유의하지 않은 것으로 나타났다. 강경이와 이호갑(2011)은 2009-2011년 5월까지 자산재평가 이익의 공시 시점에 추가적 공시가 있는 기업을 대상으로 분석한 결과 실현된 긍정적인 정보의 공시가 있거나 긍정적인 전망 공시가 있는 기업은 재평가이익만 공시한 기업보자 높은 초과수익률을 얻는 것으로 나타났다.

주부식 등(2012)은 2009년부터 2011년까지 자산재평가를 공시한 기업들을 거래소시장과 코스닥시장으로 구분하여 공시일을 사건일(event day)로 보고 사건일 전, 후 10일을 사건기간으로 설정하여 주가반응에 따른 정보효과를 사건연구를 통해 검증하였다. 정보효과에 대한 결과는 초과수익률이 통계적으로 유의하게 나타나서 자산재평가의 실시가 주가에 영향을 미친다는 것을 결과를 나타냈다.

2.2 가설설정

본 연구는 K-IFRS의 초기 적용기간부터 의무 도입기간을 포함하는 2008년부터 2013년까지 자산재평가를 실시한 기업과 그렇지 않은 기업들 간의 재무적 특성에 차이가 있는지, 초기 적용기간과 의무 도입기간의 자산재평가 적용 기업들 간의 재무적 특성 차이를 분석하고 자산재평가 적용이 시장에 미치는 영향을 분석하고자 다음과 같은 가설을 설정하였다.

<가설1> 자산재평가는 주가반응과 양(+)의 관련성을 가질 것이다.

Ⅲ. 연구설계

3.1 표본선정

본 연구는 2008년-2013년 기간 동안 자산재평가 실시한 비금융 기업을 대상으로 선정하고 상장기업 중 다음의 요건을 충족시키는 기업을 표본으로 선정하였다.

- ① 12월말 결산법인
- ② 자본잠식기업이 아닌 기업
- ③ 한국신용평가(주) Kis-value로부터 재무제표 자료 및 주가관련 자료가 이용 가능한 기업

3.2 연구설계

본 연구에서는 최근의 선행연구에서 시장반응 대응치로 많이 사용된 시장조정초과수익률 모형을 사용하였고 자산재평가 적용 결정을 공시한 날을 사건일로 하고 사건 전 10일과 사건 후 10일을 사건기간으로 총 21일 간의 초과수익률의 변화를 이용하여 분석하였다(주부식과 기현희;2008).

$$AR_{it} = R_{it} - R_{mt} \quad (1)$$

여기서, AR_{it} i기업의 t일의 주식초과수익률

R_{it} i기업의 t일의 주식수익률

R_{mt} i기업의 t일의 시장수익률

식(1)에서 산출된 값으로 식(2)의 평균초과수익률을 계산한 후 일별로 누적하여 식(3)의 개별기업의 누적평균초과수익률(CAR: cumulative average abnormal returns)을 구하였다.

$$AAR_{it} = \frac{1}{n} \sum_{t=1}^n AR_{it} \quad (2)$$

여기서, AAR_{it} i기업의 t일 평균초과수익률

n 표본기업 수

$$CAR_{it} = \sum_{t=t_1}^{t_2} AAR_{it} \quad (3)$$

여기서, CAR_{it} i기업의 t일 누적평균초과수익률

본 연구는 K-IFRS의 초기 적용기간부터 의무 도입기간을 포함하는 2008년부터 2013년까지 자산재평가를 실시한 기업과 그렇지 않은 기업들 간의 재무적 특성에 차이가 있는지, 선택적용기간과 의무도입기간의 자산재평가 적용 기업들 간의 재무적 특성 차이를 분석하고 자산재평가 적용이 시장에 미치는 영향을 분석하고자 한다. 자산재평가를 적용기업의 적용 이전의 기간과 K-IFRS 초기적용 기간 그리고 의무적용기간의 자산재평가 적용기업들 간의 재무적 특성의 차이를 알아보기 위해 차이 검정을 실시하였고 시장반응을 분석하기 위한 회귀분석 모형은 다음과 같이 설정하였다.

$$CAR(t_1, t_2) = a_0 + \beta_1 DREV + \beta_2 LEV + \beta_3 SIZE + \beta_4 ROA + \beta_5 TA + \beta_6 CTR \quad (4)$$

여기서, CAR 누적평균초과수익률

$DREV$ 자산재평가 적용기업이면 1, 그렇지 않으면 0

LEV 부채비율(부채총액/자본총액)

$SIZE$ 기업규모(자연로그 총자산)

ROA 총자산이익률(당기순이익/총자산)

TA 유형자산비율(유형자산/총자산)

CTR 법인세비율(법인세/매출액)

종속변수는 시장반응을 나타내는 누적초과수익률 $CAR(t_1, t_2)$ 로 식(3)을 통해 도출하였으며 $CAR(-10, 10)$, $CAR(-3, 3)$, $CAR(-1, 1)$ 로 나타내었다. $DREV$ 는 자산재평가 더미변수로 자산재평가 적용기업에 1, 그렇지 않은 기업에 0의 값을 부여하여 분석하였으며 자산재평가 차이로 인한 재무구조를 개선하는 효과로 양(+)의 값을 가질 것이라 기대한다(김현아;2010, 송인만과 최관;1995, 심충진과 이준규;2002, 이여해;2010). 또한 부채비율(LEV)이 큰 기업일수록, 기업규모(SIZE)가 큰 기업일수록 자산재평가 적용 유인이 커지며 이는 시장에 긍정적인 반응을 보일 것으로 기대해 양(+)의 관련성을 가질 것이라 기대한다.

IV. 분석결과

4.1 변수의 기술통계량 및 상관관계 분석

본 연구에 사용된 변수들의 기술적 통계는 다음과 같다. 누적초과수익률(CAR)을 보면 $CAR(\pm 10)$ 의 평균값은 0.0123, 중위수값은 0.0130으로 정규분포를 이루고 있으며 $CAR(\pm 3)$ 과 $CAR(\pm 1)$ 은 평균값(-0.0017, -0.0039)은 중위수값(0.0058, -0.0018)보다 작은 값을 가진다.

<표 4-1> 변수의 기술통계량

	N	Mean	Min	Median	Max	Std
CAR(±10)	6738	0.0123	-0.0081	0.0130	0.0321	0.0116
CAR(±3)	6738	-0.0017	-0.0173	0.0058	0.0096	0.0099
CAR(±1)	6738	-0.0039	-0.0160	-0.0018	0.0039	0.0064
DREV	6738	0.1676	0.0000	0.0000	1.0000	0.3735
LEV	6738	0.4125	0.0080	0.4107	1.7372	0.1955
SIZE	6738	8.2261	6.9267	8.0951	11.1898	0.6161
ROA	6738	0.0190	-3.8046	0.0354	0.4652	0.1478
TA	6738	0.3049	0.0346	0.2838	0.7805	0.1631
CTR	6738	0.0157	-0.0078	0.0096	0.9221	0.0244

자산재평가와 재무성과의 관련성 분석

각 변수들 간의 관계 유의성을 살펴보기 위한 pearson상관관계 분석을 실시하였고 <표4-2>에서 분석 결과를 보여준다. 변수들 간의 상관관계를 보면 자산재평가와 누적초과수익률(CAR)의 상관관계는 1%수준의 유의한 음의 관련성을 가짐을 보여준다. 이는 양(+)의 관련성을 나타내는 기존의 연구와 다른 결과를 보이는데 의무 적용기간을 포함하여 연구기간의 차이 때문인 것으로 판단된다.

<표 4-2> pearson 상관관계분석

	CAR (±10)	CAR (±3)	CAR (±1)	DREV	LEV	SIZE	ROA	TA	CTR
CAR(±10)	1								
CAR(±3)	0.6794 ***	1							
CAR(±1)	0.4729 ***	0.9424 ***	1						
DREV	-0.2040 ***	-0.1950 ***	-0.1561 ***	1					
LEV	0.0214 *	0.00685	-0.0001	0.2415 ***	1				
SIZE	0.0363 ***	0.0628 ***	0.0636 ***	0.0305 **	0.2017 ***	1			
ROA	-0.0153	-0.0079	0.0091	-0.0532 ***	-0.3172 ***	0.1687 ***	1		
TA	-0.0201 *	-0.0022	0.0031	0.2030 ***	0.2372 ***	0.1185 ***	-0.0347 ***	1	
CTR	0.0001	-0.0089	-0.0090	-0.0865 ***	-0.2501 ***	0.0835 ***	0.1381 ***	-0.1187 ***	1

4.2 평균차이검정

본 연구는 K-IFRS의 초기 적용기간부터 의무도입기간을 포함하는 2008년부터 2013년까지 자산재평가를 실시한 기업과 그렇지 않은 기업들 간의 재무적 특성에 차이가 있는지, 선택 적용기간과 의무도입기간의 자산재평가가 적용 기업들 간의 재무적 특성 차이를 분석하고자 평균차이검정을 실시하였다.

<표 4-3> 자산재평가 적용 이전 재무적 특성 평균차이검정

	2005-2007				
	Mean		평균차이	t value	P value
	0(n=1843)	1(n=1033)			
TobinQ	1.2974	1.2146	0.0828	3.3500	0.0008
CFO	0.0542	0.0475	0.0067	0.5100	0.6130
LEV	0.3578	0.4938	-0.1360	-19.5400	0.0001
SIZE	8.0601	8.1621	-0.1020	-4.2000	0.0001
ROA	0.0331	0.0121	0.0210	4.0800	0.0001
ROE	0.0271	-0.0145	0.0416	2.5500	0.0109
TA	0.2935	0.3326	-0.0391	-6.2100	0.0001
CTR	0.0193	0.0130	0.0063	8.2000	0.0001

<표 4-3>는 자산재평가적용 이전의 3년 2005년부터 2007년까지 기업의 재무적 특성 차이 검정을 실시한 결과 기업가치 및 총자산이익률이 낮게 나타났고 부채비율 및 규모, 유형자산 비율이 더 크게 나타났다. 이는 자산재평가가 부채비율이 높고 규모가 크며 유형자산의 비율이 높은 기업이 자산재평가를 선호함을 보여준다.

<표 4-4> K-IFRS 선택 적용기간 자산재평가 재무적 특성 평균차이검정

	2008-2010				
	Mean		평균차이	t value	P value
	0(n=2113)	1(n=1042)			
TobinQ	1.1218	1.0150	0.1068	5.1100	0.0001
CFO	0.0618	0.0169	0.0449	5.9700	0.0001

자산재평가와 재무성과의 관련성 분석

LEV	0.3569	0.5170	-0.1601	-23.8500	0.0001
SIZE	8.1294	8.3120	-0.1826	-7.8500	0.0001
ROA	0.0353	-0.0034	0.0387	6.4000	0.0001
ROE	0.0369	-0.0439	0.0808	3.2400	0.0012
TA	0.2741	0.3709	-0.0968	-16.2800	0.0001
CTR	0.0183	0.0111	0.0072	10.1900	0.0001

<표 4-4>는 기업의 임의 자산재평가 기간 2008년부터 2010년까지 동안 기업의 재무적 특성 차이 검정을 실시한 표이다. 그 결과 <표4-3>과 유사하게 자산재평가 기업들의 기업가치 및 총자산 이익률이 낮고 부채비율 및 규모, 유형자산 비율이 높게 나타났다.

<표 4-5> K-IFRS 의무 적용기간 자산재평가 재무적 특성 평균차이검정

	2011-2013				
	Mean		평균차이	t value	P value
	0(n=2380)	1(n=1203)			
TobinQ	1.2046	1.0940	0.1106	5.4200	0.0001
CFO	0.0648	0.0324	0.0324	5.3200	0.0001
LEV	0.3609	0.5218	-0.1609	-24.9000	0.0001
SIZE	8.2163	8.3412	-0.1249	-5.8100	0.0001
ROA	0.0279	-0.0077	0.0356	7.4700	0.0001
ROE	0.0244	0.0051	0.0193	0.4200	0.6752
TA	0.2813	0.3484	-0.0671	-11.9000	0.0001
CTR	0.0173	0.0119	0.0054	5.4400	0.0001

<표 4-5>는 K-IFRS를 의무 도입한 2011년부터 2013년까지 차이검정을 실시한 결과 값이다. 기업가치 및 총자산이익률이 낮게 나타났고 부채비율 및 규모, 유형자산 비율이 더 크게 나타났다. 이는 자산재평가가 부채비율이 높고 규모가 크며 유형자산의 비율이 높은 기업이 자산재평가를 선호함을 보여준다.

4.3 회귀분석

<표4-6>은 자산재평가와 누적초과수익률에 미치는 영향을 검증하기 위해 자산재평가 적용기업을 더미변수를 사용하여 분석한 결과이다. 모형1은 전체표본기간인 2008년부터 2013년까지 자산재평가와 누적초과수익률(CAR)를 분석한 결과이고 모형2는 초기 적용기간인 2008년부터 2010년까지, 모형3은 K-IFRS 의무도입기간인 2011년부터 2013년까지 분석한 결과이다.

각 변수는 모형3의 CAR(-1, 1)을 제외하고 1%수준에서 유의한 F값을 보여 줌으로써 회귀식은 적합한 것으로 판단된다. 모형1에서 DREV 자산재평가 더미변수와 시장반응 변수인 누적초과수익률이 ±10인 경우 -0.0069, ±3 -0.0056, ±1 -0.0029로 음(-)의 관련성을 가지며 1%수준에서 유의한 값을 나타내고 있다. 이는 양(+)의 관련성을 가질 것이라는 선행연구들과는 다른 결과 값이며 본 연구의 가설과도 일치하지 않는다. 이에 본 연구는 기간을 조정하여 모형2와 모형3을 추가로 분석한 결과 모형2는 CAR(-10, 10)을 제외하고 유의한 양(+)의 값이 나타났다. 이는 선행연구와 본 연구의 가설을 지지하는 결과이다. 하지만 모형3의 DREV는 유의하지 않는 음(-)의 결과 값을 나타냄으로 초기의 자산재평가 공시에 시장의 반응은 긍정적이었으나 시간이 지날수록 자산재평가 공시가 시장반응에 미치는 영향이 미비함을 알 수 있다.

<표 4-6> 2008-2013 자산재평가와 누적초과수익률 회귀분석

	모형1 2008-2013					
	CAR(-10, 10)		CAR(-3, 3)		CAR(-1, 1)	
	회귀계수	t Value	회귀계수	t Value	회귀계수	t Value
Intercept	0.0069	3.67***	-0.0102	-6.37***	-0.0094	-8.86***
DREV	-0.0069	-17.89***	-0.0056	-16.99***	-0.0029	-13.46***
LEV	0.0037	4.48***	0.0015	2.05**	0.0005	1.13
SIZE	0.0006	2.53**	0.0011	5.14***	0.0007	5.07***
ROA	-0.0009	-0.92	-0.0012	-1.34	-0.0001	-0.15
TA	0.0004	0.44	0.0014	1.85*	0.0009	1.84*
CTR	-0.0018	-0.31	-0.0082	-1.63	-0.0058	-1.75*
adjR ²	0.0470		0.0449		0.0299	
F	56.42***		53.79***		35.55***	

자산재평가와 재무성과의 관련성 분석

	모형2 2008-2010					
	CAR(-10, 10)		CAR(-3, 3)		CAR(-1, 1)	
	회귀계수	t Value	회귀계수	t Value	회귀계수	t Value
Intercept	0.0026	1.47	-0.0128	-12.46***	-0.0107	-11.2***
DREV	-0.0010	-3.21***	0.0017	8.9***	0.0017	9.9***
LEV	0.0012	1.44	-0.0014	-3.05***	-0.0016	-3.59***
SIZE	0.0000	0.11	0.0002	1.43	0.0002	1.3
ROA	-0.0025	-2.87***	0.0020	3.93***	0.0024	5.04***
TA	0.0002	0.2	-0.0008	-1.7*	-0.0008	-1.7*
CTR	0.0058	0.78	-0.0023	-0.52	-0.0034	-0.84
adjR ²	0.0049		0.0311		0.0406	
F	3.59***		17.85***		23.27***	
	모형3 2011-2013					
	CAR(-10, 10)		CAR(-3, 3)		CAR(-1, 1)	
	회귀계수	t Value	회귀계수	t Value	회귀계수	t Value
Intercept	0.0232	12.5***	0.0065	16.78***	0.0009	1.63
DREV	-0.0006	-1.23	0.0001	1.41	0.0001	0.81
LEV	0.0028	3.49***	-0.0006	-3.48***	-0.0006	-2.51**
SIZE	-0.0004	-1.78*	0.0001	1.8**	0.0001	1.18
ROA	0.0049	4.44***	-0.0011	-4.91***	-0.0008	-2.43**
TA	-0.0019	-2.25**	0.0003	1.82*	0.0005	1.93*
CTR	0.0062	1.26	-0.0010	-0.99	-0.0012	-0.89
adjR ²	0.0063		0.0069		0.0017	
F	4.77***		5.14***		2.03*	

모형1 N=6738, 모형2 N=3155, 모형3 N=3583

V. 결론

본 연구는 K-IFRS 도입에 따른 자산 재평가 의사결정시의 주가 반응을 분석하고자 한다. 이를 통해 시장은 경영자의 자산재평가 의사결정이 미래경영성과에 대한 긍정적인 신호인지 주가에 긍정적으로 영향을 주는지를 알 수 있을 것이다.

자산재평가는 1990년대 후반 외환위기 당시 한시적으로 시행된 자산재평가 제도가 2001년 폐지된 이후 10여년 간 반영하지 못한 자산가치 상승분을 반영하여 외형상 재무구조 개선 효과를 가져올 것으로 예상된다.

자산재평가가 정보효과를 가지고 경영자의 신호라면 공시시점을 전후하여 유의한 주가반응을 보일 것이고 만약 자산재평가에 따른 공정가치 평가차액의 크기에 비례하여 주가반응이 나타난다면 재평가 차액의 크기가 실질적인 정보효과로 주가 상승을 이끄는 것이라 볼 수 있다.

자산재평가 관련 국내 선행연구들은 대부분 자산재평가 초기적용기간의 자산재평가 요인, 즉 재무적 특성에 관한 연구와 주식시장의 반응을 검증한 연구들이다. 의무적용 3년이 지난 시점 본 연구는 K-IFRS의 선택 적용기간부터 의무도입기간을 포함하는 2008년부터 2013년까지의 자산재평가를 실시한 기업과 그렇지 않은 기업들 간의 재무적 특성에 차이가 있는지, 선택적용기간과 의무도입기간의 자산재평가 적용 기업들 간의 재무적 특성 차이를 분석하고 자산재평가 적용이 시장에 미치는 영향을 분석하고자 한다.

연구결과 첫째 자산의 집중도(유형자산의 비율)가 높고 부채비율이 상대적으로 높고 기업 규모가 크며 기업가치가 낮은 기업일수록 자산재평가를 하는 것으로 나타났다.

둘째 자산재평가 공시가 시장반응에 미치는 영향은 2008년부터 2010년까지 초기 적용단계에서 긍정적인 영향을 주는 것으로 나타났으며 2011년부터 2013년까지 K-IFRS 의무 도입단계에서는 유의한 결과 값을 얻지 못했다. 전체 표본기간인 2008년부터 2013년까지의 시장반응을 분석한 결과 유의한 음(-)의 값을 나타내었다. 초기에 자산재평가 공시에 시장반응은 긍정적이었으나 시간이 지날수록 자산재평가 공시가 시장반응에 미치는 영향이 미비함을 알 수 있다.

본 연구의 기존의 짧은 표본기간을 확장하여 분석하였고 자산재평가 적용시점을 초기도입 시점과 의무도입시점을 구별하여 분석한데 의의가 있다.

참고문헌

- 강경이 · 이호갑(2011), "자산재평가이익과 추가정보 공시가 초과수익률에 미치는 영향" , 회계연구 16(3): 25-51.
- 김영화(2011), "자산재평가 조기도입의 요인과 가치관련성" , 회계정보리뷰 16: 101-118.
- 문진주 · 홍기용 · 황명철(2013), "소유구조변화가 자산재평가에 따른 주가반응에 미치는 영향" , 대한경영학회지 춘계학술발표대회 발표논문집: 145-160.
- 박용철(2000), "자산재평가의 공시 시점별 주가반응" , 산업경제연구 13(2): 21-34.
- 송인만 · 최관(1995), "기업의 자산 재평가동기와 주가반응" , 경영학연구 24(3): 175-212.
- 윤소라(2011), "자산재평가이익공시가 주가에 미치는 영향" , 대한경영학회지 24(1): 533-548.
- 정용철 · 박용철(1995), "우리나라 상장기업의 재평가 동기에 관한 실증연구" , 세무회계연구 2: 173-191.
- Abodiy, D., M. E, Barth, & R. Kasznik(1999), "Revaluation of fixed assets and future firm performance: evidence from the UK" , *Journal of Accounting and Economics*: 26.
- Beatty, R. P, and E. J. Zajac(1994), "Top management incentives, monitoring, and risk sharing: A study of executive compensation, ownership and board structure in initial public offerings" , *Administrative Science Quarterly* 39: 313-336.
- Cotter, J, and I, Zimmer(1999) , "Why Do Some Firms Recognize whereas Others only Disclose Asset Revaluations?" , *Working Papers*.
- Easton, P. D, Edey, P. H(1993), "An investigation of revaluations of tangible long-lived assets" , *Journal of Accounting Research* 31: 1-45.
- Eisenhardt, K., M, "Agency Theory: An Assessment and Review" , *The Academy of Management Review* 14(1): 57-74.
- Hartzell, J., C, & Starks, L., T(2003), "Institutional Investors and Executive Compensation" , *The Journal of Finance* 58: 2351-2374.
- Healy(1985), "THE EFFECT OF BONUS SCHEMES ON ACCOUNTING DECISIONS" , *Journal of Accounting and Economics* 7: 85-107.
- Jensen, M., C, and W, H., Meckling(1976), "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure" , *Journal of Financial Economics* 3: 305-360.
- Sharpe, I., and R, Walker(1975), "Asset Revaluations and Stock Market Prices" , *Journal of Accounting Research* 13(2): 293-310.
- Standish, P, & Ung, S(1982), "Corporate signaling, asset revaluations and stock prices of british companies" , *The Accounting Review*: 701-715.
- Terry, D., Warfield, John, J, Wild, Kenneth, L., Wild(1995), "Managerial ownership, accounting choices, and informativeness of earnings" , *Journal of Accounting and Economics* 20: 61-91.