

## 資産再評價의 動機와 株價反應

송 인 만\* · 최 관\*\*

논문접수일 : 94. 12

게재확정일 : 95. 4

### 초 록

자산재평가제도가 法制度化된 지 벌써 30여년이 지났다. 사회, 경제적 환경이 대폭 변한 현시점에서 자산재평가법의 목적에 맞게 자산재평가가 실시되고 있는 지를 평가하는 것은 의미있는 일일 것이다.

본 논문의 목적은 기업의 자산재평가 動機를 분석하고, 자산재평가 실시 정보에 대한 株式價格의 反應을 살펴봄, 주식가격의 반응이 자산재평가 동기의 크기에 따라서 차이가 있는가를 연구하는 것이다. 연구결과에 의하면 기업의 자산재평가 동기는 감가상각비의 부담이 낮을수록, 자기 자본비율이 낮을수록, 회사채의 비중이 높을수록, 배당가능자원이 적을수록, 그리고 자산재평가 대상자산의 비중이 높은 기업일수록 크게 나타났다. 자산재평가 정보에 대한 주가반응 분석에서는 이사회결의 공시일이 속한 週에서 陽의 주가반응이 나타나, 자산재평가를 실시하면 주식가격이 상승한다는 일반적 견해를 증명하였다. 또한 자산재평가 실시 정보에 대한 주가반응은 자산재평가 동기가 작은 기업일수록 크게 나타났다.

\* 성균관대학교 회계학과 교수

\*\* 성균관대학교 회계학과 부교수

## 1. 問題提起 및 研究目的

회계에서는 화폐의 경제적 가치가 일정하다는 貨幣價値의 安定을 기본공준으로 채택하고 있다. 그러나 현실적으로 화폐의 실질적 가치는 지속적으로 변동하고 있어서 취득원가로 표시된 자산은 점차 의미를 잃어가고, 상이한 구매력으로 수익, 비용의 대응이 이루어지고 있다. 기업은 이에 따른 가공이익으로 인하여 과중한 조세부담과 고율배당의 압박을 받게 되고, 기업성장을 위한 사내유보는 물론 실질자본유지도 어렵게 된다. 이와 같은 현상은 물가의 변동이 심하거나 장기간 보유하는 고정자산의 경우에 더욱 심각하다.

우리나라에서는 해방 이후 높은 물가상승으로 인하여 어떠한 형태로든지 물가변동회계의 도입이 불가피한 실정이었다. 이에 따라 물가변동회계에 대한 체계적인 연구가 미비된 가운데 1965년에 '資産再評價法'이 제정되었고, 몇차례 개정을 거치면서 현재까지 시행되고 있다.<sup>1)</sup> 우리나라의 자산재평가제도는 심각한 물가변동에 처한 기업의 경영합리화를 도모하기 위한 정부의 조세정책의 수단으로 마련된 것이었다. 즉 사업용 고정자산의 재평가로 적정한 감가상각비를 계상하여 명목이익을 배제함으로써 과중한 조세부담과 고율의 배당으로 인한 자금의 사외유출을 억제하고 실질자본을 유지하도록 하기 위하여 법률의 형태로 제도화되었다.

資産再評價法의 주요 내용을 살펴보면 먼저, 기업은 재평가일 현재로 취득일(또는 직전재평가일) 이후 도매물가지수가 25/100 이상 상승한 경우에 사업년도개시일(재평가일)을 기준으로 재평가할 수 있다. 회사는 이사회회의 의결을 거쳐 재평가일 1일전까지 재평가착수보고서를 정부에 제출하고, 재평가일로부터 90일 이내에 자산재평가의 결과를 신고하여야 하며, 신고를 접수한 정부는 재평가일이 속하는 과세기간(또는 사업년도) 종료일까지 재평가액, 재평가차액과 재평가세액을 확정하게 된다.

1) 자산재평가법은 1958년 1월 법률 제468호로 처음 규정되었고, 1962년 5월 다시 2년 동안의 한시적인 자산재평가특별조치법에 의한 자산재평가가 실시된 후 1965년 3월에 영구법(법률 제1691호)으로 정착되었다. 우리나라의 자산재평가법은 일본에서 1950년부터 1973년까지 운용되었던 자산재평가법과 유사하다. 자산재평가제도는 일본 이외에도 제1차 세계대전 이후 벨기에, 독일등에서 비롯되어, 제2차 세계대전 후에는 프랑스, 스웨덴, 이탈리아, 대만, 오스트리아, 브라질, 아르헨티나, 칠레, 소련, 체코, 폴란드, 호주, 뉴질랜드 등에서도 실시된 바 있다.

자산재평가는 국내에 소재하는 감가상각대상 사업용자산에 한정된다.<sup>2)</sup> 재평가는 시가에 의한 평가를 원칙으로 하며, 시가감정기관으로는 은행법에 의한 금융기관 및 한국감정원으로 되어 있다. 재평가차액에서 이월결손금을 차감하고 이의 3/100에 해당되는 자산재평가세를 상계한 금액이 재평가적립금이 된다. 재평가적립금은 자본잉여금으로서 무상증자의 재원이 된다.

企業會計基準(제91조의 2)에서는 “회사가 자산재평가법의 규정에 의하여 자산을 재평가한 경우 당해 자산은 이 기준의 다른 규정에도 불구하고 그 재평가액을 기준으로 계상한다”는 규정을 두어 세법상의 자산재평가법을 수용하고 있다.

일반적으로 인정된 회계원칙의 체계를 넘어서 외부법률에 의해 제도화된 우리나라의 자산재평가제도는 물가변동회계로서 불완전할 뿐만 아니라 다음과 같은 問題點을 지니고 있다.<sup>3)</sup>

1) 회사가 재평가 실시 여부와 시기를 任意的으로 선택할 수 있어서 회계자료의 조작가능성이 존재한다. 또한 이는 재평가 실시기업과 비실시기업간에 비교가능성과 계속성도 저해시킨다.

2) 再評價對象資産을 국내에 소재하는 사업용 감가상각자산으로 한정하고 있다. 이로 인하여 대차대조표에 계상되는 자산중 재평가대상 자산은 재평가액인 시가로, 나머지 자산은 역사적원가로 계상되어 회계정보의 비교가능성이 저해되고 있다.

3) 재평가차액에서 移越缺損金을 상계하고 나머지는 재평가적립금으로 계상해야 한다. 이는 물가상승으로 인하여 발생된 재평가차액과 경영활동의 결과로 발생된 이월결손금을 상계하므로써 자본잉여금과 이익잉여금을 구분하여 표시해야 한다는 대차대조표 기본원칙에 위배된다.

4) 재평가적립금을 資本轉入하여 무상증자를 하는 경우, 기업의 경제적 실질에는 변화가 없는데도 자본이 증가하여 향후 주주들의 배당압력이 가중된다.

2) 1984년 1월 1일 이전에 취득한 경우 비상각 사업용자산이더라도 1984년 1월 1일 이후 1차에 한하여 자산재평가를 허용하고 있다.

3) 기타의 문제점으로는 먼저 資産再評價稅는 명목금액의 변화에 대한 과세이므로 순자산증가설에 입각하여 과세하는 법인세법의 입장에서나, 소득원천설에 따라 과세하는 소득세법의 입장에서든 과세대상소득이나 이익이 될 수 없다. 또한 이는 기업의 감가상각비를 현실화함으로써 조세부담을 경감시켜 주려는 조세정책상의 목표와도 일치하지 않는다.

그리고 만약 特別償却한 자산을 재평가한다면 재평가하기 전에 이미 회수된 특별상각비 상당액이 당해 고정자산의 재평가액으로 환원 계상되고, 또한 이 재평가액을 기초로 감가상각을 실시하게 되면 조세유예효과 뿐만아니라 조세감면의 효과까지 나타나게 된다 (신찬수, 1991). 특별상각을 비용으로 계상하지 않고 세무신고 조정방식으로 전환한다면 이러한 문제점이 시정된다.

무엇보다도 자산재평가제도의 가장 큰 문제점은 자산재평가의 실시를 기업의 자의적인 판단에 맡기고 있다는 것이다. 따라서 많은 학자들과 회계실무자들은 자산재평가제도를 폐지하거나 의무화함으로써 기업의 자율적인 선택권을 박탈하자는 의견을 제시하고 있다. 만약 자산재평가제도를 폐지하면 물가상승으로 인한 자산가격의 변동을 재무제표에 적절히 반영할 수 없고 감가상각비의 계상을 통한 조세의 감면효과가 없어진다. 반면 자산재평가를 의무화한다면 모든 기업들은 자산재평가를 실시하기 위한 직접비용 뿐만 아니라 자산재평가차액으로 무상증자를 실시할 경우 배당금증가와 같은 간접비용을 부담해야 한다.

자산재평가는 임의적인 규정인 만큼 기업은 상당한 경제적인 이득을 얻을 수 있는 경우에 이를 실시할 것이다. 따라서 자산재평가에 관련된 情報는 투자가의 의사결정에 영향을 주어 결국 株價에 영향을 미칠 것으로 예상된다. 이에 대한 선행연구에서는 일관성 있는 연구결과를 얻지 못하고 있다. 본 연구는 연구설계를 보다 세련되게 개선하여 기업들의 자산재평가 동기를 알아보고 자산재평가에 관련된 정보가 주가행태의 결정에 영향을 미치는지, 특히 자산재평가동기가 주가행태와 관련되는지 검증하려고 한다.

본 연구의 실증적 분석결과에 의하면 감가상각비의 부담이 낮을수록, 자기자본비율이 낮은 기업일수록, 회사채비중이 높을수록, 배당가능자원이 적을수록, 그리고 재평가대상자산의 비중이 큰 기업일수록 자산재평가를 실시하려는 동기가 큰 것으로 나타났다. 그리고 자산재평가에 대한 이사회결의 공시일이 속한 週에서 통계적으로 유의한 陽의 주가반응이 관찰되었으며, 그 주가반응의 크기가 자산재평가동기와 陰의 상관관계를 보이는 것으로 나타났다.

본 연구의 결과는 기존 자산재평가제도의 존재에 대한 논란 또는 개선방향을 제시하는데 도움이 될 것이다. 기업의 자산재평가동기가 분명히 밝혀질 때 투자자들은 자산재평가의 실체를 보다 정확히 파악할 수 있으며, 이를 토대로 보다 효율적인 투자의사결정을 할 수 있게 될 것이다. 특히 자산재평가제도가 법제도화된 지 30여년이 지나 사회, 경제적 환경이 많이 변화된 현시점에서 자산재평가제도의 유용성을 평가해 보는 것은 큰 意味가 있을 것이다.

## 2. 先行研究의 檢討

먼저 외국의 연구를, 다음으로 국내의 연구를 검토해 보고자 한다. 外國의 경우를 보면 영국을 비롯한 많은 영연방국가들에서 기업의 경영자가 임의로 자산을 재평가할 수 있는 제도가 있었기 때문에 그간에 발표된 연구도 주로 이러한 국가의 자료를 대상으로 한 연구였다. Sharpe와 Walker(1975)는 1960년대에 濠洲에서 자산재평가를 실시한 기업들 중 34개를 표본으로 선정하여 재평가를 선언한 달의 주가변동을 검증하였다. 검증결과 자산재평가는 실질적 주가상승과 관련이 있음을 밝혀냈다. 이러한 주가상승은 당기순이익과 배당금의 변동과 같은 추가적인 정보에 기인한 것도 아니며, 자산재평가 정보의 공시로 인한 주가의 불안정성 때문에 발생한 것이라고도 볼 수 없었다.

Standish와 Ung(1982)에서 1964-1973까지 英國의 자산재평가 중에서 자산재평가로 장부가액이 10%이상 증가한 232개 기업을 대상으로 체계적인 위험이 유사한 통제기업과 비교한 분석결과, 자산재평가 선언월에 통계적으로 유의한 주가의 증가를 관찰할 수 있었다. 그러나 이러한 현상은 이익증가, 배당증가 또는 자본구조의 변화와 같은 추가적인 경우에만 나타나고 있어 주가의 증가가 오직 자산재평가 때문이라고 결론지을 수 없었다.

Immanuel(1989)은 뉴질랜드에서 1970-1979에 실시된 자산재평가 중 재평가차액이 소유주지분이나 총고정자산의 5%이상인 143개 사례를 분석하였다. 자산재평가의 동기가 무엇이든지 자산재평가차액이 공시될 때 주가가격이 변화될 것이라는 근거에서 연차보고서를 공표하는 날의 주가변화를 검증하였다. 연구결과에 따르면 연차보고서 공시시점에서 통계적으로 유의성있는 주가의 반응을 발견하였다. 그러나 이러한 주가의 반응이 자산재평가에 기인된 것인지 아니면 연차보고서에 포함된 기타의 다른 정보에 기인된 것인지 명확히 밝혀주지 못하였다.

자산재평가에 대한 외국의 연구결과를 종합해 보면 자산재평가를 선언하거나 자산재평가 정보가 공시될 때 유의적인 주가반응을 발견하였음에도 불구하고 이러한 주가반응이 오직 자산재평가 정보 때문이라는 결정적인 증거를 찾지는 못했다는 것이다.

우리나라에서는 자산재평가에 대하여 비교적 여러 연구가 수행되었다. 그중에서 자산재평가에 관련된 정보의 株價反應에 대한 주요 선행연구를 살펴보자. 먼저 조현연(1987)은

1974-1984년 동안 자산재평가를 실시한 기업 중에서 금융업을 제외하고 재평가차액이 15억 이상 되는 53개의 기업을 표본으로 선정하고 자산재평가를 실시하지 아니한 기업 중 동일산업이면서 유사한 체계적인 위험을 가지는 53개 기업을 통제기업으로 선정하였다. 연구결과에 의하면 자산재평가착수일이 공시되는 시점에서 실험기업과 통제기업간의 평균초과수익율에 차이가 없었으며, 자산재평가로 인하여 현금흐름이 증가했다는 증거도 포착할 수 없었다. 이 연구는 사건일로 재평가정보의 최초 공시시점인 이사회결정일이 아닌 재평가착수일을 선택하였고 월별주가수익율을 사용하였기 때문에 추가검증의 판별력이 떨어진다는 문제점이 있다.

허성관과 정신작(1990)은 자산재평가의 추가반응을 검증하고, 나아가서 추가반응을 초래하는 요인을 분석하였다. 1983년과 1984년에 재평가한 기업 중 '증권시장지'에 재평가 실시를 공시한 52개 기업을 대상으로 하여 검증한 결과 3주(공시주-공시후 2주)에서 초과수익율이 유의한 것으로 나타났으나 그 규모는 1%정도에 불과했다. 초과수익율의 발생원인으로 공시주와 공시 다음 주의 초과수익율을 종속변수로 하였을 때 감가상각비의 증가, 주당순이익의 감소가 유의적인 것으로 밝혀졌다. 이 연구에서 재평가정보의 공시로 공시주와 그 이후 2주 동안 계속하여 유의한 초과수익율이 나타나는데, 이는 시장효율성이란 측면에서 타당성이 부족하다. 또한 자산재평가의 동기가 주로 기업규모확대, 재무구조개선에 있고 비상각자산인 토지의 재평가차액이 매우 크다는 점에서 추가반응이 주로 감가상각비의 증가와 관련이 있다는 분석결과에 의문이 간다.

반선섭(1990)은 1975년부터 1988년까지 자산재평가를 실시한 98개 비금융기업과 이와 유사한 통제기업집단을 선정하여 자산재평가동기와 추가반응을 검증하였다. 여러가지 변수를 고려한 결과 부채비율과 회사채의 비중이 큰 기업들이 자산재평가를 하는 것으로 밝혀졌다. 자산재평가에 대한 이사회결의일이 증권시장지 공시일 전후 29일간의 추가변화를 관찰한 결과 공시시점 이후에 비정상수익율이 통계적으로 유의한 양의 변화를 보였다. 그러나 이러한 비정상수익율을 기업의 자산재평가동기에 의해 설명될 수 있다는 증거는 발견할 수 없었다.

정영기(1993)도 자산재평가의 동기와 자산재평가 정보의 추가반응, 그리고 추가반응의 크기에 대한 결정변수들을 연구하였다. 실증분석 결과에 의하면 재무구조가 불량하고 사채의 비중이 높은 기업일수록 자산재평가의 동기가 높았다. 주식시장에서의 재평가정보는 이사회결의 공시일을 기준으로 하여 약 12주 이전부터 초과수익율을 나타내었다. 이러한 초과수익율은

자기자본지도비율이 높고 배당가능자원이 낮을수록 높게 나타났다. 이 연구는 이전의 연구들을 바탕으로 하여 상당히 체계적인 분석을 시도하였다. 그러나 자산재평가의 동기분석에서는 46개의 실험기업과 39개의 통제기업, 추가분석에서는 26개의 기업만을 이용하고 있어 표본의 크기가 너무 작아 분석결과의 일반화에 문제가 있다.

자산재평가에 대하여 우리나라에서 행하여진 선행연구의 결과는 두가지로 요약된다. 첫째로 기업이 자산재평가를 실시하는 동기는 재무구조를 건실하게 하려는 것이다. 기업이 재무구조를 건실화하면 추가적인 외부자금 조달이 가능해지고 차입비용도 감소시킬 수 있을 것이다. 둘째로 자산재평가 정보는 주식시장에서 好材로 받아들여지고 있다. 자산재평가는 기업의 임의적인 선택사항이므로 재평가정보가 주식시장에서 호재로 작용하는 것은 일면 당연하다고 본다.

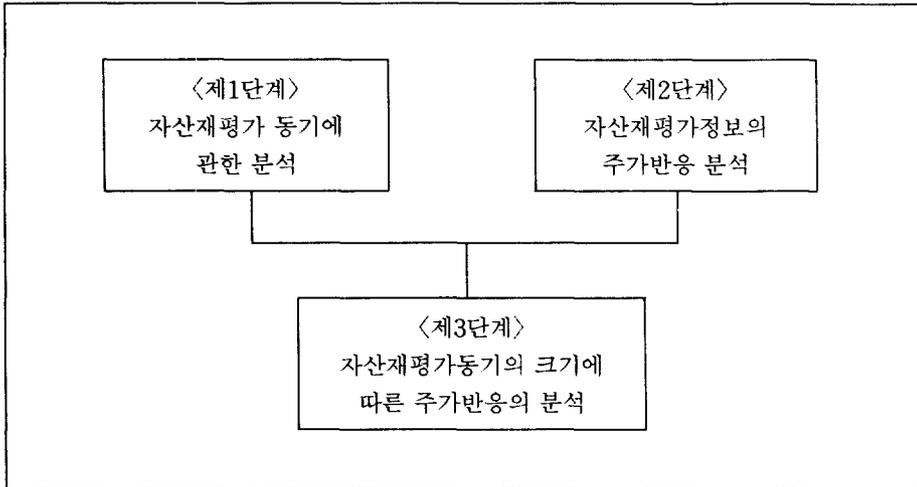
한편 우리나라의 선행연구에는 재평가정보 공시시점의 포착, 주가의 변화를 초래할 가능성이 있는 동기변수의 규명 및 변수의 정의, 통제기업의 선정 등에 문제점이 내재되어 있다. 본 연구에서는 이러한 점에 보다 세심한 주의를 기울여, 먼저 기업이 자산재평가를 실시하는 동기를 규명하고, 다음에 자산재평가 실시에 관한 정보가 주가가격에 어떠한 영향을 주는지를 분석해 보고자 한다.

### 3. 研究假說 및 研究設計

#### 3.1. 實證研究의 進行節次

본 연구에서는 <그림 1>에서와 같이 실증분석을 3단계로 진행할 것이다. 먼저 제1단계에서는 자산재평가실시기업 및 비실시기업의 재무적 특성에 근거하여 자산재평가 동기를 밝히는 것을 목적으로 하고, 제2단계에서는 자산재평가정보가 공시되는 시점의 주가반응을 검증하는데 목적을 두고 있다. 제3단계에서는 제1단계 및 제2단계에서 도출한 결과에 근거하여 자산재평가정보가 주가에 영향을 미칠 때 자산재평가기업의 자산재평가 동기가 주가에 상이한 반응을 초래하는지 여부를 검증하게 된다.

〈그림 1〉 실증연구의 수행단계



### 3.2. 研究假說의 設定

#### 3.2.1. 資産再評價의 得失

자산재평가법의 취지나 운영방법에 근거하여 자산재평가의 이유나 동기에 관한 연구가설을 설정하기 위해서는, 먼저 자산재평가의 得失을 검토해볼 필요가 있다. 기업이 자산을 재평가하여 얻으리라고 예상되는 주요 利得으로는 다음과 같은 것이 있다.

1) 시가에 의한 감가상각비의 계상을 통해서 물가상승에 따른 명목이익을 배제하여 고배당과 세금의 중과로부터 現金流出을 억제할 수 있다. 또한 과도한 이익으로부터 초래될 수 있는 노조의 임금인상요구도 회피할 수 있다. 특히 기업은 평가증된 자산가격에 기초하여 감가상각하므로써 투자에 소요된 자금을 조기에 회수할 수 있어 미래의 경영위험과 불확실성에 대비할 수 있다.

2) 재평가적립금으로 이월결손금을 보전할 수 있고, 자본잉여금의 증가로 기업의 재무구조가 양호해진다. 따라서 재무비율의 개선등으로 금융기관으로부터 좋은 평가를 받을 수 있기 때문에 추가적인 資金調達이 용이해진다.

3) 재평가적립금을 무상증자의 재원으로 이용하여 유상증자와 무상증자를 병행하여 실시하므로써 증자에 의한 直接資金調達이 용이해진다. 또한 재평가적립금을 재원으로 한 무상주 배당가능성이 주식시장에서 호재로 작용하기 때문에 이로 인한 주가상승을 기대할 수 있다. 자산재평가로 인한 무상주의 배당을 소득세법상 의제배당으로 보지 않기 때문에 배당소득에 대한 소득세도 경감된다.

한편 자산재평가는 기업에 否定的인 영향을 미칠 수도 있다. 첫째로 재평가적립금의 자본전입으로 인한 배당압력의 가중, 자산재평가세의 납부, 감정료를 비롯한 재평가에 관련된 부대경비의 발생 등으로 인하여 추가적인 現金流出이 발생한다. 둘째로 자산재평가는 기업의 수익성에 아무런 영향을 주지 않지만 자산총액과 자기자본이 동시에 증가되므로 투자수익율, 자기자본순이익율 등의 收益性비율과 총자산회전율 등의 活動性비율을 저하시킨다. 또한 감가상각비의 증가로 당기순이익이 줄어들게 되어, 당기순이익을 토대로 한 經營者의 業績이 나쁘게 평가될 수 있다.

### 3.2.2 자산재평가 動機에 관한 研究假說

자산재평가법 제1조에 규정된 자산재평가의 중요한 목적 중의 하나는 적정한 감가상각비를 계상하는 것이다.<sup>4)</sup> 감가상각비를 적정하게 계산한다는 것은 두가지 의미로 해석할 수 있다. 첫째 적정한 수익·비용의 대응을 달성한다는 것이다. 물가상승으로 인하여 상각자산의 가치가 증가되는데도 역사적원가주의 원칙을 따르면 현행수익에 취득원가 감가상각비를 대응시키게 되어 적정한 수익·비용의 대응이 되지 않는다. 둘째 적정한 감가상각비의 계상으로 기업자금의 사외유출이 감소된다. 왜냐하면 자산재평가를 실시하면 감가상각비가 증가하고, 이로써 과세소득이 감소되어 납부법인세가 감소되기 때문이다. 또한 기업의 순이익이 감소하게 되면 배당 및 노조의 임금인상 요구등의 압력을 간접적으로 회피할 수 있는 여지가 커진다.

세법에서는 자산재평가의 결과로 발생하는 재평가차액은 익금불산입 항목으로 규정하여 과세하지 않고 있다. 한편 주주는 재평가차액의 자본전입으로 무상주를 교부받을 수 있다. 주주

4) 자산재평가법 제1조, “이 법은 법인 또는 개인의 사업용자산을 현실에 적합하도록 재평가하여 적정한 감가상각을 가능케하고 기업자본의 정확을 기함으로써 경영의 합리화를 도모하게 함을 목적으로 한다.”

주주의 입장에서 이는 이익잉여금을 주식으로 배당한 것과 같은 효과가 있을 수 있으나 세법에서는 이를 의제배당으로 보지 않아서 배당소득에 대한 과세를 하지 않고 있다.

따라서 감가상각비의 부담이 상대적으로 낮은 기업들이 적정한 수익·비용의 대응을 통하여 자금의 사외유출을 감소시킬 목적으로 자산재평가를 실시할 수 있을 것이다. 이에 따라 다음과 같은 가설이 도출된다.

〈假說 1〉 減加償却費의 부담이 낮은 기업일수록 자산재평가 동기가 크다.

위의 〈假說 1〉은 자산재평가법의 취지에 맞도록 자산재평가가 실제로 운영되고 있는지 여부를 검증하는 것이 될 것이다. 또한 본 연구에서는 자산재평가가 임의규정이라는 데 근거를 두어 기업이 자산재평가로 어떠한 이득을 얻을 수 있는지를 검토하여 추가적인 가설을 도출하고자 한다.

자산재평가를 실시하면 기업의 재무구조가 개선된다. 현행 자산재평가법에 따르면 사업용 고정자산을 재평가대상으로 하고, 이월결손금을 보전한 후의 재평가차액은 대차대조표에 자본잉여금으로 기재된다. 따라서 자산재평가는 마치 유상증자 자금으로 자산을 구입한 것과 같은 재무구조개선의 효과를 가져온다.

기업의 재무구조가 개선되면 담보능력이 확대되어 추가적인 자금조달이 용이해진다. 우리나라의 기업들은 자금조달의 대부분을 금융기관에 의존하고 있어 기업의 담보능력 증대는 기업경영에 중요한 의미를 지닌다. 또한 기업의 재무구조가 개선되면 추가적으로 조달하는 자금 차입 비용이 감소하고, 기업의 수익성도 호전될 수 있다.<sup>5)</sup> 자산재평가의 결과 총자산이 증가하고 재무구조가 개선되면 기업의 대외공신력도 제고된다. 왜냐하면 일반투자자들이 기업의 규모가 크고 재무구조가 건실할수록 기업을 호의적으로 평가하기 때문이다.

따라서 재무구조가 부실한 기업일수록 자산재평가의 동기가 상대적으로 클 것이다. 재무구조가 건실한 기업은 자금조달에 대한 어려움이 적을 것이고, 자금차입비용도 낮을 것이므로 자산재평가로 인하여 얻게 되는 이득이 그 비용에 비하여 상대적으로 적다.

5) 상장기업들의 부채비율은 1992년 기준으로 제조업이 250%, 비제조업이 263%로서 상당히 높은 수준이며, 금융비용부담율은 제조업이 11.7%, 비제조업이 12%이다. (참조: 상장회사총람, 상장협, 1993)

〈假說 2〉 財務構造가 부실한 기업일수록 자산재평가 동기가 크다.

자산재평가는 기업과 채권자와의 사이에 발생하는 계약비용에 영향을 준다. 기업이 자산재평가를 실시하여 재무구조가 개선되면 기업의 부채계약에서 발생하는 계약비용이 감소한다. 이러한 계약비용의 감소는 회사채와 같이 채무액이 상대적으로 커서 채권자 집단이 기업에 영향력을 행사할 수 있고, 부채계약관계가 복잡하고 엄격한 경우에 상대적으로 크다.

회사채의 발행은 상법상 자기자본을 기준으로 발행한도액이 정해져 있다. 상법에 의하면 회사채 발행한도는 자기자본의 2배이다. 여기서 자기자본이란 납입자본금과 주식발행초과금, 감자차익, 합병차익, 이익준비금 등과 같이 법에 규정된 자본준비금과 이익준비금을 합한 것이다. 또한 여기에는 자산재평가법에 의한 재평가적립금도 포함하고 있다. 따라서 회사채의 비중이 큰 기업이 자산재평가를 하려는 동기가 크다.

〈假說 3〉 會社債의 비중이 높은 기업일수록 자산재평가 동기가 크다.

배당능력의 크기는 기업의 자금조달이나 영업활동면에서 안정적인 경영정책을 수행하는데 결정적인 역할을 한다. 특히 무상증자는 유상증자를 원할하게 하기 위해 병행하여 실시되기도 하는데, 우리나라의 투자자들은 이러한 무상증자가 그들의 富를 증가시키는 것으로 인식하고 있다. 또한 기업이 충분한 현금배당을 하지 못할 경우 이에 대한 보완책으로 무상주 교부를 실시하여 주주들의 불만을 해소할 수 있다. 자산재평가를 실시하면 자산재평가로 발생된 적립금에 의해 무상주배당자원이 크게 증가하여 기업의 전체적인 配當可能資源이 확대된다. 따라서 배당가능자원이 적은 기업일수록 자산재평가를 통하여 무상증자를 시도할 가능성이 높다.

〈假說 4〉 配當可能資源이 작은 기업일수록 자산재평가 동기가 크다.

앞서 논의한 바와 같이 자산재평가는 적정한 감가상각으로 자금의 사외유출방지, 재무구조의 개선, 사채의 계약비용 감소, 배당가능자원의 증대 등과 같은 여러가지 장점을 가지고 있다. 자산재평가의 이러한 장점들은 자산재평가의 대상이 되는 자산의 규모가 클 때 그 효과도 더욱 클 것이다. 물론 기업에 따라서 자산의 구성비율도 다르고, 직전 재평가의 시기도 다를 것이며, 소유하고 있는 개별자산들의 가치변동도 다르기 때문에 단순히 자산재평가대상 자산

의 규모만으로 재평가 효과의 크기를 측정하기는 어렵지만 기업 전체적인 분석에서는 자산재평가대상 자산의 규모가 큰 기업일수록 자산재평가의 동기도 크리라고 예상된다.

〈假說 5〉 資産再評價 對象資産의 비중이 큰 기업일수록 자산재평가 동기가 크다.

### 3.2.3. 資産再評價 實施情報의 株價反應에 관한 研究假說

자산재평가 실시는 앞서 서술한 자산재평가의 동기를 충족시킬 것이다. 즉 자산재평가를 실시하면 보다 많은 감가상각을 할 수 있고, 재무구조가 건실해지고, 회사채 비중은 낮아지며, 배당가능자원도 증가하게 된다. 따라서 자산재평가는 기업에 이득이 되고, 이 결과로 주가가 격을 상승시킬 것이다.

한편 자산재평가 실시는 기업에 부정적인 영향을 줄 수도 있다. 자산재평가의 실시로 자산재평가세 등의 현금유출이 있게 되고, 재평가적립금의 자본전입으로 인하여 향후의 배당압력이 가중될 수 있으며, 추가적 감가상각비의 계상으로 순이익이 낮아지게 된다. 이러한 부정적인 영향은 자산재평가에 대한 효익을 감소시켜 주가가격을 감소시킬 수도 있다.

주가가격에는 자산재평가의 실시로 인한 긍정적인 면과 부정적인 면이 상쇄되면서 그 순효과가 반영될 것이다. 그러나 자산재평가의 실시는 기업에 부정적인 효과보다는 긍정적인 효과가 더욱 클 것으로 예상된다. 왜냐하면 자산재평가의 실시는 경영자의 임의적인 결정사항이므로 경영자는 자산재평가로 인하여 기업에 실질적인 효익이 있을 것이라고 판단하였을 경우에만 자산재평가를 실시할 것이기 때문이다<sup>6)</sup>. 따라서 자산재평가의 실시여부에 대한 정보는 주가가격에 陽의 영향을 줄 것으로 기대된다.

〈假說 6〉 資産再評價實施에 관한 情報는 주가에 陽의 反應을 초래한다.

자산재평가의 실시에 대한 주가반응은 정확히 포착하기가 매우 어렵다. 이는 자산재평가는

6) 자산재평가의 긍정적인 측면과 부정적인 측면을 경영자의 입장과 투자자의 입장에서 각각 분석할 수도 있을 것이다. 이 경우에는 투자자의 입장에서는 상반되는 이해관계가 발생할 수도 있으나 이를 명확하게 구분하기는 어렵다.

자산재평가법에 따라서 현재 자산 취득일 또는 직전 재평가일을 기준으로 도매물가지수가 25%이상 상승한 경우에 재평가를 실시할 수 있고, 재평가의 기준이 되는 재평가일은 사업년도 개시일이기 때문에 일반투자자들이 기업의 자산재평가를 사전에 충분히 예측할 수 있기 때문이다. 더구나 증권회사나 투자자문회사는 자산재평가가 가능한 기업들을 그들의 투자안내지에 공시하고 있어서 자산재평가에 대한 정보는 기업의 이사회에서 자산재평가의 여부를 결의하기 전에 이미 주식시장에 널리 알려지게 된다. 따라서 자산재평가의 주가반응은 자산재평가의 실시에 대한 최초의 공식적인 결정시점인 이사회결의 공시일에 모두 반영된다고 보기는 어려우며 자산재평가 실시 以前부터 점차로 주가가격에 반영하다고 보는 것이 보다 타당하다.

자산재평가 실시에 관한 정보가 주가가격에 陽의 영향을 미칠 것이 기대되지만 실제로 언제 어떻게 주가가격에 반영될 것인가에 대한 정확한 예측은 매우 어렵다. 특히 이러한 주가반응의 행태가 자산재평가 동기와 어떤 관련을 갖게 될지 예측하기는 쉽지 않다. 자산재평가 정보가 주가에 미치는 영향을 정확히 식별할 수 있다면 자산재평가 동기와 주가반응 사이에는 陽의 상관관계가 있을 것이다. 그러나 이러한 영향을 식별해 내기는 쉽지 않을 것이다.

한편 주가반응을 기업이 자산재평가 여부를 결정하는 이사회 결의일을 중심으로 검증한다면 자산재평가 동기와 주가반응간의 상관관계는 陽이 될 수도 있고 陰이 될 수도 있다. 만약 이사회 결의일 전에 주가에 반응된 정보가 거의 없었다면 陽의 상관관계가 나타날 것이고, 반면에 이사회 결의일 以前에 자산재평가의 기대가 주가에 상당히 반영되었다면 주가반응이 없거나 오히려 상관관계가 陰이 될 수도 있다. 왜냐하면 자산재평가 동기가 작은 기업의 경우 투자자는 당해 기업이 자산재평가를 할 것으로 기대하고 있지 않았기 때문에 자산재평가 실시 정보가 공시되면 보다 큰 주가반응을 보일 것이기 때문이다<sup>7)</sup>. 따라서 다음과 같은 가설을 설정하였다.

〈假說 7〉 자산재평가 실시에 관한 주가반응은 자산재평가 동기의 크기에 따라서 차이가 있을 것이다.

7) 이는 소기업이 대기업에 비하여 순이익의 공시에 따른 주가반응이 큰 이유와 유사하다. 대기업은 여러 정보통로를 통하여 기업의 경영성과가 미리 시장에 유출되나 소기업은 상대적으로 기업성과가 시장에 알려지지 않아서 순이익의 공시에 따른 주가반응이 상대적으로 클 수 있다는 것이다(Atiase, 1985).

## 3.3. 研究模型 및 變數의 定義

자산재평가동기에 대한 분석 즉 가설 1부터 가설 5까지는 다음의 [모형 1]로 검증하고자 한다.

$$[\text{모형 1}] \text{PROB} = a_0 + a_1 \cdot \text{DEPR} + a_2 \cdot \text{EQTY} + a_3 \cdot \text{BOND} + a_4 \cdot \text{DIVD} + a_5 \cdot \text{ASST} + e$$

(기대부호)      (-)            (-)            (+)            (-)            (+)

여기에서, PROB(모형의 종속변수): 재평가실시기업의 경우 1, 비실시기업의 경우 0

DEPR(감가상각비 부담): 감가상각비 / 매출액

EQTY(자기자본비율): 자기자본 / 총자본

BOND(회사채 비중): 회사채 / 자기자본

DIVD(배당가능자원): (자본잉여금 + 이익잉여금) / 기업의 시장가치

ASST(자산재평가대상자산 비중): (유형고정자산 + 투자주식 + 입목) / 총자산

자산재평가 동기변수들은 기업이 자산재평가를 결정하는 시점에서 가장 가까운 시점의 재무자료를 이용하여 정의하여야 한다. 본 연구의 자산재평가 동기변수들은 자산재평가가 실시되기 직전 년도말의 재무자료를 사용하여 정의하였다.

감가상각비 부담(DEPR)은 감가상각비 대 매출액의 비율로 정의하였다. 감가상각비 부담율은 순이익을 기준으로 정의할 수도 있지만 순이익은 기업의 회계처리방법이나 경영자의 목적에 따라 조정이 가능하므로 이러한 영향을 적게 받는 매출액을 기준으로 결정하였다.

기업의 재무구조에 관한 비율 중 일반적으로 가장 많이 사용하는 비율은 자기자본비율과 부채비율인데, 본 연구에서는 자기자본비율(EQTY)을 선택하였다. 회사채비중(BOND)은 사채 대 자기자본으로 정의하였는데, 이는 상법규정상 사채의 발행이 자기자본의 2배로 한정되어 있어서 이러한 정의가 본 연구의 목적에 가장 부합되기 때문이다.

배당가능자원(DIVD)은 자본잉여금과 이익잉여금의 합을 기업의 시장가치로 나누어서 정의하였다. 일반적으로 배당가능자원은 이익잉여금처분계산서의 이익잉여금 처분가능액을 뜻하는 경우가 많다. 본 연구에서 자본잉여금과 이익잉여금의 합계를 사용한 이유는 기업의 실제 배당가능자원은 이익잉여금 처분가능액 뿐만 아니라 자본전입으로 무상증자가 가능한 잉

여금을 포함하기 때문이다. 이 변수의 모수로서 자본금에 대한 기업의 時價를 사용한 이유는 주주에 대한 배당크기를 나타내는데 時價가 보다 현실적이기 때문이다.

자산재평가 대상자산은 사업용자산으로서 고정자산, 주식 및 입목이다. 토지 및 주식, 입목 등 비감가상각대상 자산은 1983년 12월 31일 이전에 취득한 것은 1984년 1월 1일 이후에 1회에 한해서 재평가가 허용되고 있다. 본 연구의 표본기업(자산재평가 실시기업)은 모두 직전 재평가를 1984년 이전에 실시하였으나, 최초로 재평가를 실시하는 기업들이기 때문에 재평가 대상 자산중 1984년 1월 1일 이후 취득한 비상각자산은 포함되어 있지 않다. 따라서 자산재평가대상자산 비중(ASST)에는 토지, 투자주식 및 입목을 포함시켜 정의하였다.

본 연구의 제 2단계인 자산재평가 실시 정보가 情報內容을 갖는 지는 주식의 초과수익율을 사용하여 분석할 것이다. 초과수익율은 자산재평가에 대한 이사회결의 공시일을 중심으로 분석한다. 자산재평가와 관련된 사건일로는 자산재평가에 대한 이사회결의일, 이사회결의 공시일, 신고일, 신고 공시일, 확정일, 확정 공시일 등이 있다. 주가반응분석에서는 이중 어느 사건일을 중심으로 분석하느냐에 따라 연구결과가 달라질 수 있다. 본 연구에서 이사회결의 공시일을 택한 이유는 이사회결의가 자산재평가 실시에 대한 최초의 결정적인 사건이기 때문이다<sup>8)</sup>.

초과수익율은 시장모형을 변형한 모형을 사용하여 계산하였다. 즉 초과수익율(SCAR)은 주별 수익율을 이용하여<sup>9)</sup>, 아래의 산식과 같이 주가반응을 검증하는 매주별로 -61주부터 -1주까지 60주 동안의 종합주가수익율과 산업별주가수익율로 추정된 회귀모형을 이용하여 산출하였다.<sup>10)</sup>

- 8) 이사회결의가 있었는데도 자산재평가를 취소, 또는 연기한 기업은 3기업이었는데 표본에서 제외하였다. 그리고 이사회결의일이 공시되는 시점은 기업에 따라서 다소 차이가 있으나 대부분 이사회결의일 후 3일 이내에 공시되고 있다. 투자자는 기업이 관할 세무서에 재평가차액과 재평가세액을 신고한 사실이 공시된 날에 재평가에 대한 보다 구체적이고 확정적인 정보를 얻을 수 있다. 본 연구에서는 자산재평가 신고를 전후로 한 기간이나 이를 포함한 기간에 대해서도 초과수익율을 분석하였으나 특별한 형태의 주가반응을 확인할 수 없었다.
- 9) 주별수익율을 사용한 이유는 우리나라에서 일별수익율은 주식이가격의 변동에 상한과 하한이 존재하여 사건정보가 일별주식이가격에 충분히 반영되지 못할 가능성이 있으며 또한 주식거래의 비연속성 때문에 시장모형의 추정에서 편기와 불안정성이 초래될 수 있기 때문이다. 한편 월별수익율은 수익율의 계산 기간이 길어서 사건정보 이외의 다른 요인들이 주식수익율에 영향을 주어서 연구결과를 오도할 수 있다.
- 10) 시장모형의 추정에서 시장종합주가지수나 산업별주가지수중 어느 하나만을 사용해도 연구결과에 큰 영향을 주지 않는다. 그리고 회귀계수로 초과수익율을 검증기간의 각 주마다 계산하지 않고 검증기간 이전 -100주부터 -1주까지나, -61주부터 -1주까지 주별수익율을 사용하여 추정할 수도 있다. 이렇게 계산된 초과수익율은 그 판별력이 떨어지는 것으로 나타났다. 자산재평가에 대한 정보는 자산재평가실시 결정일 이전에 시장에 이미 상당수준 반영이 되므로 주가반응이 정확하게 어느 시점에서 발생할 것인 지를 결정하는 것은 매우 어렵다. 따라서 본 연구에서는 초과수익율의 계산에서 추정기간과 검증기간을 명확하게 구분하지 않고, 검증대상이 되는 각 주의 초과수익율을 비교적 짧은 추정기간을 통하여 계산하였다.

$$SAR_{it} = [R_{it} - (\hat{a} + \hat{b}_1 \cdot R_{Mt} + \hat{b}_2 \cdot R_{It})] / sd$$

여기에서,  $SAR_{it}$  : i기업 t주의 표준화된 초과수익율

$R_{it}$  : i기업의 t주의 주가수익율

$\hat{a}$ ,  $\hat{b}_1$ ,  $\hat{b}_2$  : 초과수익율이 계산되는 각 주의 -61주부터 -1주까지 60주동안의  
주별수익율을 이용하여 추정된 회귀계수

$R_{Mt}$  : t주의 종합주가수익율

$R_{It}$  : t주의 산업별주가수익율

sd : 추정기간동안의 잔차수익율의 표준편차

본 연구의 제 3단계인 자산재평가실시 정보에 대한 주가반응과 자산재평가 동기의 관계는  
다음 [모형 2]를 통하여 검증한다.

$$[\text{모형 2}] \text{SCAR} = b_0 + b_1 \cdot \text{PROB} + b_2 \cdot \text{EARN} + b_3 \cdot \text{D92} + b_4 \cdot \text{D93} + e$$

여기에서,  $\text{SCAR}$ (누적초과수익율) =  $\sum_{t=-T}^0 SAR_{it}$

PROB(자산재평가 동기의 크기): [모형 1]에서 추정된 종속변수

EARN(비기대이익): (당년도의 순이익 - 전년도의 순이익) / 기초의 시장가치

D92(가변수): 자산재평가년도가 1992년이면 1, 아니면 0

D93(가변수): 자산재평가년도가 1993년이면 1, 아니면 0

자산재평가 동기의 크기(PROB)는 [모형 1]에서 자산재평가 동기를 결정하는 개별변수들의  
크기로도 측정할 수 있겠으나 이 경우에는 각각의 변수들이 의미하는 바를 종합적으로 해  
석하기 어려우며, 또한 각 변수간의 상관관계와 상호작용을 고려할 수 없게 된다<sup>11)</sup>. 따라서 본  
연구에서는 자산재평가 동기의 종합지수가 될 것으로 예상하는 [모형 1]의 추정에서 산출된  
동기의 크기변수 PROB를 자산재평가 동기의 크기로 정의하였다. [모형 1]에서 PROB는 자

11) 주가반응의 크기는 자산재평가차액과 관련이 있을 수 있다. 즉 자산재평가차액이 클수록 자산재평가의 영향이 클  
것이기 때문에 陽의 주가반응이 기대된다. 그러나 자산재평가차액의 크기가 결정되는 시점은 자산재평가에 대한  
이사회결의일로부터 3개월에서 6개월이 지난 시점에서 신고되고 (참조: 별첨 1), 또 최종확정은 자산재평가신고  
일로부터 3개월 이후이므로 이사회결의일에 있어서 자산재평가차액의 크기를 알기는 어렵다.

산재평가 동기의 크기에 따른 자산재평가 실시의 가능성(확률)을 나타내고 있다. 비기대이익(EARN)과 연도 가변수(D92, D93)은 통제변수들이다. 비기대이익을 통제변수로 사용한 이유는 자산재평가의 이사회결의 공시일이 대부분 연도말에 집중되어 있어서 기업의 성과가 주가에 반영되는 정도를 통제하기 위함이고<sup>12)</sup>, 연도별 가변수를 추가한 이유는 연도에 따른 주가의 움직임을 통제하여 회귀식의 모형설정오류와 횡단적 종속성을 경감시키기 위해서이다<sup>13)</sup>.

### 3.4 標本의 選定

본 연구에서 자산재평가의 동기분석 자산재평가를 실시한 기업(실험기업)과 자산재평가를 실시할 수 있는데도 실시하지 않은 기업(통제기업)을 비교 분석하게 된다. 실험기업의 선정기준은 다음과 같다.

- 1) 1991년 1월부터 1993년 10월까지 자산재평가를 실시한 기업<sup>14)</sup>, <sup>15)</sup>
- 2) 상장후 2년 이상 경과한 후 재평가를 실시한 기업
- 3) 금융, 보험, 증권업 이외의 기업
- 4) 상장주식이 관리대상 종목으로 편입되지 아니한 기업
- 5) 본 연구에서 필요한 회계자료와 주가자료를 구할 수 있는 기업<sup>16)</sup>

상장후 2년 이상 경과한 후 재평가를 실시한 기업을 선정한 이유는 자산재평가가 본래의 의도를 벗어나 기업공개 수단으로 사용된 기업을 제외하기 위해서이다. 그리고 은행, 보험, 증권업 등의 금융업에 속한 기업들을 제외한 이유는 이들 기업들은 재무구조가 다른 산업에 비

12) 12월 결산 기업의 이익 공시일은 대부분 다음 해 1월에서 3월까지이나 기업의 성과는 이익공시일 이전에 일부 주가에 반영될 수 있다.

13) 기업규모도 통제변수로 추가하여 보았으나 연구결과의 해석에는 영향을 미치지 않았다.

14) 실험기업의 선정기간을 1991년부터 1993년까지 한정된 이유는 1991년 이전에는 자산재평가를 실시한 기업의 수가 년도별로 많지 않아서 (기업공개 수단인 기업은 제외) 선정기간을 늘일 경우 자산재평가 기업 특성에 대한 년도간의 이질성 문제가 증가하기 때문이다. 그리고 선정기간을 1970년대나 1980년대까지 확대하면 주가자료도 얻기 어려울 뿐만 아니라, 주식시장의 효율성 문제로 자산재평가 정보의 공시에 대한 주가반응의 신뢰성도 상당히 감소될 것이다. 참고로 기업공개를 목적으로 하지 않은 자산재평가 실시기업의 수는 다음과 같다. (1987년-4개, 1988년-3개, 1989년-2개, 1990년-0개, 참조: 정영기, 1993)

15) 자산재평가일이 1991년 1월 1일부터 1993년 10월 1일까지인 기업. 자산재평가에 대한 이사회결정 공시일은 '증권시장지'에서 구함.

16) 회계자료는 상장회사협회 발행 '상장회사총람'과 한국신용평가주식회사 발행 '한국기업총람', 각 기업의 감사보고서에서 구하였고, 주가자료는 한국신용평가주식회사의 자료임.

하여 차이가 클 뿐만 아니라 자산재평가도 정부기관등의 엄격한 통제하에 실시되기 때문이다. 관리대상종목으로 편입되지 아니한 기업들을 선택한 이유는 관리대상으로 지정된 기업들은 부도나 자본잠식 등으로 재무구조가 일반기업들에 비하여 매우 열악하기 때문에 이들 기업들을 포함하면 본 논문의 연구결과를 오도할 가능성이 있기 때문이다. 최종 검증표본으로 58개 기업이 선정되었는데, 이는 <별첨 1>에 나타나 있다.

한편 통제기업으로 1992년 1월 현재 자산재평가가 가능한데도 94년 1월까지 자산재평가를 실시하지 않은 기업들로서, 실험기업의 선정기준 3), 4), 5)를 만족시키는 기업들이다. 통제기업은 76개인데, <별첨 1>에 표시하였다.<sup>17)</sup>

<표 1> 실험기업(재평가실시기업) 및 통제기업(비실시기업)의 산업별 분포

업 종	실험기업	통제기업
1) 음·식료품제조업	3(2)	3
2) 섬유, 의복 및 가죽산업	8(8)	7
3) 종이, 펄프, 종이제품제조업	2(1)	5
4) 화합물, 화학제품제조업	7(7)	11
5) 고무, 플라스틱제품제조업	1(1)	4
6) 비금속광물제품제조업	8(7)	1
7) 제 1차금속산업	4(3)	3
8) 조립금속, 기계, 장비제조업	6(5)	7
9) 영상, 음향 및 통신장비제조업	5(3)	7
10) 전기기계, 자동차, 운송산업	6(6)	3
11) 건설업	2(2)	15
12) 도매, 소매업	3(3)	5
13) 기타		5
총 계	58(51)	76

주) ( )는 추가검증에 이용된 51개 기업의 업종별 분포임.

17) 1992년 1월 1일 현재 자산재평가가 가능한데도 1994년 1월까지 자산재평가를 실시하지 않은 비금융기업은 89개 기업인데, 이 중 13기업은 상장주식이 관리대상종목으로 편입되었다.

실험기업과 통제기업의 산업별 분포는 <표 1>과 같다. 실험기업과 통제기업간에 산업별 분포의 차이는 크지 않으나 비금속광물제품제조업에는 통제기업이 상대적으로 적게 분포되어 있고, 건설업에는 통제기업이 상대적으로 많다. 이러한 원인은 표본의 편기 때문일 수도 있으나, 비금속광물제조업분야의 기업들은 자산재평가의 대상이 되는 자산의 비중이 상대적으로 크기 때문에 자산재평가를 실시할 동기가 높고 건설업의 경우에는 자산재평가의 대상이 되는 자산의 비중이 크지 않아서 자산재평가를 실시할 동기가 높지 않기 때문일 수도 있다.<sup>18)</sup>

## 4. 實證分析結果

### 4.1. 資産再評價制度的 影響

다음 <표 2>는 본 연구에서 표본으로 선정된 58개 기업들 중 감사보고서상 재무자료를 구할 수 있는 41개 기업의 자산재평가 내역을 요약하여 제시하였다. <표 2>에서 보듯이 재평가차액의 14%에 해당하는 562,113백만원이 감가성자산에서 발생하였다. 이 금액은 내용년수와 감가상각방법에 관계없이 전액 감가상각될 부분이기 때문에 법인세 절감액은 동 금액의 36%정도에 상당하는 202,361백만원이 되며, 이는 한 기업당 4,956백만원의 법인세 감면효과를 가져왔다고 볼 수 있다.<sup>19)</sup> 또한 감가상각비의 증가는 당기순손익 계산에도 영향을 미쳐, 연간 약 96,808백만원 만큼의 순이익의 감소를 초래하였다. 따라서 평균 배당성향을 상장기업을 기준으로 37%라고 하였을 때 년 35,819백만원의 배당금유출의 감소를 예상할 수 있고 이는 한 기업당 850백만원에 이른다.

18) 1992년 전체 제조업의 (유형고정자산+투자자산)의 총자산에 대한 비중은평균 50.31%이나, 비금속제품제조업은 61.29%, 건설업은 22.32%이다. (상장회사총람, 상장협, 1993)

19) 연도별로 차이는 있으나 법인세율이 30-34% 수준이고 주민세는 법인세액의 7.5%에 해당하므로 기업은 당기순이익의 약 36%에 해당하는 세금을 부담하고있다고 본다.

〈표 2〉

표본기업의 자산재평가 현황

(단위 : 백만원)

재평가현황	장부가액 ₩1,155,151	재평가차액 ₩4,149,146	이월결손금보전 ₩41,765	재평가적립금 ₩4,065,526
재평가차액 (₩4,419,146)의 원천	감가상각자산 ₩562,113	〈비상각자산〉		
		토지 ₩3,549,221	주식 ₩32,514	입목 ₩5,298
재평가영향 (추정액)	당기순이익 감소 : ₩96,808 연간 법인세 절감 : ₩34,850		연간 배당금 감소 : ₩35,819	

## 4.2. 資産再評價 動機

### 4.2.1. 기술통계

본 연구에서 이용하고 있는 자산재평가 동기변수에 대한 기술통계 및 변수간의 상관계수가 〈표 3〉에 나타나 있다. 또한 〈표 3〉에는 실험기업(재평가실시 기업)과 통제기업(재평가비실시 기업)간의 동기변수들의 차이에 대한 t-검증과 Mann-Whitney(M-W)검증도 나타내었다.

먼저 감가상각/매출액 비율은 실험기업이 통제기업보다 낮으며, t-검증에서도 10% 수준에서, M-W 검증에서는 1% 수준에서 통계적으로 유의한 차이를 보였다. 따라서 수익에 비하여 감가상각비가 상대적으로 낮은 기업일수록 감가상각대상 자산의 장부가액을 증가시켜 적정한 수익, 비용의 대응을 꾀하고 과세소득을 낮추려는 동기가 있다고 분석된다. 그러나 자산재평가 실시로 인하여 기업자금의 사외유출이 감소된다고 보는 해석은 간단하지 않다. 왜냐하면 자산재평가를 실시하면 기업은 재평가차액에서 이월결손금을 보전한 차액에 3%의 자산재평가세를 납부하여야 하고 감정료와 같은 부대비용도 발생하기 때문이다. 일견 자산재평가는 자산재평가 대상자산의 가치증가가 상당히 커서 감가상각비의 계상으로 인한 법인세절감이 자산재평가세를 훨씬 초과할 것으로 볼 수도 있으나, 자산재평가차액의 대부분이 감가성자산이 아닌 토지에서 발생하므로 법인세절감효과는 상대적으로 크지 않을 수도 있다.<sup>20)</sup>

20) 본 연구의 표본기업들의 재평가차액 중 감가성자산의 재평가차액은 약 14%이고 나머지 약 85%는 토지의 재평가차액이다. (〈표 2〉 참조)

재무구조를 나타낸 자기자본비율은 실험기업이 통제기업에 비하여 낮아서 실험기업의 재무구조가 부실하다는 것을 알 수 있다. 실험기업과 통제기업 간의 자기자본비율에 대한 t-검증에서는 1%수준에서, M-W 검증에서는 10% 수준에서 유의한 차이를 보이고 있다.

부채계약관계가 복잡하고 채무액이 상대적으로 큰 사채에 관해서는 실험기업의 사채비율이 상대적으로 커서 사채발행 능력이 통제기업에 비하여 떨어짐을 알 수 있다. 실험기업과 통제기업 간의 사채비율에 대한 t-검증에서는 1%수준에서 통계적으로 유의한 차이를 보이고 있다.<sup>21)</sup>

배당가능자원을 실험기업이 통제기업보다 낮게 나타나고, 이는 3%수준에서 통계적으로 유의하다. 우리나라에서 자산재평가를 실시하는 대부분의 기업들은 재평가적립금으로 무상증자

<표 3> 실험기업과 통제기업간의 자산재평가 동기변수 비교

제 1부 : 기술통계						
자산재평가 동기변수	실험 기업		통제 기업		평균의 비교	
	평균	표준편차	평균	표준편차	t-통계값	M-W 검증
DEPR(감가상각비/매출액)	0.003	0.002	0.005	0.016	-1.83*	-2.89 <sup>#</sup>
EQTY(자기자본비율)	0.25	0.11	0.31	0.13	-2.99 <sup>#</sup>	-1.93*
BOND(회사채/자기자본)	0.68	0.74	0.42	0.36	2.60 <sup>#</sup>	0.72
DIVD(배당가능자원)	0.57	0.52	0.78	0.60	-2.25**	-2.25**
ASST(자산재평가대상자산)	0.33	0.15	0.27	0.16	2.24**	2.24**
제 2부 : 상관관계						
자산재평가 동기변수	종속변수(PROB)	DEPR	EQTY	BOND	DIDV	
DEPR(감가상각비/매출액)	-0.14*					
EQTY(자기자본비율)	-0.25 <sup>#</sup>	0.13				
BOND(회사채/자기자본)	0.24 <sup>#</sup>	-0.05	-0.59 <sup>#</sup>			
DIVD(배당가능자원)	-0.19**	-0.04	0.54 <sup>#</sup>	-0.49 <sup>#</sup>		
ASST(자산재평가대상자산)	0.19**	0.14	0.14	-0.02	-0.03	
주 1) 변수의 정의는 본 연구의 3.3을 참조. 2) 각 변수의 평균값을 중심으로 3표준편차를 초과하는 변수는 평균값 ±3표준편차로 조정함. 3) <sup>#</sup> 는 1% 수준, **는 5% 수준, 그리고 *는 10% 수준(양측검증)에서 유의함을 나타냄.						

21) 추가적으로 장기부채비율(=고정부채/총자산)을 분석하였는데, 여기에서도 실험기업이 통제기업 보다 높게 나타났다.

를 실시하고 있다. 무상증자는 경제적인 논리에서 보면 주주의 富를 직접 증가시키는 것은 아니지만 대부분의 투자자들은 무상증자를 추가적인 배당으로 간주하고 있다. 따라서 배당가능 자원이 부족한 기업들은 자산재평가를 통하여 무상증자를 하여 단기적으로 배당압력을 회피할 수 있다. 그러나 무상증자를 통하여 증가된 자본금은 장기적으로 배당압력을 더욱 가중시키게 됨에 유의하여야 한다.

재평가대상 자산의 규모를 나타낸 재평가대상자산 비중은 실험기업이 통제기업보다 크며 3% 수준에서 통계적으로도 유의적인 차이가 있다. 재평가대상자산의 비중이 크면 재평가로 인하여 얻게 되는 효익은 상대적으로 크기 때문에 재평가대상 자산이 큰 기업일수록 자산재평가의 동기가 클 것이다.<sup>22)</sup>

실험기업과 통제기업간에 재평가대상 자산의 규모가 차이가 나는 것은 본 연구에서 사용된 표본기업들의 산업별분포에 기인할 수도 있다. 왜냐하면 <표 2>에서와 같이 실험기업은 총자산에서 유형고정자산의 비중이 높은 비금속광물분야에 비교적 많이 분포되어 있고, 통제기업은 유형고정자산의 비중이 상대적으로 낮은 건설업에 많이 분포되어 있기 때문이다. 변수간의 상관관계를 나타낸 <표 3>의 제 2부를 살펴보면, [모형1]의 Logit분석에서 사용될 종속변수 PROB(실험기업은 1, 통제기업은 0)와 자산재평가 동기변수간의 상관계수는 모두 유의하고 부호도 기대치와 일치함을 볼 수 있다. 자기자본비율은 회사채비중이나 배당가능자원비중과 높은 상관관계를 보이고 있다. 이는 자기자본비율이 높을수록 사채에 대한 의존도가 낮고, 자본금을 제외한 자본잉여금과 이익잉여금이 많다는 것을 나타내는 당연한 결과이다. 이에 따라 회사채비중과 배당가능자원비중의 상관계수도 매우 높게 나타나고 있다.

본 연구의 주가반응에서는 12월 법인을 대상으로 가설을 검증하였는데, 여기에서 사용된 51개 기업에 대한 <표 3>의 결과는 <별첨 2>에 나타내었다. <별첨 2>의 결과는 <표 3>과 유사하나 실험기업과 통제기업간에 배당가능자원의 차이가 통계적으로 유의하게 나타나지 않고 있다.

자산재평가 실시에 대한 중요한 동기 중의 하나가 기업의 재무구조를 향상시키는 것이지만 기업들은 향상된 재무구조를 바탕으로 추가적인 외부자금조달을 꾀할수 있다. <표 4>에서는

22) 본 연구에서 표본기업의 자산재평가차액중 토지의 비중이 85%로 매우 높다. 토지를 제외한 재평가대상 자산의 비율도 t-검증을 실시하여 보았는데, 이도 역시 실험기업이 통제기업 보다 크며 그 차이가 1%수준에서 통계적으로 유의하게 나타났다.

자산재평가 2차년도와 3차년도에 실험기업과 통제기업간에 순외부자금조달비중((차입금조달 - 차입금상환) / 총부채)을 비교하여 보았다.

<표 4> 실험기업과 통제기업간의 순외부자금조달의 비교

	재평가 2차년도			재평가 3차년도		
	실험기업	통제기업	t-값	실험기업	통제기업	t-값
<1991년 재평가실시기업>						
순외부자금 조달비중	0.28	0.15	1.72*	0.31	0.17	0.96
○ 장기차입금	0.07	0.02	1.46	-0.00	0.02	-0.91
○ 사채	0.10	0.05	2.24**	0.14	0.10	0.84
○ 단기차입금	0.11	0.08	0.74	0.74	0.05	1.06
<1992년 재평가실시기업>						
순외부자금 조달비중	0.09	0.12	-0.54		자료없음	
○ 장기차입금	0.05	0.02	0.87			
○ 사 채	0.08	0.07	0.32			
○ 단기차입금	-0.04	0.03	-1.86*			
주 1) t-값은 실험기업과 통제기업간의 외부자금조달의 차이의 t-검증 통계치 2) #는 1% 수준, **는 5% 수준, 그리고 *는 10% 수준(양측검증)에서 유의함을 나타냄.						

자산재평가 1차연도를 제외하고 2차년도와 3차연도를 비교한 이유는 자산재평가차액이 확정되는 시기가 회계연도 시작일로부터 약 6개월에서 10개월 후이기 때문에 재평가 1차년도에는 자산재평가로 인하여 향상된 재무구조를 바탕으로 하여 자금조달을 하기에는 시간상 너무 촉박하다고 판단되기 때문이다. <표 4>에서 각 비율의 계산은 실험기업은 자산재평가 직전 회계연도의 총부채를 기준으로 자금조달의 비율은 계산하였고, 이와 비교되는 통제기업은 실험기업과 동일한 회계연도의 총부채를 기준으로 계산하였다. 예를 들면 1991년 회계연도초가 자산재평가일인 실험기업의 1992년도 장기차입금비율은 1992년도에 순증가한 장기차입금을 1990년도말의 총부채로 나눈 것이고, 이와 비교되는 통제기업의 1992년도 장기차입금비율은 실험기업과 동일하게 1992년도에 순증가한 장기차입금을 1990년도말의 총부채로 나눈 것이다.

〈표 4〉에서 1991년초가 재평가일인 기업들을 보면 재평가 2차년도에 실험기업의 외부자금 조달이 통제기업에 비하여 월등히 높음을 알 수 있다. 이러한 실험기업의 순외부자금조달은 장기차입금, 사채, 단기차입금분야 모두에 걸쳐서 통제기업보다 높은 수준을 나타내고 있다. 재평가 3차년도에는 실험기업의 사채와 단기차입금 조달비중은 통제기업에 비하여 높으나 장기차입금의 조달비중은 더 낮게 나타나고 있다. 재평가 3차년도의 외부자금조달비중은 어느 것도 유의적인 차이를 보이고 있지는 않다. 1992년초가 재평가일인 실험기업들은 장기차입금과 사채의 조달비중이 통제기업보다 높으나 단기차입금의 조달비중은 오히려 통제기업이 높게 나타나고 있다.

#### 4.2.2. 회귀모형의 추정결과

다변량분석을 위하여 [모형 1]을 Logit모형 분석으로 추정한 결과가 〈표 5〉에 나타나 있다.

〈표 5〉 자산재평가 동기변수들에 대한 Logit모형의 검증

자산재평가 동기변수	기대 부호	추 정 식		
		[추 정 1]	[추 정 2]	[추 정 3]
DEPR(감가상각비/매출)	-	-118.83(-191)**	120.26(-1.93)**	-101.83(-1.86)**
EQTY(자기자본비율)	-	-3.43(-2.10)**	-3.87(-3.13)#	-3.95(-3.26)#
BOND(회사채/자본)	+	0.50( 1.41)*	0.53( 1.49)*	
DIVD(배당가능자원)	-	-0.16(-0.39)		
ASST(자산재평가대상자산)	+	3.36( 2.79)*	3.36( 2.80)#	3.97( 3.48)#
Chi-Square 값		21.58#	21.43#	19.00#

주) 1. 위의 수치는 다음 모형을 Logit모형으로 추정한 결과임.  
 $PROB = a_0 + a_1 \cdot DEPR + a_2 \cdot EQTY + a_3 \cdot BOND + a_4 \cdot DIVD + a_5 \cdot ASST + e$   
 2. 변수는 본 연구의 3.3에서 정의되어 있음.  
 3. ( )의 수치는 t-통계값을 나타내고, #는 1% 수준, \*\*는 5% 수준, 그리고 \*는 10% 수준에서 유의적임을 나타냄.

다변량분석 결과는 단순변량분석의 결과와 일치하고 있다. 모든 변수를 사용한 [추정1]에서 모든 계수의 부호가 기대방향과 일치하고 있다. 즉 감가상각비의 부담이 낮을수록, 자기자본비율이 낮은 기업일수록, 회사채비중이 높을수록, 배당가능자원이 적을수록, 그리고 재평가 대상자산의 비중이 큰 기업일수록 자산재평가를 실시하고 있다. [추정 1]에서 배당가능자원의 계수를 제외하고는 모든 계수들이 적어도 10%수준에서 통계적으로 유의하게 나타났다.

[추정 2]는 [추정 1]에서 통계적 유의성을 보이지 않는 배당가능자원을 제외한 결과이다. 배당가능자원을 제외한 모형의 Chi-Square값은 거의 변화가 없기 때문에 배당가능자원의 추가적 설명력은 매우 근소하다는 것을 알 수 있다. [추정 2]에서도 모든 변수의 계수는 적어도 10% 수준에서 통계적으로 유의하다.

[모형 1]의 자기자본비율과 회사채비중은 모두 기업의 재무구조를 나타내는 변수이다. [추정 3]에서는 회사채비중과 배당가능자원을 제외하고 Logit모형을 추정하였다. 모형의 모든 계수는 적어도 5% 수준에서 통계적으로 유의하다.

<표 5>의 결과를 요약하면 모든 추정모형은 유의한 Chi-Square값을 가지고 있으며, 배당가능자원을 제외한 모든 동기변수들이 통계적으로 유의하게 나타나고 있어 자산재평가의 동기를 상당히 설명하고 있다. 따라서 자산재평가의 동기에 관한 가설중 <가설 4>를 제외하고는 모든 가설이 지지된다. 본 연구의 주가반응에서 사용된 51개 기업에 대한 <표 5>의 결과는 <별첨 3>에 나타내었다. <별첨 3>의 결과도 <표 5>와 거의 일치하고 있다.

자산재평가의 동기변수에 관한 단순변량분석과 다변량분석의 연구결과를 요약하면 감가상각비의 부담이 작을수록, 자기자본비율이 작을수록, 회사채의 비중이 높을수록, 그리고 자산재평가 대상자산의 비중이 클수록 자산재평가의 동기가 높게 나타났다. 이러한 결과는 종전의 다른 연구들에서 단편적으로 각각 1개 또는 2개씩 제시하던 동기변수를 종합적으로 분석하고, 그 연구결과를 체계적으로 제시하고 있다는데 의의가 있다.

### 4.3. 資産再評價實施 情報의 株價反應

#### 4.3.1. 公示時點의 株價反應

주가반응 분석에서 사용된 표본기업의 수는 <표 1>의 ( )에서와 같이 실험기업 58개중 회계년도말이 12월이 아닌 기업 6개와 재평가정보의 이사회 공시일을 알 수 없는 기업 1개를 제외한 51개이다.

<표 6>은 자산재평가 이사회결의 공시일 전후의 -4주부터 +4주까지 각 주의 초과수익율(SAR)의 평균을 나타낸 것이다. 초과수익율의 평균은 이사회결의 공시일이 속하는 주인 0주에서 0.60으로 가장 크고, 이 값은 유의수준 1%에서 유의하다. 0주를 제외한 -4주부터 +4주 사이의 초과수익율은 어느 것도 통계적인 유의성이 없다.<sup>23)</sup>

따라서 자산재평가 실시에 관한 이사회결의는 결의가 공시된 주에서 陽의 주가반응을 나타냈으므로 <가설 6>은 지지된다.

<표 6> 이사회결의 공시일 전후의 주별 초과수익율(SAR)

주	-4	-3	-2	-1	0	1	2	3	4
초과수익율평균	0.26	-0.01	0.19	0.06	0.60	0.03	0.05	-0.06	-0.05
초과수익율 Z값	1.44	-0.03	1.10	0.46	2.89 <sup>#</sup>	0.19	0.23	-0.29	-0.32

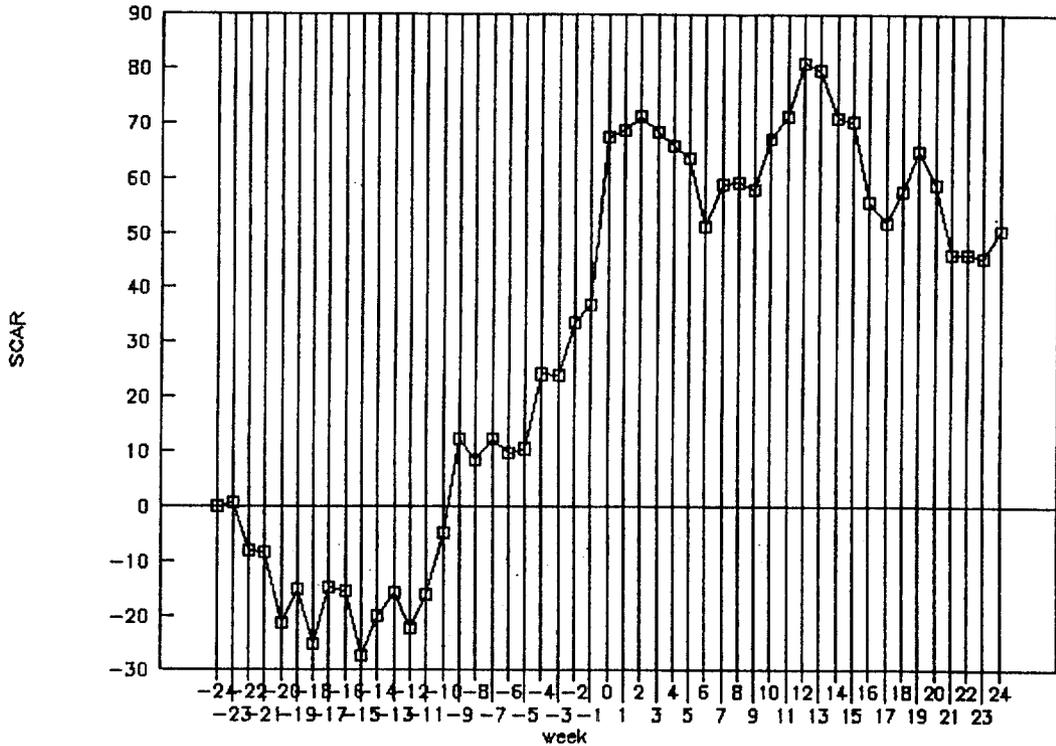
주) #는 1% 수준(양측검증)에서 유의적임을 나타냄

<그림 2>는 자산재평가에 대한 이사회결의 공시일을 중심으로 -24주부터 +24주까지 실험기업들의 누적초과수익율(SCAR)을 그림으로 나타낸 것이다. <그림 2>에서 보듯이 실험기업들의 SCAR은 공시전 24주부터 공시전 16주까지는 약간 하락하지만, 공시 12주전부터 공시주까지는上昇추세를 보이고 있다. 이러한 주가의 움직임은 특히 0주에서 급등세를 나타내고 있어서 자산재평가의 결정은 주식가격에 큰 영향을 주고 있음을 알 수 있다. 한편 공시후에는

23) 0주를 제외하고 -12주부터 +12주까지 5% 유의수준에서 통계적으로 유의한 초과수익율은 없다.

초과수익율이 무작위의 변화행태를 보이고, 이로 인해 SCAR의 상승추세도 멈추고 있다.<sup>24)</sup>

〈그림 2〉 이사회결의 공시일 전후의 누적적초과수익율의 행태



24) 〈그림 2〉에서 나타난 실험기업의 SCAR행태의 해석에는 주의가 필요하다. 왜냐하면 자산재평가결의 공시일이 거의 대부분 12월 중순이나 12월말이므로 SCAR의 행태에는 1월 효과(January effects)나 년말의 주식시장에서 존재할 수 있는 특이한 주가변동의 영향이 포함될 수 있기 때문이다. 그러나 이러한 년도말의 주가 영향을 정확히 제거하기란 매우 어려울 것이다.

추가적 분석으로 본 연구에서는 각 실험기업마다 동종산업에 속하고 자산규모가 유사한 기업을 추가반응에 대한 통제기업으로 선정하고, 이렇게 선정된 통제기업들이 자산재평가결의 공시일 전후에 어떠한 주가행태를 나타내는가를 실험기업과 동일하게 SCAR을 계산하여 그 행태를 분석하여 보았다. 분석결과에 의하면 실험기업과 통제기업간의 SCAR의 차이는 자산재평가결의 공시일이 속하는 0주에서 가장 큰 차이를 보였다. 그리고 실험기업과 통제기업간의 SCAR행태의 차이는 년도말에 실험기업의 주가가 가격이 통제기업보다 먼저 상승하는 행태를 보였다.

그런데 <그림 2>에서 나타난 SCAR의 행태에 대한 해석은 주의가 필요하다. 왜냐하면 앞서 언급한 바와 같이 자산재평가의 실시는 투자자들이 사전에 이미 예측가능하므로 자산재평가 정보에 대한 추가반응은 이사회 결의일에 한꺼번에 반영되기 보다는 오래 前부터 이미 주가가격에 반영되어 왔을 가능성이 크기 때문이다.

그러면 이사회결의일 前 -12주부터 0주까지의 주가가격 행태는 어떻게 해석하여야 할 것인가? 이는 자산재평가 실시 여부에 대한 투자자들의 확인에 기인한다고 보아야 할 것이다. 즉 자산재평가의 실시여부는 기업의 임의적인 결정사항이므로 경영자는 자산재평가를 실시할 수도 있고, 자산재평가의 실시를 연기할 수도 있으며, 자산재평가를 실시하지 않을 수도 있다. 따라서 자산재평가 결의시점에서의 추가반응은 기업이 자산재평가를 실제 실시하는 결정에 대한 투자자들의 반응으로 보아야 할 것이다<sup>25)</sup>

#### 4.3.2. 資産再評價 動機와 株價反應

자산재평가 동기의 크기와 추가반응과의 상호관계는 [모형 2]의 회귀식으로 분석하였다. 회귀식의 종속변수로는 자산재평가에 대한 이사회결의일이 포함된 주의 초과수익을 (SCAR(0, 0))과, 이사회결의 -3주부터 이사회결의주까지의 누적초과수익을(SCAR(-3,0)), -12주부터 이사회결의주까지의 누적초과수익을 (SCAR(-12,0)), -36주부터 이사회결의주까지의 누적초과수익을(SCAR(-36,0))을 사용하였다<sup>26)</sup>. 자산재평가 동기의 크기 변수(PROB)는 [모형 1]의 분석결과를 나타낸 <표 5>의 (추정 2)의 종속변수이다. <표 5>의 [추정 2]를 사용한 이유는 [추정 1]에서 배당가능자원의 계수가 통계적 유의성을 나타내지 않아서, 이 계수를 포함시킬 경우 자산재평가 동기변수가 정확하게 추정되지 않을 가능성이 있기 때문이다<sup>27)</sup>. Logit 모형의 종속변수는 어떤 사건의 실시여부에 대한 확률을 나타낸다. 따라서 <표 5>에서 산출되는 [추정 2]의 종속변수는 0에서 1 사이의 값을 가지는데 1에 가까울수록 자산재평가의 실시

25) 자산재평가를 실시할 수 있는데도 자산재평가를 실시하지 않은 기업(통제기업)에 대한 추가행태의 분석은 통제기업에 대한 사건일을 설정할 수가 없고, 실험기업과 통제기업의 1대 1 대응 분석은 통제기업의 수가 많지 않아서 분석에 어려움이 있다.

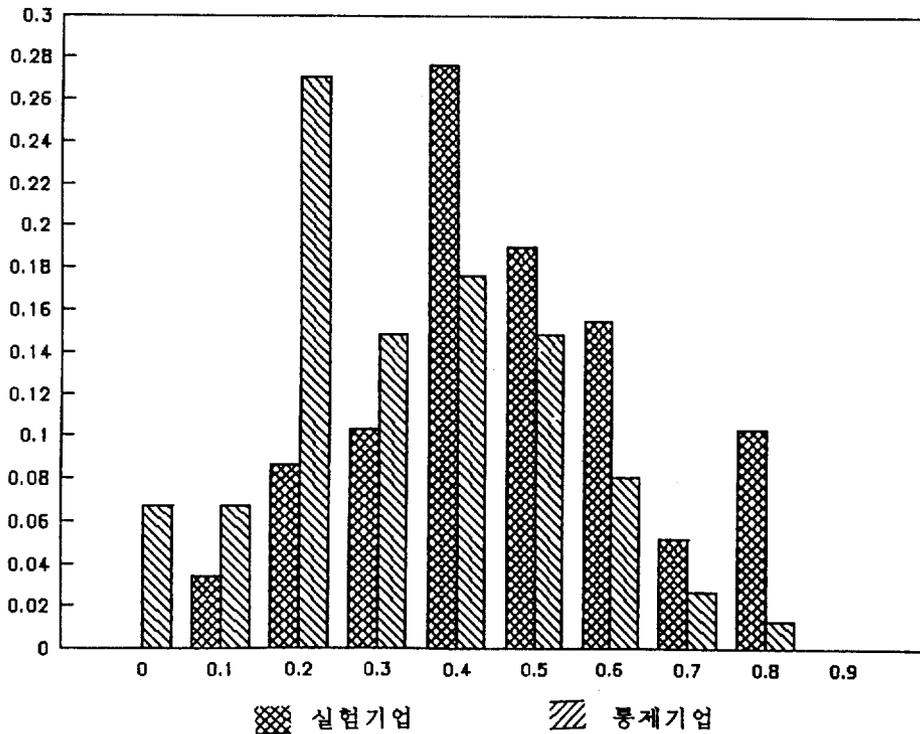
26) 이는 SCAR의 유의성 검증결과와 <그림 2>에서의 SCAR의 행태를 참고로 결정하였다.

27) 그러나 [추정 1]을 사용하여 자산재평가 동기변수를 정의하여도 연구결과에는 아무런 영향을 미치지 않는다. [추정 1]을 사용한 <표 7>의 결과는 <별첨 4>에 표시하였다.

가능성이 높게 평가되고, 이는 바로 자산재평가의 동기의 크기를 나타내게 된다. <표 5>의 결과를 참고로 [모형 1]의 종속변수를 해석하면, 감가상각비의 부담이 낮을수록, 재무구조가 부실할수록, 사채비중이 클수록, 재평가대상 자산의 비중이 클수록 자산재평가의 동기가 커지므로 [모형 1]의 종속변수는 1에 가까운 값을 가지게 된다.

[모형1]의 종속변수인 자산재평가 동기의 크기 변수에 대한 실험기업과 통제기업간의 분포는 <그림 3>과 같다. <그림 3>의 횡축은 Logit 모형의 종속변수 값을 0.1씩 증가시킨 것이고, 종축은 0.1 단위로 증가시킨 종속변수의 값에 대한 실험기업과 통제기업 수의 %이다. <그림 3>은 실험기업이 통제기업 보다 자산재평가 동기의 크기를 나타내는 종속변수의 값이 큼을 나타내고 있다. 실험기업과 통제기업의 종속변수의 값의 평균(표준편차)은 각각 0.52(0.18), 0.38(0.18)이고 평균값의 차이에 대한 t-통계값은 -4.72로서 유의수준 1% 수준에서 통계적으로 유의하게 나타났다.

<그림 3> 자산재평가 동기의 크기 변수 값에 대한 실험기업과 통제기업의 분포



자산재평가 동기와 주가반응의 상호관계를 분석한 <표 7>에서 종속변수로 SCAR(0,0)를 사용한 결과를 보면, 자산재평가 동기의 회귀계수는 적어도 5% 수준에서 통계적으로 유의한 값을 나타내고 있고, SCAR(-3,0), SCAR(-12,0)의 경우에도 유사한 결과를 나타내고 있다. 이는 자산재평가 동기가 큰 기업일수록 자산재평가 실시 정보에 대한 주가반응이 낮음을 가르킨다.

<표 7> 자산재평가 동기의 크기에 대한 주가반응

독립 변수	기대부호	종속 변수			
		SCAR(0,0)	SCAR(-3,0)	SCAR(-12,0)	SCAR(-36,0)
PROB (자산재평가동기크기)	.	-2.49 (-2.14)**	-4.23 (-2.12)**	-8.08 (-1.73)*	-3.29 (-0.58)
EARN (비기대이익)	+	0.47 (0.31)	-1.60 (-0.61)	2.51 (0.41)	17.74 (2.36)**
Adjusted R <sup>2</sup>		0.10	0.11	0.17	0.12

주) 1. 위의 수치는 다음 회귀분석 모형의 결과임.

$$SCAR = b_0 + b_1 \cdot PROB + b_2 \cdot EARN + b_3 \cdot D92 + b_4 \cdot D93 + e$$

2. 변수의 정의는 다음과 같음.

SCAR(-t<sub>1</sub>, t<sub>2</sub>) = 사건일 기준으로 t<sub>1</sub>日 前부터 t<sub>2</sub>日 까지의 누적초과수익율

$$PROB = 1 / (1 + e^{-(-120.26DEPR - 3.86EQTY + 0.52BOND + 3.36ASST)})$$

(PROB는 <표 5>의 Logit 모형 [추정 2]의 종속변수의 값임)

EARN = (금년의 순이익 - 작년의 순이익) / 기초의 기업 시장가치

D92 = 재평가년도가 1992년이면 1, 아니면 0

D93 = 재평가년도가 1993년이면 1, 아니면 0

3. SCAR(0,0), SCAR(-3,0), SCAR(-12,0), SCAR(-36,0)의 평균(표준편차)은 각각 -0.12(7.39), 1.63(6.25), 0.85(2.59), 0.60(1.49)이다.

4. PROB와 EARN의 평균(표준편차)은 각각 0.52(0.18), -0.00(0.13)이고 두 변수의 상관계수(유의수준)는 -0.02(0.907)이다.

5. ( )의 수치는 t-통계값을 나타내고, #는 1% 수준, \*\*는 5% 수준, 그리고 \*는 10% 수준에서 유의적임을 나타냄.

이러한 결과는 <그림 2>의 해석과 연결된다. <그림 2>에서의 주가반응이 자산재평가 실시 여부에 대한 투자자의 확인에 기인한다면, 자산재평가의 동기가 작았던 기업일수록 자산재평가 公示時 이 정보에 대한 놀람효과가 커서 주가반응이 더욱 클 것으로 예측할 수 있다. 왜냐하면 자산재평가 동기가 큰 기업은 자산재평가의 실시에 대한 투자자들의 기대가 이미 상당히 주가에 반영되어 있지만, 동기가 작은 기업은 투자자들의 기대가 주가에 반영되는 수준이 낮을 것이기 때문이다. 본 연구의 결과는 이를 지지하고 있으며, 또한 ‘자산재평가 실시에 관한 주가반응은 자산재평가 동기의 크기에 따라 다를 것이다’ 라고 예측한 <가설 7>이 지지된다. 한편 SCAR(-36,0)를 종속변수로 사용한 회귀분석에서는 자산재평가의 동기변수가 陰의 상관계수를 가지고 있으나 통계적으로 유의성이 없다. 이는 초과수익율의 누적기간이 긴 경우에는 자산재평가 실시여부에 대한 주가반응이 명확히 나타나기 어려운 때문이라고 해석된다.

통제변수인 비기대이익(EARN)은 종속변수로 SCAR(-36,0)를 사용한 회귀식에서만 통계적으로 유의한 회귀계수를 가지고 있고 나머지 종속변수에서는 유의한 값을 가지지 않고 있다. 이는 회계이익은 기업의 연간 성과측정치이므로 비교적 초과수익율의 누적기간이 긴 경우에는 반영되나 초과수익율의 누적기간이 짧은 경우에는 반영정도가 미약할 것이기 때문이다<sup>28)</sup>.

자산재평가의 주가반응 분석을 요약하면, 자산재평가 실시에 관한 정보가 공시되기 12주전부터 주식가격은 상승하고 있으며, 공시주에는 상당한 주가반응이 있음을 밝히고 있다. 또한 본 연구는 종전 연구와는 다르게 자산재평가 동기의 크기, 즉 자산재평가 실시가능성이 주가의 움직임과 상당한 관련이 있다는 새로운 사실을 검증하였다.

28) 본 연구의 사건일은 이사회결의일인데 대부분 12월에 분포되어있다. 따라서 대부분 익년 2월에서 3월에 걸쳐 공시되는 회계이익은 12월중의 짧은 기간동안의 초과수익율에는 반영되기 어려울 것이다.

## 5. 要約 및 結論

우리나라 자산재평가제도의 목적은 인플레이션의 영향을 재무제표에 반영시켜 적절한 감가상각비를 계상하고 이를 통하여 기업의 실질자본을 유지하는데 있다. 그러나 자산재평가제도가 법제도화된 지 30여년이 지나 사회·경제적 환경이 대폭 변한 현시점에서 기업이 자산재평가를 하는 실제적인 동기를 살펴봄으로써 과연 법 취지가 구현되고 있는가를 평가해야 할 필요성이 제기되고 있다.

본 연구에서는 우리나라 상장기업들의 재평가실태를 재평가실시기업과 비실시기업의 재무적 특성을 이용하여 자산재평가동기를 살펴봄으로써 실제적인 재평가 의도를 파악하고 자산재평가정보의 주가반응을 분석하였다. 본 연구의 실증분석결과에 의하면 감가상각비의 부담이 낮을수록, 자기자본비율이 낮은 기업일수록, 회사채비중이 높을수록, 배당가능자원이 적을수록, 그리고 재평가대상자산의 비중이 큰 기업일수록 자산재평가를 실시하려는 동기가 큰 것으로 나타났다. 자산재평가에 대한 주가반응의 분석에서는 이사회결의 공시일을 기준으로 하여 약 12주 전부터 유의한 陽의 주가가 관측되어 ‘자산재평가를 실시하면 주가가격이 상승한다’는 일반적인 견해를 증명하였다. 또한 자산재평가 실시 정보에 대한 주가반응은 자산재평가의 동기가 낮았던 기업일수록 크게 나타났다.

자산재평가제도는 1958년 도입된 이래 기업의 재무구조를 개선하고 자금조달을 용이하게 하였으며, 사내유보의 확대로 기업설비의 개선, 기간산업육성과 기업공개를 촉진시켰다는 등의 국민경제적 차원에서 많은 공헌을 하였다고 평가된다. 그러나 이 제도는 감가상각비의 증가로 인한 제품의 원가상승을 초래하고, 재평가의 실시가 경영자의 자의적인 결정에 맡겨져 조작적 회계처리의 수단으로 이용되어 회계자료의 비교가능성과 신뢰성을 저해시켰으며, 일시적으로 사외유출은 줄었으나 재평가적립금의 자본전입으로 영구적인 배당압력을 초래하였고, 무상증자에 의한 주식의 증가로 소위 ‘물타기 증자’를 유발한다는 문제점도 제기되고 있다.

그리고 거시적인 관점에서 보면 지금까지의 자산재평가는 기업들로 하여금 자산재평가적립금을 자본전입함으로써 기업규모를 증대시켰고, 이를 담보로 외부자금을 조달하여 토지와 고정자산에 투자를 하고, 이러한 설비투자자산이 또 다시 재평가되어 기업규모를 증대시켜 왔

다. 이러한 연속적인 과정은 결국 기업이 인플레이션에서 얻게 되는 富에 대한 과세를 포기하게 되어 기업 소유주에게 커다란 富를 이전시키는 결과를 가지고 왔다. 따라서 자산재평가제도의 존폐여부나 수정여부는 회계분야에서도 고려되어야겠지만 균형있는 조세정책과 부의 분배차원인 거시적인 경제정책적인 관점에서도 고려되어야 할 것으로 본다.

## 참 고 문 헌

1. 반선섭, 상장기업의 자산재평가 동기에 관한 연구, 박사학위논문, 연세대학교, 1990년 8월.
2. 신 찬수, “자산재평가제도와 특별상각제도의 문제점 및 개선방안”, 회계학회와 한국공인회계사회 공동주최 회계제도 개선을 위한 심포지움 (1991년, 10월)
3. 정영기, “우리나라의 자산재평가제도와 상장기업의 자산재평가실태에 관한 실증적연구,” 세무학연구 (1993년 6월), pp. 241-268.
4. 조 현연, “자산재평가정보의 유용성에 관한 연구”, 경영학연구(1987년 9월), pp. 141-162.
5. 허성관과 정신작, “자산재평가 공시의 정보효과와 그 요인”, 회계학연구 (1990년 10월), pp. 19-33.
6. Atiase, R. K., “Predisclosure Information, Firm Capitalization, and Security Price Behavior around Earnings Announcement,” *Journal of Accounting Research* (Spring 1985), pp. 21-36
7. Emanuel, D. M., “Asset Revaluation and Share Price Revisions”, *Journal of Business Finance & Accounting*(Spring 1989), pp. 213-227.
8. Sharpe, I., and Walker, R., “Asset Revaluation and Stock Market Prices,” *Journal of Accounting Research* (Autumn 1975), pp. 293-310.
9. Standish, P. and Ung, S., “Corporate Signalling, Asset Revaluations and Stock Prices of British Companies”, *The Accounting Review* (October 1982), pp. 701-715.

<별첨 1>

실험기업과 통제기업

실험 기업						통제 기업					
기업명	설립	상장	평가	결의	신고	기업명	설립	상장	기업명	설립	상장
경호화학	57	77	9101	910103	910530	건경남기	77	89	일양약품	57	74
려호전기기	74	85	9301	930104	930402	향건실	51	73	양약	60	77
금호전기기	59	70	9301	921217	930430	남기	19	56	약업	60	77
금호전기기	35	73	9201	911214	920529	향건실	57	77	양약	79	89
금호전기기	67	78	9201	911219	920601	향건실	76	89	양약	69	74
금호전기기	47	75	9301	921231	930331	향건실	80	89	양약	60	78
금호전기기	63	66	9201	921226	930603	향건실	54	76	양약	54	76
금호전기기	46	77	9101	911227	920430	향건실	57	76	양약	75	86
금호전기기	73	87	9101	901224	910403	향건실	77	88	양약	74	87
금호전기기	66	75	9301	901226	910502	향건실	39	76	양약	41	68
금호전기기	69	78	9301	921229	930402	향건실	70	75	양약	66	78
금호전기기	75	86	9304	921214	930331	향건실	79	89	양약	57	77
금호전기기	72	75	9301	930224	930629	향건실	72	84	양약	78	86
금호전기기	45	73	9304	921230	933031	향건실	67	87	양약	70	89
금호전기기	68	74	9301	921224	930331	향건실	52	70	양약	76	77
금호전기기	33	73	9301	901123	910501	향건실	52	62	양약	65	75
금호전기기	59	84	9101	911228	920331	향건실	30	56	양약	53	68
금호전기기	57	76	9201	911204	920401	향건실	71	77	양약	78	88
금호전기기	73	77	9201	911230	920430	향건실	58	89	양약	75	88
금호전기기	55	75	9201	901227	910402	향건실	77	89	양약	53	68
금호전기기	56	72	9101	901229	910401	향건실	45	76	양약	41	72
금호전기기	69	81	9101	911230	920413	향건실	74	88	양약		
금호전기기	36	73	9201	921221	930422	향건실	67	73	양약		
금호전기기	70	79	9301	901229	910403	향건실	53	77	양약		
금호전기기	57	68	9101	901229	910402	향건실	74	84	양약		
금호전기기	77	87	9101	901219	910401	향건실	70	74	양약		
금호전기기	69	76	9301	910603	920413	향건실	75	83	양약		
금호전기기	61	76	9201	921222	930401	향건실	58	88	양약		
금호전기기	65	77	9301	911220	920430	향건실	72	88	양약		
금호전기기	62	76	9201	-	930625	향건실	80	89	양약		
금호전기기	68	76	9301	930928	-	향건실	73	84	양약		
금호전기기	59	75	9310	930330	930630	향건실	57	78	양약		
금호전기기	71	74	9304	910613	910924	향건실	47	85	양약		
금호전기기	73	84	9107	911230	920330	향건실	56	77	양약		
금호전기기	73	84	9201	920103	-	향건실	73	87	양약		
금호전기기	57	74	9201	921211	930503	향건실	56	77	양약		
금호전기기	56	84	9301	921224	930330	향건실	59	76	양약		
금호전기기	62	84	9301	901218	910531	향건실	77	91	양약		
금호전기기	65	77	9101	901226	910502	향건실	31	76	양약		
금호전기기	70	81	9101	921228	930401	향건실	65	78	양약		
금호전기기	54	75	9301	901217	910402	향건실	78	89	양약		
금호전기기	72	77	9101	901227	910520	향건실	53	76	양약		
금호전기기	67	76	9101	920103	920406	향건실	66	90	양약		
금호전기기	66	73	9201	911227	920418	향건실	57	76	양약		
금호전기기	54	76	9201	901227	910501	향건실	55	85	양약		
금호전기기	47	74	9101	911227	920523	향건실	68	76	양약		
금호전기기	55	74	9201	921230	920517	향건실	68	78	양약		
금호전기기	53	75	9301	921217	930402	향건실	69	88	양약		
금호전기기	67	76	9301	910628	911128	향건실	67	91	양약		
금호전기기	57	69	9101	930629	930928	향건실	54	75	양약		
금호전기기	69	79	9307	910930	920128	향건실	68	84	양약		
금호전기기	53	73	9110	921229	930501	향건실	62	73	양약		
금호전기기	73	88	9301	911230	920331	향건실	59	76	양약		
금호전기기	61	69	9201	921207	930501	향건실	69	86	양약		
금호전기기	50	84	9031	911223	920330	향건실	58	76	양약		
금호전기기	70	75	9101	901228	910401	향건실	41	75	양약		
금호전기기	67	74	9301	921019	930426	향건실	78	89	양약		
금호전기기	74	77	9101	901229	910229	향건실	71	86	양약		

<별첨 2> 실험기업(51개 기업)과 통제기업(63개 기업)간의 자산재평가 동기변수 비교

제 1부 : 기술통계						
자산재평가 동기변수	실험기업		통제기업		평균의 비교	
	평균	표준편차	평균	표준편차	t-통계값	M-W 검증
DEPR(감가상각비/매출액)	0.003	0.003	0.006	0.02	-1.68*	-0.22
EQTY(자기자본비율)	0.25	0.11	0.29	0.12	-21.4**	-2.12**
BOND(회사채/자기자본)	0.73	0.76	0.45	0.35	2.48**	1.76*
DIVD(배당가능자원)	0.55	0.48	0.64	0.48	-0.87	-0.96
ASST(자산재평가대상자산)	0.33	0.15	0.26	0.17	0.23**	2.23**
제 2부 : 상관관계						
자산재평가 동기변수	종속변수(PROB)	DEPR	EQTY	BOND	DIDV	
DEPR(감가상각비/매출액)	-0.15*	-				
EQTY(자기자본비율)	-0.20*	0.17				
BOND(회사채/자기자본)	0.24*	-0.07	-0.55#			
DIVD(배당가능자원)	-0.08**	-0.04	0.40#	-0.50#		
ASST(자산재평가대상자산)	0.21**	0.15	0.05	-0.03	-0.01	
주 1) 변수의 정의는 본 연구의 3.3을 참조. 2) 각 변수의 평균값을 중심으로 3표준편차를 초과하는 변수는 평균값 $\pm 3$ 표준편차로 조정함. 3) #는 1% 수준, **는 5% 수준, 그리고 *는 10% 수준(양측검증)에서 유의함을 나타냄. 4) 통제기업중 회계년도가 12월에 종료되는 기업의 수는 63개이다.						

<별첨 3> 자산재평가 동기변수들에 대한 Logit모형 검증(51개 실험기업)

자산재평가 동기변수	기대 부호	추 정 식		
		[추 정 1]	[추 정 2]	[추 정 3]
DEPR(감가상각비/매출)	-	-123.03(-1.91)**	-122.12(-1.91)**	-106.48(-1.86)**
EQTY(자기자본비율)	-	-4.13(-2.32)#	-3.65(-2.68)*	-3.65(-2.72)#
BOND(회사채/자본)	+	0.55( 1.48)*	0.52( 1.42)*	
DIVD(배당가능자원)	-	-0.21(-0.43)		
ASST(자산재평가대상자산)	+	3.42( 2.64)#	3.43( 2.65)#	4.05( 3.29)#
Chi-Square 값		18.20#	21.43*	19.00#

주) 1. 위의 수치는 다음 모형을 Logit모형으로 추정한 결과임.  
 $PROB = a_0 + a_0 \cdot DEPR + a_2 \cdot EQTY + a_3 \cdot BOND + a_4 \cdot DIVD + a_5 \cdot ASST + e$   
 2. 변수는 본 연구의 3.3에서 정의되어 있음.  
 3. ( )의 수치는 t-통계값을 나타내고, #는 1% 수준, \*\*는 5% 수준, 그리고 \*는 10% 수준에서 유의적임을 나타냄.

<별첨 4> 자산재평가 동기의 크기에 대한 주가반응

독립 변수	기대부호	종 속 변 수			
		SCAR(0,0)	SCAR(-3.0)	SCAR(-12.0)	SCAR(-36.0)
PROB (자산재평가동기크기)	.	-2.52 (-2.19)**	-4.25 (-2.14)**	-8.22 (-1.77)	-3.74 (-0.68)
EARN (비기대이익)	+	0.53 (0.35)	-1.50 (-0.57)	2.69 (0.44)	17.81 (2.38)**
Adjusted R <sup>2</sup>		0.10	0.12	0.17	0.12

주) 1. 위의 수치는 다음 회귀분석 모형의 결과임.  
 $SCAR = b_0 + b_1 \cdot PROB + b_2 \cdot EARN + b_3 \cdot D92 + b_4 \cdot D93 + e$   
 2. 변수의 정의는 다음과 같음.  
 $SCAR(-t_1, t_2) = \text{사건일 기준으로 } t_1 \text{일 前부터 } t_2 \text{일 까지의 누적초과수익율}$   
 $PROB = 1 / (1 + e^{-(-118.828 DEPR - 3.432 EQTY + 0.504 BOND - 0.163 DIVD + 3.357 ASST)})$   
 (PROB는 <표 5>의 Logit 모형 [추정 2]의 종속변수의 값임)  
 $EARN = (\text{금년의 순이익} - \text{작년의 순이익}) / \text{기초의 기업 시장가치}$   
 $D92 = \text{재평가년도가 1992년이면 1, 아니면 0}$   
 $D93 = \text{재평가년도가 1993년이면 1, 아니면 0}$   
 3. 독립변수 PROB와 EARN의 상관계수(유의수준)는 0.002(0.986)이다. SCAR과 PROB, EARN의 평균(표준편차)는 <표 1>의 주3과 같다.  
 4. ( )의 수치는 t-통계값을 나타내고, #는 1% 수준, \*\*는 5% 수준, 그리고 \*는 10% 수준에서 유의적임을 나타냄.

## Asset Revaluation - Motives and Stock Price Reaction

Inman Song\* · Kwan Choi\*\*

### ABSTRACT

More than 30 years have passed since the asset revaluation law was established. It must be meaningful to assess whether firms' motives of asset revaluation are in accordance with the purpose of the law.

This paper investigates firms' motives of asset revaluation and stock price reaction to the revaluation announcement. The results show that the motives increase if firms have lower depreciation charges, higher debt to equity ratios, higher bond ratios, lower distributable surplus, and higher fixed asset ratios. Stock prices move upward in the weeks prior to and including the week of revaluation announcement. It is also found that firms with lower motives of asset revaluation show higher stock price reaction at the announcement.

---

\* Professor, Sung Kyun Kwan University, Department of Accounting

\*\* Associate Professor, Sung Kyun Kwan University, Department of Accounting

