

資産再評價情報의 有用性에 관한 研究

A Study on Usefulness of Asset Revaluation

趙 賢 衍*

《목 차》

- | | |
|-------------------------|----------------|
| I. 序 論 | 2. 標本 및 資料의 選定 |
| II. 資産再評價 실시의 배경 | 3. 檢證方法 |
| III. 資産再評價情報에 관한 實證의 研究 | 4. 檢證結果의 分析 |
| IV. 實證의 分析 | V. 結 論 |
| 1. 假說의 設定 | |

I. 序 論

현재 우리나라의 資産再評價는 기업의 임의적인 의도에 의해 불규칙적으로 영업용 고정자산에 대해서만 실시되고 있다. 즉 경영자가 자산재평가를 행할 때, 그의 재량에 따라 再評價對象 항목, 재평가실시시기 및 재평가액의 資本轉入期間¹⁾ 등이 결정되는 것이다. 여기서 자산재평가는 企業經營의 측면이 강조되기는 하지만 역사적원가회계하에서 기업의 外部情報利用者들에게도 중요한 사건임에 틀림없다. 이는 자산재평가가 (1) 투자자들에게는 歷史的原價會計에서 주어지지 않는 現行市場價値와 동일한 특성을 지닌 정보를 제공할 수 있으며, (2) 회계공시의 입장으로는 인플레이션에 의한 물가변동의 영향을 會計情報에 부분적이거나 반영할 수 있는 것이다.

한편, 투자자들은 資本市場에서 이용가능한 정보를 이용하여 포트폴리오를 구성함으로써 보다 높은 投資收益을 얻고자 한다. 여기서 投資家들은 회계가 제공하는 정보가 없는 경우에도 다른 情報源泉을 통해서 株式價格을 평가하게 될 것이다. 이 경우 歷史的原價會計하에서 재평가 정보는 투자자들의 의사결정에 중요한 요소가 될 수 있을 것이다. 이는 역사적원가회계의 資産價値情報 보다 재평가정보가 투자자들의 意思決定에 더 유용한 情報로 작용될 수 있는 것을 뜻

* 誠心女子大學 會計學科

1) 資産再評價法에서는 再評價額의 決定日(정부)로 부터 3년 이내로만 되어 있다.

한다. 따라서 본 연구는 자본시장에서 자산재평가 정보의 有意性을 실증적으로 검증하여 자산재평가가 투자자들의 未來效益에 관련된 신호인지를 파악하고자 한다.

II. 資産再評價 실시의 배경

우리나라에서는 해방후 특히 6.25 동란을 계기로 그 유래를 찾아 볼 수 없을 정도의 인플레이션이 있었다. 이 때문에 기업의 자산에 대한 장부가격은 그 자산의 진실한 가치를 표시하지 못하게 되었다. 따라서 우리나라에서는 회계정보가 물가변동의 영향을 반영하여 자산의 진실된 가치를 나타내기 위하여 資産再評價制度가 실시되어 오고 있다.²⁾

자산재평가는 在庫資産, 有價證券, 사업용 고정자산 등과 같은 부분적인 자산항목에 대해서는 時價를 반영하도록 되어 있으며, 都賣物價上昇率이 25% 이상 증가한 경우에만 재평가를 실시할 수 있도록 규정되어 있다. 이와같이 資算財評價制度의 목적은 기업의 사업용 고정자산을 현실성있게 평가하여 적정한 감가상각을 가능하게 하려는 것이다. 전술하였듯이 자산재평가는 역사적정보가 제공하지 못하는 자산의 現行價值情報를 제공하고 있다. 즉 재평가에 의해서 자산의 현행가치가 파악될 수 있으므로, 정보이용자들에게 歷史的原價情報로는 알 수 없었던 새로운 정보를 제공해 주는 중요한 구실을 한다.

그러나 현행의 「資産再評價法」에서는 기업의 경영자가 재평가를 임의적으로 행할 수 있도록 규정되어 있기 때문에 동일한 자산을 소유한 기업이라 할지라도, 재평가의 실시여부 및 재평가의 실시시기등에 따라 기업의 財務諸表에 나타나는 정보가 달라지게 된다. 그러므로 자산재평가가 재무제표에 어떠한 영향을 미치고 있는지 살펴보는 것은 중요한 일이다.

貸借對照表는 일정한 시점에서 기업의 財務狀態를 표시하는 것이며, 기업의 재무상태는 모든 資産과 負債를 평가해서 결정되므로, 자산의 일부 만을 재평가하는 현행의 자산재평가를 통해서 기업의 재무상태를 정확히 파악할 수 없다. 즉 대차대조표에는 재평가를 한 자산과 재평가를 하지 않은 자산 그리고 再評價對相資産과 그 이외의 자산이 섞여 있으며, 또한 모든 자산이 재평가되지 않으므로, 損益計算書에서는 물가상승으로 인한 명목이익이 當期純利益에 포함되게 된다. 뿐만 아니라 자산재평가가 모든 기업에 대하여 정기적으로 실시되지 않고, 기업이 임의적으로 실시하므로,³⁾ 재평가를 실시한 기업의 재무제표와 재평가를 하지 않은 기업의 재무제표를 비교하는 것은 의미없는 일일 것이다.

2) Samuel S.O. Lee, Korean Accounting Revaluation's Laws. *The Accounting Review*(July 1965), pp.622~625.

3) 1974년~1986년 까지 자산재평가를 취소·중단·연기한 기업은 39개 이다. 그 이유를 살펴보면 ① 都賣物價 上昇率 25% 미달 ② 소유주식의 價格下落 ③ 合併관계 ④ 환율 인상 조치로 再評價差額이 크게 인상한 경우 ⑤ 감정의외의 지연 ⑥ 景氣沈滯 ⑦ 配當壓力 ⑧ 減價償却費 과대제상에 따른 경쟁력 약화 등이다(韓國證券去來所, 公試科日誌 참조).

더구나 우리나라의 「資産再評價法」에서는 자산의 재평가를 위해 적용되는 평가기준에 구체적인 규정이 없다. 따라서 평가기준을 설정할 때 평가자의 편견이 개입되므로, 자산들이 서로 이질적인 기준에 의해서 평가될 수 있다. 이와 같은 이유로 해서 현재의 자산재평가제도는 物價變動에 대한 정보를 제대로 전달하지 못하고 있으며, 오히려 比較可能性을 해침으로써 재무제표의 有用性을 제한하는 逆機能을 가지고 있는 것이다.

기업이 資産再評價를 실시하는 경우 재평가대상자산에 관한 鑑定料와 再評價稅를 지불⁴⁾하여야 하는 반면에 재평가를 실시함으로써 減稅特典을 누릴 수 있으며⁵⁾, 또한 자금압박때문에 투자자들에게 현금배당을 하기 어려운 기업은 無償增資를 할 수 있는 계기를 마련할 수 있다. 또한 기업은 전기에 비해 당기순이익이 많이 계상될 가능성이 있을 때와 차기 이후에 이익이 많이 발생할 수 있는 가능성이 보일 때, 손익계산서상의 이익을 줄일 의도로 자산의 재평가를 실시할 수도 있다.

이와같이 會計情報에 많은 영향을 미치는 자산재평가는 역사적원가회계하에서 기업의 내부, 외부정보 이용자들에게 중요한 사건임에 틀림없다. 또한 자산재평가는 時價에 의해 대상자산을 평가하므로, 現行市場價值와 동일한 특성을 지니고 있으며, 투자자들 및 채권자들에게 새로운 정보를 제공할 수 있는 것이다. 이와같은 특성을 지닌 資産再評價를 실증적으로 검증하여, 그 정보의 유용성 여부를 평가하여야 할 것이다.

Ⅲ. 資産再評價情報에 관한 實證의 研究

우리나라에서는 資産再評價가 물가변동에 대처할 수 있는 방법으로써 1958년에 「資産再評價法」이 제정된 이후 27년 동안 운용되어 오고 있다. 따라서 再評價情報에 관한 실증적 연구를 문헌적으로 살펴보겠다.

Sharpe 와 Walker(1975)는 1960년~1970년까지 오스트레일리아에서 資産再評價를 실시한 企業들 중에서 34개를 標本으로 추출하고, 市場模型을 사용하여 株價收益率과 재평가와의 관계를 실증적으로 검증하였다. 이들은 檢證過程에서 재평가정보 만에 의한 순수한 株價變化를 관찰하고자 當期純利益 및 配當 등의 다른 요소들을 통제하였다. 우선, 34개의 標本企業을 당기순이익의 증감에 따라 구분하고 殘差收益을 관찰하였다. 그 결과 殘差收益은 당기순이익이 증가할 때 正(+)의 반응을 나타내는 것이 아니라, 재평가정보가 반영되는 시점에서 보다 큰 正(+)의 반응을 가지는 것으로 나타났다. 다음에는 標本企業들을 配當金의 변화(증가, 고정, 감소)에 따라 분류하여 검증한 결과, 配當金의 변화와는 관계없이 재평가정보가 반영될 때 보다 큰

4) 感料料는 감평가액의 6/10,000이며, 再評價稅는 재평가과세표준의 3/100이다.

5) 그 특전으로는 ① 法人稅 또는 소득세 ② 配當所得稅 ③ 地方稅이다.

殘差收益이 있음을 발견하였다.

그들은 이 연구에서 다음과 같은 결론을 내리고 있다.⁶⁾

- (i) 자본시장에서는 再評價情報의 公示를 중요한 사건으로 받아들인다.
- (ii) 資本市場에서는 재평가에 관한 情報內容이 주가에 신속하게 반영된다.
- (iii) 재평가의 공시가 자본시장에서 株價變化와 체계적으로 관련되었다는 증거는 거의 얻을 수 없다.

한편, Standish 와 Ung(1982)은 1964년~1973년까지 10년간을 標本期間으로 하여 재평가를 행한, 기업(實驗集團)과 재평가를 하지 않은 기업(統制集團)을 각각 232개씩 추출하였다. 그들이 0-1 모형(Zero-one Model)과 資本資產價格決定模型(Capital Asset Pricing Model)을 사용해서 殘差收益을 산출·분석한 결과, 자본시장에 재평가정보가 공시되면 주가 반응이 正(+)의 값을 보임을 발견하였다. 또한 이러한 반응이 當期純利益의 변화, 配當金の 변화 및 資本金變動 등과 관련이 있는지 파악해 보았다. 그 결과, 實驗集團에서는 당기순이익과 배당이 증가한 기업들과 감소한 기업들에 있어서 殘差收益의 差異가 거의 없는 것으로 나타났다. 반면, 統制集團에서는 당기순이익과 배당이 증가한 기업들의 殘差收益이 높았다. 또한 실험집단에서 資本金變動이 일어난 기업들이 높은 잔차수익을 보였다. 이러한 결과는 標本期間 동안에 자산재평가가 주주들에게 불리한 정보로 작용한 반면, 經營者들은 재평가를 기업의 유용한 財務戰略의 하나로서 사용한 것이라고 풀이된다. 그들은 그 이유를 자산재평가가 固定資產의 “진정한(true)” 시장가치에 관해 체계적인 정보를 제공하지 못하였기 때문이라고 밝히고 있다.⁷⁾

본 장에서 살펴본 실증적 研究結果들을 미루어 볼 때, 기업이 자산재평가를 有用한 財務戰略으로 사용하고 있을 뿐만 아니라, 자본시장에서도 이 정보를 유용한 것으로 평가하고 있었음을 알 수 있다. 따라서 지속적인 인플레이션을 보이는 우리나라에 있어 자산재평가가 情報利用者들에게 유용한 情報를 제공하는지를 실증적으로 연구해 보는 것은 의미있는 일이라 생각된다.

IV. 實證的 分析

1. 假說의 設定

우리나라의 「資產再評價法」에 의하던 물가상승으로 인한 固定資產의 가치변동이 現行價值(current cost)로서 인식되고 있다. 이에 따라 資產再評價는 자산의 가치가 取得原價 보다 증액되는 것으로 物價上昇의 영향을 회계정보에 어느 정도 반영시킬 수 있다. 그러나 재평가는 고

6) I.G. Sharpe and R.G. Walker, "Asset Revaluations and Stock Market Prices." *Journal of Accounting Research* (Autumn 1975), pp.293~310.

7) Peter E.M. Standish and Swee-Im Ung, "Corporate Signaling Asset Revaluations and the Stock Prices of British Companies." *The Accounting Review* (October 1982), pp.701~715.

정자산에 대한 帳簿價値의 상승을 의미할 뿐이며, 그것이 기업의 市場價値(market value)에 영향을 미칠 수 있는 경제적 사건이라고 볼 수 있는 것은 아니다. 그런데 기업이 자산재평가를 실시할 경우 再評價稅와 그 부대비용 지출로 인한 現金流出이 발생하며, 현실적인 減價償却으로 인한 세금의 감소라는 現金流入이 발생할 수 있는 것이다. 그러므로 재평가에 의한 純現金흐름의 변화 및 그 방향은 실증적 검증의 문제로 귀착되는 것이다. 만약 재평가에 의해 기업내 현금흐름이 증가된다면, 資産再評價時點을 전후하여 株價는 上昇할 것이며, 반대로 현금흐름이 감소된다면, 株價는 下落하여야 할 것이다.

한편, Ross⁸⁾에 의하면 시장에서 실제로 평가되는 것은 시장에서 인식된(perceived) 현금 흐름이며, 資本構造나 配當 등 財務的 事件의 변화는 시장의 인식을 변경시킬 수 있다고 하였다. 따라서 資産再評價를 실시함으로써 기업내에 실제 현금흐름의 변화는 없다고 할지라도 再評價가 시장의 현금 흐름에 대한 인식을 변화시킬 수도 있는 것이다. 이와같은 관점은 資産再評價의 실시여부가 임의적이므로 그것을 會計的 事件만이 아니라 經營管理的 事件으로 해석할 수 있다는 것에서 추론된다. 즉, 경영자가 재평가를 경영전략의 하나로 이용하게 되면, 재평가는 미래의 현금흐름에 대한 信號 또는 다른 事件이 일어나고 있거나 일어날 것임을 시사하는 신호로서 작용할 수 있을 것이다.

이와같이 재평가가 투자자들의 인식을 바꿀 수 있는 신호로 작용한다면, 주가는 변화할 것이며, “만약 재평가가 情報效果(information content)를 갖는다면, 재평가의 公示時點에서 普通株收益率은 正(+)의 값을 갖는다.”는 假說은 타당성을 가질 수 있을 것이다.

2. 標本 및 資料의 選定

(1) 標本企業의 選定 및 特徵

1974년 부터 1985년 까지 12년간을 標本期間으로 하고, 106개의 標本企業을 추출하여 이를 實驗集團(treatment group)과 統制集團(control group)으로 분류하였다. 實驗集團은 다음과 같은 기준에 의해서 선정하였다.

(i) 標本期間內에 資産再評價를 실시한 企業은 총 496개 이었다. 이 중에서 3년에 1번 複數再評價의 사실이 있는 企業들을 선택하였다.

(ii) 다음에는 再價評豫定差額이 15억원 이상인 기업들만 선택하였다. 그 이유는 15억원 이 평균적인 예정차액을 상회하는 金額이었기 때문이다.

(iii) 標本期間 동안에 흡수 합병되거나 上場이 폐지된 기업 그리고 再評價의 실시를 취소·중단·연기된 기업 및 金融業에 속하는 기업들은 標本에서 제외하였다. 그리고 標本企業들은

8) S.A. Ross, "The Determination of Financial Structure: The Incentive Signalling Approach." *Bell Journal of Economics* (Spring 1977), pp.23~40.

産業別로 골고루 포함되도록 선정하였다.

이상에서 추출된 實驗集團의 기업들과 대응시킬 수 있도록 標本期間內的 2년간 資産再評價를 한 사실이 없는 기업들을 統制集團으로 선정하였다. 여기서 두 집단에 속하는 기업들은 재평가 외에는 同質性⁹⁾(homogeneity)을 유지할 수 있도록 고려하였다. 이와같이 집단내의 기업들이 再評價 이외에 동질성이 유지된다면, 다른 事件의 영향은 배제될 수 있을 것이다.

다음에는 1977년 이전에 상장된 기업들을 중심으로 管理對象業體, 上場閉正企業 등을 제외한 155개 기업의 β 계수를 산출하였다. 이 β 계수를 기준으로 실험집단과 통제집단을 동일한 산업 별로 대응시킨 결과, 53쌍(106개 기업)의 標本企業들이 형성되었다.¹⁰⁾

(2) 標本企業의 株價收益率 資料

이와같이 선택된 標本企業의 株價收益率을 측정하기 위해 月別株價를 사용하였다. 1974년 1월 부터 1985년 12월 까지의 매월 20일 종가를 선택하였고, 20일이 公休日이나 休場日인 경우에는 그 전날(또는 다음날)에 형성된 終價를 택하였다.

個別株式의 수익율은 다음과 같이 계산되었다.

$$r_{i,t} = \frac{P_{i,t} - P_{i,t-1}}{P_{i,t-1}}$$

단, $r_{i,t}$: t 時點과 $t-1$ 時點 사이의 株式 i 의 收益率

$P_{i,t}$: t 時點에서 株式 i 의 價格

$P_{i,t-1}$: $t-1$ 時點에서 株式 i 의 價格

株式의 수익율을 정확히 측정하기 위해서는 표본기간 동안에 이루어진 額面分割, 有·無償增資, 配當 등에 관한 사항¹¹⁾을 수정해야 하므로 다음과 같은 방법을 이용하였다.

(i) 權利落

- ① 時點 $t-1$ 과 t 사이에 無償增資가 이루어진 경우: 時點 t 의 終價 \times (1 + 無償株配定比率)
- ② 時點 $t-1$ 과 t 사이에 有償增資가 이루어진 경우(時點 t 의 終價) \times (1 + 有償株配定比率) - (有償株納入額 \times 有償株配定比率)

9) 實驗集團과 統制集團은 동일한 산업에 속하며 유사한 體系相 危險을 가지고 있다.

10) Wilcoxon의 부호붙은 順位檢證(Wilcoxon Paired Comparison-Signed Rank Test), 결과에 의하면 β 에 대한 Wilcoxon 確率이 0.7215이었으므로, 비교적 안정성있게 대응되었다. 또한 두 집단의 會計變數를 산출하여 順位檢證을 해본 결과, P-value가 0.9305이 되었으므로 β 계수에 의한 두 집단의 대응은 잘 되었다고 할 수 있다. 여기서 회계변수로는 總負債額/資本金, 流動資産/流動負債, 賣出額/資本金, (流動資産-流動負債)/總負債額과 (當期純利益+減價償却費)/總負債額 등이 이용되었다. 이와같이 회계변수와 β 係數와의 相關關係를 연구한 논문은 다음과 같다.

(1) William H. Beaver, Paul Kettler and Myron Scholes, "The Association Between Market Determined and Accounting Determined Risk Measures." *The Accounting Review* (October 1970), pp.654~682.

(2) John S. Bildersee, "The Association Between a Market-Determined Measure of Risk and Alternative Measures of Risk." *The Accounting Review* (January 1975), pp.81~89.

11) 證券市場誌와 각 證券關係機關 및 證券會社의 간행물에서 이 사항들을 발췌하였다.

③ 額面分割이 이루어진 경우

時點 t 의 終價 \times 分割配數

④ 包括増資(有・無償 増資 同時 發生)의 경우 :

$$\text{時點 } t-1 \text{ 的 終價} \times \left[\frac{(1 + \text{無償株 配當比率} + \text{有償株 配當比率}) \times \text{時點 } t \text{ 的 증가}}{\text{時點 } t-1 \text{ 的 증가} + (\text{유상주배정비율} \times \text{額面分割})} \right]$$

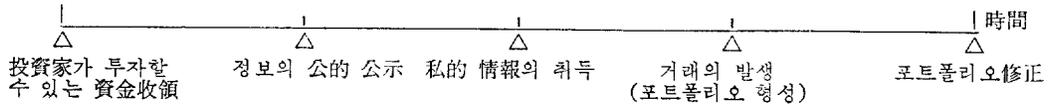
(ii) 配當落

時點 t 的 終價 + 配當額

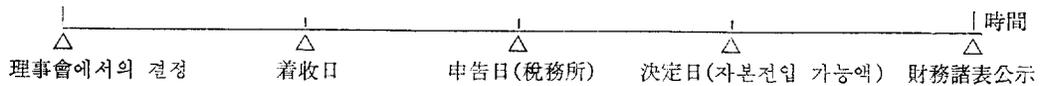
(3) 再評價情報の 公示日 決定(Event Timing 的 결정)

實證的 檢定의 過程에서 고려해야 할 중요한 사항은 資産再評價가 資本市場에 公표되는 時點을 언제로 볼 것인가 하는 문제이다. 資産再評價는 오랜기간 동안에 걸쳐 進行되는 作業이다. 만약 市場이 효율적이라면, 再評價時點을 어떻게 결정하느냐에 따라 재평가에 대한 정보가 株價에 반영되어 있는 정도가 다를 것이다. 따라서 재평가時點을 精確하게 포착하지 못하면, 再評價情報の 有用性에 대해 誤된 結論을 내리게 될 것이다. 또한 실제로 再評價가 제공되는 것 과 동일한 정보를 市場이 이미 알고 있었기 때문에 誤된 結論에 도달할 수도 있을 것이다.

일반적으로 투자가의 投資意思決定에 있어서 중요한 事件의 進行과정은 다음과 같이 나타낼 수 있다.¹²⁾



위와 같은 觀點에서 資産再評價에 關한 情報公示의 모든 過程은 아래 그림과 같으며,



본 研究에서는 다음의 이유로 着手日을 재평가정보의 公시時點으로 잡았다.

(i) 理事會決定公示日에서는 자산재평가에 關한 구체적인 情報內容이 없기 때문에 이를 公시 時點으로 택할 수 없다.

(ii) 着手日에 자산의 現行價値를 나타내 주는 재평가의 豫定差額이 처음 公적으로 파악된다.

3. 檢證方法

(1) 正準相關分析(Canonical Correlation Analysis)

이 분석은 標本企業에 있어서 資産再評價라는 사건이 발생되기 2년전 부터 사건이 발생된 2

12) Robert E. Verrecchia, "The use of Mathematical Models in Financial Accounting." *Journal of Accounting Research* (Supplement 1982), pp.1~42.

2년후 까지 기업내 현금흐름을 파악하기 위한 것이다. 그것은 기업이 資産再評價를 실시하는 경우 자산의 鑑定料와 再評價稅를 지불하는 반면 기업은 資産再評價에 따른 감세혜택을 받고 있으므로, 再評價實施時點을 전후하여 현금흐름이 변화할 수 있을 것이다. 따라서 實驗集團의 현금흐름과 統制集團의 현금흐름을 재평가시점을 기준으로 살펴본 다음, 두 집단간에 현금흐름의 변화를 비교해 보고, 또한 실험집단내에서 再評價時點을 전후한 2년 동안에 현금흐름이 어떠한 차이를 보이는지 확인해 보기로 한다.¹³⁾

(2) 殘差分析(Residual Analysis)

殘差分析은 연구대상기간 동안에 표본기업들의 株價收益率에 대한 변화를 관찰하기 위한 것이다. 그러나 주가수익률은 재평가에 의해서만 변동하는 것은 아니므로, 본 研究에서는 再評價와 동시에 발표되는 事件이나 재평가시점을 전후하여 일어나는 사건 등을 資産再評價와 관련시켜 分析하려고 한다. 이를 위해 標本企業들을 當期純利益의 변화추세, 配當率의 변화추세 및 資本金變動에 따라 여러 개의 집단으로 나누어 주가수익률의 움직임을 관찰하였다. 이 小集團들이 보이는 株價收益률의 움직임이 어떤 差異가 있는지를 관찰하여, 資産再評價가 어떤 사건의 信號로서 작용하고 있는지 확인하고자 한다. 이러한 殘差分析을 위한 檢證模型은 다음과 같다.

(i) 0-1 模型(Zero-one Model)

일반적으로 市場模型(Market Model)은

$$\tilde{R}_{it} = \alpha_i + \beta_i \tilde{R}_{mt} + \tilde{\mu}_{it} \dots \dots \dots \textcircled{1} \text{이다.}$$

여기서 \tilde{R}_{it} : t時點에 있어 i企業의 株價收益率

\tilde{R}_{mt} : t時點에서의 市場收益率

$\tilde{\mu}_{it}$: t時點에서의 殘差收益率

위의 市場模型에서 $\alpha=0$, $\beta=1$ 이라고 가정하면 다음과 같은 0-1 模型이 도출되며, 이를 “模型 1”이라고 하자.

$$\tilde{\mu}_{it} = \tilde{R}_{it} - \tilde{R}_{mt} \dots \dots \dots \textcircled{2}$$

(ii) 資本資產價格決定模型(Capital Asset Pricing Model)

0-1 模型에 의한 결과가 다른 모형을 사용했을 때 어떻게 달라지느냐 하는 敏感度를 살펴보기 위해 다음의 CAPM을 사용하였다.

$$\tilde{R}_{it} = \tilde{R}_{ft} + \beta_i (\tilde{R}_{mt} - \tilde{R}_{ft}) + \tilde{\mu}_{it} \dots \dots \dots \textcircled{3}$$

이를 다시 쓰면,

$$\tilde{\mu}_{it} = (\tilde{R}_{it} - \tilde{R}_{ft}) - \beta_i (\tilde{R}_{mt} - \tilde{R}_{ft}) \dots \dots \dots \textcircled{4}$$

여기서 \tilde{R}_{ft} 는 無危險收益(3개월분 率定期預金利子)이며, \tilde{R}_{mt} 는 1983년 1월 4일 기준으로

작성된 時價總額式 韓國綜合株價指數로서 산출된 것이다.¹⁴⁾ 이를 “模型 2”라고 하자.

이들 모형을 사용하여 재평가정보의 發表時點을 중심으로 非正常收益率을 계산한 다음, 平均 非正常收益率과 累積非正常收益率은 다음의 식에 의해 산출하였다.

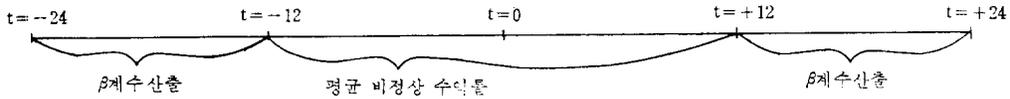
$$\text{平均非正常收益率}(AR_n) = \frac{\sum_{i=1}^{N_n} \hat{\mu}_{in}}{N_n} \dots \dots \dots \text{⑤}$$

(단, $\hat{\mu}_{in}$: n 月에 있어 i 株式에 대한 非正常收益率

N_n : 특정 月, t_n 에서 資料를 이용할 수 있는 資產再評價 事件의 數)

$$\text{累積非正常收益率}(CAR_T) = \prod_{t=-12}^{t=T} (1 + AR_t) - 1 \dots \dots \dots \text{⑥}$$

이러한 AR_n 과 CAR_T 를 산출하는 경우 다음과 같이 再評價情報의 발표時點 ($t=0$)을 중심으로 前후 1년씩 非正常收益率을 관찰하였다. 또한 $t=-24$ 時點에서 $t=-12$ 時點까지와 $t=+12$ 時點에서 $t=+24$ 時點까지의 株價를 사용해 標本企業들의 β 를 산정하였다. 이는 檢定期間과 β 算出期間이 겹칠 경우, β 가 관찰하고자 하는 사건의 영향을 받을 수 있어 가공적인(spurious) β 가 산출될 수 있기 때문에 사용 되었다.



4. 檢證結果의 分析

(1) 資產再評價 실시에 따른 現金흐름分析

再評價時點을 중심으로 실험집단의 기간별 현금흐름을 相關分析한 結果가 <표 IV-1>에 나타나 있다. 이러한 기간별 현금흐름분석에서는 再評價의 實施時點과 그 直前 年度의 현금흐름에는 相關이 없음을 알 수 있다. 또한 實驗集團에 대하여 再評價實施點을 前후한 각각 2년간의 현금흐름을 변수로 하여 正準相關分析을 行하였다. 그 분석의 結果, $\rho_{c1}=0.2085$ 와 $\rho_{c2}=0.035$ 의 아주 낮은 相關關係를 보였다. 따라서 기업이 資產再評價를 실시해도 기업내의 현금 흐름은 증가되지 않는다는 의미로 해석된다.

다음 <표 IV-2>는 再評價着手時點 前후 각 2년간 實驗集團과 統制集團의 現金흐름差異에 대하여 檢證한 結果로서 두 집단간의 기간별 현금흐름은 5% 有意水準에서 유의적인 差異를 보이지 않는다. 물론 企業의 現金흐름을 실질적으로 파악하지 못하였다는 問題點은 있으나, 그것은

13) 현금흐름은(當期純利益+減價卸費)/平均資本金에 의해서 산출되었다. 여기서 이용한 자료는 韓國狀場協議會議 1975년~1981년 까지의 마이크로 필름과 1982년~1985년 까지의 事業報告書 및 監査報告書를 利用하였다.

14) 綜合株價指數를 使用하는 경우의 문제點은 株價指數를 산출하는데 있어 配當收益을 고려하고 있지 않다는 것이다.

〈표 IV-1〉 實驗集團의 期間別 現金흐름 相關分析

	$t=-2$	$t=-1$	$t=0$	$t=+1$	$t=+2$
$t=-2$	1.00000 0.0000 52	0.56378* 0.0001 51	-0.01056 0.9414 51	0.03027 0.8365 49	0.22431 0.1432 44
$t=-1$	0.56378 0.0001 51	1.00000 0.0000 53	0.00338 0.9810 52	0.12590 0.3836 50	0.08107 0.5922 46
$t=0$	-0.01056 0.9414 51	0.00338 0.9810 52	1.00000 0.0000 53	0.43713* 0.0015 50	0.19769 0.1930 45
$t=+1$	0.03027 0.8365 49	0.12590 0.3836 50	0.43713 0.0015 50	1.00000 0.0000 51	0.56250* 0.0001 43
$t=+2$	0.22431 0.1432 44	0.08107 0.5922 46	0.19769 0.1930 45	0.56350 0.0001 43	1.00000 0.0000 46

기업이 再評價를 행함으로써 經濟的 利得을 거의 얻을 수 없음을 시사해 준다.

〈표 IV-2〉 實驗集團과 統制集團의 5년간 現金흐름 比較檢證

實驗集團: 統制 集團 현금 흐름	平均 值	標準 偏差	標準 誤差	T	$PR > T $
$t=-2$	-46.06	460.66	64.50	-0.71	0.478
$t=-1$	-81.74	466.24	64.04	-1.28	0.207
$t=0$	-68.90	584.45	81.04	-0.85	0.399
$t=+1$	-99.21	473.01	66.89	-1.48	0.144
$t=+2$	-27.60	479.92	70.76	-0.39	0.698

(2) 資產再評價가 株價收益率에 미치는 影響—I

〈표 IV-3〉과 〈그림 IV-1〉를 보면 資產再評價가 처음 資本市場에 공표되는 着手日 시점에서 비교적 높은 平均非正常收益率을 나타낸다. 統制集團의 收益率變化 역시 $t=0$ 시점 주위에서 비정상적인 움직임을 보이고 있다.

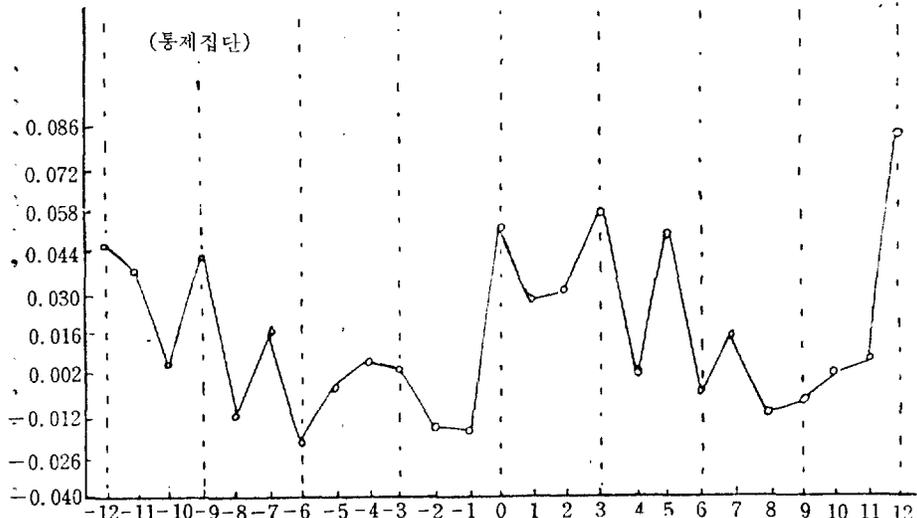
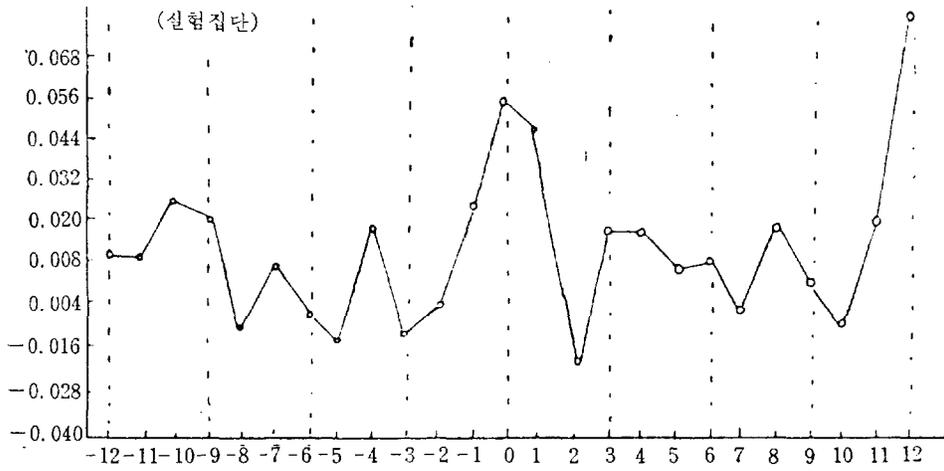
〈그림 IV-2〉를 보면 資產再評價가 공표된 이후 기간의 累積非正常收益率은 재평가가 공표되기 이전 기간과 그 패턴(pattern)이 크게 다르지 않다. 이 경우 收益率에 관한 Wilcoxon 確率は $t=-12$ 時點에서부터 $t=0$ 時點까지는 0.3015 이며, $t=+1$ 時點에서부터 $t=+12$ 時點까지는 0.3821 이다.

〈표 IV-3〉 模型 1 과 模型 2 의 平均非正常收益率과 累積非正常收益率

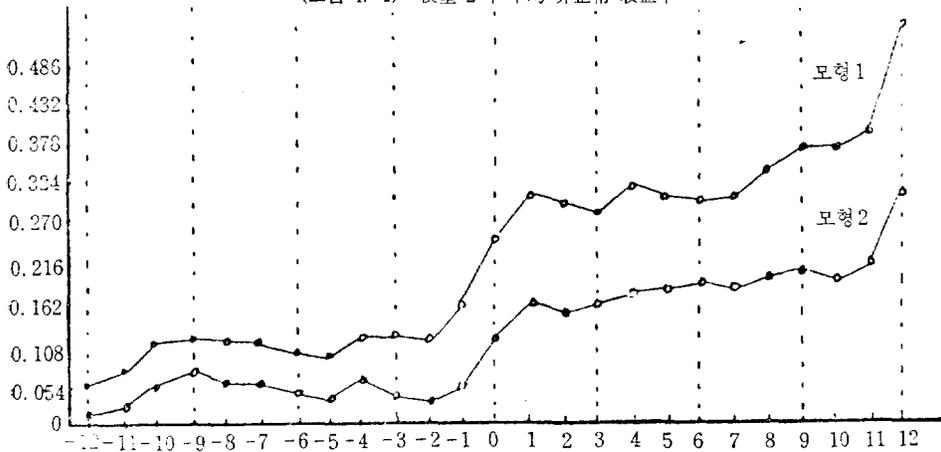
TERM	實驗集團(模型 1)		實驗集團(模型 2)		統制集團(模型 2)	
	AR	CAR	AR	CAR	AR	CAR
-12	.0552	.0552	8.2E-03	8.2E-03	.0465	.0465
-11	.0171	.0732	.015	.0233	.038	.0862
-10	.0393	.1155	.0272	.0512	4.5E-03	.0912
-9	2.3E-03	.118	.0189	.0711	.0416	.1365
-8	-4.7E-03	.1127	-.0154	.0545	-.0137	.1209
-7	-2.3E-03	.1101	7E-04	.0553	.0173	.1403
-6	-6.7E-03	.1027	-.0114	.0432	-.0216	.1156
-5	-.0141	.0872	-.0157	.0269	-2.9E-03	.1124
-4	.0245	.1139	.0211	.0486	5.7E-03	.1187
-3	-1E-03	.1128	-.0137	.0342	3.3E-03	.1224
-2	-2E-03	.1105	-.0114	.0224	-.0184	.1017
-1	.0416	.1568	.0212	.0441	-.0188	.0811
0	.0769	.2457	.0548	.1013	.0516	.1369
1	.0459	.3029	.0498	.1561	.0246	.1648
2	-.0105	.2892	-.0152	.1385	.0282	.1976
3	-6.8E-03	.2805	9.9E-03	.1498	.0548	.2632
4	.0239	.3111	.018	.1705	-2.8E-03	.2597
5	-.0132	.2938	3.3E-03	.1743	.0499	.3226
6	2E-03	.2964	9.2E-03	.1852	-8.6E-03	.3113
7	2.8E-03	.3	-8E-03	.1757	.0136	.3291
8	.0272	.3354	.0151	.1934	-.0148	.3094
9	.0215	.3641	5.1E-03	.1996	-9.4E-03	.2971
10	1.5E-03	.3662	-.0114	.1859	-3E-04	.2967
11	.0179	.3906	.0201	.2096	4.1E-03	.302
12	.0997	.5292	.0786	.3047	.0807	.4071

다음에는 標本期間을 우리나라 資本市場이 보다 성숙되었으리라고 여겨지는 시점인 1980 년을 전후하여 前期間(1974 년~1979 년)과 後期間(1980 년~1985 년)으로 나누어 분석하였다. 이는 자본시장에서 再評價情報에 대한 투자자들의 평가가 前期間과 後期間에서 달라지는가를 보기 위함이다. <그림 IV-3>과 <그림 IV-4>에서와 같이 전기간에는 再評價公表時點 바로 직전에 실험집단이 통제집단 보다 더 높은 非正常收益率을 보이고 있다.

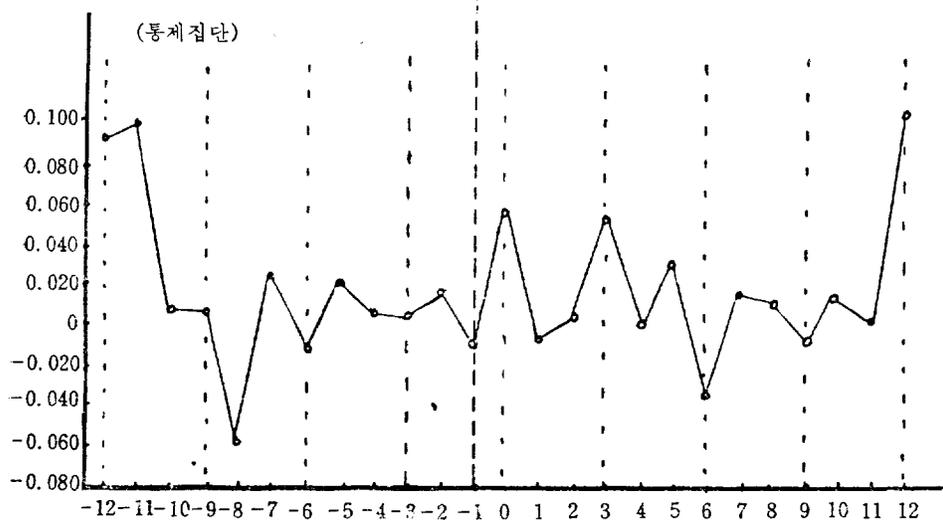
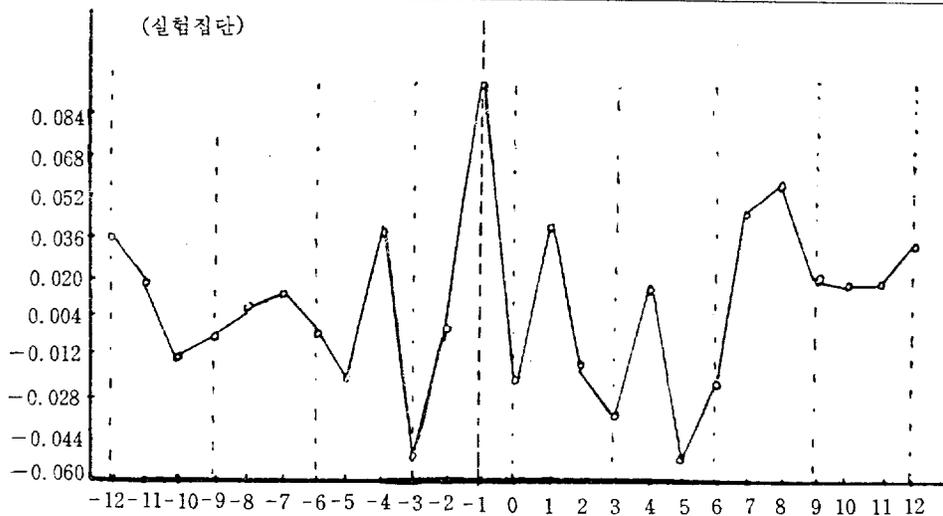
<그림 IV-5>와 <그림 IV-6>을 보면, 前期間的 주가 움직임과는 달리 實驗集團과 統制集團이 거의 비슷한 주가변화를 보이고 있다. 이와같이 全標本期間을 구분하여 분석해 본 결과, 再評價情報은 1980 년 이전 資本市場에서는 유용한 것으로 평가된 반면 그 이후에는 유용하지 않은 것으로 평가 되었다. 아마도 후기간에서는 재평가사실이 공개되기전에 이미 市場에 반영되었거나, 투자자들이 대체적인 情報源을 통해서 再評價를 예견하였기때문이라고 풀이할 수 있다.



〈그림 IV-1〉 模型 2의 平均 非正常 收益率



〈그림 IV-2〉 實驗集團의 累積 非正常 收益率

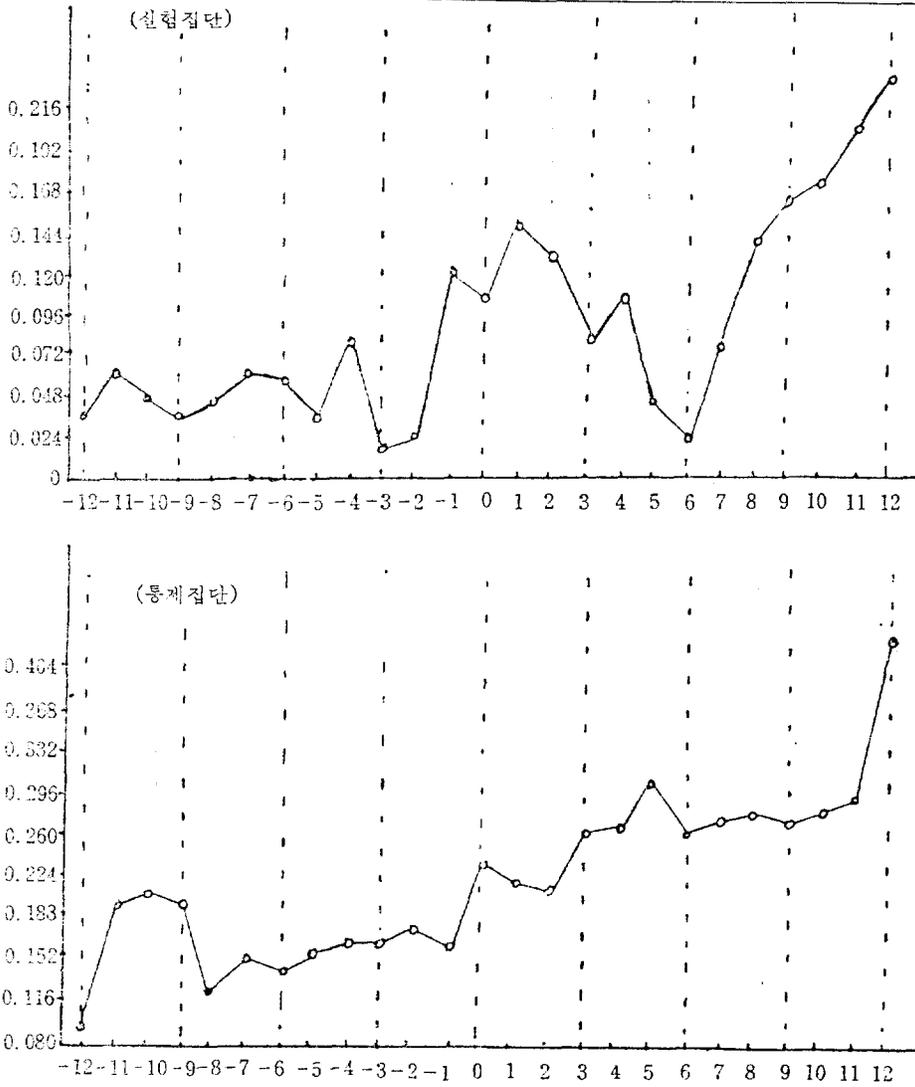


〈그림 N-3〉 前期間 및 平均非正常收益率(模型)

(3) 資産再評價가 株價收益率에 미치는 影響 II

본 研究에서는 再評價着手日을 재평가정보가 공표되는 時點으로 하였다. 이 경우 實驗集團의 再評價公表時點은 대개 12월초부터 1월말 사이며, 이 기간동안에는 再評價 이외의 다른 사건이 복합적으로 발생될 수 있다.¹⁵⁾ 따라서 재평가공표시점 ($t=0$)에서 資産再評價가 當期純利益의 變化, 配當率變化 등과 결합되어 株價에 대하여 影響을 미칠 것이다.

15) 기업의 再評價는 證券市場誌 및 각 證券關係機關에서 발행하는 각종 보고서에서 알 수 있으며, 이 보고서들로서 資産再評價 이외에 當期純利益의 變化, 配當狀況 및 有·無償 增資 등으로 파악이 가능하다.

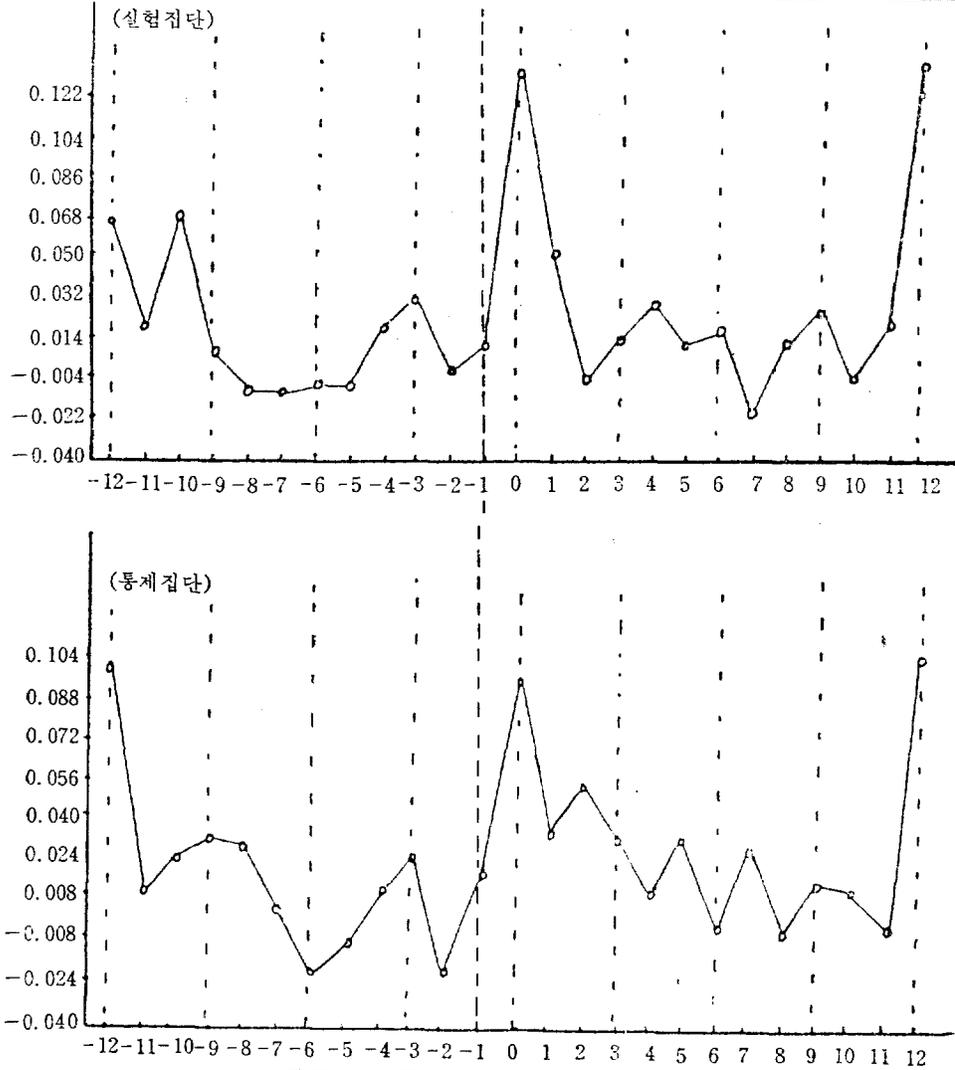


〈그림 IV-4〉 前期間 동안에 實驗集團과 統制集團의 累積非正常收益率(模型 2)

◼〈표 IV-4〉는 資産再評價의 공표와 當期純利益의 추세변화 및 配當率變化의 관계를 나타낸 것이다. 여기에서는 당기순이익의 변화와 배당률변화에 따라 여러 集團으로 구분하여 平均非正常收益率과 累積非正常收益率을 산출하였다. 즉 再評價實施直前 2년간 당기순이익이 변화한 추세를 보아 當期純利益이 증가된 기업들과 감소된 기업들로 구분해서 두개의 포트폴리오를 형성하였다.¹⁶⁾ 또한 配當率變化는 實驗集團에 대하여 再評價實施直前 2년간의 그 변화를 증가, 일정, 감소로 분류해 포트폴리오를 구성하였다.¹⁷⁾〈표 IV-4〉를 보면 當期純利益이 감소된 기업들

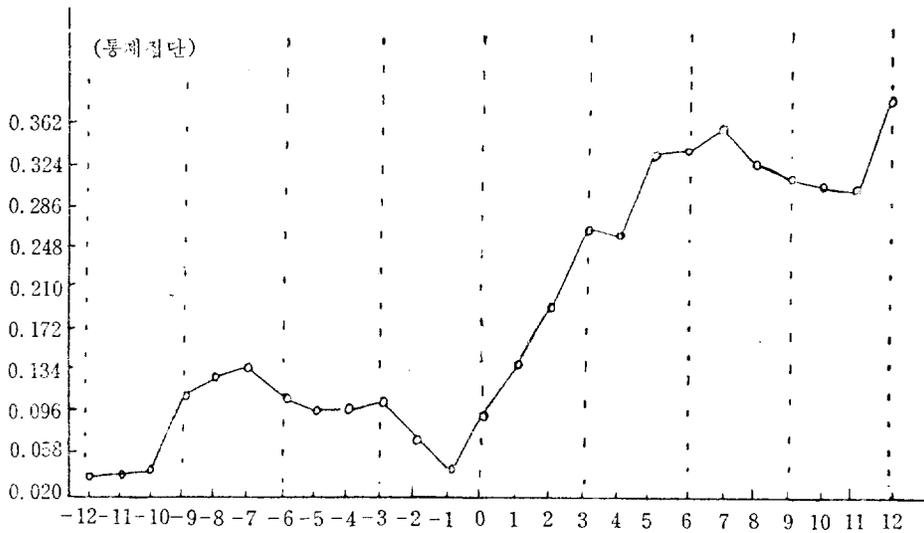
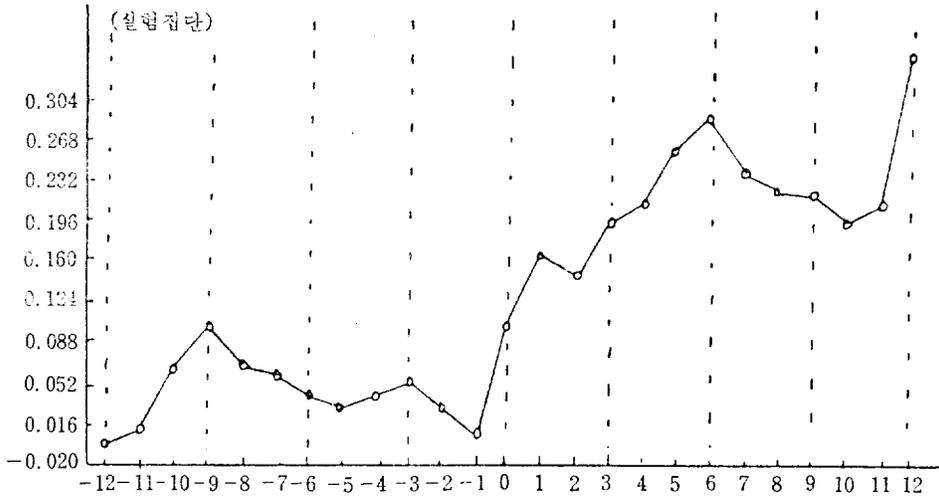
16) 當期純利益 變化에서 계속 결손을 보이고 있는 3개 기업과 이익이 미세하게 변화하는 2개 기업은 포트폴리오 구성에서 제외하였다.

17) 이 경우에는 配當率을 전혀 파악할 수 없었던 3개 기업을 포트폴리오 형성에서 제외하였다.



〈표 IV-4〉 實驗集團의 복합적인 情報信號分析(當期純利益 變化, 配當率 變化)

t=0 時點에서의 情報	實驗集團 (53)	當期純利益 과 配當率 의 變化率	再評價로인한 固定資産增加 變化의 平均	AR(t=0)		CAR(t-12-0)		CAR(t+1-12)		
				模型 1	模型 2	模型 1	模型 2	模型 1	模型 2	
				再評價情報과 當期純利益報告	增加	26	66.38(%)	47.26(%)	0.0381	0.0174
	減少	22	105.45	42.91	0.1067	0.0856	0.0583	-0.0608	0.0990	0.0761
再評價情報과 配當率 報告	增加	16	39.22	38.75	0.0449	0.0070	0.1986	0.0345	0.0998	0.0473
	減少	19	52.47	46.42	0.1161	0.0985	0.6176	0.2775	0.2024	0.1403
	一定	15	—	47.73	0.0350	0.0141	0.6741	0.2956	0.3407	0.3215



〈그림 N-6〉 後期間 동안에 實驗集團과 統制集團의 累積非正常收益率(模型 2)

〈표 N-5〉 統制集團의 當期純利益 報告와 配當率 報告

t=0 時點에서의 情報	統制集團 (53)	當期 純利益과 配當率의 變化率	AR(t=0)		CAR(t ₋₁₂ -t ₀)		CAR(t ₊₁ -t ₊₁₂)		
			模型 1	模型 2	模型 1	模型 2	模型 1	模型 2	
當期純利益報告	增加	28	123.41(%)	0.0964	0.0660	0.3683	0.2223	0.1745	0.1441
	減少	24	88.69	0.0640	0.0388	0.2230	0.0488	0.3571	0.1830
配當率報告	增加	16	51.0	0.1128	0.0762	0.3151	0.1256	0.2703	0.2028
	減少	22	46.18	0.0607	0.0356	0.5595	0.2344	0.3280	0.2671
	一定	15	—	0.0722	0.0489	0.6722	0.2947	0.1636	0.1697

〈표 IV-6〉 實驗集團의 資本金 變化에 관한 分析

資本金 變化의 公示 與否	再評價 實施公示後 12개월이내에 資本金 變化를 公示한 企業		再評價 實施公示後 12개월이내에 資本金 變化를 公示하지 않은 企業	
	18		35	
觀察企業數(53개)	18		35	
사용된 模型	模型 1	模型 2	模型 1	模型 2
AR(t=0)	0.1092	0.0971	0.0589	0.0311
CAR(t-12-0)	0.5128	0.3385	0.1148	-0.0158
CAR(t-12-12)	0.1014	0.8224	0.2751	0.0770

〈표 IV-7〉 資本金變化에 관한 時差

再評價 實施公示後 資本金 變化의 公示 時差	
月別 時差	資本金 變化 公示 企業數
1	2
2	3
3→6	1
7	1
8→9	1
10	4
11	4
12	2
合計	18

〈資料〉 韓國證券去來所, 證券市場

은 當期純利益變化가 負(-)라는 불리한 市場要因에도 불구하고, 오히려 AR이 正(+)의 값을 갖는다.¹⁸⁾ 이는 비록 實驗集團의 結果로서 강력하게 주장될 수는 없지만, 企業들이 當期純利益의 減少를 상쇄하기 위해서 의도적으로 再評價를 행하였다고 推論할 수 있을 것이다.

〈표 IV-5〉는 實驗集團에서와 같은 방법으로 統制集團의 當期純利益變化와 配當率變化를 나타낸 것이다.¹⁹⁾ 이 표는 실험집단에서의 결과와 상반된 것으로, 當期純利益이 증가된 기업들은 AR과 CAR이 正(+)의 값을 보이며, 또한 配當률이 증가된 기업들의 경우 높은 AR과 CAR을 나타내고 있다.

資産再評價와 관련된 또 다른 사건은 實驗集團의 資本金變動事項이다. 〈표 IV-6〉에서처럼 實驗集團을 無償增資의 자본금변화가 있는 기업과 자본금변화가 없는 기업으로 구분하여 포트폴리오를 형성하고 각각에 대해 AR과 CAR을 구하였다. 〈표 IV-7〉은 資本金變化가 있는 기업에 대해 재평가 이후의 資本金變化에 관한 시차를 나타낸 것이다.

〈표 IV-6〉을 보면, 자본금변화가 있는 集團이 t=0 시점에서 資本金變化가 없는 집단에 비해 AR이 아주 높다. CAR역시 두 集團간에 큰 차이를 보이고 있다. 이것은 자본금의 변화가 있는지 여부에 따라 資本市場에서 재평가기 차별적으로 평가되고 있음을 의미한다. 그리고 資産再評價 이후에 자본금변화가 일어난 18개 기업들 중에서 配當이 增加된 기업은 2개 뿐이며, 일정한 配當을 維持하고 있는 기업은 3개이며, 오히려 配當이 減少된 기업이 13개이다. 이것은 기업들이 景氣沈滯로 인해 경영이 부진할 경우, 移越缺損金을 전보하기 위해서 또는 투자자들에게 現金配當이 어려울 때, 無償株를 교부하기 위한 資源의 확보수단으로써 資産再評價가 실시되고 있음을 시사하여 준다고 볼 수 있다.

18) 模型 1과 模型 2의 檢證結果가 거의 유사하므로, 여기에서는 模型 2를 중심으로 분석한다.

19) 統制集團에 있어서도 계속적으로 缺損을 나타내고 있는 1개 기업은 포트폴리오 구성에서 제외하였다.

V. 結 論

본 연구는 資産再評價實施에 대한 有意性を 검증한 것으로, 그 結果는 다음과 같이 要約된다.

(1) 기업내의 현금흐름에 대한 正準相關分析의 결과, 아주 낮은 相關關係를 보이므로, 再評價實施에 의해 현금흐름이 증가된다고 할 수는 없다.

(2) 시장에 資産再評價가 처음 공표되는 着手日 時點에서는 標本期間 동안 實驗集團과 統制集團 간에 의미있는 차이를 보이지 않았다. 그러나 표본기간을 前期間과 後期間으로 나누어 분석한 결과, 전기간에는 실험집단의 殘差收益이 통제집단 보다 높았다. 즉 전기간에서는 재평가의 공시됨으로도 投資家들에게 情報效果를 제공하였음을 뜻한다.

(3) 標本企業들을 當期純利益 및 配當의 변화와 관련시켜서 분석한 결과, 實驗集團은 당기순 이익과 배당이 감소된 기업들의 殘差收益이 높았다. 이는 기업이 移越缺損金을 전보하고, 배당이 감소된 결과를 상쇄시키고자 의도적으로 再評價를 실시한다고 풀이할 수 있다. 또한 실험집단의 資本金變化에 대한 분석에서는 자본금변화가 있는 집단의 殘差收益이 높았다. 즉 企業이 現金配當을 하기 어려운 경우 無償株를 교부할 수 있는 재원을 마련하고자 資産再評價를 행한다고 볼 수 있다.

이와같은 檢證結果로 미루어 投資家들은 資産再評價가 차후의 어떤 사건의 발생을 신호하지 않는 경우, 재평가 자체의 정보에 대해서는 민감하게 반응하지 않는다. 또한 經營者는 투자가들에 대한 장기적인 財務戰略으로 資産再評價를 행한다고 할 수 있다. 즉 資産再評價는 固定資產의 眞正한 市場價値에 대한 새로운 정보를 投資家들에게 적절하게 제공해주지 못하고, 經營者가 재평가를 일종의 長期財務戰略으로 이용하고 있음을 시사한다. 이에 대하여 投資家들은 재평가가 미래의 현금흐름을 增加시킬 수 있는 어떤 事件이 일어나고 있거나 일어날 것임을 信號해주는 수단으로 간주하고 있는 것이다.

그러나 이러한 研究結果는 다음의 限界點을 갖고 있다.

(i) 資料蒐集의 어려움으로 인하여 金融機關이 研究對象에서 제외되었다는 점과 標本企業들이 배타(β)계수에 의해서 실험집단과 통제집단이 구성되었다는 점이다. 이는 金融機關을 표본기업에 포함시키고, 기업의 規模도 고려하여, 표본기업을 구성한다면 해결될 수 있다.

(ii) 標本企業들의 현금흐름을 파악하기 위한 正準相關分析에 있어 현금흐름변수는 當期純利益+減價償却費에 의해서 산출되었다. 여기서 실질적이고 포괄적인 현금흐름을 파악하기 위해서는 각 기업의 營業活動에서 조달된 純現金흐름을 산출하여 그 變數로 이용해야 할 것이다.

(iii) 우리나라 資本市場의 未熟에 비취볼 때, 株價分析에만 의존한 研究結果가 완전한 妥當性を 갖기는 어렵다. 따라서 본 연구의 外的妥當性を 확보하기 위해서는 株式의 去來量分析에

대한 추가적인 研究가 필요하다.

앞으로 우리나라에서는 企業이 資産再評價를 더욱 촉진시킬 외부 여건이 조성되고 있다. 따라서 企業이 資産再評價를 실시함으로써 얻을 수 있는 經濟的 效益에 대한 구체적인 研究가 이루어져야 하며, 또한 再評價를 행하는 經營者의 同期 및 이에 따른 財務戰略에 대해 실질적으로 分析해 볼 필요가 있는 것이다.

《參 考 文 獻》

1. 國內論文 및 研究資料

(1) 國內論文

- 朴崇賢, “현금흐름에서 본 財務分析과 Inflation,” 「경영지도 시리즈」, 산업은행, 1982. 12.
- 林雄基, “우리나라 株式市場의 效率성에 관한-과거 국내논문을 중심으로-”, 「산업과 경영」, 1983.
- 趙星河, “會計의 社會的 機能”, 「회계」, 제15호, 한국공인회계사회, 1978.
- , “재무제표 공표가 자본시장에 미치는 영향”, 「성곡논총」, 제10집, 1979.
- , “資産再評價制度의 再檢討와 全般物價水準會計의 導入”, 「상장협」, 제10호, 한국상장회사협의회, 1984.
- 趙益淳, 趙星河, “資産再評價가 會計에 대하여 미치는 影響에 관한 研究”, 「경영논총」, 제25집, 고려대, 1982.
- 蔡奎學, “우리나라 資産再評價制度의 問題點과 改善方向”, 「상장협」, 제10호, 한국상장회사협의회, 1984.

(2) 國內研究資料

- 經濟企劃院 調査統計局, 「韓國統計年鑑」第16號(1970년판)~第31號(1985년판).
- 社團法人 韓國上場會社協議會, 「上場會社 企業內容 公示」, 1976.
- , 「狀場會社總覽」, 1979-1985.
- , 마이크로 필름, 1975-1981.
- , 事業報告書 및 監査報告書 1982-1985.
- 資産再評價法(1976.12.22. 改正), 法律 第2939號.
- 資産再評價法 施行令(1983.12.29. 改正), 法律 第11284號.
- 韓國公認會計士會, 「企業會計基準」, 1984. 9. 1. 改正.
- 韓國證券去來所, 월간 「株式」, 1974.1-1985.12.
- 大韓 證券業協會, 「證券市場」, 1974-1985.

2. 外國文獻 및 研究資料

(1) 外國書籍 및 研究資料

- Abdel-Khalik, A. Rashad and Ajinkya, Bipin B., *Empirical Research in Accounting: A Methodological Viewpoint*, American Accounting Association, 1979.
- Ackoff, Russel, *Scientific Method: Optimizing Applied Research Decisions*, John Wiley and Sons, Inc., 1962.
- Beaver, William H., *Financial Reporting: An Accounting Revolution*, New Jersey: Prentice-Hall, Inc., 1981.
- , and Landsman, Wayne R., *Incremental Information Content of Statement 33 Disclosures*, FASB Research Report(Stanford, Connecticut: FASB), November 1983.

- Foster, George, *Financial Statement Analysis*, Prentice-Hall, Inc., Englewood Cliffs, New Jersey, 1978.
- Frishkoff, Poul, *Reporting of Summary Indicators: An Investigation of Research and Practice*, FASB Research Report, FASB, 1981.
- , *Financial Reporting and Changing Prices: A Review of Empirical Research*, FASB Research Report, FASB, 1982.
- Griffin, Paul, A., *Usefulness to Investors and Creditors of Information Provided by Financial Reporting: A Review of Empirical Accounting Research*, FASB, 1982.
- Lev, Baruch, *Financial Statement Analysis: A New Approach*, Prentice-Hall, Inc., Englewood Cliffs, New Jersey, 1974.
- FASB, Objectives of Financial Reporting by Business Enterprises, *Statement of Financial Accounting Concepts No. 1*, 1978.
- , Qualitative Characteristics of Accounting Information, *Statement of Financial Accounting Concepts No. 2*, 1980.
- , *Statement of Financial Accounting Standard No. 33*, "Financial Reporting and Changing Prices.", 1979.
- , Exposure Draft, proposed *Statement of Financial Accounting Standards* "Financial Reporting and Changing Prices: Elimination of Certain Disclosure.", 1984.
- (2) 外國論文
- Beaver, William H., "The Behavior of Security Prices and Its Implications for Accounting Research (Methods).", *The Accounting Review* (Supplement 1972), pp.407-437.
- , and Christie, Andrew A., and Griffin, Paul A., "The Information Content of SEC Accounting Series Release No. 190.", *Journal of Accounting and Economics* (August 1980), pp.127-157.
- , and Demski, J.S., "The Nature of Financial Accounting Objectives: A Summary and Synthesis, Studies on Financial Accounting Objectives.", *Journal of Accounting Research* (Supplement 1974), pp.170-182.
- , and Kenelly, J.W., and Voss, W.M., "Predictive Ability as a Criterion for the Evaluation of Accounting Data.", *The Accounting Review* (October 1968), pp.675-683.
- Bildersee, John S., "The Association Between a Market-Determined Measure of Risk and Alternative Measure of Risk.", *The Accounting Review* (January 1975), pp.81-89.
- Garman, M.B., and Ohlson, J.A., "Information and the Sequential Valuation of Assets in Arbitrage-Free Economics.", *Journal of Accounting Research* (Autumn 1980), pp.420-440.
- Gonedes, Nicholas, "Efficient Capital Market and or External Accounting.", *The Accounting Review* (January 1972), pp.11~21.
- Hirshleifer, J., "The Private and Social Value of Information and Reward to Incentive Activity.", *American Economic Review* (September 1971), pp.561-574.
- Lee, Samuel S.O., "Korean Accounting Revaluation's Laws.", *The Accounting Review* (July 1965), pp.622-625.
- Masulis, Ronald W., "The Effects of Capital Structure Change on Security Prices A Study of Exchange Offers.", *Journal of Financial Economics* (August 1980), pp.139-178.
- McEnroe, John E., and Nikolai, Loren A., "How Usefulness is Inflation Accounting?", *The CPA Journal* (September 1979).
- Meyers, S.L., "The Stationarity Problem in the Use of the Market Model of Security Price Behavior.",

- The Accounting Review* (April 1973), pp.318-322.
- Peteren, Russell J., "Interindustry Estimation of General Price-Level Impact on Financial Information.", *The Accounting Review* (January 1973), pp.34-43.
- , "A Portfolio Analysis of General Price-Level Restatement," *The Accounting Review* (July 1975), pp.150-161.
- Sharpe, I.G. and Walker, R.G., "Asset Revaluation and Stock Market Prices.", *Journal of Accounting Research* (Autumn 1975), pp.293-310.
- Standish, Peter E.M., and Ung, Swee-Im, "Corporate Signaling, Asset Revaluations and the Stock Prices of British Companies.", *The Accounting Review* (October 1982), pp.701-715.
- Verrecchia, Robert E., "The Use of Mathematical Models in Financial Accounting.", *Journal of Accounting Research* (Supplement 1982), pp.1-42.
- Wells, M.C., "A Revolution in Accounting Thought?," *The Accounting Review* (July 1976), pp.471-482.
- Zeff, S., "The Rise of Economic Consequences.", *Journal of Accounting* (December 1978), pp.56-63.

