

# 리스연구의 흐름에 관한 분석적 고찰

李 昌 雨\*

《目 次》

- |                    |                      |
|--------------------|----------------------|
| I. 서 론             | 4. 기타문제들             |
| II. 리스회계공시제도의 변천과정 | IV. 실증적 문헌 연구        |
| III. 분석적 문헌 연구     | 1. 회계공시제도에 대한 시장반응   |
| 1. 부채와의 동질성에 대한 논의 | 2. 회계보고와 관련된 경영자의 동기 |
| 2. 리스거래의 경제논리      | 3. 부채와의 동질성          |
| 3. 운용리스의 평가        | V. 결 론               |

## I. 서 론

리스는 리스회사가 리스이용회사로 부터 일정한 금액을 정기적으로 받기로하고 리스회사가 소유하고 있는 자산을 사용할 수 있는 권리를 부여하는 계약이다. 이와같이 기업이 자산을 취득하는 방법에는 일정기간 동안 사용료를 현금으로 지불하고 자산의 사용권을 획득하는 방법인 리스거래와 대가를 지불하고 자산을 직접 구입하는 방법이 있다. 이러한 자산의 구입과 관련된 의사결정에 있어서는 리스이용회사는 리스를 함으로써 기업의 부채조달능력을 감소시키는 것으로 인식된다. 리스이용자의 관점에서 리스가치의 평가는 자산취득에 있어서 리스와 전통적 자금조달 방법 사이의 상호작용을 고려한 기업의 시장균형가치 극대화 목적으로부터 도출된다. 이같은 리스가치평가연구에 있어서 리스는 동액의 부채로 가정된다. 즉, 리스에 대한 의사결정은 리스료 지불에 대한 약속이 없다면 기업부채조달한도 내에서 발생할 수 있는 차입을 의미한다. 이와같이 기업이 리스를 통해 이용하는 1달러가 기업의 부채 1달러를 대체한다는 것은 흔히 이용되는 가정이다. 따라서 많은 재무관리 분야의 연구들은 이러한 가정하에서 리스거래가 이루어지는 것에 대한 경제적인 논리를 분석하는데에 초점을 맞추고 있다.

\* 서울대학교 經營大學 助教授

한편 전통적인 회계관습에 의할 때 리스거래계약에 대한 회계처리는 해당 리스와 관련된 자산이나 부채를 리스이용회사의 재무제표상에 인식하지 아니하는 입장을 취해왔다. 이는 리스거래계약이 계약당사자간의 약속이행을 기초로하기 때문이라고 보아진다. 그러나 대공황의 격변을 거치면서 이같은 회계처리의 적정성 여부에 대한 비판이 일어나기 시작하였다. 2차 세계대전 이후 장기리스거래계약이 기업의 자금조달, 즉 장기자산을 취득하는 주요수단이 되었고 따라서 회계학자나 회계실무자들은 이러한 리스거래계약의 주요 내용이 기업의 주요 재무제표에서 누락되는 전통적인 회계처리에 대하여 문제점을 지적하게 되었고 이에 따라 리스정보의 공시와 관련하여 많은 제도의 변화를 겪게 되면서 리스와 관련된 실증적인 연구들은 과연 이들 공시제도의 변화가 기업의 가치에 영향을 미치는가에 대하여 집중적으로 이루어져 왔다.

이 논문의 목적은 이들 문헌연구를 검토하여 그 내용을 요약 정리하고 또 리스와 관련하여 아직도 해결되지 않고 있는 문제들을 지적하며 이를 바탕으로 앞으로 이 분야의 연구전개방향을 논하고자하는 것이다.

이 논문의 구성은 다음과 같다. 제 2 장에서는 리스회계공시제도의 변천과정을 언급한다. 이는 리스와 관련된 많은 실증적인 연구들이 리스정보의 공시제도 또는 이의 변화에 대한 시장의 반응을 주된 대상으로서 연구하여왔기 때문이다. 제 3 장에서는 리스와 관련된 분석적인 문헌들을 대상으로 분석하였다. 제 4 장에서는 리스거래의 경험적인 측면을 다루는 실증적 분석연구들을 살펴보고, 끝으로 제 5 장에서 결론을 맺는다.

## Ⅱ . 리스회계공시제도의 변천과정

전통적인 회계관습에 의할 때 리스거래계약에 대한 회계처리는 해당 리스와 관련된 자산이나 부채를 리스이용회사의 재무제표상에 인식하지 아니하는 입장을 취해왔다. 이는 리스거래계약이 계약당사자간의 약속이행을 기초로하기 때문이라고 보아진다. 그러나 대공황의 격변을 거치면서 이같은 회계처리의 적정성 여부에 대한 비판이 일어나기 시작하였다. 제2차 세계대전이후에는 장기리스거래계약이 기업의 자금조달, 즉 장기자산을 취득하는 주요수단이 되었고 따라서 회계학자나 회계실무자들은 이러한 리스거래계약의 주요 내용이 기업의 주요 재무제표에서 누락되는 전통적인 회계처리에 대하여 문제점을 지적하게 되었다.<sup>(1)</sup> 기업의 자금조달수단으로서의 리스거래계약에 따르는 문제점은 이와같이 회계학자 및 회계실무가에 의하여 인식되기 시작하였고 이와 관련된 회계처리에 대한 연구

가 1949년과 1953년에 미국공인회계사회에 의하여 각각 **Accounting Research Bulletin(ARB) No. 38**과 **No. 43**으로 발표되었다. 그러나 이와같이 리스거래정보의 공시에 대한 지침이 주어졌지만 기업회계의 실무에 있어서는 일관된 회계처리를 발견하기 힘들었고, 더욱이 투자자들이 관심을 갖는 회계정보의 공시는 불충분한 것으로 인식되었다. 이같은 이유로 미국공인회계사회는 연구분과의 연구결과를 토대로하여 **Accounting Research Study(ARS) No.4**의 연구보고서를 발행하여 리스거래정보를 대차대조표상에 표시하도록 건의하였다. 즉, 실질적인 구매행위로 볼 수 있는 리스거래는 해당 기업에 자산과 부채를 동시에 발생시키며 이같은 정보는 대차대조표상에 표시되어야 한다는 내용이다. 그러나 일정한 기간에 걸쳐 일정한 사용료를 납부하여 자산의 사용권을 취득하는 리스거래에 관하여는 견해가 일치되지 않았다.

1964년에 미국공인회계사회는 **APB Opinion No. 5**를 발표하였는데, 이곳에서는 앞에서 언급한 **ARS No. 4**의 대차대조표 공시규정을 더욱 확장하여 '할부거래에 의한 자산의 실질적인 취득'으로 볼 수 있는 리스거래계약은 대차대조표에 자산의 취득으로 공시되어야 한다고 규정하였다. 여기서 말하는 '할부거래에 의한 자산의 실질적인 취득'으로 볼 수 있는 리스거래계약이란 그 취득된 자산에 대하여 해당기업이 중요한 지분을 형성하게되는 경우를 말하는 것으로 인식된다.<sup>(2)</sup>

**APB Opinion No. 5**가 채택된 이후 리스이용회사의 리스정보공시의 내용은 많이 개선된 것으로 판단되었다. 그러나, 이같은 개선에도 불구하고 투자자들의 입장에서는 **APB**

- (1) 이에 대한 좋은 예로는 Childs Co. 사례를 들 수 있다. 이 사례는 1949년 SEC연례 보고서에 언급된 것으로 Moonitz와 Jordan(1963, p.327)에 인용되었다.
- (2) 비록 **APB Opinion No. 5**와 **ARB No. 43** 모두 '실질적인 구매'라는 용어를 사용하고 있지만 기준들의 내용은 상이하다. **ARB No. 43**에서는 1) 구매선택권을 조건으로 하거나 2) 임대 사용료에 자산의 할부구매가가 포함되어있다는 사실이 '실질적인 구매'의 결정적인 요소가 된다. 반면에 **APB Opinion No. 5**에서는 좀더 구체적이고 제한적인 조건이 포함되어 있는데 그 내용은 다음과 같다. 1) 그 취득된 자산에 대하여 해당기업이 중요한 지분을 형성하는 경우, 2) 리스거래시 취소불가능한 기한연장 선택권이 있는 경우, 3) 취소불가능한 구매선택권이 있는 경우, 4) 리스회사가 리스이용자의 특수한 필요를 만족시키기 위해 자산을 취득한 경우, 5) 리스기간이 자산의 내용년수와 일치하는 경우, 6) 리스자산에 대한 리스회사의 의무에 대해 리스이용자가 보충한 경우, 7) 리스이용자가 조세목적상 리스거래를 자산의 구매로 취급한 경우, 8) 리스회사와 리스이용자가 특수한 관계인 경우. 또한 **APB Opinion No. 5**는 중요하거나 장래의 운영결과에 중요한 영향을 미칠 것으로 기대되는 취소불가능한 리스거래에도 적용된다.

Opinion No. 5하의 공시내용이 그들이 관점에서 볼 때에 중요한 정보들이 모두 공시되는 것이 아니라는 견해를 피력하였다. 따라서 미국공인회계사회의 재무회계기준위원회는 재무정보이용자들이 리스거래계약이 갖는 재무적 효과와 영업의 결과 및 자금의 흐름에 대한 장·단기적 영향을 평가할 수 있도록 리스이용자들이 자본화되지 않은 리스거래계약에 관한 정보를 공시하여야 한다는 판단을 하게 되었다. 그러나 1973년에 발간된 APB Opinion No. 31은 어떠한 리스거래가 자본화되어야 하는가, 또는 그와 같은 리스의 자본화는 기업의 손익에 어떻게 영향을 미치게 되는가에 관한 공시규정을 하지 않았다. 이는 곧 이어 수행된 재무제표의 목적에 관한 연구에서 리스의 개념정립을 위한 논리적인 근거가 제공될 것이라는 기대 때문이었다. 이와 비슷한 시기에 미국의 증권거래위원회(Securities Exchange Commission; SEC)도 Accounting Series Releases(ASR) No. 147을 비롯한 여러 가지 공시규정들을 발표하였는데 이 중 특이한 사항은 리스거래계약에 의한 채무약정의 현재가치를 공시하는 규정과 그러한 리스거래계약이 자본화되는 경우를 가정할 때에 기업의 순이익에 미치는 영향을 기업이 공시하는 재무제표의 주석사항으로하는 규정이었다.

그러나 이 시기에 미국공인회계사회에 의하여 발표된 APB Opinion No. 7이나 APB Opinion No. 27에서는 “자산의 소유에 따른 모든 효익과 위험의 이전(transfer)”이라는 개념을 사용하여 어느 특정 리스거래가 금융리스인지 또는 자산의 처분(구입)인지 또는 단순한 자산의 임대인지를 판단하는 근거로 규정하였으나, APB Opinion No. 5에서는 “실질적으로 자산의 할부구입”이라고 볼 수 있는 리스거래는 자본화하는 것으로 규정하고 있어서, 이와같이 서로 다른 개념 및 판단기준이 기업의 회계실무에 적용되면서 하나의 리스거래가 리스회사의 입장에서는 자산의 처분 또는 금융리스로 구분되고 리스이용자의 입장에서는 자산의 임대로 처리되는 현상이 나타나게 되었으며, 회계기준위원회 또한 ‘자산의 할부구입’이라는 개념이 리스거래의 자본화 기준으로는 너무 제한적이라고 판단하였다. 이러한 이유는 ‘자산의 할부구입’이라는 개념이 문자 그대로 실무에 적용된다면 자산의 소유권이 이전되는 조건으로 이루어지는 리스거래만이 자본화의 대상이 되기 때문이다. 회계기준위원회는 또 리스이용자의 지분이 중요한 금액이 된 경우에는 대상자산의 소유와 관련된 모든 효익과 위험이 효과적으로 이전되는 것으로 볼 수 있다는 인식을 하게 되었다.<sup>(3)</sup>

(3) 자산의 총경제적 내용년수를 초과하는 리스가 이에 대한 좋은 예가 될 것이다.

이와 같이 리스거래와 관련하여 기업들의 회계처리상에 여전히 많은 문제점들이 존재한 가운데 1973년 10월에 Financial Accounting Standard Board(FASB)는 리스거래에 관한 회계처리에 대하여 논의하는 Discussion Memorandum을 준비하는 과정에서 실무팀을 구성하였고 그 결과, 1976년 11월에는 리스거래의 구분과 관련된 많은 개념상의 불일치사항들을 제거하기 위하여 재무회계기준 제13호(Statement of Financial Accounting Standard, SFAS No. 13)를 발표하게 되었다. 이 재무회계기준 제13호는 '자산의 소유'와 동일하게 볼 수 있는 리스거래로서 자산의 소유에 따른 모든 효익과 위험을 이전하는 리스는 리스회사의 입장에서는 자산의 구입으로 기록되어야하고 동시에 그에 따른 부채도 인식하여야 하며, 리스이용회사의 입장에서는 그 대상자산의 처분으로 회계처리가 이루어져야하고, 그외의 리스거래는 자산의 단순한 임대로 기록되어야한다고 규정하고 있다. 회계기준위원회는 이같이 새롭게 발표된 재무회계기준 제13호의 공시규정들이 투자자들의 입장에서 투자대상기업의 재정상태와 영업성과를 평가하는데에 유용한 정보를 제공할 것이라고 판단하였다.<sup>(4)</sup>

재무회계기준 제13호는 1977년 1월 1일 이후에 체결되는 리스거래부터 적용되었으며 이 규정은 또 1980년 12월 31일로 마감되는 회계연도 이후에 시작되는 회계연도의 재무제표에 대하여 소급적용되도록 하였다. 여기서 회계규정의 소급적용과 관련하여 4년간의 유예기간을 둔 것은 그 기간 동안 기업들로 하여금 새로운 회계규정에 맞는 자료들을 준비하고 부채계약규정 등의 위배사항들을 이 기간 동안 제거할 수 있도록하기 위함이다. 이같은 유예기간 동안에는 재무회계기준 제13조의 리스자본화규정에 맞는 리스거래에 대하여 그같은 리스거래가 자본화되었을 경우에 발생하는 대차대조표에의 영향 및 손익거래의 영향을 별도로 공시하도록 하였다. 이와 관련해서 또한 기업들로 하여금 1년의 기간동안 이같은 별도의 공시규정에 맞는 자료를 준비하도록 유예기간을 두고 있다.

(4) 만약 당초에 리스가 다음 조건들 중 하나 이상을 만족시킨다면, 리스이용자의 입장에서 이러한 리스는 금융리스(capital lease)로 구분되어야 하며 이에 해당하지 않는 리스만이 운용리스(operating lease)로 분류되면 되는 것이다. a) 리스기간 종료시 리스자산의 소유권이 리스이용자에게 이전된다. b) 리스거래에 구매선택권(bargain purchase option)이 포함되어있다. c) 리스기간이 리스자산의 경제적 내용년수의 75% 이상이다. d) 리스거래 개시일 현재 리스이용료의 현재가치가 리스자산공정가치의 90% 이상이다.

### Ⅲ. 분석적문헌 연구

#### 1. 부채와의 동질성에 대한 논의

기업이 자산을 취득하는 방법에는 일정기간 동안 사용료를 현금으로 지불하고 자산의 사용권을 획득하는 방법과 대가를 지불하고 자산을 구입하는 방법이 있다. 이러한 '리스 대 자산구입'의 의사결정에 있어서 리스거래계약에 서명한 회사는 여러 가지 다른 경로를 통해서 부채조달능력을 감소시키는 것으로 인식된다. 이와 관련된 이슈로는 전통적 자금 조달에 대한 대안으로서 리스를 사용한 것이 어떻게 기업의 시장가치를 변화시키는가 하는 것이다. 그러므로 리스이용자의 관점에서 리스가치평가모형(lease valuation formula)은 자산취득에 있어서 리스와 전통적 자금조달 방법 사이의 상호작용을 고려한 기업의 시장균형가치 극대화 목적으로부터 도출된다. 리스회사의 관점에서는 가치평가모형에 고려된 모든 현금흐름의 부호가 반대인 점을 제외하고는 모든 분석의 내용이 동일하다.

모든 리스가치평가연구에 있어서 리스는 동액의 부채로 가정된다. 리스에 대한 의사결정은 리스료 지불에 대한 약속이 없다면 기업부채조달한도 내에서 발생할 수 있는 차입을 의미한다. 즉, 리스거래계약이 없었다면 동액의 자금차입이 발생했음을 가정하는 것이다.<sup>(5)</sup> 기업이 리스를 통해 이용하는 1달러가 기업의 부채 1달러를 대체한다는 것은 흔히 이용되는 가정이다. '어느 정도의 부채가 리스거래계약에 의해 대체되어야 하는가' 하는 문제는 리스거래계약의 가치평가와 관련하여 연구되어야 할 또 하나의 주제이다. Myers, Dill, and Bautista (1976)는 그 대체비율이 리스회사나 리스이용자 모두에 있어서 1보다 작을 것이라고 추측하였다. 그들은 조세감면(tax shields)과 리스료 지불(lease payments) 중 어느 것도 절대적으로 안전하지는 않다고 주장하였다. 즉, 기업의 입장에서 볼 때 부채비율이 높을수록 기업은 모든 조세감면(tax shields) 수단을 이용하기가 더욱 더 어려워진다. 또한 리스료 지불(lease payments)은 리스이용자의 의무불이행 가능성과 일반적인 시장조건에 따라 변화하는 리스기초자산의 가치로 인해 어느 정도의 체계적 위험(systematic risk)을 가지고 있다는 것이다.

(5) Franks and Hodges(1978)는 리스계약의 현재가치보다는 리스계약에 의해서 대체되는 현금 흐름에 초점을 맞추었다. 리스에 의해서 대체되는 부채액은 리스료의 현금흐름과 정확하게 일치하는데 자산 취득을 위해 차입한 자금을 상환하기 위해 필요한 현금흐름을 의미한다.

## 2. 리스거래의 경제논리

리스거래에 대한 가장 논리적인 설명은 리스이용자와 리스회사 모두 리스거래로부터 이익을 얻는다는 것과 그 이익이 부채조달에 의한 자산취득에서 얻는 이익보다 크다는 점이다. 그러나 무관론가설(Irrelevance Proposition)에 따르면 다음과 같은 조건이 만족되는 상황에서는 기업이 자산을 리스를 통해 취득하건 부채조달에 의해 취득하건 차이가 없다고 주장한다.

- 1) 리스시장이 경쟁적이다.
- 2) 리스거래와 관련된 세금이 없다.
- 3) 리스거래에 따른 거래비용이 없다.
- 4) 사람들은 리스이용회사의 실질적인 선택대안이 고정되어 있다고 생각한다.

위의 조건들 중 어느 하나라도 만족되지 않으면 리스거래가 이루어질 요인이 생기게 된다.

Lewellen, Long, and McConnell(1976)과 Miller and Upton(1976)은 완전경쟁시장하에서 잠재적 리스회사들의 경쟁과 리스이용회사와 리스회사의 투자자들의 활동으로 인해 주가가 균형을 이루려는 힘으로 인해 리스거래와 관련된 현금흐름의 현재가치는 자산의 직접구입가격과 같아진다고 주장하였다. 이러한 결론은 리스이용회사와 리스회사의 법인세율과 자산감가상각 가능성이 같은 기업이 부채를 소유하고 있고 또 법인세가 존재한다고 하여도 계속 유효하다. 결론의 핵심은 리스의무 존재를 가정할 때, 리스이용회사에 의해 암묵적으로 사라진 부채조달능력과 부수적인 절세액은 동시에 창출된 리스회사의 증가된 부채조달능력에 대응된다는 사실을 인식하는데 있다.<sup>(6)</sup>

그러므로 재무관리상의 많은 연구들은 체계적이고, 제도적인 결함과 실무에서 얻어질 것으로 기대되는 중요한 이익(expecting material gains)의 근거를 제공하려는 다른 동기들에 초점을 맞춰왔다.<sup>(7)</sup> 예를 들면, 그들은 어떤 자산들의 대량 구매로 인한 규모의 경제와 임대계약을 맺고있는 많은 기업들에 대한 지속적인 공급이 저가에 리스할 수 있는

(6) Miller and Upton(1976)은 이러한 균형가설은 현행 미국 세법상의 몇몇 특성 때문에 가끔은 깨지는 경우가 있다고 설명하고 있다. 예를 들면, 리스이용회사가 어떤 세제상의 지원들(tax subsidies)의 경우는 언제나 전부 이용할 수 있는 것은 아니다.

(7) 이에 해당하는 연구로는 Johnson and Lewellen(1972), Miller and Upton(1976), Lewellen et al.(1976), Myers, Dill, and Bautista(1976), Frank and Hodges(1978) 등이 있다.

기회를 창출한다는 점을 지적하고 있다. 그들은 또한 리스회사와 리스이용회사에 있어서의 조세에 대한 다른 가정이 리스에 대한 매력에 영향을 미친다고 주장한다. 예를 들면, 높은 한계세율에 직면하고 있는 회사에게는 차입금에 대한 지급이자와 가속상각법으로부터 발생하는 조세절감(tax shield) 효과가 그렇지 않은 회사에 비해 더욱 가치있을 것이다. 그러므로 그들은 이러한 절세효과를 리스료에 반영하여 리스료를 자산을 직접 소유할 때 발생하는 비용 이하로 낮출 수 있는 것이다. 따라서, 리스에 대한 조세상의 유인(tax incentive)은 다음과 같은 때에 존재하게 된다.

- 1) 리스회사의 세율과 리스이용자의 세율이 다른 경우
- 2) 투자세액공제가 높은 한계세율을 부담하는 기업군(the higher tax bracket)에게도 적용되는 경우
- 3) 리스거래로 인한 조세감면(tax shields)에도 불구하고 추가적인 차입활동이 가능한 경우<sup>(8)</sup>

그러나, **Smith and Wakeman**(1985)은 조세는 왜 특정자산이 '구입' 보다는 '리스'에 의해 조달되는가 하는 문제와 리스거래계약에 있어서 특정 규정이 선택되는 이유에 관해 제한적인 설명만을 제공하고 있을 뿐이라고 주장하였다. 또한 그들은 조세가 리스회사와 리스이용자의 정체(identity)를 결정하는데는 중요하지만 리스의 대상이 되는 특정 자산의 정체를 밝기에는 중요성이 덜하다는 내용도 함께 주장하였다. 그들의 분석은 다음과 같은 경우들에 있어서 리스가 좀더 타당한 대안임을 보여주고 있다.

- 1) 자산의 가치가 사용과 유지보수 결정에 덜 민감한 경우
- 2) 자산의 기업에 대한 특유성이 낮은 경우
- 3) 자산의 내용년수에 비해 기업에서의 사용기간이 상대적으로 짧은 경우
- 4) 회사채 계약에 특별한 재무정책조항이 포함되어 있는 경우
- 5) 경영자 보상계약에 투자자본수익률의 함수로서의 특정 보상규정이 포함되어있는 경우

(8) **Frank and Hodges**(1978)는 리스에 대한 매력은 결정적으로 조세에 대한 가정에 달려있다고 주장하고 있다. 그들은 현재 면세상태에 있고 미래의 언젠가 다시 조세를 납부할 것으로 기대되는 회사의 경우 리스에 대한 매력은 면세기간의 길이에 달려있음을 보여주고 있다. **Lewellen, Long, and McConnell**(1976)은 거래량의 차이, 재판매/폐물 가치, 소득공제조항(tax deduction provisions)과 차입정책들이 잠재적 저축(potential savings)의 원천이라고 지적하고 있다. 흥미롭게도 그들은 조세효과가 위의 둘 중 한가지 방향으로 갈 수 있고, 변화의 순효과는 개별자산의 내용년수(리스기간), 감가상각방법, 자본화율(capitalization rates), 과 관련된 레버리지 가능성(leverage possibilities involved)에 달려있음을 보여주고 있다.



- 6) 기업의 자금형편이 어려워 위험감소(risk reduction)가 중요한 경우
- 7) 리스회사가 시장지배력을 가지고 있는 경우
- 8) 리스회사가 자산처분능력에 있어서 상대적 우위를 점하고 있는 경우<sup>(9)</sup>

그들은 또한 어떻게 이러한 동기들이 유지보수, 보증금, 벌칙, 사용상의 제한, 기간연장선택 같은 계약조항들의 사용을 설명할 수 있는가를 보여주고 있다.

### 3. 운용리스의 평가

운용리스는 두 가지 중요한 측면에서 순수한 금융리스와 차이가 있다. 첫째, 운용리스에서는 리스이용자의 선택에 의해 취소될 수가 있다. 둘째, 운용리스에서는 리스회사가 리스자산의 잔존가치를 취할수 있다. 리스이용자의 관점에서 보면 운용리스는 경제상황이 불리해지는 경우에는 언제든지 이용할 수 있기 때문에 운용리스료는 변동비(variable cost)에 해당한다. 리스회사의 관점에서 보면 운용리스는 금융리스보다 더 위험한 것으로 인식되는데 이러한 리스회사의 위험의 원천은 두 가지로 구분할 수 있다. 첫 번째는 시간의 경과에 따른 자산의 경제적 가치의 변동이다. 이러한 변동은 자산의 경제적 감가상각률의 불확실성과 일반물가수준(general price level)과 이자율의 불확실성에 그 원인이 있다. 이러한 형태의 위험을 대체위험(replacement risk)이라 한다. 그리고 이 대체위험에는 자산 잔존가치(the salvage value of the asset)의 불확실성도 또한 포함된다. 두 번째 위험은 리스이용자의 특성과 관련된 것이다. 리스이용자가 리스자산으로부터 얻을 수 있는 수익의 현재가치가 리스료의 현재가치보다 작아진다면 리스이용자는 리스거래계약을 취소할 것이다. 이를 수익위험(revenue risk)이라고 하며 리스이용자의 채무불이행위험(default risk)도 이에 포함된다.

Copeland and Weston(1982)은 운용리스의 취소와 관련된 특성을 리스이용자가 가지고 있는 어메리칸 풋 옵션(American put)이라고 지적하였다. 이러한 풋옵션의 가치는 리스이용료에 내재되어 있다. 그들은 이항옵션가격결정모형을 이용하여 이러한 어메리칸 풋 옵션(American put)의 현재가치를 도출해 내었다. 이들 분석의 핵심은 자산의 기대대체비용(the expected replacement cost of the asset)은 매기간 일정한 비율로 감소하고, 리스거래계약이 명문화되어 있어 잔존리스이용료의 현재가치가 매기간 자산의 기대대체가치

(9) 비조세 리스동기(non-tax incentives for leasing)에 관한 다른 연구로는 Johnson과 Lewellen(1972), Lewellen 등(1976)의 연구가 있다.

(the expected replacement value of the asset)와 일치한다는 가정에 있다.<sup>(10)</sup> McConnell과 Schallheim(1983)은 복잡한 옵션가격결정모형을 도입하여 다양한 형태의 리스거래 계약을 평가할 수 있는 일반가격결정모형을 개발하였다.

#### 4. 기타문제들

리스가치평가와 관련된 초기 연구에 있어서 주요 이슈 중의 하나는 관련된 현금흐름의 할인율을 어떻게 결정할 것이냐의 문제였다. Bower(1973)는 리스가치평가에 대한 접근 방법들은 사용되는 할인율을 포함하여 관련 대안들 및 적합한 요약측정치(summary measure)와 관련하여 차이가 있음을 지적하고 있다. Johnson and Lewellen(1972)은 세후순금흐름은 자본시장에서 예측력을 가지고 있는 할인율로 할인되어야 한다고 강조하며, 이 예측력(predictability)은 현금흐름의 다양한 요소들을 획득하는 것과 관련된 위험들의 차이점을 고려하여 평가하여야 한다고 주장하고 있다. 또한 Levy and Sarnat(1979)는 문제의 정확한 해답을 얻기 위해서는 관련된 현금흐름들을 비교하는 과정에 내재되어 있는 차별적인 재무적 위험(financial risk)을 중화시키는 것이 필요하다고 주장하였다. 따라서 적절한 할인율을 선택하기 위해서는 현금흐름을 위험을 기준으로 재분류하는 것이 필요하다.

Miller and Upton(1976)은 단기간의 리스수입이 리스자산에 투자된 자본의 기회원가와 리스기간동안의 경제적 감가상각에 의한 경제적 손실을 보상하기에 충분하다는 사실을 논증하였다.

Long(1977)은 리스거래가 기업의 자본화율(capitalization rate)에 미치는 영향을 다루었다. 그는 기업이 리스금융을 이용할 경우 기업의 자기자본비용을 평가할 수 있는 모델을 개발하였는데 그의 분석에 의하면 1달러의 자본을 리스로 조달할 경우의 세후순비용은 차입에 의한 경우보다 훨씬 컸다. 그는 또한 자본구조상 리스거래의 비중이 작은 기업에 있어서는 자기자본비용을 추정하는데 있어서 리스거래의 영향이 작다는 사실을 발견하였다.

Kim, Lewellen, and McConnell(1978)은 문제가 되는 자산이 이미 구입된 상태이고, 현재 생산과정에서 사용 중에 있으며 자산을 사용하고 있는 기업이 타인자본을 가지고 있는 재무구조인 경우에 판매후채리스를 할 것인가 말 것인가하는 관리적 의사결정의 문제를

(10) 따라서 이 옵션은 금액으로 명시된다.

다루었다. 그들은 어떤 시장의 결합이나 조세와 독립적으로 주주의 부에 미치는 효과의 양으로 나타남을 보여주고 있다. 이는 판매후채리스 기회를 전부 이용하는 것이 주주의 부를 증대시킴을 의미한다.

#### IV. 실증적 문헌 연구

##### 1. 회계공시제도에 대한 시장반응

리스가치평가(lease valuation)와 리스와 관련된 공시규제에 관한 실증연구들은 몇가지 주제로 구분지어 질 수 있다. 첫 번째 주제는 리스관련 규제 조항의 입법과 관련된 심의와 그 결과에 따른 자료의 공시에 대해 시장이 반응하는가하는 것이다. 이 주제와 관련된 연구에 있어 ASR No. 147과 APB Opinion No. 31이 주된 관련을 가지고 있다. Ro(1978)는 기업들로 하여금 비자본화금융리스(non-capitalized financing leases)와 관련된 정보공시를 요구하는 SEC의 규정, 즉 ASR No. 147이 주가에 어떤 영향을 미치는가를 검토하였다.<sup>(11)</sup> 그의 결론에 따르면 대차대조표에 대한 현재가치효과(the present value effect)만을 공시한 기업(the PV-only firms)에 있어서 통제기업들과 표본기업들 사이의 위험조정평균수익이 유의적인 차이를 보이지 않음을 알 수 있다. 반면에 리스의 자본화(capitalization)로 인한 현재가치와 이에 따르는 손익의 영향(the PV-IE sample)을 공시하는 회사들에 있어서는 유의적인 반대효과가 발견된다. 그는 이러한 시장의 역반응은 이익효과에 기인한 것으로 결론지었다. 또한 PV-IE표본에 있어서는 투자자들로부터 고위험기업들이 저위험기업들 보다 더 부정적인 평가를 받고 있다는 사실이 발견되었다. May, Harkins, and Rice(1978)는 1973년에 변경된 리스공시제도의 영향으로 리스이용회사의 주가가 비리스이용회사의 주가에 비해 유의적으로 하락하고 있음을 발견하였는데 이는 Ro(1978)의 연구내용과 일치하는 것이다. 그들의 결론은 또한 이전에 리스에 관한 어떠한 계량적 정보도 발표한 적이 없는 리스이용회사의 상대가격조정패턴과 그러한 정보를 공시했던 리스이용회사의 상대가격조정패턴이 다르지만 이들 회사 모두 공시제도의 변경에 의해 영향을 받고 있음을 시사하고 있다.<sup>(12)</sup> 리스이용기업과 비리스이용기업의 상대적

(11) 그가 귀무가설로 사용한 '수익률 차이(return difference)의 평균은 0이다.'라는 가설은 공시형태에 기초하여 만들어진 것으로 PV공시기업(the PV disclosure firms)과 PV와 이익효과공시기업(the PV and Income Effect disclosure firms)에 해당하는 것이다.

(12) 이들은 연구에서 APB Opinion No. 31과 ASR No. 147이 주가에 미치는 효과를 보기 위해서

주가변동과 관련하여 그들은 공시제도의 변동이 기업의 가격구조에 영향을 끼치고 이와같은 영향은 리스정보의 공시제도 변경에 관한 최초의 공식적인 발표 수 개월<sup>(13)</sup> 이전부터 시작되고 있음을 발견하였다.

Abdel-khalik, Thompson, and Taylor(1978, the first study)는 사채시장에서 ASR No. 147과 APB Opinion No. 31에 의해 이루어진 리스정보의 공시에 따라 채무기업의 채무불이행위험에 대한 평가가 재반영되는지 여부를 연구하였다. 사채위험프리미엄(Bond Risk Premium: BRP)에 대한 리스규제의 경제적 영향은 영향을 받는 기업의 사채위험프리미엄과 영향을 받지 않는 기업의 사채위험프리미엄을 비교함으로써 분석되었다. 이들의 연구결과는 리스이용기업의 채무불이행위험이 사채시장에 유의적으로 반영되고 있지 않음을 보여주고 있다. 그들은 새로운 공시제도의 정보내용이 이미 여러 다른 경로, 예를 들면 사채평가기관등을 통해 사채시장에 전달되었을 것으로 결론지었다.<sup>(14)</sup>

Finnerty, Fitzsimmons, and Oliver(1980)는 리스과정에서 널리 이용되고 있는 시장에서 결정된 기업의 체계적 위험이 ASR No. 147, FASB의 exposure drafts와 SFAS No. 13에 의해서 영향을 받는지에 대하여 연구하였다.<sup>(15)</sup> 그들은 SEC의 ASR No. 147과 FASB

간차가격의 표본통계량을 다수 비교하고 표본기업들의 다양한 하위표본기업들을 구성하여 이들 자료의 변동여부를 분석하였다. 부분적인 리스규모라도 계량적 정보를 이미 공시한 리스이용기업들의 상대가격조정치의 특성은 다음과 같다. 1) 음의 값을 갖고 평균적으로 매우 유의적이다. 2) 규정에 의한 발표 이전에 매우 잘 공표된다. 3) 평균적으로 공시 이후에는 더 이상의 감소 경향은 없다. 4) 리스부채의 금액의 중요성과 관계가 있다. - 평균적으로 리스거래가 적은 기업은 증가하고, 리스거래가 더 많은 기업은 더욱 감소한다. 또한 리스와 관련된 어떠한 계량적 정보도 이전에 공시한 적은 없으나 공시제도의 변동에 의해 계속적으로 영향을 받는 기업에 있어서의 가격조정치의 특성은 다음과 같다. 1) 공시 이전에는 평균적으로 유의적인 양의 값이나 음의 값을 갖지 않는다. 2) 계속적으로 더 많은 물질적 리스를 공시한 기업은 음의 값을 갖는 반면에 상대적으로 더 적은 리스이행의무를 공시한 기업들은 조정치가 양의 값을 갖는다. 3) 공시에 이어지는 추가적인 가격조정치는 리스거래가 많은 기업과 적은 기업 모두에 있어서 모두 음의 값을 갖는다. 이러한 추가적인 가격조정치는 영향력있는 연차보고서 발표 1개월 이내에 발생하여 2개월 정도 지속된다.

(13) 20~22개월 정도

(14) 이와 같은 결과에 기초하여 그들은 SFAS No.13의 실행이 대차대표표상에서 이전의 비자본화리스(non-capitalized leases)의 현재가치를 장기부채화 시키는 효과로 인해 이에 해당하는 기업들의 채무불이행 위험이 재평가됨을 발견할 수 있을 것이라고 결론내리고 있다. 이로 인해 부부채를 이용하고 있는 이들 기업의 타인자본비용을 증가시킬 것이다.

(15) 이 연구에는 세가지 표본이 사용되었다. 그룹1은 리스를 많이 하고 있는 기업들로 구성하였고, 그룹2는 통제집단으로서 리스를 거의 이용하고 있지 않은 기업들로 구성하였다. 그룹3은

의 공시규정의 발표가 기업의 체계적 위험에 대한 시장의 평가에 영향을 거의 미치지 않음을 발견하였다. 따라서 이 연구에는 공시를 통해 전달된 정보는 재무분석가 같은 비회계적인 경로를 통해 이미 기업의 체계적 위험에 반영되었다는 결론을 내리고 있다. Bowman(1980)은 기업의 시장위험과 ASR No. 147에 의한 리스정보와의 연관성에 대하여 연구하였다. 시장위험을 종속변수로 하고 기업특성을 나타내는 여러 독립변수들을 이용하여 다중회귀분석을 시행한 결과, 그는 리스정보가 강형 시장효율성(*strong form of market efficiency*)을 나타내는 정보공시전의  $\beta$ 와 유의적으로 관련이 있음을 발견하였다. 여기서 주목해야 할 것은 그의 연구가 정보공시전의 기업의 체계적 위험과 이후 재무제표에 반영될 리스정보와의 관련성에 초점을 맞추고 있다는 사실이다.

Elam(1975)은 자본화(*capitalization*)와 장기리스에 대한 주식공시의 상대적 예측능력을 연구하였다. 그는 추가적인 리스 자료가 기업도산예측과 관련된 재무비율의 예측력을 증가시키지 않음을 발견하였다.

SFAS No. 13에 대한 시장반응에 대하여, Abdel-khalik, Ajinkya, and McKeown(1981)은 재무적 의사결정의 변동이 고려되는가 아니면 무시되는가하는 문제점에 대하여 두 가지 형태의 분석을 행하였다. 그들은 SFAS No. 13의 내용이 심의중이던 기간의 기간의 변동에 따르는 자료의 변화로부터 산출한 위험측정치의 변화를 추적하였다. 그들의 연구에서 리스이용회사들에 구체적으로 적용되는 사건에 대한 시장의 반응을 발견할 수는 없었지만, 낮은 부채 대 자본비율을 갖기 위해 중요한 재무의사결정을 변경한 일부 표본기업들<sup>(16)</sup>이 그렇지 않은 표본기업의 위험보다 더 위험이 감소했음을 발견하였다.

## 2. 회계보고와 관련된 경영자의 동기

리스와 관련된 실증적 연구의 두 번째 이슈는 리스부채의 회계보고 방법의 선택에 관한 경영자의 동기가 무엇이나 하는 것이다. Abdel-khalik 등(1978, *the second study*)은 '경영자는 리스거래를 대차대조표에 나타나지 않도록 하는 것이 리스이용회사의 타인자본비용을 감소시킬 것으로 생각하고 있다'는 주장의 유효성여부를 검증하였다. BRP결정요소에 관한 두 동질적인 집단에 대해 군집분석을 수행하여 일부 부외리스(*off the balance*

---

통제집단의 선택이 결과에 어떠한 영향을 끼치는가를 조사하기 위해 모집단에서 무작위로 추출한 표본집단이다. 횡단면적으로 체계적 위험의 유의적인 변동이 있는지를 보기 위해 Chow Test를 시행하였다.

(16) 항공사, 패스트 푸드 체인점과 소매상점.

sheet leasing)를 이용하는 기업들의 평균 BRP가 비슷한 위험수준의 다른 기업들에 비해 유의적으로 낮다는 사실을 발견하였다.

El-Gazzar, Lilien, and Pastena(1986)는 경영자가 리스회계처리 방법을 선택하는데 영향을 미치는 요소들에 대하여 연구하였다. 회계처리방법의 선택에 대한 횡단면적 차이를 설명하는 세 가지 요인은 부채 계약조항에 의한 제한, 이익에 기초한 보상계획과 정치적 비용이다. 프로빗 분석(probit analysis)을 통해 그들은 주식에 의한 공시방법이 높은 부채-지분 비율(debt-equity ratio)과 지급이자를 차감한 이익에 기초한 경영자보상계획의 존재와 양의 상관관계를 가지고 있음을 발견하였다.

Imhoff and Thomas(1987)는 리스이용회사의 자본구조에 대한 SFAS No. 13의 영향을 연구하였다. 이들 연구의 관심사는 새로운 회계기준에 대한 시장의 반응보다는 기업의 반응에 모아졌다. 이 연구의 결과는 리스이용회사가 대차대조표상 부채비율과 자산수익율에 대한 SFAS No. 13에 대한 영향을 줄이거나 없애기 위해 리스거래를 제거하고, 운용리스 위주의 리스구조를 만들고, 비리스부채를 줄이는 등의 방법을 취할 것임을 시사한다.

### 3. 부채와의 동질성

리스에 관한 실증적 연구와 관련된 세 번째 이슈는 리스거래에 대한 가치평가에서 언급되었던 바와 같이 리스가 전통적 부채와 동질적인가하는 것이다. 그러나 Ang and Peterson(1984)은 리스와 전통적 부채 사이에 보완적인 관계가 있음에 대한 증거를 제시하였다. 즉, 더 많은 부채의 사용은 더 많은 리스거래의 이용과 관계가 있다는 것이다.<sup>(17)</sup> 피상적으로 볼 때 이러한 관계는 리스가 부채를 대체한다는 재무이론상의 보편화된 견해

(17) 이들의 분석은 다음과 같은 관계식에 근거하고 있다.

$$DR_{NL} = DL_L + \lambda LR_L = C(x_1, x_2, \dots)$$

$DR_{NL}$ 은 리스를 이용하지 않는 기업의 부채비율을 의미하고  $C(x_1, x_2, \dots)$ 는 리스를 이용하지 않는 기업의 부채비율을 결정하는 요소들의 집합을 의미한다. 위 식을 재정리하면 다음과 같은 기업이 리스비율(lease ratio)에 대한 등식을 얻을 수 있다.

$$LR_L = \frac{-1}{\lambda} DR_L + \frac{1}{\lambda} C(x_1, x_2, L)$$

이 등식은 부채와 리스에 대한 가설을 대용변수를 사용하여 기업의 부채비율(DR)에 대한 음의 함수로서 리스부채(LR)를 표현하고 있다. 따라서 DR의 상관계수는 리스와 부채사이의 대체 정도를 나타내고 있다.

와 모순된다.<sup>(18)</sup> 여기서 주목해야 할 것은 리스와 부채가 대체적 관계에 있다는 견해는 기업에 최적 부채수준이 존재한다는 가정을 전제로 한 것이라는 점이다.

지금까지의 실증적 연구에서 다루어진 또 다른 이슈는 리스를 통한 금융이 이와 비슷한 부채를 통한 금융과 본질적으로 다른가하는 것이다. 만약 금융리스거래계약이 다른 전통적인 부채금융과 같은 것으로 생각되어진다면, 리스거래 비용을 부채에 대한 비용이나 적어도 부채에 대한 비용에 리스자산 잔존가치의 불확실성에 대한 위험프리미엄을 합한 것으로 생각할 수 있다. Sorensen and Johnson(1977)에 의해 금융리스시장의 경험적인 측면에 관한 실증적 연구가 행해졌다.<sup>(19)</sup> 이 연구에서는 리스거래계약에 대한 내부수익율이 거의 동등한 부채로부터 얻을 수 있는 수익률을 초과한다는 사실이 밝혀졌다. 리스의 내재적 비용(implied cost rates)은 비교적 매우 높은 편인데, 평균적으로 세전이 24.98%이고 세후가 18.69%이다. 이들은 리스비용이 높은 이유가 리스회사들 사이의 계약조건의 차이와 투자세액공제 같은 시장의 불완전성 때문이라고 주장하고 있다.<sup>(20)</sup>

또한 Crawford, Harper, and McConnell(1981)은 금융리스의 내부수익률이 같은 기간동안에 발행되고 그 만기일의 도래기간이 리스기간과 같은 국채와 BBB등급의 사채의 수익률보다 유의적으로 높음을 규명하였다. 그들이 산출해 낸 국채의 수익률은 8.1%이고, BBB등급 사채의 이자율은 10.5%(세전기준), 리스회사의 세전기준 내부수익률은 20.7%이다. 이들이 주장하는 이러한 근거에 대한 설명은 다음과 같다.

- 1) 일반적인 기업채무에 비해 리스부채는 채무불이행 가능성이 더 높다.
- 2) 리스시장에는 상당히 큰 비효율과 불완전성이 존재한다.
- 3) 아직 명확하게 알 수는 없지만 리스거래계약과 부채계약은 근본적으로 다른 점이 있다.

(18) Smith and Wakeman(1985)이 주장했듯이 Ang and Peterson(1984)의 결과는 이들 연구에서 표본기업들 중의 자산구조가 적절히 통제되지 않았기 때문에 놀랄만한 결과는 아니라고 할 수 있다. 리스와 부채의 대체 정도를 측정하기 위해서 다른 표본 기업들의 특정한 자산의 특성에 따른 차이점들은 반드시 통제되어야만 한다. 왜냐하면 비록 어떤 기업에서 리스와 부채가 대체가능하다 할지라도 많은 부채조달이 가능한 다른 기업들의 투자기회집합의 특성들로 인해 좀 더 수익성이 있는 리스기회가 제공될 가능성이 있을 수 있기 때문이다.

(19) 이것은 6가지의 각각 다른 종류의 자산에 대한 520개의 금융리스계약 중의 부분적인 표본을 대상으로 한 기술적 연구이다.

(20) Roberts and Gundikunst(1978)는 1971년부터 1973년 사이에 계약된 67개 기업의 리스거래로부터 횡단면 표본을 추출하였다. 이들은 만약에 리스시장이 합리적이고 경쟁적이라면, 투자세액공제는 리스계약의 수익에 전부 반영되어야 한다고 주장하였다. 그러나 투자세액공제 변수가 리스의 수요와 공급을 설명함에 있어서 유의적인 설명력을 갖지 못함이 판명되었다.

따라서 이러한 결과로부터 왜 이렇게 높은 비용의 리스가 리스이용자에 의해 선택되어 지는지의 문제가 새로운 이슈로 등장하게 된다.

## V. 결 론

리스와 관련하여 분석적인 문헌연구들은 전통적인 부채와 리스가 동질적, 즉 대체적인가에 대한 연구와 리스거래가 이루어지는 경제논리의 분석에 그 초점을 맞추고 있다. 이들 연구들은 리스시장이 경쟁적이 아니고, 법인세가 존재하고, 거래비용등의 이유로 인하여 리스가 이루어지는 것이라는 논리를 전개한다. 물론 운용리스의 경우에는 이와는 별도로 자산의 유지보수, 자산소유의 편리성, 보증금, 사용상의 제한등 리스의 가치평가모형에 직접 고려될 수 없는 요소들의 영향이 중요하다. 그러나 리스에 대한 실증적 연구들은 위의 분석적인 연구들이 주장하는 것과는 다른 결과를 제시하고 있다. 즉, 부채비율이 높은 기업들이 그렇지 않은 기업들 보다 더 리스를 많이 사용하고 있다든가, 리스거래의 비용이 일반 부채조달시의 비용보다 훨씬 높게 나타나고 있는 것이다. 먼저 부채와의 동질성을 연구한 결과에 의하면 리스와 전통적인 부채와의 사이에는 보완적인 관계가 존재하며 이론적인 차원에서의 동질성은 기업에 최적의 부채수준이 존재한다는 가정을 전제할 때에만 성립한다는 것이다. 또 리스의 거래비용이 일반부채보다 높은 것은 리스료에 대한 채무불이행의 가능성이 더 높다는 것과 리스시장에는 비효율과 불완전성이 존재한다는 것에 그 원인이 있다고 주장한다. 그러나 리스이용자들의 입장에서 왜 이렇게 높은 리스를 사용하고 있는가에 대한 연구는 앞으로도 계속 이루어져야 할 분야이다.

실증적인 연구분야에서는 또 리스와 관련된 공시정보에 대한 규제제도가 변화함에 따라 기업의 가치가 변화되는가에 대한 연구가 이루어졌다. 기업의 가치는 주식가치와 기업의 체계적 위험 및 기업이 발행한 사채의 등급변화등을 통하여 측정되어 분석되었다. 그러나 이곳에 대해서는 아직도 명확한 결론에 도달했다고 보기는 아직 이르다. 예를들어 리스정보가 기업의 가치에 '이미 반영되어 있다' 라는 결론은 그 리스정보가 '정보가치가 없다' 라는 가설과 같은 것으로 해석될 수 있기 때문이다. 리스와 관련하여 이루어진 또 다른 연구의 분야는 리스정보의 공시방법의 선택에 있어서 경영자의 동기가 반영되는가에 관한 것이다. 이에 대하여는 경영자들이 리스거래를 기업의 대차대조표에 나타나지 않도록 하는 회계처리방법을 선택하여 기업의 타인자본비용을 감소시키려한다는 결과가 나타나고 있다.

우리나라의 리스산업은 아직도 그 역사가 일천한 편이지만 앞으로는 무척 성장을 하게



될 것이다. 리스와 관련된 회계규제 또한 리스산업의 발전과 더불어 많은 변화를 거치고 있다. 따라서 앞으로 리스와 관련하여 우리나라에서도 리스거래정보의 공시로 인한 기업가치의 변화, 측정된 리스의 거래비용과 일반부채의 거래비용과의 비교, 리스거래를 선택하는 기업의 경영자의 동기 등에 관한 실증적 연구가 활발하게 이루어질 것으로 생각된다.

### 참 고 문 헌

- Abdel-khalik, R., B.B. Ajinkya, and J.C. McKeown, *The Impact of FAS #13 on Stock Returns and Risk Measures*, FASB, 1981.
- Abdel-khalik, R., R.B. Thompson, and R.E. Taylor, "The Impact of Reporting Leases off the Balance Sheet on Bond Risk Premiums: Two Exploratory Studies," *Economic Consequences of Financial Accounting Standards: Selected Papers*, pp.101-58, FASB, Stamford, Conn., 1978.
- Ang, J. and P.P. Peterson, "The Leasing Puzzle," *Journal of Finance*, vol. 39, pp.1055-65, September 1984.
- Bower, R.S. "Issues in Lease Financing," *Financial Management*, vol. 2, pp. 25-33, Winter 1973.
- Bowman, R.G., "The Debt Equivalence of Leases: An Empirical Investigation," *The Accounting Review*, vol. LV, No.2, pp.237-253, April 1980.
- Copeland, T.E. and J.F. Weston, "A Note on the Evaluation of Cancellable Operating Leases," *Financial Management*, pp.60-67, Summer 1982.
- Crawford, P.J., C.P. Harper, and J.J. McConnell, "Further Evidence on the Terms of Financial Leases," *Financial Management*, pp.7-14, Autumn 1981.
- El-Gazzar, S., S. Lilien, and V. Pastena, "Accounting for Leases by Lessees," *Journal of Accounting and Economics*, vol. 8, pp.217-237, North-Holland, 1986.
- Elam, R., "The Effect of Lease Data on the Predictive Ability of Financial Ratios," *The Accounting Review*, pp.25-43, January 1975.
- Finnerty, J.E., R.N. Fitzsimmons, and T.W. Oliver, "Lease Capitalization and Systematic Risk," *The Accounting Review*, vol. LV. No. 4, pp. 631-38, October 1980.
- Franks, J.R. and S.D. Hodges, "Valuation of Financial Lease Contracts: A Note," *Journal*

- of Finance*, vol. 33, pp.657-69, May 1978.
- Imhoff, E.A. and J.K. Thomas, "Economic Consequences of Accounting Standards: The Lease Disclosure Rule Change," Working Paper, The University of Michigan, March 1987.
- Johnson, R.W. and W.G. Lewellen, "Analysis of the Lease-or-Buy Decision" *Journal of Finance*, vol. 27, pp.815-23, September 1972.
- Kim, E.H., W.G. Lewellen, and J.J. McConnell, "Sale-and-Leaseback Agreements and Enterprise Valuation," *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, pp.871-83, December 1978.
- Levy, H. and M. Sarnat, "Leasing, Borrowing, and Financial Risk," *Financial Management*, vol. 8, pp.47-54, Winter 1979.
- Lewellen, W.G., M.S. Long. and J.J. McConnell, "Asset Leasing in Competitive Capital Markets," *Journal of Finance*, vol.31., pp.737-98, June 1976.
- Long, M.S., "Leasing and the Cost of Capital," *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, pp.579-86, November 1977.
- May, R.G., J.L. Harkins, and S.J. Rice, "Lease Disclosure: The Effect of an Accounting Policy Change on Security Prices," Working Paper, The University of Texas at Austin, July 1978.
- McConnell, J.J. and J.S. Schallheim, "Valuation of Asset Leasing Contracts," *Journal of Financial Economics*, vol.12, pp.237-62, August 1983.
- Miller, M.H. and W.W. Upton, "Leasing, Buying and the Cost of Capital Service," *Journal of Finance*, vol. 31, pp. 761-86, June 1976.
- Moonitz, M. and L.H. Jordan, *Accounting: An Analysis of its Problems*, Holt, Rinehart and Winston, Inc., 1963.
- Myers, S.C., D.A. Dill, and A.J. Bautista, "Valuation of Financial Lease Contracts," *Journal of Finance*, vol. 31, pp.799-819, June 1976.
- Ro, B.T., "The Disclosure of Capitalized Lease Information and Stock Prices," *Journal of Accounting Research*, vol. 16, No.2, pp.315-40, Autumn 1978.
- Roberts, G.S. and A.C. Gundikunst, "Equipment Financial Leasing Practices and Costs: Comment," *Financial Management*, pp. 79-81, Summer 1978.

Smith, C.W. and L.M. Wakeman, "Determinants of Corporate Leasing Policy," *Journal of Finance*, vol. XL. No.3, pp.895-908, July 1985.

Sorensen, I.W. and R.E. Johnson, "Equipment Financial Leasing Practices and Costs: An Empirical Study," *Financial Management*, pp.33-40, Spring 1977.