

경영성과 지표로서 경제적 부가가치의 유용성에 관한 연구

金 喆 中*

본 논문에서는 회계적 이익정보의 불충분성과 경제적 부가가치(EVA) 정보의 필요성을 밝히며, EVA의 극대화를 통한 주주와 경영자간 대리문제의 해소가능성을 검토하고, 마지막으로 EVA와 기업가치간의 관련성을 실증 분석해 보는 것을 그 목적으로 하였다.

회계적 이익은 그 유용성에도 불구하고 경영성과지표로서 한계성을 갖고 있다. 그 주된 이유는 회계적 이익이 재무이론에서 근간을 이루는 투자수익률과 자본비용 개념을 충분히 반영하지 못한 개념이기 때문이다. 그리고 경영자의 목표와 주주의 목표를 일치시키므로써 대리문제를 해소하는데에도 EVA개념이 회계적 이익 개념보다도 우수하다. 왜냐하면 경영자로 하여금 EVA극대화를 추구하도록 하는 것이 주주의 요구수익 보상에 더 적극적이기 때문이다.

한국기업을 대상으로 EVA를 측정된 결과, 상당수의 기업이 정상적인 영업활동을 통하여 얻은 이익으로는 예상자기자본비용을 충분히 보상하지 못하는 것으로 밝혀졌다. 그리고 EVA와 기업가치간의 관련성을 계속상장기업과 신규상장기업으로 구분하여 분석해 보았다. 그 결과 주식초과수익률이 회계적 이익을 우선적으로 반영하나, 그 이후에는 주당EVA 정보를 점진적으로 반영하고 있음을 확인할 수 있었다. 이와 같은 결과는 호황국면보다는 불황국면에서 훨씬 뚜렷하게 발견할 수 있었다. 이상의 논의를 통해 본 논문은 EVA가 경영성과지표로서 유용성을 갖고 있음을 부분적으로 확인할 수 있었다.

* 홍익대학교 경영대학 경영학과 부교수

** 본 논문은 1994학년도 홍익대학교 교내 연구비 지원에 의하여 작성되었음.

I. 문제의 제기 및 연구의 목적

일반적으로 기업경영의 성과를 알 수 있는 지표로서 회계적 이익 개념이 널리 사용되고 있다. 주지하는 바와 같이 회계적 이익은 일정기간 동안의 영업수익과 영업비용을 대응시키고, 여기에 영업외적인 수익·비용 및 특별손익을 가감하여 측정된다. 이와같은 회계적 이익은 매년 공표됨으로써 기업의 이해관계자에게 전달되고, 이해관계자들은 자신의 입장에서 회계적 이익을 평가·분석하여 의사결정에 이용하고 있다.

그러나 회계적 이익은 그 유용성에도 불구하고, 개념자체가 갖고 있는 한계성으로 인하여 기업의 경영성과 지표로서 사용하는데에는 충분치 못한 점이 있다. 다시 말해서 회계적 이익은 정상적인 영업활동에서 얻은 성과와 영업활동을 하기 위하여 조달한 총자본의 조달비용의 관계를 명백히 하고 있지 못하다. 구체적으로 설명해서 최종적인 회계적 이익을 구하는데는 영업이익과 이자비용을 대비시키는 과정이 있지만 자기자본비용을 고려하는 과정은 생략되어 있다. 결국 재무이론에서 가장 근간을 이루는 개념인 투자수익률과 자본비용간의 관계를 나타내는데 회계적 이익은 적합한 개념이 아니라는 것이다.

자기자본비용은 이자비용과는 달리 기업의 이익 성취정도에 따라 사후적인 보상 결과가 달라지기는 하나 주주의 입장에서 본다면 자본제공에 대한 대가인 예상자기자본비용이 충분히 보상되고 있는가는 매우 중요한 관심사일 것이다. 물론 회계적 이익이 커질수록 사전자기자본비용이 충분히 보상될 수 있는 가능성은 커지게 마련이다. 그러나 주주의 입장에서는 회계적 이익 정보외에도 정상적인 영업활동을 통하여 타인자본비용 및 사전에 예상한 자기자본비용이 얼마나 보상되고 있는가에 대한 정확한 추가정보를 필요로 할 것이다. 경영성과에 대한 추가정보로서 경제적 부가가치(Economic Value Added : EVA)에 대한 논의는 현실기업들 사이에서 먼저 제기되고 있다.

또한 정상적인 영업활동을 통하여 얻은 이익이 자본조달비용을 충분히 보상하는가를 알려주는 EVA개념은 주주와 경영자간의 대리문제를 해소하는데 이용될 수 있을 것으로 보인다. 다시 말해서 경영자의 목표가 EVA의 극대화에 있을 때, 주주는 사전에 예상한 자신의 몫을 확보하는데 더 유리할 것이다. 주주에게 있어서 EVA정보는 회계적 이익정보보다 더 직접적인 관심의 대상이 될 것이다. 또한 기업경영에

있어서도 EVA통제는 기존의 회계적이익의 통제보다 기업의 경쟁적 우위를 확보하는데 유용한 방법이라는 것이 미국 유수의 거대기업을 통해 밝혀지고 있어 관심을 끌고 있다.

그리고 EVA개념이 납세·이자지급후 영업이익에서 주주가 사전에 예상한 자기 자본비용을 차감한 개념이므로 EVA의 크기는 기업가치와 밀접한 관련성을 맺을 것으로 보인다. 물론 회계적 이익이 기업 경영성과 지표로 공표되고 널리 이용되고 있어, 회계적 이익의 크기가 주가에 우선적으로 반영되는 것은 당연하다. 그러나 EVA 개념은 주주들에게 공표되지는 않지만 EVA의 크기는 궁극적으로 주가에 영향을 줄 것으로 생각된다. 즉, 회계적 이익 개념이 갖고 있는 정보로서의 부족함을 보충하는데 EVA는 이용될 수 있을 것이다.

이와 같은 논거를 기초로 본 논문에서는 먼저 회계적 이익정보의 불충분성과 EVA정보의 필요성을 밝히며, EVA의 극대화가 주주와 경영자간의 대리문제를 해결하는데 실마리를 제공 할 수 있는 가능성을 대리이론에 기초하여 검토하고, 마지막으로 계속상장기업과 신규상장기업에 있어서 EVA와 주가와와의 관련성을 분석함으로써 EVA가 기업가치에 어떤 영향을 주는가를 규명하는 것을 그 목적으로 한다.

II. 회계적 이익정보의 불충분성

1. 회계적 이익과 자기자본비용

일반적으로 기업의 경영성과는 일정기간 동안의 수익과 비용을 대응시켜서 측정된 회계적 이익으로 공표된다. 회계적 이익이 기업의 경영성과를 개괄적으로 반영해주고 있다는데 대해서는 이의를 제기할 사람은 없을 것이다. 그러나 회계적 이익이 산출되어지는 과정을 살펴볼 때, 회계적 이익은 기업의 자본제공자에게 지급되기로 예상된 모든 자본조달비용을 보상하고 있는 개념이라 볼 수 없다.

물론 회계적 이익은 주주에게 귀속됨으로써 자기자본 제공에 대한 보상의 원천이 되고 있지만, 정확히 말해서 회계적 이익은 기업에 자본을 제공한 채권자와 주주 중에서 채권자에게 보상되는 타인자본비용만을 보상한 후의 경영성과를 의미하고 있다. 일반적으로 타인자본비용은 경영성과와는 상관없이 고정적으로 보상되어야 하므로

이자비용만이 기업의 자본비용이라는 인식이 경영자들에게 뿌리깊게 자리잡고 있다. 왜냐하면 자기자본 사용에 따른 자본비용은 기업이 충분한 경영성과를 획득했을 때에만 보상되어지기 때문이다.

자기자본비용은 자본제공에 대한 대가로서 주주에게 귀속되는 수익이다. 자기자본비용은 사전에 확정되는 것이 아니며 기업이 충분한 자본비용을 보상하지 못하면 주주들은 그 기업의 주식을 매각하려 할 것이다. 주주들은 자신에게 귀속되는 보상의 크기에 따라 주식 보유여부를 결정하게 된다. 즉, 기투자한 주식으로부터 획득하는 보상과 위험이 동일한 다른 주식으로부터 얻는 최소한의 보상을 비교하여 주식투자를 결정할 것이다. 기투자한 주식의 투자수익률이 예상보다 낮을 때 주주들은 이탈할 것이고 결국 그 기업의 주가는 하락하게 될 것이다.

따라서 영업활동으로부터의 성과가 타인자본비용 뿐만 아니라 사전 자기자본비용까지 충분히 보상해 주고 있는가는 주식투자자의 입장에서는 매우 중요한 정보일 것이다. 회계적 이익은 타인자본비용 보상후의 이익이므로 사전에 예상된 자기자본비용을 충분히 보상하는가를 알려주는 정보로서의 역할을 하지 못하고 있다. 물론 회계적 이익이 클수록 자기자본에 대한 충분한 보상이 이루어질 가능성은 높지만, 회계적 이익만으로는 자기자본비용의 충분한 보상여부를 정확히 파악하기가 어렵다. 기업의 유지·발전이라는 목표와 관련하여 볼 때 경영자는 자본사용에 대한 대가를 충분히 보상하도록 노력해야 할 것이다. 특히 자기자본 사용에 대한 보상인 자기자본비용을 어떻게 관리하는가는 중요한 관심사로 대두되어야 할 것이다.

2. 총자본조달비용 보상후의 경영성과

일반적으로 통용되는 바대로 기업의 경영성과를 회계적 이익으로 평가하는데에는 자기자본비용의 처리문제가 남게된다. 회계적 이익을 많이 얻을수록 주주에게 보상되는 수익이 많아짐은 물론이다. 그러나 회계적 이익이 상대적으로 큰 기업이 항상 주주에게 충분한 보상을 해주고 있는 것만은 아니다. 그 이유는 다음과 같다.

첫째, 기업의 경영성과가 좋을수록 회계적 이익은 커지게 된다. 그런데 회계적 이익이 크더라도 기업의 자기자본비용(k_e)이 높으면 주주에게 충분한 보상을 해주지 못하는 경우가 발생할 수 있다. 주주가 요구하는 수익률이 높아 자기자본조달비용을 많이 지급해야 할수록 총자본비용 보상후의 경영성과는 회계적 이익과 반드시 비례하는 것은 아니다.

둘째, 기업의 영업활동성과에서 이자비용을 공제하여 추정되는 회계이익이 크더라도 기업의 자기자본사용 규모가 큰 경우 주주에게 충분한 보상을 해주지 못하는 경우가 발생할 수 있다. 기업의 부채비율이 상대적으로 낮은 경우 이자비용의 지급액은 작아지므로 기업의 회계적 이익은 커지게 되는데, 회계적 이익이 크더라도 주주에게 보상하여야 할 금액이 클 경우 총자본비용 보상후의 경영성과는 회계적 이익과 반드시 비례하는 것은 아니다.

세째, 회계적 이익이 큰 기업의 주가가 반드시 높게 형성되는 것만은 아니다. 회계적 이익이 크더라도 자기자본조달비용을 충분히 보상해 주지 못하는 경우 주가는 오히려 하락하게 된다. 사전자기자본비용을 충분히 보상하지 못한다는 것은 주주가 자신이 요구하는 수익률을 예상한대로 얻지 못하고 있음을 의미한다. 이때 주주들은 이탈하려고 할 것이고 주가는 하락하게 된다는 것이다.

이와 같이 회계적 이익 정보는 주주에게 귀속되는 수익이 얼마인가를 알려주는 정보이지 주주에게 보상해주어야 할 수익을 기업이 정상적인 영업활동을 통하여 제대로 얻고 있는가에 대한 정보를 정확히 제공해주지는 못하고 있다. 주주들이 예상하는 수익, 즉 위험이 동일한 다른 기업의 주식에 투자했을 때 얻을 수 있는 최소한의 수익을 기업이 얻고 있는가 하는 것이 주주들에게는 더 유익한 정보이다.

주주들은 투자를 통해서 기대하는 배당수입 또는 자본이득을 얻지 못하게 될 때 소유주식을 매각하려 할 것이다. 또한 자신들이 기대하는 수익을 충분히 보상받고도 남음이 있을 때 주주들은 그 기업의 주주로 계속 남으려고 할 것이며, 신규 투자자들이 계속 늘어 나게 될 것이다.

회계적 이익정보의 불충분성을 보충해 주는 개념이 필요하게 됨은 이미 기술한 바와 같으며, 보충해 주는 개념은 필히 자기자본비용의 재인식에서 출발해야 할 것이다. 왜냐하면 사전적인 자기자본비용이 사후적으로 충분히 달성되는가 하는 것이 주주들의 주된 관심사일 것이기 때문이다. 따라서 주주들에게 유익한 경영성과 지표는 회계적 이익과 사전적인 자기자본비용이 동시에 고려되는 개념이 되어야 할 것이다.

또한 기업이 추구하는 장기적인 경영목표를 달성하기 위해서 회계적 이익의 극대화보다는 총자본비용 보상후의 경영성과를 극대화하는 것이 더 효율적일 것이다. 다시 말해서 경영자는 영업활동을 통해서 타인자본 사용에 따른 이자비용 뿐만 아니라 사전에 예상된 자기자본비용까지도 보상해 줄 수 있도록 노력할 때 기업의 장기적인 발전은 이룩될 것이다.

III. 경제적 부가가치 정보의 의미와 유용성

1. 경제적 부가가치의 의미

회계적 이익이 갖고 있는 경영성과 정보가치로서의 불충분성을 보충해주는 개념이 필요함은 이미 설명한 바와 같다. 특히 주주의 입장에서는 자신의 사전 요구수익이 보상되고 있는가를 알려줄 수 있는 정보가 필요하게 된다. 경제적 부가가치(Economic Value Added : EVA)는 회계적 이익정보와 요구자기자본비용을 동시에 고려함으로써 주주의 입장에서 더 유익한 정보를 제공해 줄 수 있다.

경제적 부가가치(EVA)는 기업이 영업활동으로부터 얻은 영업이익에서 법인세를 차감한 후 자본조달에 대한 대가를 다시 공제하여 측정된다. 자본조달에 대한 대가에는 타인자본사용에 대한 대가인 이자비용외에도 자기자본 사용에 대한 사전적인 대가인 주주의 요구수익이 포함된다. 경제적 부가가치가 회계적 이익과 다른 점은 크게 보아서는 사전자기자본비용을 비용으로 인식한다는 점이다. 결국 EVA는 기업의 수익성을 주주의 입장에서 좀 더 정확하게 파악할 수 있도록 조정한 개념이다.

EVA는 기업재무이론에서 기본이 되고 있는 투자수익률과 자본비용 개념으로 이해하면 그 의미가 명확해진다. 기업이 영업활동을 통해서 벌어들이는 영업이익(법인세 차감후)을 기초로한 투자수익률(IRR)이 필수수익률인 자본비용보다 클 것인가는 매우 중요한 의미를 갖고 있다. 이런 의미에서 볼 때, EVA 개념은 재무이론에 기초한 자연스런 개념임을 알 수 있다.

마지막으로 주주와 경영자간의 대리문제를 해결하는 방편으로도 총자본비용보상후의 경영성과 개념은 이용될 수 있다. 왜냐하면 경영자의 목표가 회계적 이익의 극대화에 있는 것보다는 총자본비용 보상후의 경영성과 극대화에 있는 것이 주주에게는 훨씬 유리하기 때문이다. 경영자가 자기자본비용을 충분히 보상해 주는 것을 경영목표로 삼게 되면 주주와 경영자간의 대리문제는 상당히 해소될 수 있을 것이다(이에 대하여는 IV에서 구체적으로 논의할 것이다).

2. 경제적 부가가치의 측정

EVA의 측정구조는 사전자기자본비용을 비용으로 인식한다는 점에서 기존의 회계이익 측정구조와는 상이하다. 기존의 회계이익은 영업활동으로부터의 수익과 비용을 대

응시킨후 영업외수익·비용, 특별손익 및 법인세를 감안하여 구한다. 반면에 EVA는 납세후 영업이익에서 총자본조달비용을 차감하여 구한다. 총자본조달비용이란 타인자본조달에 대한 대가인 이자비용과 사전적인 자기자본조달비용을 합한 것을 의미하는데 이를 가중평균자본조달비용¹⁾이라고도 한다. EVA 측정을 구체적으로 설명하기 위하여 사례를 들어보면 다음과 같다.

〈표 3-1〉 회계자료

| I / S | | B / S | |
|-----------|-------|----------|----------|
| 영업이익 | 1,000 | 자산 5,000 | 부채 1,000 |
| △ 이자비용 | 100 | | 자본 4,000 |
| 법인세차감전이익 | 900 | 5,000 | 5,000 |
| △ 법인세 | 450 | | |
| 법인세차감후순이익 | 450 | | |

※ 이자율 10%, 자기자본비용 15%

이상의 자료를 사용하여 이자비용과 자기자본비용을 합한 총자본조달비용을 구하면 다음과 같다.

$$\begin{aligned} \text{총자본조달비용} &= \text{이자비용} + \text{자기자본비용} \\ &= 1,000 \times 10\% + 4,000 \times 15\% \\ &= 700 \end{aligned}$$

또는

$$\begin{aligned} \text{총자본조달비용} &= \text{총자본} \times \text{가중평균자본비용} \\ &= 5,000 \times \left[10\% \times \frac{1,000}{5,000} + 15\% \times \frac{4,000}{5,000} \right] \\ &= 700 \end{aligned}$$

회계자료와 총자본조달비용을 사용하여 이 기업의 EVA를 구하면 다음과 같다.

1) 여기서의 가중평균자본조달비용이란 자본조달의 대가로 지급되는 현금유출총액을 의미한다.

〈표 3-2〉
EVA의 측정

| | | |
|------------|-------|--------------------|
| 영업이익 | 1,000 | |
| △ 법인세 | 450 | |
| 납세후영업이익 | 550 | 이 자 비 용 100 |
| △ 총자본조달비용액 | 700 | |
| EVA | -150 | 자기자본비용 600 (사전) |

간단한 사례를 통하여 EVA를 측정해 보았다. 위의 예에서 주주에게 귀속되는 회계적 이익 450은 주주들이 요구하는 최저수익 600에는 150만큼 부족하다는 것을 보여주고 있다. 위의 사례와 같이 양(+)의 회계적 이익을 갖더라도 영업활동의 성과에서 주주들의 요구수익인 사전 자기자본비용까지 포함한 총자본조달비용을 차감한 EVA는 음(-)의 값을 갖는 경우가 발생할 수 있다.

지금까지 EVA 측정에 있어 자기자본비용에 대한 비용으로의 인식전환이 관건임을 설명하였다. 이외에도 실제로 EVA를 측정함에 있어 유의해야 할 내용은 영업활동에 이용되고 있는 자본규모의 범위를 어떻게 설정하는가이다. 일반적으로 영업활동에 이용되고 있는 자본으로는 시설자산, 운송장비 및 운전자본만이 포함되고 있다. 그러나 EVA를 측정할 때에는 이들 자본이외에도 R&D비용, 종업원 교육비용등도 자본투자로 간주하여 이를 자본규모에 포함시키고 있다.

3. 경제적 부가가치의 활용

기업 또는 경영자의 경영성과를 회계적 이익으로 평가하는 것은 아주 보편화된 관행이다. 기업 또는 경영자의 경영성과는 구체적으로 주당순이익, 영업이익, 자기자본순이익률(ROE), 총자본영업이익률 또는 총자본순이익률(ROI)등의 회계이익을 기준으로 평가해 오고 있다. 채권자나 주주도 기업의 경영성과를 회계적 이익으로 기준으로 평가하는 것을 당연시 하고 있다.²⁾ 다시말해서 경영성과 유무는 일반적으로 투자수익률

2) 한국은행에서 사용하는 대출효율성 계수도 이자지급전 총자본경상이익률과 평균차입이자율을 비교하여 구한다.

과 필수수익률(자본비용)을 비교하여 판정하는데, 여기서 사용되는 투자수익률의 개념은 회계적이익을 기준으로 측정하는 것이 보통이다.

그러나 회계적이익을 기준으로 기업경영성과를 판정하려는 관행은 자기자본의 사용대가를 비용으로 인식하지 않는 재무회계적인 입장이다. 회계적 이익을 기준으로 경영성과를 판정하는 것은 기업소유자를 주주로 인식함으로써 기업을 실체로서 인식하는 것과는 거리가 있는 관행이다. 또한 이런 관행은 주주에게 지급될 것으로 예상하는 금액만큼 주주에게 귀속됐는가라는 당연한 물음에 해답을 주지 못한다.

주주에게 지급하는 자기자본비용에 대한 인식의 차이는 경영자와 주주간의 마찰소지를 만들고 있다. 이런 마찰로 인해 비롯되는 경영자와 주주간의 대리문제(agency problems)는 최근에 들어서서 선진기업들의 공통된 문제로 대두되고 있다.

최근에 미국 유수의 대기업들이 EVA 개념을 경영활동에 응용함으로써 경영자의 활동을 자극하고 더 나아가서는 경영자와 주주간의 대리갈등문제를 해결할 수 있는 수단을 찾고 있어 관심의 대상이 되고 있다. EVA 개념이 진정한 기업의 경영성과로 인식되어야 한다는 생각하에 EVA를 기준으로 경영활동을 수행하는 것이 기업의 가치를 증대시키는데 효과적이라는 결과는 많은 사람들의 관심을 끌기에 충분하다.

예를 들어 CSX社와 Briggs & Stratton社는 1980년대말부터 자본통제를 통하여 자기자본비용을 절감하는데 노력함으로써 EVA의 극대화에 노력했고, 그 결과 주식시장에서 각사의 주가는 매우 괄목할 수준으로 상승한바 있다.³⁾ 이런 생각의 배경은 다음과 같다. 기업이 영업활동을 통하여 얻은 납세후영업이익이 총자본조달비용 즉, 타인 자본조달비용과 자기자본조달비용을 어느정도 보상해주는가에 따라 기업가치의 증대여부는 결정된다.

다시 말해서 기업실체의 진정한 경영성과는 납세후영업이익에서 채권자에게 지급해야 할 이자비용과 주주에게 지급해야 할 사전적 자기자본비용을 차감한 나머지 금액인 EVA이어야 한다. EVA 개념을 기준으로 경영의사결정을 행할 때 기업가치가 증가하게 되었다는 몇몇 기업의 예는 우리에게 시사하는 점이 크다 할 것이다. 즉 최종적인 회계적 이익 기준보다 EVA기준으로 경영목표를 설정 할 때, 기업경영이 더욱 적극적으로 이루어질 수 있다는 점에서 주목할 필요가 있다.

3) CSX社의 주가는 EVA개념을 도입한 시점인 1988년에 \$28이던 것이 1993년 하반기에 \$75까지 급상승했고, B&S社의 주가는 EVA개념을 도입한 시점인 1990년에 \$20이던 것이 1993년 하반기에 \$80로 급상승한 바 있다(Fortune지 93. 9. 20).

IV. 경제적 부가가치의 극대화와 대리문제의 해소

1. 경영자와 주주간의 대리문제

기업목표가 기업가치 극대화 또는 주주 富의 극대화에 있음은 전통적 기업이론이래 지지되고 있다. 주식시장의 효율성을 전제할 때 기업가치의 극대화는 곧 주가의 극대화로 설명될 수 있다. 대부분의 경우 기업 富의 극대화는 이윤의 극대화로 대체하여 생각해도 별무리는 없을 것이다.

여기서 관심의 대상은 기업의 목표와 경영자의 목표가 일치하는가이다. 즉 경영자가 수행하는 모든 경영의사결정의 추구 목표가 기업가치 극대화 또는 이윤의 극대화와 일치하는가이다. 전통적 기업이론에서는 이들이 상호일치하게 된다고 주장한다. 왜냐하면 경영자가 주주 富의 극대화를 추구하는 대신 경영자 자신의 편익만을 확대하고자 할 때, 주주들은 주주총회에서 새로운 경영자를 원함으로 대항할 수 있기 때문이다.

그러나 경영자와 주주간의 대리문제를 제기하는 대리이론에서는 경영자 목표와 주주 목표사이에 괴리가 있음을 주장하고 있다.⁴⁾ 경영자가 항상 주주의 富 또는 기업이윤의 극대화를 추구하지는 않는다는 것이다. 기업의 소유와 경영이 분리될수록 이와 같은 대리문제는 더욱 심화될 수 있다는 것이 대리이론의 주장이다. 경영자가 주주의 富 또는 기업이윤의 극대화와 거리가 있는 의사결정을 수행하게 되는 배경은 다음과 같다.

경영자는 적정수준이상의 경영비용을 지출하려고 한다. 왜냐하면 경영자가 지출하는 적정 수준이상의 경영비용은 경영자 개인의 편익을 향상시켜줄 것이나 그 비용은 주주가 부담하는 결과를 가져오기 때문이다. 그리고 기업의 富가 극대화되는 것과 경영자의 보상이 비례하지 않는 한 경영자가 기업이윤의 극대화를 추구하는데에는 한계가 있을 것이다.

마지막으로 경영자는 기업성장에는 도움이 되지만 위험도 상대적으로 큰 투자를 선뜻 받아들이기가 어려울 수 있다. 왜냐하면 투자가 실패하는 경우 경영자는 자신의 지위를 유지하기 곤란하기 때문이다.

4) 주주와 경영자간의 대리문제를 규명한 주요 논문으로는 Jensen & Meckling(1976), Myers(1977), Rozeff(1982), Easterbrook(1984), Jensen, Solberg, Zorn(1992) 등이 있다.

이상의 논의를 종합하면, 소유와 경영이 분리될수록 경영자의 목표와 기업의 목표 사이의 괴리는 커지게 되고, 경영자와 주주간의 대리문제 또한 심각해질 수 있다. 경영자는 자신의 지위유지에 필요한 정도에서는 주주의 富를 증가시키려고 노력하나, 자신의 지위유지에 별 어려움이 없을 때에는 오히려 자신의 편익을 더 추구할 수 있다.

그렇다면 경영자의 경영활동을 주주의 입장에서 평가할 수 있는 경영성과 지표의 개발이 필요할 것이다. 다시 말해서 경영자가 주주의 부를 증가시키는데 얼마나 노력했는가를 평가할 수 있는 성과지표가 필요하다는 것이다. EVA개념의 활용은 이런 문제를 해결하는데 도움을 줄 수 있는 실마리를 제공해 줄 것으로 기대된다.

2. 대리문제의 해소가능성

앞에서 설명했듯이, 경영자는 항상 주주의 富 또는 기업이윤의 극대화를 추구하는 것은 아니다. 경영자는 자신의 지위유지와 특권적 소비를 통한 자신의 편익에 더 관심을 갖는다. 이와같은 이유로 주주와 경영자간의 대리갈등 문제는 비롯되는 것이다. 경영자와 주주간의 대리문제를 줄이는데 있어 자기자본비용의 재인식은 중요한 요소로 작용할 수 있다.

경영자와 주주간에는 자기자본비용에 대한 시각차이가 있는 것이 현실이다. 경영자는 자기자본비용을 비용으로 인식하고 있지 않다. 왜냐하면 경영자는 납세후 순이익을 기준으로 주주로부터 평가받는 것으로 인식하고 있기 때문이다. 따라서 경영자는 납세후순이익의 크기에 대하여는 관심을 갖고 있지만, 이것이 사전자기자본비용을 보상하고 있는가에 대하여는 크게 관심을 갖고 있지 않다.

경영자와는 달리 자기자본을 제공한 주주들은 자본제공에 대한 대가로서 사전적 자기자본비용이 자신들에게 실제로 보상되었는가에 대하여 지대한 관심을 갖게 될 것이다. 사전자기자본비용 만큼의 수익이 주주 자신들에게 지급되지 않았을 때 주주들은 기업을 이탈하게 될 것이다. 그 결과 기업의 주가는 하락하게 될 것이다.

경영자와 주주간의 자기자본비용에 대한 재인식이 이루어질 때 이들간의 대리문제는 그 해결의 실마리를 찾을 수 있을 것이다. 결론적으로 말해서 경영자의 목표를 주주의 목표와 일치시키는데 기여할 수 있는 방법을 모색하는데 EVA 개념은 그 가능성을 보여주고 있다.

경영자의 경영성과를 EVA에 기초하여 평가함으로써 주주의 목표를 보호할 수 있

다는 것이다. 경영자로 하여금 자기자본비용을 재인식하게 하여 EVA 극대화를 추구하도록 함으로써 주주에게 보상되는 수익을 최소한 보상하도록 할 수 있다. 다시말해서 경영자 목표를 EVA극대화에 둬으로써 경영자는 보다 적극적으로 경영에 임하게 되고 주주의 최소목표도 달성할 수 있다는 것이다.

기업경영성과의 새로운 지표로서 EVA를 살펴보고, EVA의 극대화가 경영자와 주주간의 대리문제를 해소하는데 기여할 수 있는 가능성에 대하여 검토해 보았다. 다음에 논의해야할 내용은 당연히 경영자의 관심을 EVA의 극대화에 두게하는 유인 정책에 모아지게 된다. 경영자로 하여금 EVA의 극대화를 추구하도록 하는 방법으로는 EVA를 기준으로 한 경영자 보너스 지급제도가 대표적이라 할 수 있다.

기존에도 경영자 보너스 지급제도가 널리 활용되고 있어 경영자가 기업의 이윤 또는 주주의 富를 극대화하도록 동기부여하고 있다. 그러나 기존의 제도는 자기자본비용이 고려되지 않은 회계적 이익을 기준으로 운용되고, 지급할 수 있는 최대보너스금액을 정하고 있는등 진정한 기업가치 극대화를 추구하는데에는 부족한 점이 많았다.

예를 들어 회계적 이익을 기준으로 평가함으로써 주주의 자본제공 대가도 적정하게 보상하지 못했는데도 경영자에게 보너스를 지급하는 사례도 적지 않았다. 그리고 경영자에게 지급할 수 있는 최대보너스액을 미리 정해 놓고 있어, 경영자가 목표 자체를 낮추어서 설정한다든지 또는 달성 가능한 손쉬운 목표만을 수립한다든지 하는 폐단이 있어 왔다.

EVA를 기준으로한 경영자 보너스 지급제도는 두 가지 점에서 대리문제를 해소하는데 기여할 수 있을 것으로 보여진다.

첫째, EVA를 극대화한다는 것은 회계적 이익 극대화와는 달리 주주에게 지급될 것으로 예상한 사전자기자본비용을 공제한 후의 값을 극대화한다는 것이므로 경영자가 주주의 최소보상을 우선적으로 고려하는 결과를 가져올 것이다. 따라서 EVA의 극대화는 경영자의 목표와 주주의 목표를 근접시키는데 기여할 것이다.

둘째, EVA를 기준으로 경영자에게 보너스를 지급한다는 것은 경영자에게 지급할 수 있는 최대보너스액을 사전에 정하지 않음을 의미한다. EVA를 기준으로 평가함으로써 경영자의 저수준목표설정 또는 손쉬운 목표설정등의 폐단을 줄일 수 있을 것이다. 따라서 최대보너스액을 설정하지 않고 EVA를 기준으로 지급함으로써 경영자는 적극적인 경영목표에 도전할 유인을 가질 것이며, 이는 경영자의 목표와 주주의 목표를 근접시키는데 기여할 것이다.

V. 경제적 부가가치와 기업가치의 관련성

1. 가설의 설정

기업의 경영성과 지표로서 EVA의 역할은 이미 설명하였다. 여기서는 EVA가 기업가치와 어떤 관련성을 맺고 있느냐를 한국 주식시장을 대상으로 실증 분석해 보고자 한다. 이와같은 실증분석을 위해서 본 연구에서는 다음과 같은 가설을 설정해 보기로 한다.

[가설 1] 주식초과수익률은 회계적 이익을 우선적으로 반영하고, 그 이후에는 주당 EVA정보를 점진적으로 반영한다.

[가설 2] 회계정보가 발표된 일정기간후에 있어서, EVA가 서로 다른 기업군간의 주식의 초과수익률은 차이가 있다.

[가설 1] [가설 2] 를 설정하게 된 논거를 설명하면 다음과 같다.

일반적으로 주식투자자들은 기업의 경영성과에 민감하게 반응한다. 기업의 경영성과는 재무제표 정보를 통해서 알 수 있으므로, 회계적 이익의 크기는 주식수익률에 영향을 미치게 된다. 즉, 재무제표 정보가 발표되는 시점전후의 단기간동안 기업의 회계적이익은 주식수익률에 밀접한 영향을 미칠것이다.

그리고 주식수익률이 회계적 이익을 충분히 반영한 이후에는 EVA의 크기가 주식수익률에 영향을 미칠 것이다. 왜냐하면 그 이후에는 투자자들이 우선적으로 자신들이 예상한 자기자본비용의 충분한 보상여부에 관심을 가질것으로 생각되기 때문이다. 논리적으로 볼 때 자기자본비용 보상후의 EVA가 주주에게 더 중요하지만, EVA정보는 직접적으로 공표되는 정보가 아니므로 주가에 주당EVA정보가 반영되는 속도는 점진적일 것이다.

[가설 1] [가설 2] 는 계속 상장기업에 있어서의 EVA와 기업가치간의 관련성을 규명하기 위한 가설이다. 다음에는 지금까지의 논의를 좀 더 확장시켜 EVA와 신규상장기업의 가치와의 관련성을 분석할 목적으로 다음과 같은 가설을 설정하고자 한다.

[가설 3] 회계적 이익은 최초공모주의 상장당시 저평가율과 관련성을 가지나,

EVA는 최초 공모주의 저평가율과 관련이 없다.

[가설 4] EVA는 최초상장일 이후 일정기간후의 주식초과수익률과 관련이 있다.

[가설 5] 최초상장일 이후에 있어서, EVA가 서로 다른 기업군간의 주식초과수익률은 차이가 있다.

[가설 3], [가설 4], [가설 5] 를 설정하게된 논거를 설명하면 다음과 같다.

최초공모주의 저평가 현상은 이미 많은 연구에 의하여 확인된 바 있다.⁵⁾ 과연 EVA는 신규상장의 저평가 요인이 될 것인가 하는 것이 관심의 대상이다. [가설 3] 은 계속 상장기업의 단기 주식수익률과 마찬가지로 신규상장 당시의 주식수익률도 공표된 회계적 이익과는 밀접한 관련을 맺을 것으로 생각되나 EVA와는 관련성이 없을 것이라는 추론하에 설정된 가설이다. [가설 4], [가설 5] 는 계속 상장기업과 마찬가지로 신규상장 주주의 궁극적인 관심사는 EVA에 있으므로, 신규상장주 유통수익률에 EVA는 점진적으로 영향을 미칠 것이라는 추론하에 설정된 가설이다.

2. 자료 수집대상 및 분석방법

EVA가 기업 경영성과 지표로서 의미가 있는지를 검토함에 있어 본 연구는 계속상장 기업을 대상으로 하는 분석과 신규상장기업을 대상으로 하는 분석으로 나누어서 수행하였다. 먼저 계속상장기업을 대상으로한 분석에서는 12월 결산 제조업에 속하는 기업중에서 매년 45개씩 6년간 270개를 표본으로 선정하였다. EVA의 분석기간은 1987년부터 1992년까지(TP)이며 이기간을 시장상황과 관련하여 1987년부터 1989년까지의 첫번째 하위기간(SP₁)과 1990년부터 1992년까지의 두번째 하위기간(SP₂)으로 나누었다. 매년 EVA에 대응하는 주식초과수익률은 다음해의 월별초과수익률을 사용하였다.

[가설 1], [가설 2] 를 검정하기 위하여 270개 기업을 대상으로 매년의 주당EVA를 추정하였으며, EVA를 측정함에 있어 자기자본비용은 Gordon의 배당평가모형을 사용하였다. 그리고 회계적 이익과 주식초과수익률, 주당EVA와 주식초과수익률 각각의 상관관계를 살펴보았으며, EVA집단간 주식초과수익률의 차이도 분석해 보았다. 회계적이익과 EVA는 매년 12월 기준의 재무제표를 사용하여 구했으며, 주식초과수익

5) 최초공모주 저평가와 관련된 논문으로는 Baron(1982), Rock(1986), Tinic(1988), Welch(1989), Drake & Vetsuypens(1993), 김용한 & 이영기(1988), 강효석(1990, 1991) 임용기(1991), 정성창(1992) 등을 들 수 있다.

들은 그 다음해 3월, 4월, 5월의 월간 초과수익률을 대응시켰다. 주식초과수익률은 업종별 평균수익률로 조정(mean-adjusted method)하여 구하였다.

그리고 신규상장기업을 대상으로 하는 분석에서는 1988년부터 1990년사이에서 각년도 1월부터 9월까지 신규상장한 제조기업 96개를 표본으로 선정하였다. EVA의 분석은 신규상장 직전의 재무자료에 기초하였으며, 저평가분석은 신규상장 당시의 주가변화에 기초하였다.

[가설 3] 을 검정하기 위하여 회계적 이익과 저평가율, 주당EVA와 저평가율간의 상관관계를 분석하였다. 여기서 사용한 저평가율은 (상장당일의 종가-발행가격)/(발행가격)으로 하였다. 그리고 [가설 4], [가설 5] 를 검정하기 위하여 신규상장기업의 회계적 이익과 주식초과수익률, 주당EVA와 주식초과수익률간의 상관관계를 검토해보았으며, 주당EVA 집단간의 월별주식초과수익률 차이도 분석하였다. 월별주식초과수익률은 신규상장월이후 5개월간 측정하였다. 주식초과수익률은 앞에서와 같이 업종평균수익률로 조정하여 사용하였다.

3. 실증결과와 토의

1) 계속상장기업을 대상으로한 분석결과

먼저 한국기업들의 납세후 영업이익이 주주가 요구하는 자기자본비용을 어느 정도 보상해 주는가를 살펴보기 위하여 표본기업 270개를 대상으로 주당EVA를 측정하였으며, 그 결과는 다음 <표 5-1> 및 [그림 5-1] 과 같다.

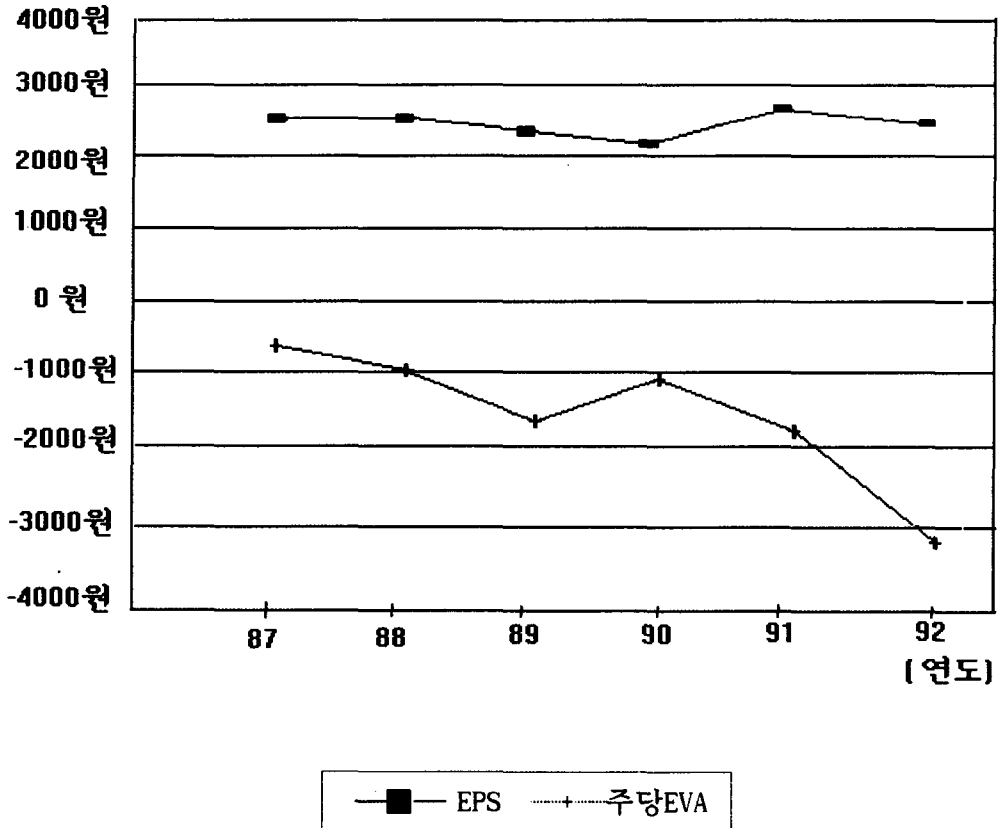
<표 5-1> 연도별 주당 EVA의 분포

| 구 분 | 1987년 | 1988년 | 1989년 | 1990년 | 1991년 | 1992년 | 계 |
|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|------|
| 표 본 기 업 수 | 45개 | 45개 | 45개 | 45개 | 45개 | 45개 | 270개 |
| 양의 EVA기업수 | 12 | 12 | 8 | 11 | 7 | 7 | 58 |
| 음의 EVA기업수 | 33 | 33 | 37 | 34 | 37 | 38 | 212 |

* 표본기업의 EPS는 모두 양(+)의 값임.

〈표 5-1〉에서 볼수 있는 바와 같이, 1987년부터 1992년까지 6년동안 주당EVA를 측정해 본결과 약 70%~80%에 이르는 기업들의 주당EVA가 음(-)의 값을 갖는 것으로 나타났다. 표본기업의 EPS는 모두 양의 값을 갖고 있음을 감안할 때, 이는 상당수 기업들이 영업활동을 통해서 얻는 수익성으로 자기자본비용을 충분히 보상하지 못하고 있음을 보여주는 결과라 생각된다. 더구나 1987년-1989년간의 3년동안 경기국면이 호황임에도 불구하고 대다수의 기업들이 영업활동을 통해서 자기자본비용을 보상하지 못하고 있음은 시사하는 바가 크다 할 것이다. 이와 같이 많은 기업들이 주주가 요구하는 자기자본비용을 충분히 보상하지 못하고 있음은 주주, 특히 소액주주의 富가 충분히 보호받지 못하고 있음을 의미하는 것이다.

[그림 5-1] 연도별 주당 EPS 및 주당EVA의 평균치 추이



[그림 5-1] 에서 볼 수 있는 바와 같이 표본기업의 연도별 주당 EPS의 평균치는 2,000원에서 3,000원사이의 값을 갖는데 반해서, 주당 EVA의 평균치는 -700원에서 -3,300원의 값을 갖는다. 앞의 <표 5-1> 에서 살펴본대로 많은 기업들이 영업활동에서 얻은 납세후영업이익으로 총자본조달비용을 충분히 보상하지 못하고 있는 것으로 나타났다. 특히 1990년~1992년간의 불황국면에서 EPS의 변화와 주당 EVA의 변화는 대조적인 양상을 띠고 있다. 즉 불황국면에서 주당 EVA의 하락은 실질적인 기업가치의 하락을 잘 반영해 주고 있는 것으로 보여진다.

기업의 수익성은 기업가치와 밀접한 관련성을 갖고 있음은 주지의 사실이다. 주식투자자들은 회계적 이익을 기준으로 먼저 기업의 수익성을 판단하므로 회계적이익이 주가에 반영되는 것은 당연하다. 관심의 대상은 EVA가 주가에 어떻게 반영될 것인가에 있다. <표 5-2> 는 주당EVA가 주식초과수익률과 상호 어떤 관계를 갖는가를 월별로 검토한 것이다.

<표 5-2> 주당EVA와 월별 주식초과수익률간의 상관계수

| 구 분 | ER3 (3월) | ER4 (4월) | ER5 (5월) | ER34 (3월+4월) | ER45 (4월+5월) | ER345 (3월+4월+5월) |
|-----------------|--------------------|---------------------|-------------------|--------------------|--------------------|---------------------|
| TP | 0.0173 (0.777) | 0.0599 (0.327) | 0.1565 (0.010) | 0.0556 (0.363) | 0.1458 (0.016) | 0.1223 (0.045) |
| SP ₁ | -0.0402 (0.643) | -0.0429 (0.5900) | 0.1853 (0.031) | -0.0419 (0.605) | -0.0869 (0.316) | - 0.0957 (0.270) |
| SP ₂ | 0.0415 (0.633) | 0.1131 (0.191) | 0.1821 (0.035) | 0.1172 (0.176) | 0.1849 (0.032) | 0.1721 (0.046) |

* ()은 P - Value임

<표 5-2> 는 분석기간 전체(TP)와 하위기간(SP₁, SP₂)에 있어서 주당EVA와 익년의 월별주식초과수익률간의 상관계수를 나타낸 것이다. 월별주식초과수익률은 3월부터 5월까지 매월 또는 2~3개월간의 평균수익률이다. <표 5-2> 에서 볼 수 있는바와 같이 대체로 주당 EVA는 5월 또는 3월~5월의 주식초과수익률과 유의적인 양(+)의 관계를 맺고 있는 것으로 나타나 관심을 끌고 있다.⁶⁾

이는 주주의 사전요구수익을 공제한 후의 값인 주당 EVA가 점진적으로 기업의 진정한 경영성으로 인식될 수 있다는 가능성을 제시하는 결과로 보여진다. 이와같은 현상은 상대적으로 불황기인 1990년부터 1992년까지의 하위기간에서 좀 더 뚜렷이 나타나고 있어, 경기가 좋지 않을 때 정상적인 영업활동으로부터의 이익에서 총자본비용액을 공제한후의 수익성이 주가에 많은 영향을 미치는 것으로 생각된다.

〈표 5-2〉의 결과는 주식초과수익률이 회계적 이익을 우선적으로 반영하고, 그 이후에는 주당 EVA정보를 점진적으로 반영한다는 [가설1]을 받아들일 수 있는 근거를 제시하고 있다. 즉 재무제표 정보가 발표되는 시점전후 단기동안은 회계적 이익이 주가에 영향을 미친다. 그러나 그 이후에는 기업의 순수영업활동으로부터의 수익성이 이자비용은 물론 주주들이 예상하는 자기자본비용을 보상할 수 있는가에 관심이 모아진다는 해석을 할 수 있을 것이다. 따라서 자기자본비용 보상후의 개념인 EVA의 크기는 기업의 가치 곧 주가에 영향을 미칠 것이라는 가능성을 제시하고 있다.

다음에는 전체표본을 주당 EVA의 크기에 따라 집단화하여 이들 집단간에 월별 주식초과수익률의 차이를 분석해 보았다. 먼저 표본기업을 주당 EVA를 기준으로 집단화하여 주당 EVA상위기업을 G_H 로 하며, 하위기업을 G_L 로 하였다. 다음 〈표 5-3〉은 분석기간별 G_H 집단과 G_L 집단의 주당 EVA평균치를 나타낸 표이다. 그리고 전체기간과 하위기간에 있어 각 집단간 월별주식초과수익률 평균의 차이를 분석한 결과는 〈표 5-4〉와 같다.

〈표 5-3〉 집단별 주당 EVA의 평균치

| 구 분 | | 주당EVA평균치 | 기업수 | P-Value |
|-----------------|-------|-----------|------|---------|
| TP | G_L | -3,975.5원 | 108개 | 0.0001 |
| | G_H | 526.6 | 108 | |
| SP ₁ | G_L | -2,675.9 | 54 | 0.0001 |
| | G_H | 358.1 | 54 | |
| SP ₂ | G_L | -5,224.4 | 54 | 0.0001 |
| | G_H | 185.2 | 54 | |

6) 회계적 이익인 EPS는 공표시점을 전후해서만 주식초과수익률과 밀접한 양(+)의 관계를 맺고 있음을 확인하였다.

〈표 5-4〉 집단별 월평균초과수익률 차이

| 구 분 | | ER3 (3월) | ER4 (4월) | ER5 (5월) | ER34 (3월~4월) | ER45 (4월~5월) | ER345 (3월~5월) |
|-----------------|----------------|-------------|-------------|-------------|-----------------|-----------------|------------------|
| TP | G _L | 0.2621 | -0.3303 | -1.2920 | -0.0682 | -1.6223 | -1.3602 |
| | G _H | -1.2797 | 0.4114 | -0.2005 | -0.8683 | 0.2109 | -1.0688 |
| | P-Value | 0.203 | 0.530 | 0.303 | 0.12 | 0.246 | 0.400 |
| SP ₁ | G _L | -0.2411 | 2.5150 | -2.2833 | 2.2739 | 0.2317 | -0.0094 |
| | G _H | -1.6169 | -0.4954 | -1.0030 | -2.1122 | -1.4983 | -3.1152 |
| | P-Value | 0.333 | 0.003 | 0.365 | 0.016 | 0.189 | 0.108 |
| SP ₂ | G _L | 0.7174 | -2.5467 | -0.9093 | -1.8293 | -3.4559 | -2.7386 |
| | G _H | -0.9639 | 1.9743 | 0.9872 | 1.0104 | 2.9615 | 1.9976 |
| | P-Value | 0.392 | 0.044 | 0.243 | 0.296 | 0.032 | 0.354 |

〈표 5-4〉에서 볼 수 있는바와 같이 전체기간(TP)과 첫번째 하위기간(SP₁)에서는 주당 EVA기준 집단별 월평균초과수익률간의 차이를 발견할 수 없었다. 그러나 불황국면인 두번째 하위기간(SP₂)에서는 4월 또는 4월~5월에 걸쳐 월평균초과수익률이 집단간에 유의적인 차이가 있음을 발견할 수 있었다. 다시 말해서 호황국면보다는 불황국면에 있어서 투자자들은 자신의 예상수익률이 보상되는가에 더 큰 관심을 보이며, 이를 주식투자결정에 반영하는 것으로 보여진다. 이는 불황국면에서는 자신들에게 귀속되는 몫인 회계적 이익이 적으므로 영업활동으로부터의 수익이 예상자기본비용을 보상해 주는가에 더욱 민감하게 반응하는 것으로 해석된다. 이상의 결과로부터 주당EVA기준 집단별 주식초과수익률이 차이를 보일 것이라는 [가설 2]는 불황국면에서만 부분적으로 지지되는 것으로 볼 수 있다.

2) 신규상장기업을 대상으로 한 분석결과

주식시장에 최초로 주식을 공모한 기업들을 대상으로 EVA와 저평가율 및 상장후 일정기간 동안의 주식초과수익률간의 관계를 살펴보았다. 즉, 상장직전 연도의 주당 EVA가 상장당일의 저평가율에 어떤 영향을 미칠 것인가와 상장후 일정기간 동안의 주식초과수익률에는 어떤 영향을 미칠 것인가를 검토해 보았다.

계속상장기업의 경우와 마찬가지로 주식투자자들은 기업의 경영성적을 우선 재무제표상의 회계이익 및 공표되는 수익가치를 기준으로 판단하려고 하므로 저평가율은

회계적 이익 및 수익가치와 밀접한 관련성을 갖고 있을 것으로 예상된다. 그리고 저평가율은 영업활동성에서 세금 및 자본비용을 차감한 EVA와는 큰 관련성이 없을 것으로 예상되었다.

1988년부터 1990년까지 상장한 96개 제조기업의 신규상장 저평가율이 EPS, 주당수익가치, 주당자산가치 및 주당EVA와 어떤 상관관계를 갖고 있는가를 살펴 보면 <표 5-5> 와 같다.

〈표 5-5〉 신규상장주 저평가율과의 상관계수

| 구 분 | E P S | 주당수익가치 | 주당자산가치 | 주당 EVA |
|-----------|---------|----------|----------|---------|
| 저평가율 | -0.2481 | -0.4012 | -0.3612 | -0.1234 |
| (P-Value) | (0.015) | (0.0001) | (0.0001) | (0.231) |

<표 5-5> 에서 볼 수 있는 바와 같이 신규상장시 저평가율은 재무제표상의 회계적 이익인 EPS, 공표된 주당수익가치 및 주당자산가치와 매우 유의적인 음(-)의 관계를 갖고 있음을 알 수 있다. 이는 EPS, 주당수익가치 및 주당자산가치가 클수록 발행가격이 이미 높아져서 신규상장의 저평가율은 낮아짐을 의미하는 것이다. 그리고 신규상장의 저평가율은 상장직전연도의 주당 EVA와는 관련을 맺지 않는 것으로 나타나 [가설 3] 을 지지할 수 있는 근거를 제시하고 있다. 즉, 신규상장의 발행가격 및 상장초일 종가 형성에 주당 EVA는 별영향을 미치지 않고 있음을 알 수 있다.

한편 신규상장월 이후의 월별주식초과수익률이 EPS 및 주당EVA와 어떤 상관관계를 갖고 있는가를 분석해 본 결과는 <표 5-6> 과 같다.

〈표 5-6〉 상장월 이후 월별초과수익률과의 상관계수

| 구 분 | ER(+1) | ER(+2) | ER(+3) | ER(+4) | ER(+1~+2) | ER(+3~+5) |
|-------|--------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|
| E P S | 0.0532 (0.607) | 0.2826 (0.005) | 0.1850 (0.071) | 0.0840 (0.416) | 0.3049 (0.003) | 0.1490 (0.147) |
| 주당EVA | -0.0397 (0.701) | 0.0930 (0.368) | 0.1609 (0.117) | 0.1789 (0.081) | 0.1712 (0.095) | 0.2511 (0.014) |

* ()속은 P-Value이며, ER(+1)은 상장익월의 월평균초과수익률임.

〈표 5-6〉에서 볼 수 있는 바와 같이 EPS는 상장일에는 주식초과수익률과 관련이 없으며, 상장일 2~3개월후에는 양(+)의 상관관계를 나타내고 있다. 이는 회계적 이익인 EPS가 신규상장의 발행가격에 이미 반영되어 있으므로 상장일까지는 주식초과수익률에 영향을 주지 못하며, 상장일 2~3개월후에 미반영부분이 주식초과수익률에 영향을 주고 있는 것으로 해석된다.

한편 주당EVA는 상장일 이후 초기에는 주식초과수익률에 영향을 주지 못하나, 상장일 기준 3~5개월이후에는 주식초과수익률에 영향을 주고 있는 것으로 나타났다. 이는 회계적 이익이 상장 이후 초기의 주식초과수익률에 먼저 반영되고 그이후에는 주당EVA가 주식초과수익률에 반영될 것이라고 하는 [가설 4]를 지지해 줄 수 있는 가능성을 제시하고 있는 것으로 해석된다.

마지막으로 신규상장기업을 주당EVA기준으로 집단화하여 이들 집단간 월평균주식초과수익률의 차이를 분석해 보았다. 먼저 표본기업을 주당EVA를 기준으로 집단화하여 상위 34개기업을 [G고]로 하고 하위 34개 기업을 [G저]로 분류하였다. 다음 〈표 5-7〉은 [G고]와 [G저] 집단의 주당EVA의 평균치를 나타낸 것이다.

〈표 5-7〉 집단별 주당EVA 평균치

| 구 분 | 주당 EVA의 평균치 | 기 업 수 | P - Value |
|------|-------------|-------|-----------|
| [G저] | - 1,153.0 | 34 개 | 0.0001 |
| [G고] | 2,321.6 | 34 개 | |

〈표 5-7〉에서 구분한 두집단에 있어 월평균주식초과수익률간의 차이유무를 분석하였는데, 그 결과는 다음의 〈표 5-8〉과 같다.

〈표 5-8〉 상장일 이후 집단별 월평균초과수익률간의 차이

| 구 분 | ER(+1) | ER(+2) | ER(+3) | ER(+4) | ER(+1~+3) | ER(+1~+5) |
|-----------|----------|----------|----------|---------|-----------|-----------|
| [G저] | - 1.6709 | - 1.6103 | - 0.8756 | 0.2494 | - 4.1568 | - 3.5559 |
| [G고] | 4.8550 | - 0.2409 | - 0.8432 | 1.9006 | 3.7709 | 8.8818 |
| (P-Value) | (0.116) | (0.488) | (0.990) | (0.533) | (0.118) | (0.024) |

〈표 5-8〉에서 볼 수 있는 바와 같이 상장월이후 초기에는 집단간의 월평균초과 수익률이 유의적으로 차이나지 않고 있으며, 상장월이후 1개월~5개월의 누적기간에서만 두집단간의 유의적인 차이를 발견할 수 있었다. 이는 주당EVA기준 집단간 월평균초과수익률이 차이가 있을 것이라는 [가설 5]를 부분적으로 지지해주는 약한 증거라 할 수 있을 것이다.

VI. 요약 및 결론

주주의 입장에서는 경영성과지표로서 회계적 이익도 중요하지만, 정상적인 영업활동으로부터 얻은 이익이 부채비용은 물론 사전에 주주가 예상한 자본제공에 대한 대가를 충분히 보상해 주고 있는가 하는 것이 직접적으로 더 관심의 대상일 것이다. 경제적 부가가치는 이와같은 주주의 관심을 충족시켜주는데 기여할 수 있는 새로운 경영성과지표로 인식될 수 있다.

경제적 부가가치 개념은 주주와 경영자간의 대리문제를 해소시켜 주는데 기여할 수 있는 가능성을 보여 주고 있다. 왜냐하면 기업의 목표를 EVA의 극대화에 두는 것이 회계적 이익의 극대화보다는 주주들에게는 자신들의 이익을 우선적으로 확보하는데 보다 유리할 수 있기 때문이다. 또한 EVA의 통제를 통해서 자본조달규모를 통제할 수 있으므로 기업경영의 효율성을 높이는 데에도 EVA는 유용한 개념이다.

한편 기업의 EVA는 공식적으로 공표되지는 않지만 개념자체의 의미에서 볼 때 주가와 밀접한 관련성을 맺을 것으로 보인다. 본 논문에서는 제한적이기는 하지만 EVA와 주가와의 관련성을 실증분석해 보았으며 그 결과는 다음과 같다.

계속상장기업을 대상으로 한 분석에서 회계적 이익이 양(+)의 값을 갖는 표본기업 중 상당수의 기업이 음(-)의 EVA를 갖는 것으로 나타나, 한국기업의 상당수가 영업활동을 통해서 얻는 수익성으로 예상자기자본비용을 충분히 보상하지 못하고 있음을 보여주고 있다. 대다수의 기업들에 있어서 주주가 요구하는 필수수익을 보상하지 못하고 있다는 것은 경영자들의 추구목표에서 자기자본비용이 중시되지 못하고 있지 않나하는 생각을 갖게 한다. 또한 주주의 입장(특히 소액주주의 입장)에서는 자신들의 富가 충분히 보호받지 못하고 있는 것으로 생각된다. 또한 기업의 주당EVA

는 회계적 이익보다 불황시 기업의 경영성과를 더 잘 반영해 주고 있는 것으로 나타났다.

계속상장기업의 주식초과수익률은 회계적 이익과 우선적으로 관련성을 가지나 그 후(5월 또는 4월~5월)에는 주당EVA와 유의적인 양(+)의 관련성을 갖고 있었다. 주당EVA를 기준으로 한 집단간 주식초과수익률의 차이분석에서 호황국면시에는 차이를 발견하지 못했으나, 불황국면시에는 4월 또는 4월~5월에 걸쳐 양집단간의 유의적인 차이를 부분적으로 발견할 수 있었다.

신규상장기업을 대상으로 한 분석에서 회계적 이익은 신규상장주의 저평가율과 밀접한 관련성을 가지나 주당EVA는 신규상장의 저평가율과 관련이 없는 것으로 밝혀졌다. 또한 주당EVA는 상장월기준 3개월~5개월이후에는 주식초과수익률에 유의적인 양(+)의 관계를 갖고 있었다. 주당EVA를 기준으로한 집단간 주식초과수익률의 차이분석에는 비교적 장기간(1개월~5개월)에서만 부분적으로 유의적인 차이를 발견할 수 있었다.

이상과 같은 실증분석을 통하여 회계적 이익이 주가에 우선적으로 반영되나 그 이후에는 주당EVA가 주가에 점진적으로 반영되고 있음을 알 수 있었다. 결국 향후 더 깊은 연구가 필요하겠지만, 본 논문을 통하여 경제적 부가가치의 경영성과지표로서의 유용성은 부분적으로 확인할 수 있었다.

참 고 문 헌

- 강효석, “기업공개시 공모주 가격결정에 관한 연구”, 재무연구, 3호, 1990, 157-176.
- 김건우, “발행가와 자산가치 및 수익가치와의 관계”, 재무관리연구, 제9권 제1호, 1992.
- 김응한·이영기, “기업공개, 유상증자시 발행가 결정 및 제문제점”, 경제학연구, 36 1988, 171-190.
- 김철중, “자본구조와 관련된 Agency 이론의 검증”, 성균관대, 박사학위 논문, 1987.
- 상장기업 재무분석, 동서증권, 연도별 각호.
- 상장기업총람, 한국상장회사협의회, 연도별 각호.
- 임웅기, “우리나라 최초공모주시장의 가격기능에 관한 연구 - 발행가결정 자율화 조치를 중심으로-”, 증권학회지, 제13집, 1991, 103-137.
- 주식, 한국증권거래소, 연도별 각월호
- 정성창, “우리나라 최초공모주의 과도한 저가발행에 대한 원인분석과 개선방향”, 재무관리연구, 제9권 제2호, 1992. 12, 149-168.
- 한국증권업협회, 「증권시장지」, 1987-1993.
- Allen, F. and Faulhaber, G. R., “Signalling by Underpricing in the IPO Market,” *Journal of Financial Economics* Vol.23, (1989), 393-323.
- Barnea, A., R.H. Haugen, and L.W. Senbet, “An Equilibrium Analysis of Debt Financing under Costly Tax Arbitrage and Agency Problems”, *Journal of Finance* 36 (June 1981), 569-581.
-
- _____ , “Market Imperfections, Agency Problems, and Capital Structure: A Review,” *Financial Management* 10, (Summer 1981), 7-22.
- Barry, B., and H. Jennings, “The Open Price Performance of Initial Public Offerings of Common Stock;” *Financial Management* (Spring 1993).
- Barry, B., and J. Muscarella, and R. Vetsuypens, “Underwriters Warrants, Underwriters Compensation and Cost of Going Public,” *Journal of Financial*

- Economics* 29, (1991).
- Black, F. and M. Scholes,** "The Pricing of Options and Corporate Liabilities," *Journal of Financial Economics* 81, (1973), 637-654.
- Brealey, R.A. and Myers, S.C.,** Principles of Corporate Finance, McGrawHill(4th ed), (1991).
- Drake, D. and Vetsuypens, M.R.,** "Initial Public Offerings Underpricing and Insurance Against Legal Liability," *Financial Management* Vol.22, (1993). *Fortune*(93. 9. 20), 34-42.
- Easterbrook, F.,** "Two Agency-Costs Explanations of Dividends," *American Economic Review*, (Sept. 1984), .650-659.
- Jensen G. R., Solberg D. P. and Zorn T. S.,** "Simultaneous Determination of Insider Ownership, Debt and Dividend Policies," *Journal of Quantitative Analysis* Vol 27. No.2, (June 1992), 247-263.
- Jensen Michael C. and William E. Meckling,** "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure," *Journal of Financial Economics* 3, (October 1976), 305-360.
- Myers, Stewart C.,** "Determinants of Corporate Borrowing," *Journal of Financial Economics* 5, (November 1977), 147-175.
- Myers, S.C., and N.S. Majluf,** "Stock Issues and Investment Policy When Firms Have Information That Investors Do Not Have," Unpublished Manuscript, (July 1982).
- Ritter, J.R.,** "Signalling and Valuation of Unseasoned New Issues : A comment," *Journal of Finance* 39, (1984).
- Rock, K.,** "Why New Issues Are Underpriced," *Journal of Financial Economics*, Vol. 15 No.1/2, (January/February 1986), 187-212.
- Rozeff, M.,** "Growth, Beta and Agency Costs as Determinants of Dividend Payout Ratios," *Journal of Financial Research* 3, (Fall 1982), 249-257.
- Spence, M. and R. Zeckhauser,** "Insurance Information and Individual Action," *American Economic Review*, (1971).

Tinic, S., "Anatomy of Initial Public Offerings of Common Stocks," *The Journal of Finance* Vol.43, (1988).

Welch, Iv., "Seasoned Offerings, Immitation Costs and the Underpricing of Initial Public Offerings," *Journal of Finance* Vol.44 No.2, (June 1989), 421-449.

_____. "Sequential Sales, learning and cascades," *Journal of Finance* 47, (1992).