

企業財務構造에의한 經濟的 附加價值 分析*

윤석곤**

The EVA Analysis by the Financial Structure of the Firm*

Yoon seok-gon**

Abstract

This study is intended to analyze what trend the EVA technique recently actively studied shows according to the financial structure of the firm. As a result of analysis, it was found that the firm with the entire sum of its capitals depleted showed the negative value in both the EVA on the basis of operating profit and the EVA on the basis of cash flow from 5 years before its capitals were depleted. Especially, its EVA showed the negative value more strongly than the cash flow accruing by business activity. In analyzing the EVA of the firm with more than 1,500% of the debt to equity ratio, its EVA also showed the negative value from 5 years ago. But the firm with the good financial structure of the debt to equity of less than 35% showed the positive value in the EVA on the basis of its cash flow from 5 years ago. As can be seen from this result, the fact is that the firm can survive only when it raises its EVA through its structural change(re-engineering) and business innovation. Therefore, firms need to seek to turn their business philosophy or policy into the promotion of business innovation and business management emphasizing technology in order to improve their EVA indicators.

* 본 연구는 남서울대학교 자유공모과제 연구지원에 의하여 이루어졌음

** 남서울대학교 경영세무학부 조교수

논문접수 : 1999. 5. 13. 심사완료 : 1999. 6. 19.

I. 서 론

우리나라는 고도의 경제성장을 누려왔으나 고비용-저효율의 문제로 인하여 IMF라는 위기를 맞고 있다. 기업들은 정부의 과보호 아래 과도한 차입금조달로 기업의 규모를 늘리는 외형극대화 정책을 유지해 왔다. 이러한 결과 외형위주의 경영은 비효율적인 자본의 투자와 높은 금융비용부담을 초래하여 기업의 경쟁력을 약화시키는 결과를 가져 왔다. 따라서 기업들은 고금리로 부채를 줄이지 않고서는 배가지 못했다. 즉 잇따른 기업부도 등으로 금융기관의 지급보증을 거절, 신규차입금을 늘리기도 어려운 실정이다. 이에 따라 증자와 외자유치, 자산매각, 자산재평가 등 가능한 모든 수단을 동원해 부채비율을 낮추기 위해 노력하고 있다. 이제부터는 새로운 경영환경의 변화에 적응하기 위해서 기존의 외형성장의 목표에서 내실위주의 경영으로 전환해야만 생존할 수 있는 시대가 도래하였다. 이것은 외형위주의 경영을 탈피하여 주주가 요구하는 최소한의 수익률을 보상해줄 수 있는 내실 있는 경영을 통하여 기업가치창출에 경영목표를 두어야 한다.

최근 기업들은 기존의 손익중심경영에서 경제적 부가가치를 중시하는 경영으로 전환하고 있다. 이러한 관점에서 본 연구는 기업의 경제적부 가치를 분석함으로써 기업가치의 중요성을 인식시키고자 한다. 즉 가치분석의 중심이 되고있는 경제적 부가가치(EVA: economic value added)⁶⁾는 세후영업이익에서 자본비용을 차감하여 계산한다. 이러한 경제적 부가가치는 기업가치를 평가하기 위한 신경영기법으로 각광을 받고 있다. 기업은 경제적 부가가치를 이용하여 기업가치평가는 물론 사업구조조정이나 부실 예측 등의 목적으로 다양하게 이용할 수 있다. 이러한 경제적 부가가

치는 미국에서 개발된 것으로 영업이익에서 자본비용을 차감하여 계산되는데 이것은 영업이익이 모두 현금으로 유입된다고 가정하기 때문이다. 그러나 우리나라의 경우 매출은 미국처럼 현금판매방식이 아닌 어음결제방식이기 때문에 영업이익을 기준으로 하는 것이 합리적이다.

본 연구에서는 영업이익기준의 경제적 부가가치계산과 현금흐름기준의 경제적 부가가치로 나누어 분석하고자 한다. 또한 본 연구에서는 기업재무구조가 불량한 기업으로 자본전액이 잠식된 기업과 부채비율이 1,500%이상인 기업을 선정하였고 기업재무구조가 우량한 기업으로 부채비율이 35%이하인 기업을 선정하여 경제적 부가가치를 분석한다. 이러한 연구는 기업의 경제적 부가가치의 중요성을 인식시키고 경영자에게는 경영혁신을 통한 기업경영만이 생존을 보장할 수 있다는 사실을 인식할 수 있을 것이다.

본 연구의 구성은 제1장 서론이며, 제2장은 이론적 배경으로 경제적 부가가치의 개념 및 모형에 대하여 설명하였고, 제3장은 경제적 부가가치를 실증 분석하였다. 그리고 제4장은 연구결과를 요약하였다.

II. 이론적 배경

1. EVA의 개념

우리나라는 최근 일부 대기업을 중심으로 지금까지의 문어발식 사업확장에 의한 외형위주의 성장 정책으로는 오늘의 경쟁환경을 헤쳐 가가기 어렵다는 사실을 깨닫고서 새로운 경영방법으로 '가치경영', '투자자 만족경영', '質경영' 등을 표방하고 있다. 그러나 대개는 이러한 경영구호가 일과성이거나 전시용에 그치는 경향이어서 외국의 선진기업들이 본격적으로 펼치고 있는 가치경영과는 아직 거리가 멀다고 할 수 있다. 다만, 일부 우량기업들 중에는 사업가치를 분석하여 다운사이징이나 리스트럭처링 또는 해외 M&A를 실시하고

6) EVA는 미국의 Stern & Stewart사가 개발한 재무성과 측정지표이다.

〈표 2-1〉 미국의 초우량 기업의 시장부가가치와 경제적 부가가치

| 회사명 | 1996년 | 1991년 | 시장부가가치(MVA) | 경제적부가가치(EVA) | 투하자본 | 투하자본이익률 | 자본비용 |
|----------|-------|-------|-------------|--------------|--------|---------|-------|
| 코카콜라 | 1 | 4 | \$ 878억 | \$ 21.4억 | \$ 93억 | 37.2% | 12.0% |
| 제너럴 일렉트릭 | 2 | 6 | 808 | 18.5 | 510 | 17.5 | 13.5 |
| 머크 | 3 | 2 | 634 | 11.2 | 198 | 19.6 | 13.5 |
| 필립모리스 | 4 | 1 | 516 | 11.7 | 409 | 17.3 | 14.4 |
| マイクロ소프트 | 5 | 20 | 449 | 13.5 | 49 | 50.0 | 13.1 |
| 존슨&존슨 | 6 | 8 | 425 | 8.4 | 156 | 19.8 | 13.9 |
| AT&T | 7 | 931 | 402 | △21.7 | 950 | 7.3 | 9.9 |
| 프록터&갬블 | 8 | 7 | 400 | 6.2 | 249 | 14.4 | 11.7 |
| 엑슨 | 9 | 17 | 390 | 11.1 | 832 | 10.8 | 9.4 |
| 월마트 | 10 | 3 | 360 | 2.7 | 307 | 12.8 | 11.8 |

자료 : Fortune, 1996. 12. 9.

있으며, 기업경영의 실상을 투자자에게 정확히 알리기 위한 투자자관리(IR: investor relations) 조직을 설치하는 기업들이 늘어나고 있다. 또한 증권업계에서도 EVA를 새로운 기업분석지표로 주목하고 있다는 점에서 국내기업의 가치경영에 대한 관심도가 점차 높아지고 있다.

EVA는 기업이 주요 영업활동을 지속함으로써 창출하거나 잠식하는 기업가치의 절대치이며, 이것은 기업이 현재 투자하고 있는 프로젝트가 양(+)인지 음(-)인지 수치로 분명하게 알려준다

Fortune지가 매년 미국기업들의 경영실적 순위를 시장부가가치를 기준으로 측정, 발표하는 것도 기업가치 창출의 중요성을 뒷받침하는 증거이다. 〈표 2-1〉은 1996년도 기준으로 미국의 초우량 기업들의 시장부가가치와 경제적부가가치를 나타내고 있다. 즉 코카콜라사가 878억달러로 전년도에 이어 1위를 기록하였고, 다음으로 제너럴일렉트릭(GE)사가 808억달러로 2위, 머크사가 3위 등으로 이어지고 있다. 특히 AT&T사는 1991년에 931위에 머물렀는데, 1996년에는 전년도 보다 기업가치를 177억달러 증가시킴으로써 7위에 올랐다. 반면 1993년에 1위를 기록했던 월마트사는 최고경영자의 교체로 인한 미래의 불확실성 때문에 1996년에는 10위로 밀려났다. 홍미로운 현상은 코카

콜라사와 마이크로소프트사의 예에서 보듯이 투하자본의 규모가 작더라도 자본비용에 비해서 투하자본이익률이 상대적으로 클 경우에는 보다 많은 가치창출이 가능한 것으로 나타났다. 한편, AT&T사는 대규모 투하자본에도 불구하고 자본비용보다 투하자본이익률이 낮기 때문에 EVA가 음(-)의 값으로 측정되었으나 장기적으로는 EVA가 증가할 것으로 기대되므로 MVA는 양호한 것으로 제시되었다.

2. EVA와 현금흐름

기업은 경제적이윤을 창출해야만 기업가치를 창출할 수 있다. 회계상이익은 실질적인 자본비용을 고려하지 않고 있어 진정한 기업가치를 나타내기에는 부족하다. 예를 들어 기업이 배당금을 아예 또는 거의 지급하지 않는 경우, 회계상이익에는 자기자본비용이 무시된다. 그러나 실질적으로 주식발행을 통한 자금조달비용이 가장 비싸다. 주식투자의 불확실성이 커 투자자들이 채권보다 높은 수익률을 요구하기 때문이다. 그러나 국내 경영진들의 대부분은 주식발행을 통한 자금조달이 저렴하다고 여겨 발행가격에 무관하게 무조건 주식발행을 통해 자금을 조달하려 한다. 이러한 경제적이익의 관점에서 EVA를 설명하면 다음과 같다.

EVA은 세후 순영업이익(NOPAT: Net operating profit after-tax)에서 자본의 기회비용인 자본비용을 차감한 값이다. 이 경우 임의의 회계조정에도 왜곡되지 않는 현금이익을 사용한다는 것은 중요하다. 국내에서는 연구개발비의 대부분이 이연상각되고 영업외비용으로 계상됨에 따라 정확한 영업이익을 산출하기 위해 NOPAT에서 현금으로 지출된 연구개발비를 차감해야한다. 따라서 투자활동에서 산출된 이익은 NOPAT에 가산되지 않으며 투자자산도 영업투자자본에서 제외한다. 즉 EVA은 영업활동에 투자한 자본에서 기업이 산출한 수익과 기업이 사용한 자금에 대하여 투자가 요구하는 최소한의 기대수익의 차이를 나타낸다. 영업투자자본은 NOPAT과 동일한 경제적기준에서 산출되어야 한다.

영업투자자본은 NOPAT을 산출하기 위해 사용되었던 주요영업자산과 영업권상각 그리고 자본화한 운용리스 등을 가산한 후 현금기준으로 조정하여 산출한다. 현금흐름과 초과이익 그리고 EVA와의 관계는 다음과 같다.

$$\text{세후 영업이익} = OCF + \text{발생항목}$$

$$OCF = \text{영업활동에서 조달된 순현금 흐름}$$

위의 식에서 발생항목은 투자활동과 재무활동을 제외한 영업활동에서 발생된 감가상각, 무형자산상각, 비현금, 유동자산의 증감분, 유동부채의 증감분 등이 있다. 그리고 영업이익에서 영업외 손익을 조정한 것이 경상이익으로 자산이 금융자산이 아니라 영업자산이므로 금융자산의 보유나 또는 자산의 매각으로부터 발생되는 영업외 이익을 제외한다. 영업외 비용 중에서 주 항목인 이자비용을 영업이익에서 차감한 것이 경상이익이다. 따라서 세후 영업이익(NOPAT)은 세후 경상이익에다 세후 이자비용(이자비용 \times (1-법인세율))을 더한 것이다.

$$\begin{aligned} \text{NOPAT} &= \text{세후 경상이익} + \text{세후 이자비용} \\ &= \text{세후 영업이익} \end{aligned}$$

그리고 NOPAT에서 자본비용을 공제한 금액이 잔여이익 또는 초과이익인 EE이다.

$$EE = NOPAT - (WACC \times Capital)$$

$$WACC = \text{가중평균자본비용}$$

$$Capital = \text{영업활동에 소요된 총자산}$$

위에서 Capital은 자본이 아니라 총자산인 이유는 NOPAT에 이자비용이 더하여 졌기 때문이다. 양 (+)의 EE는 주주에게 부가 증가되는 경우이고, 음 (-)의 EE는 주주의 부가 감소되는 경우이다. 이러한 EVA는 EE와 같은 개념으로 영업성과의 측정을 위한 기법으로서 일부 회계방법이 적절치 않다고 보고 NOPAT과 Capital을 조정하여 산출한 변형된 EE이다.

$$EVA = NOPAT + \Delta NOP - WACC \times (Capital + \Delta CAP)$$

$$\Delta NOP = NOPAT \text{ 조정항목}$$

$$\Delta CAP = Capital \text{ 조정항목}$$

$$EVA = OCF + \text{발생항목} - \text{자본비용} + \Delta NOP$$

영업활동에서 얻어진 현금흐름에 발생항목들을 더하여 주면 영업이익이 되는데, 여기에 이자비용을 가산하고 법인세를 차감하면 이자지급에 따른 법인세 절감효과가 조정된 세후 영업이익(NOPAT)이 된다. Stren Stewart사에서는 EVA를 계산하기 위하여 조정된 세후 영업이익에 자본비용을 차감하여 계산된 잔존이익에 몇 가지 항목을 조정하는데, 이것은 기존의 회계기준이 경상적인 영업활동의 수익력을 제대로 평가하지 못하고 있다는 것이다.

투자자본수익률은 기업의 영업성격의 실질적인 경제적 수치로 자본비용과의 직접적인 비교가 가능하다. 여기에서 자본비용은 타인자본 뿐만 아니라 자기자본도 감안한 가중평균자본비용(WACC: Weighted average cost of capital)이 이용된다. NOPAT이 모든 투자자들을 감안한 영업이익이기 때문이다. 즉, EVA는 기업가치 창출여부를 알려준다. 다시 말해서 어떤 기업의 EVA가 양(+)이면 이 기업의 순현재가치(NPV)는 양(+)이고, EVA가 음(-)이면 이 기업의 순현재가치(NPV)는 음(-)이다. WACC는 자본자산가

격차정모형(CAPM)을 기준하여 기업가치에서 차지하는 타인자본과 자기자본의 비중을 세후 타인자본비용과 자기자본비용에 곱하여 산출한다. CAPM모형이 장부가치보다는 시가를 사용하기 때문에 주주의 가치도 회계상의 자기자본보다는 시가총액을 사용한다. 세후 타인자본비용은 평균타인자본비용에 (1-한계법인세율)을 곱하여 구한다. 타인자본비용은 각 부채의 만기수익률과 이자지급에 있어서의 환율변동을 감안하여 조정한 비용이다.

3. EVA의 유효성

EVA성과평가에 대한 유효성은 <표 2-2>에 제시하였다. 일반적으로 기업이익의 절대액(NOPLAT의 크기)을 기준으로 X사의 경우 가장 좋게 평가된다. 그러나 어느 정도의 투하자본으로 이를 달성했느냐를 보다 중요하기 때문에 평가척도는 이익의 액수이기보다는 이익률이어야 한다. ROIC를 기준으로 하면 W사의 평가가 가장 좋다. 하지만 W사의 높은 ROIC는 동사의 영업자본의 수익성이 높다는 것에 지나지 않다는 점에 주의해야 한다. 즉 ROIC는 단지 영업자본의 수익성을 측정하기 위한 한 척도이기 때문이다.

<표2-2> EVA에 의한 성과평가 비교
(단위:만원)

| 항 목 | X社 | Y社 | Z社 | W社 |
|-----------------|--------|--------|--------|-------|
| 영업용 투하자본(IC) | 25,000 | 15,000 | 10,000 | 8,000 |
| NOPLAT | 5,000 | 3,000 | 2,000 | 2,000 |
| ROIC | 20 | 20 | 20 | 25 |
| 자본비용(WACC) | 25 | 10 | 10 | 25 |
| 자본비용액 | 6,250 | 1,500 | 1,000 | 2,000 |
| EVA | -1,250 | 1,500 | 1,000 | 0 |
| 기업가치(V) | 20,000 | 30,000 | 20,000 | 8,000 |
| MVA | -5,000 | 15,000 | 10,000 | 0 |
| V/IC=ROIC/WACC | 0.8 | 2.0 | 2.0 | 1.0 |

주) 기업가치=영업자산(투하자본 중 금융자산 차감)+MVA
MVA=EVA/WACC

기업재무의 목표는 기업가치창조에 있으므로 ROIC가 자본비용을 상회하는 수준까지 충분히 높은가를 검토하는 것이 본래 의미의 성과평가라고 할 수 있다. 이러한 기준에 적합한 척도가 EVA이다. 여기서는 EVA규모를 기준하여 가장 양호한 성과를 거두고 있는 것은 Y사이다. 여기서 Y사와 Z사의 ROIC와 자본비용은 모두 동일수준이기 때문에 이익이 자본비용을 상회하는 정도도 같다. 이 점에서 양자는 같은 평가를 받아야 하지만 그럼에도 Y사의 경우가 더 좋게 평가되는 이유는 창출된 가치의 금액이 더 크기 때문이다. 주식과 부채의 시가합계로 나타나는 기업가치총액의 극대화가 기업재무의 궁극적인 목표이므로 여기에 가장 부합하는 기업은 Y사가 된다. X사의 EVA는 음(-)의 상태이기 때문에 기업가치를 극대화하려는 시도는 오히려 이를 감소시킬 것이다. EVA모형에서는 총액으로서의 기업가치가 아니라 순수가치 증가부분인 MVA의 극대화가 기업재무의 궁극적인 과제로 인식된다. 그러나 기업가치의 극대화는 순부가가치의 증대와 자본비용의 절약이 전제되어야 하므로 EVA와 MV/BV 또는 V/IC로 측정된 성과지표는 동일한 결과를 나타낸다.

시장 부가가치(MVA : market value added)는 시장에서 형성된 기업 가치에서 주주와 채권자의 실제 투자액을 차감한 금액이다. 주가는 미래의 모든 예상 현금흐름을 반영하므로 효율적 시장에서는 모든 미래의 초과이익(EE), 또는 경제적 부가가치의 현재가치의 합계가 MVA로 나타나게 된다. 그러나 MVA는 미래 여러 기간에 대한 예상 초과이익의 할인가로서 주식시장의 영향을 받는 반면, EVA는 매기 초과이익을 나타내므로 경영관리분야에서 유용한 수단으로 각광을 받고 있다. MVA와 EVA와의 관계는 기업평가이론에서 기업가치는 미래이익의 흐름을 현재가치로 할인한 현재가치의 합계이다. <표2-3>은 미국 10대 MVA 창출회사의 EVA사와 MVA와의 관계를 보여주고 있다. 이는 주식시장의 효율성을 바탕으로 MVA를 주식의 시가와 장부가의 차이로 보고, 시가에서 장부가를 공제함으로써 MVA를 계산한 것이다. 대부분의 경우

MVA사와 EVA와는 상당한 양(+)의 관계가 있으나, 항상 일정치 않음을 보여주고 있다.

〈표2-3〉 미국 10대 MVA 창출회사의 EVA와 MVA와의 비교
(단위 : 백만달러)

| 순위 | 회사명 | MVA | EVA |
|----|-------------------|--------|-------|
| 1 | Coca-Cola | 60.846 | 1.884 |
| 2 | General Electric | 52.071 | 963 |
| 3 | Wal-Mart Stores | 34.966 | 917 |
| 4 | Merck | 31.467 | 1.124 |
| 5 | Microsoft | 29.9.4 | 989 |
| 6 | Procter & Gamble | 27.830 | 615 |
| 7 | Philip Morris | 27.338 | 2.222 |
| 8 | Johnson & Johnson | 24.699 | 798 |
| 9 | AT & T | 22.542 | -196 |
| 10 | Motorola | 21.068 | 438 |

자료 : "Fortune" 1995. 12.11.

한 자금의 회수액이므로 기업가치를 증가시키는 성격으로 볼수 없기 때문이다. 본 연구에 사용된 EVA의 계산방법은 다음과 같다.

$$EVA = \text{세후 영업이익} - \text{자본비용}$$

$$= \text{세후 영업이익} - (\text{기증평균자본비용} \times \text{투하자산})$$

$$= (\text{세후 영업이익}/\text{투하자산}) - \text{기증평균자본비용}/\text{투하자산}$$

$$\times \text{투하자산}$$

$$= (\text{투자수익률}/\text{자본비용}) \times \text{투하자산}$$

본 연구의 분석 자료는 한국상장회사협의회(1998년)의 상장회사총람을 이용하였고, 분석 기업의 선정은 1998년 12월 결산 상장회사 재무비율 분석을 이용하여 선정하였다. 분석기간은 1998년 12월 31일을 기준으로 직전5개년(1993년-1997년)을 이용하였다.

2. 표본기업의 선정

본 연구는 기업의 재무구조에의한 EVA를 분석하기 위하여 1998년 12월 31일의 재무제표상에서 자본전액이 잠식된기업과 부채비율이 1,500% 이상인 기업 그리고 부채비율이 35%이하인 기업을 표본기업으로 선정하여 1998년 12월 31일 이전 5개년의 재무제표를 중심으로 EVA의 추세를 분석하였다. 본 연구의 실증분석에 사용된 기업의 표본은 〈표3-1〉과 같다. 또한 분석의 통일성을 유지하기 위하여 금융업을 제외한 36개사를 표본기업으로 선정하였다.

〈표3-1〉 표본기업의 선정

| 구 분 | 기업수 |
|--------------------|------|
| 자본금전액이 잠식된 기업 | 16개사 |
| 부채비율이 1,500%이상인 기업 | 10개사 |
| 부채비율이 35%이하인 기업 | 10개사 |
| 합계 | 36개사 |

3. 분석결과

(1) 자본전액이 잠식된 기업의 경제적 부가가치 기업이 소유한 자산보다 부채가 많아 자본전액이 잠식된 16개기업의 경제적 부가가치 분석결과는 〈표

3-2>와 같다. 즉 당기순이익(단위:백만)은 1998년 12월 31일기준으로 5년전 -14,912. 4년전 -7,812. 3년전 -11,163. 2년전 -24,160. 직전년도 -65,181 으로 나타났다. 이러한 결과는 이미 5년전부터 영업결과는 상당히 불량하게 나타나기 시작하여 자본의 잠식이 나타나기 시작하였다는 것을 알 수 있다. 그리고 영업활동에의한 현금흐름은 자본잠식 3년전부터 음(-)의 가치로 나타났다. 그러나 본 연구에서 분석하고자 하는 EVA는 자본잠식 5년전 -11,906. 4년전 -45,060. 3년전 -43,195. 2년전 50,364. 직전년도 -97,630으로 EVA가치는 점점 음(-)의 지표가 크지고 있음을 알 수 있다. 따라서 EVA는 재무제표상의 영업활동에의한 현금흐름 보다 유용한 정보임을 알수 있다.

〈표3-2〉자본전액이 잠식된 기업의 EVA
(단위:백만)

| 구분 | 5년전 | 4년전 | 3년전 | 2년전 | 직전 |
|--------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 당기순이익 | -14,912 | -7,812 | -11,163 | -24,160 | -65,181 |
| 영업활동에의한 현금흐름 | 12,366 | -26,502 | -19,210 | -15,086 | -17,061 |
| EVA(!) | -11,263 | -17,125 | -26,452 | -31,064 | -40,932 |
| EVA(2) | -11,906 | -45,060 | -43,195 | -50,364 | -97,630 |
| 매출액 | 200,599 | 274,268 | 341,367 | 398,891 | 601,751 |
| 순이익/매출액 | -7.4% | -2.8% | -3.3% | -6.1% | -10.8% |
| EVA(2)/매출액 | -5.9% | -16.4% | -12.7% | -12.6% | -16.2% |

주) EVA(!): 영업이익기준에의한 EVA
EVA(2): 현금흐름기준에의한 EVA

었으나 1997년 우리나라가 IMF체제로 기업의 자금조달이 매우 어려운시기이며, 특히 금융비용이 매우 높은 시기이므로 기업의 금융비용으로 인한 적자일 가능성이 있다. 또한 이들 기업의 EVA분석에서 5년전 -41,808. 4년전 -26,874. 3년전 -15,621. 2년전 -5,099. 직전년도 -87,704로 EVA의 가치는 음(-)으로 나타났다. 따라서 부채비율이 높은 기업의 EVA분석에서는 경제적 부가가치가 매우 낮은 것으로 나타났다. 그리고 이들 기업은 매출액대비 순이익률에서는 5년전 1.2%, 4년전 1.6%, 3년전 1.5%, 2년전 1.6%, 직전년도 -7.2%로 역시 감소되었다. 그러나 매출액은 5년전 23,4670. 4년전 28,4240. 3년전 277,745. 2년전 3,131,131. 그리고 직전년도 407,529로 증가되었다.

〈표3-3〉부채비율이 1,500% 이상인 기업의 EVA
(단위:백만)

| 구분 | 5년전 | 4년전 | 3년전 | 2년전 | 직전 |
|--------------|---------|---------|---------|-----------|---------|
| 당기순이익 | 2,885 | 4,626 | 4,070 | 50,330 | -29,340 |
| 영업활동에의한 현금흐름 | -27,584 | -7,232 | 8,187 | 26,006 | -11,207 |
| EVA(!) | -11,036 | -13,766 | -12,736 | -10,756 | -88,108 |
| EVA(2) | -41,808 | -26,874 | -15,621 | -5,099 | -87,704 |
| 매출액 | 234,670 | 284,240 | 277,745 | 3,131,131 | 407,529 |
| 순이익/매출액 | 1.2% | 1.6% | 1.5% | 1.6% | -7.2% |
| EVA(2)/매출액 | -17.8% | -9.5% | -5.6% | -1.6% | -21.5% |

주) EVA(!): 영업이익기준에의한 EVA
EVA(2): 현금흐름기준에의한 EVA

(2) 부채비율이 1,500% 이상인 기업의 EVA 우리나라 상장기업중 1998년 12월 31일기준으로 부채비율이 1,500% 이상인 기업을 대상으로 EVA를 분석하였다. 〈표3-3〉 이들 기업의 당기순이익은 5년 전 2,885. 4년전 4,626. 3년전 4,070. 2년전 50,330으로 나타났고, 직전년도는 -29,340으로 적자를 나타났다. 이러한 결과는 1993년부터 1996년까지는 우리나라 기업의 자본조달이 매우 쉬운 기업환경이

(3) 부채비율이 35% 이하인 기업의 EVA분석 부채비율이 35% 이하인 기업의 EVA추세를 분석한 것이다. 〈표3-4〉 일반적으로 부채비율이 35% 이하인 기업은 재무건전성이 매우높다. 이러한 기업의 당기순이익은 5년전 3,417. 4년전 3,854. 3년전 7,070. 2년전 91,680. 그리고 직전년도 10,878로 나타났다. 또한 영업활동에의한 현금흐름 및 매출액대비 수익률, 매출액대비 EVA 그리고 매출액 모두 양호

하게 나타났다. 특히 현금흐름기준의 EVA는 5년전 1,964, 4년전 2,090, 3년전 7,308, 2년전 2,414, 그리고 직전년도 4,066으로 매우 양호한 흐름을 유지하고 있다. 그러나 영업이익기준의 EVA 가치는 5년전 -1,539, 4년전 -1,693, 3년전 -272, 2년전 -2,402, 직전년도 -6,343으로 나타났다. 이러한 결과는 영업이익기준의 현금흐름지표를 우리나라 상거래 유형상 적용하기에는 부적절한 것으로 이미 판명된 결과이기도하다. 기타 분석결과 부채비율이 35% 이하인 기업 당기순이익, 영업활동에의한 현금흐름, 매출액, 순이익/매출액 등 모든 지표가 양호한 것으로 나타났다.

〈표3-4〉부채비율 35% 이하인 기업의 EVA분석
(단위: 백만)

| 구분 | 5년전 | 4년전 | 3년전 | 2년전 | 직전 |
|---------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 당기순이익 | 3,147 | 3,854 | 7,070 | 91,680 | 10,878 |
| 영업활동에 의한 현금흐름 | 3,753 | 4,259 | 10,845 | 6,843 | 9,930 |
| EVA(!) | -1,539 | -1,695 | -272 | -2,402 | -6,343 |
| EVA(2) | 1,964 | 2,090 | 7,308 | 2,414 | 4,066 |
| 매출액 | 31,767 | 39,223 | 64,709 | 76,646 | 90,223 |
| 순이익/매출액 | 9.9% | 9.8% | 10.9% | 12.0% | 12.1% |
| EVA(2)/매출액 | 6.2% | 5.3% | 11.3% | 3.1% | 4.5% |

주) EVA(!): 영업이익기준에의한 EVA

EVA(2): 현금흐름기준에의한 EVA

IV. 결 론

IMF 이후 우리 나라 기업들은 부채와의 전쟁을 치르고 있다. 특히 정부는 상장기업의 부채비율을

200%이하 수준으로 낮추도록 기업에 요구했다. 즉 기업들은 부채비율을 떨어뜨리지 못하면 무한경쟁에서 도산할 수 밖에 없는 환경이 도래한 것이다. 특히 기업들은 기존의 손익중심 경영에서 경제적 부가가치를 중시하는 경영으로 전환하고 있는 추세이다. 이러한 관점에서 본 연구는 최근 활발히 연구되고 있는 EVA 기법을 기업의 재무구조에 따라 어떠한 추세로 나타나는지를 분석하였다. 분석결과 자본전액이 잠식된 기업은 자본잠식 5년전부터 영업이익기준의 EVA와 현금흐름기준의 EVA는 음(-)의 가치를 나타내는 것으로 분석되었다. 특히 영업활동에의한 현금흐름보다 더 EVA가 음(-)의 가치를 강하게 나타내었다. 그리고 부채비율 1,500%이상인 기업의 EVA 분석에서 역시 5년전부터 EVA는 음(-)의 가치를 나타내었다. 그러나 재무구조가 우량한 부채비율 35%이하인 기업의 현금흐름기준의 EVA는 5년전부터 양(+)의 가치를 나타내었다. 이러한 결과에서 보듯이 기업은 구조조정과 경영혁신을 통하여 EVA를 높여야만 생존할 수 있다는 사실이다. 기업들은 EVA지표 개선을 위해 경영혁신의 추진 및 기술증시 경영으로 변화를 추구할 필요성 있다.

본 연구의 한계로는 부채비율을 중심으로 EVA를 분석하였으며, 우량기업의 기준을 부채비율 35%를 설정하여 분석하였다는 점이다. 그러나 최근 기업부실에 축 등에 중요한 분석기법으로 인정되고있는 EVA를 이용하여 분석해봄으로써 EVA의 중요성을 인식시키는데 의의가 있다고 하겠다.

참고문헌

- [1] 김건우 역. 기업가치, 법문사. 1996.1. PP. 49-116.
- [2] 김혁외 1인. 현금흐름분석, 한국금융연수원, 19. 97.
- [3] 강효석외 3인. 기업가치평가론, 흥문사. 1997.3. PP.177-205.
- [4] 손기원. 현금흐름과 재무전략, 경영베스트. 19

- 98.3. PP.207-218.
- [5] 상장회사총람, 한국상장회사협의회, 1998,
 - [6] 국내상장기업들의 EVA분석, 동방페레그린증권, 1997.6.
 - [7] 홍성수, 경제적부가가치 경영혁명, 새로운제안, 1997.8.
 - [8] Jackson, Alfred., "The How and Why of EVA at CS First Boston," Journal of Applied Corporate Finance (Spring 1996), PP.98-103.
 - [9] Stephen F.,O'Byren., "EVA and Market Value," Journal of Applied Corporate Finance(Spring 1996)
 - [10] Uyemura, D., C. Kantor., and J. Pettit., "EVA for Banks: Value Creation, Risk Management and Profitability Measurement," Journal of Applied Corporate Finance v9,(1996).pp.94-113.

저자 소개

윤석곤(尹錫坤)

한국OA학회 논문지 제3권 제4호

참조

세종대학교 대학원 회계학과 수료
(경영학박사)

현, 남서울대학교 경영세무학부 조교수