

2007년 2월  
박사학위논문

# *EVA*의 시장효과에 대한 실증연구

조선대학교 대학원

회계학과

임 정 기

# *EVA*의 시장효과에 대한 실증연구

*An Empirical Study on Market Impact of  
Economic Value Added*

2007년 2월 일

조선대학교 대학원

회계학과

임 정 기

# *EVA*의 시장효과에 대한 실증연구

*An Empirical Study on Market Impact of  
Economic Value Added*

지도교수    김    안    규

이 논문을 경영학박사 학위신청 논문으로 제출함.

2006년    10월    일

조선대학교 대학원

회계학과

임    정    기

임정기의 경영학박사학위 논문을 인준함.

위원장	대학교	교수	인
위원	대학교	교수	인
위원	대학교	교수	인
위원	대학교	교수	인
위원	대학교	교수	인

2006년 12월 일

조선대학교 대학원

# < 목 차 >

## *Abstract*

<b>제1장 서론</b> .....	<b>1</b>
제1절 연구의 동기와 목적 .....	1
제2절 연구의 방법과 범위 .....	3
<b>제2장 경제적 부가가치의 이론적 고찰</b> .....	<b>4</b>
제1절 경영의 인식체계 변화 .....	4
1. 외형성장의 타파 .....	4
2. 가치경영 .....	5
3. 대리인 문제와 기업가치 극대화 .....	7
제2절 경제적 부가가치의 개념 .....	8
1. 경제적 부가가치의 의미 .....	8
2. EVA와 기존의 성과지표의 비교 .....	9
3. EVA의 특징 .....	11
제3절 경제적 부가가치의 계산방법 .....	13
1. 영업용 투자자본 .....	14
2. 세후순영업이익(NOPAT) .....	15
3. 투자자본수익률 .....	16
4. 자본비용 .....	16
제4절 선행연구의 검토 .....	19
1. 국외 연구 .....	19
2. 국내 연구 .....	23

**제3장 실증연구의 설계 ..... 34**

제1절 연구가설 및 표본의 선정 ..... 34

1. 연구가설 ..... 34

2. 표본의 선정 ..... 34

제2절 모형의 설계 ..... 37

1. 종속변수 ..... 37

2. 독립변수 ..... 38

3. 모형의 설계 ..... 38

**제4장 실증분석 결과 ..... 40**

제1절 기술적 통계 ..... 40

1. 기술통계치 ..... 40

2. 상관관계 분석 ..... 41

제2절 회귀분석 ..... 42

1. 단순회귀분석 ..... 42

2. 다중회귀분석 ..... 49

**제5장 결론 ..... 52**

**참고문헌 ..... 55**

## <표 목 차>

<표 2-1> 선행연구 요약(국외) .....	29
<표 2-2> 선행연구 요약(국내) .....	31
<표 3-1> 제외된 표본 업체 수 .....	35
<표 3-2> 분석대상 기업체 .....	36
<표 4-1> 기술적 통계량 .....	40
<표 4-2> Pearson 상관관계 분석 .....	42
<표 4-3> 5개년도 통합 단순회귀분석 .....	43
<표 4-4> 5개년도 연도별 단순회귀분석 결과 .....	45
<표 4-5> 5개년도 연도별 단순회귀분석 결과 .....	45
<표 4-6> 5개년도 연도별 단순회귀분석 결과 .....	46
<표 4-7> 5개년도 연도별 단순회귀분석 결과 .....	47
<표 4-8> 5개년도 연도별 단순회귀분석 결과 .....	47
<표 4-9> 5개년도 연도별 단순회귀분석 결과 .....	48
<표 4-10> 5개년도 연도별 단순회귀분석 결과 .....	48
<표 4-11> 5개년도 연도별 단순회귀분석 결과 .....	49
<표 4-12> Enter method 분석 결과 .....	50
<표 4-13> Stepwise method 분석 결과 .....	51

## <그 립 목 차>

<그림 2-1> 대차대조표에 근거한 투자자본의 산출 .....	15
------------------------------------	----

# *ABSTRACT*

## *An Empirical Study on Market Impact of Economic Value Added*

Im, Jeong-Gi

Advisor : Prof. Kim, An-Gyu, Ph. D.

Department of Accounting

Graduate School

Chosun University

Exact estimation of the values of corporations is very important, but very hard because the value of corporations is constantly changing according to future conditions. In the past, corporations used accounting profits which was a traditional achievement measurement to assess their management achievement and values. However, these days, as they turned their attention to quality of management beyond quantitative growth, they are more interested in economic added values.

The reason they are interested in the added value focusing on value management is that the traditional assessment method that uses accounting profits as a measurement standard can not evaluate the added value that shows real achievement of corporations appropriately. However, most of the Korean corporations still evaluate their values based on traditional accounting profits.

As the variables such as short-term net profit that has been used as a measurement variable of corporation value have conceptual limits, they are not enough to be used as a single variable to measure profits. However, as the



Economic Value Added is a standard to establish goals to create values for the management, investors can effectively use it as an index to measure the achievement of corporations properly.

Therefore, this study examined the market effects of Economic Value Added focusing on information effects on Economic Value Added in addition to theoretical review on Economic Value Added that has been highly approved of the management achievement indexes. It used Cumulative average residual as a value index and Gross Margin, Operating Profit, Ordinary Profit and Economic Value Added as traditional achievement indexes.

This study conducted a regression analysis with Cumulative average residual as sub-variable and Gross Margin, Operating Profit, Ordinary Profit as independent variables and found that all the variables had negative regression coefficients.

And, it used a stepwise method to identify relative significance of Economic Value Added compared to traditional achievement measurements and as a result, produced a total of three regression models by adding variables of Cumulative average residual one-by-one. However, as the expected variables such as Economic Value Added and  $\Delta$ Economic Value Added were eliminated, Cumulative average residual was not explained significantly.

The limit of this study is that it used numbers and concepts published by the Korea Exchange. As the Economic Value Added of the Korea Exchange includes only profit and loss through sales as investment and post-tax new sale profit while excluding profit and loss by investment and financial activities, it is different from the Economic Value Added of Stern Stewart Co. which considers investment and financial activities as activities for corporations to create Economic Value Added and so it can not be considered as exact assessment of the Economic Value Added. To overcome the problem in measurement, we need further studies on assessment of exact Economic Value Added.

# 제1장 서론

## 제1절 연구의 동기와 목적

오늘날 기업경영의 중요한 과제는 주주의 부를 극대화하는 것이며 이를 위해서는 투하된 자본을 가장 효율적으로 사용하여야 한다. 기업이 주주가치의 창출을 위한 활동을 원활히 수행할 때 사회 전체적으로도 경제적 성장과 생활의 질의 향상이라는 긍정적인 효과를 기대할 수 있다.

우리나라와 마찬가지로 미국의 경우 1970년대까지 경상이익의 증가 또는 주당순이익의 증가를 중요한 경영목표로 삼았다. 이러한 경영목표는 실제로 경영환경이 안정적이고 국제적인 경쟁이 극심하지 않는 상황에서는 큰 문제없이 받아들여졌다. 그러나 1980년대에 들어서면서 주당순이익의 증가에 목표를 둔 경영은 문제점을 드러내기 시작하였다. 즉 경상이익의 증가에 목표를 둔 다양한 사업을 경영하는 경영집단은 주당순이익의 지속적인 성장에도 불구하고 주가가 하락하였으며 기업집단보다도 규모가 작고 특화된 사업을 하는 기업의 성과가 두드러지게 나타났다.

일반적으로 기업의 성과측정은 회계이익수치 중심으로 수행되어 왔으나, 이러한 성과측정치는 타인자본에 대한 이자비용만을 자본비용으로 간주하고 있으며 자기자본에 대한 기회비용은 자본비용에서 고려하지 못하였다.

이러한 현상은 기업집단의 각 사업부에서 자본의 효율적인 운영이 이루어지지 못한 것이 큰 원인이었다. 대규모 기업의 각 사업부에서는 보다 높은 영업이익을 얻고자 투하된 자본에는 그다지 큰 관심을 갖지 않았던 것이다. 따라서 영업이익을 올릴 수 있는 투자안이 있는 경우에 수익성이 없는 투자안이라도 이를 채택하는 잘못된 의사결정을 내렸던 것이다. 그러나 1980년대에 들어와 기업의 인수와 합병이 활발히 이루어지면서 투하자본의 효율성을 증대시키는 데 전력을 다했으며 1990년대에 들어와서는 경영의 목표를 기업가치 창조의 경영으로 방향을 바꾸기 시작하였다.

우리나라의 경우에도 1960년대 이후 경제의 고속성장을 위해 외형 위주의 성장

에 중점을 둔 기업경영을 해왔다. 하지만 이러한 기업경영은 경제의 고속성장과 그다지 심하지 않는 경쟁으로 큰 문제점을 나타내지는 않았다. 하지만 1990년대에 들어서면서 과거와는 달리 저성장과 수많은 경쟁에 부딪히면서 과거의 외형 위주의 성장에서 기업의 가치를 창조할 수 있는 기업경영으로 탈바꿈할 필요가 있게 되었다.

그동안 대부분의 기업들이 일반적인 투자를 많이 해왔지만 지식경영에 필요한 여러 기능을 갖춘 인적자원, 그리고 고부가가치를 창출할 수 있는 지식습득과 연구개발 등에 많은 투자가 없어 효율적인 경영을 하지 못하는 시행착오를 겪어 왔다. 그리하여 최근 기업들의 관심이 양적 성장 일변도에서 탈피하여 질의 경영으로 이동함에 따라 많은 기업들은 경제적 부가가치에 관심을 기울이게 되었다.<sup>1)</sup>

이처럼 가치경영을 지향하고 있는 경제적 부가가치(Economic Value Added : 이하 EVA로 칭함)가 대두되게 된 이유는 회계적 이익을 측정치로 사용하고 있는 전통적 성과측정방법으로는 기업의 실질적 성과를 나타내는 부가가치를 적절히 평가하지 못하기 때문이다. 그럼에도 불구하고 대부분의 우리나라 기업들은 아직도 전통적인 회계이익에 기초한 기업가치를 평가하고 있다.

기업가치 측정변수로 사용되어 온 기존의 당기순이익과 같은 변수들은 개념적 한계를 내포하고 있기 때문에 수익성 측정변수로서 단일변수로 사용하기에는 부족하다. 이에 반해 경제적 부가가치(EVA)는 경영자들에게는 가치창출을 위한 목표설정 기준으로, 투자자들에게는 올바른 기업성가를 측정할 수 있는 성과지표로 유용할 수 있다.

따라서 본 연구는 경영성과지표 중에서 최근 가장 각광을 받고 있는 EVA에 대한 이론적인 고찰과 함께 국내 자본시장에서 전통적인 성과측정치와 EVA에 대한 정보효과를 중심으로 하여 EVA의 시장효과를 연구하고자 한다.

---

1) 하진용, “EVA 이해도와 보너스형태 선택이 기업의 경영활동성과에 미치는 영향”, (박사학위논문, 계명대학교, 2003. 6), pp. 1~2.

## 제2절 연구의 방법과 구성

앞에서 제시된 연구목적을 달성하기 위해 본 연구에서는 기업의 성과지표로서의 EVA의 유용성에 관한 이론적 배경을 검토하고 기존의 선행연구를 바탕으로 성과 측정치들을 실증분석 모형에 적용하여 정보효과를 실증 분석하는 것이다.

본 연구의 구성은, 제1장 서론에서 본 연구에 대한 문제의 제기와 연구의 목적을 설명하고, 제2장은 경제적 부가가치(EVA)의 의의 및 이론적 배경 및 경제적 부가가치(EVA)의 측정내용을 개관한다. 제3장에서는 실증연구를 위한 모형 및 표본의 선정 및 자료수집 방법과 변수의 정의 및 측정 등을 제시한다. 제4장에서는 연구모형에 따라 수행된 경제적 부가가치(EVA)의 유용성에 대한 실증분석 결과를 제시한다. 마지막으로 제5장에서는 본 연구의 결론을 요약하고 연구의 한계점을 지적함으로써 앞으로의 연구방향을 제시하였다.

## 제2장 경제적 부가가치의 이론적 고찰

### 제1절 경영의 인식체계 변화

IMF 외환위기 전 많은 한국의 대기업들은 기업의 내부역량과 경쟁력을 무시한 무분별한 비관련 사업 다각화 등을 통해 외형성장에만 집착해 왔고 결국 외환위기를 맞으면서 급속한 시장환경 변화에 적응력을 상실한 것이 사실이다. 그리고 현재 계속되고 있는 세계 경제의 불황과 국내 경기 침체에서 적극적 기업투자를 하는 업체들은 극소수에 불과하다.

이런 때일수록 기업은 기본에 충실한 경영의사결정을 해야만 한다. 즉 합리적인 자본조달과 투자선택을 통해 자본의 효율성을 향상함으로써 기업가치, 주주가치를 극대화하는 일만이 현재 국내 기업이 처한 위기상황을 해결할 수 있는 유일한 방안이며 경영의 기본적 패러다임을 기업가치 극대화로 분명히 해야 할 시점이다.

#### 1. 외형성장의 타파

우리나라는 지난 30여년간 고도의 경제성장을 누려왔으나 IMF 외환위기 이후 지금까지 고비용-저효율의 구조적 문제로 인하여 기업경영이 큰 어려움을 겪고 있는 실정이다.

특히 WTO체제 출범 그리고 우리나라의 OECD 회원가입으로 공산품 제품시장 뿐만 아니라 교육, 의료 등 광범위한 서비스 부문까지도 전면 개방이 불가피해져 우리 기업들은 해외는 물론이고 국내 시장에서도 외국 기업들과 치열한 생존경쟁을 벌여야 하는 실정이다.

과거 경제 성장기의 우리 기업들은 정부의 과보호 아래 과도한 차입금 조달로 무리한 기업규모 확대와 무분별한 사업다각화를 추진하는 외형 극대화의 정책을 유지해 왔다. 여기에는 합리적 의사결정을 무시하는 소유 경영자의 독단적 경영 관행도 일조를 하였다. 이러한 외형주의 경영은 비효율적인 자본투자와 높은 금융비

용 부담을 초래하여 무한경쟁시대에서 우리 기업의 경쟁력을 약화시키는 걸림돌로 작용하였다. 그 결과 IMF의 지원을 받을 수밖에 없었던 경제위기에 봉착하게 되었다.

우리가 당면한 경제위기는 정부의 정책 실패, 금융기관의 부실화 등 대내적 요인과 국제 외환위기 사태가 맞물려 발생한 것으로 보이는데, 특히 경제활동의 원동력인 기업부문이 장기간에 걸친 부실경영으로 인하여 내부적으로 만성적 병을 키워왔다는 사실도 주요 원인 중 하나로 받아들여진다<sup>2)</sup>.

새로운 경영환경에 적응하기 위해서는 기업들이 기존의 외형 성장 목표에서 내실 위주의 경영인식 체계의 변화가 필요하다. 다시 말해서, 진정한 의미의 자본비용에도 미치지 못하는 외형 위주의 경영에서 탈피하여 주주가 요구하는 최소한의 수익률을 보상해 줄 수 있는 경제성 있는 투자를 통해서 기업의 새로운 가치 창출에 주력해야 할 것이다.

## 2. 가치경영

기업은 사업에 필요한 자금을 자본시장으로부터 조달하여 이를 투자사업에 효율적으로 투자함으로써 최대의 수익을 얻으려 한다. 이때 기업에 자금을 제공해 준 투자자는 투자한 자금을 대한 기회비용, 즉 자본비용을 그 대가로 요구하게 된다. 따라서 투자한 자금의 생산성이 자본비용보다 커야만 기업은 진정한 이익을 얻게 되며, 결국 경제적 이익(EP : economic profit) 혹은 부가가치를 창출하는 것이다.

그런데 기업이 장기적으로 질적인 성장을 하기 위해서는 이러한 경제적 이익이 일시적이 아니라 지속적이고 안정적으로 확보되어야 할 것이다. 이 같은 내용은 세계적인 초우량기업인 코카콜라 사의 고주에타 회장이 "기업의 가치창조는 은행에서 배워야 한다. 어느 은행이 자금의 조달금리에도 미치지 못하는 대출을 하겠는가? 기업도 가치를 창조하려면 기업의 현금흐름이 자본비용보다 높아야 하는 것은 당연한 일이다." 라고 말하고 있는데 잘 나타나 있다.<sup>3)</sup>

하지만 단기적인 은행의 경영성과를 높이기 위해서 예대마진의 극대화하는 것은

---

2) 강효석·이원흠·조장연, 『기업가치평가론』, (서울 : 홍문사, 2000), pp. 3~4.

3) Fortune, "The Wealth Builders", (December 11, 1995).

결국 장기적으로 예금과 대출의 수요를 감소시켜 미래의 지속적인 성장을 방해할 것이다. 결국 기업의 입장에서 단기적인 이익극대화가 아닌 투자한 자금이 기회비용을 계속적으로 상회할 수 있는 생산성과 효율성을 유지할 수 있도록 하여 장기적 기업가치를 극대화해야 할 것이다.

우리 기업들은 아직도 가치창출의 중요성을 인식하지 못하고 매출액, 시장점유율 혹은 당기순이익 등의 단편적 지표를 통해서 목표를 설정하는 근시안적 행태를 보이는 경향이 짙다. 그러나 덤핑판매와 같이 수익성이 뒷받침되지 않는 매출증대나 가동률이 떨어지는 자산규모의 증가는 진정한 기업가치 창출에 기여하지 못한다.

이익의 극대화라는 개념도 현금흐름의 시간성과 불확실성을 고려하지 않기 때문에 기업목표로는 적절하지 않다. 가령 경영자가 당기순이익이나 자기자본이익율과 같은 회계적 이익수치의 극대화를 추구할 경우 기업의 장기적 성장에 필수적인 R&D 투자를 기피함으로써 궁극적으로 기업가치를 훼손시킬 것이다.

마찬가지로, 제조회가를 낮추기 위해서 품질이 떨어지는 값싼 부품을 사용하는 기업은 당장의 순이익을 늘릴 수 있을지는 모르지만 장기적으로는 소비자로부터 외면당하여 중국에 가서는 기업가치를 떨어뜨리는 결과를 초래할 것이다. 기업가치는 기업이 벌어들일 미래의 현금흐름의 크기, 발생시기, 지속기간 및 불확실성을 고려하여 적절히 할인한 현재가치이다. 즉, 장기적 관점에서 위험을 감안하여 산출되기 때문에 가치는 어떤 다른 척도보다도 포괄적이고 완벽한 정보를 제공한다고 할 수 있다.

최근 많은 기업들이 표방하는 고객만족 경영이나 품질 경영도 궁극적으로 기업가치 극대화와 일맥상통한다고 할 수 있다. 제품과 서비스에 대한 고객의 만족도가 높을수록 기업은 장기적인 수익성과 성장성을 확보할 수 있기 때문이다. 단, 고객만족을 위한 비용이 지속적으로 과다하게 발생한다면 기업은 수익성 약화로 인해 결국에는 경쟁력을 상실할 것이다. 따라서 장기적인 경쟁력 확보에 바탕을 둔 고객만족 경영은 기업가치의 극대화에 이르는 지름길이라 할 수 있다<sup>4)</sup>.

---

4) 강효석 · 이원흠 · 조장영, 전게서, pp. 8~11.

### 3. 대리인 문제와 기업가치 극대화<sup>5)</sup>

현대 재무이론상 기업의 목표는 ‘기업가치의 극대화’ 또는 ‘주주 부의 극대화’이다. 그런데 주주 부의 극대화 목표는 경영자가 추구하는 목표와 일치한다고 전통적인 기업이론에서는 말하고 있다. 그러나 대리이론에서는 경영자가 추구하는 목표와 기업의 목표간에 괴리가 있으므로 대리인 문제가 발생한다고 설명한다. 즉 경영자의 목표는 주주의 목표와 차이가 나게 된다는 것이다. 특히 소유와 경영이 분리될수록 경영자는 주주의 부를 극대화하기보다는 자신의 편익을 앞세울 수 있다는 것이 대리이론의 주장이다.

대리인 문제의 해소는 경영자의 목표와 기업의 목표를 일치시킬 수 있을 때 가능할 수 있을 것이다. 주주와 경영자간 대리문제의 해소방안을 논함에 있어 자기자본비용에 대한 이들의 시각차를 살펴보도록 한다.

경영자는 현금유출의 의무가 없는 자기자본비용을 실질적인 자본비용으로 인식하지 않는 경향이 있다. 즉 회계적 이익을 기준으로 주주로부터 평가받는 것으로 인식하고 있어 경영자는 자기자본비용을 비용으로 인식하지 않는 것이 현실이다. 반면에 자본을 제공한 주주들은 자본 제공에 대한 대가로써 자기자본비용은 자신들에게 귀속되어야 할 몫으로 인식한다.

따라서 자기자본비용에 대한 상호간의 인식의 차가 해소될 때 경영자와 주주간의 대리문제는 해결을 찾을 수 있다. 최근에 미국의 거대기업들은 EVA 개념을 경영관리에 도입함으로써 경영자의 활동을 자극하고 자기자본비용을 차감한 이익성과를 기준으로 경영자의 성과를 평가함으로써 경영자의 목표를 EVA 극대화에 두게 하고 있다.

경영자들이 EVA를 극대화하도록 하는 견인정책으로는 성과급 및 보너스 지급제도가 대표적이다. 경영자의 성과급 및 보너스를 EVA 기준으로 평가하게 되면 경영자는 납세후영업이익이 아니라 납세후영업이익에서 자본비용을 공제한 값인 EVA를 극대화하도록 노력하게 될 것이다.

---

5) 민경성, “경영성과평가로서의 EVA에 관한 연구”, (석사학위논문, 충남대학교, 2005), p. 7에서 참조하여 인용.



## 제2절 경제적 부가가치의 개념

### 1. 경제적 부가가치의 의의

전통적으로 손익계산서에서 보고하고 있는 당기순이익은 기업 영업활동의 결과를 나타내는 주요한 측정치로서 사용되어 오고 있다. 그러나 손익계산서의 당기순이익은 타인의 자본인 부채의 비용, 즉 이자비용만을 차감하여 산정된 손익이다. 기업이 가지고 있는 자산의 원천은 부채뿐 아니라 자본도 포함되어 있으므로 부채에 대한 비용인 이자뿐 아니라 투입한 자본의 비용도 반영이 되어 기업경영의 측정치가 산정된다면 그 측정치는 기업 자체의 순수한 영업활동 결과라 할 수 있을 것이다. 그 측정치가 바로 경제적 부가가치이다.

경제적 부가가치는 기업의 고유 영업활동을 통해 창출된 순자산가치의 증가분으로 세후 순영업이익에서 투자자본에 대한 자본비용이 공제된 잔여이익이다<sup>6)</sup>.

세후 순영업이익은 기업의 주된 영업활동에서 창출한 영업이익에서 법인세등의 세금을 차감한 이익을 의미하며, 자본비용은 주주들이 투자한 자본에 대한 비용으로 타인으로부터 차입한 부채에 대한 비용이외의 것을 의미한다. 주주들은 채권자들보다 더 높은 위험부담을 안게 되므로 더 높은 자본비용이 예상될 것이다.

잔여이익은 영업이익에서 채권자들에게 지급된 이자비용과 법인세등 뿐만 아니라 자본제공자인 주주들의 자본비용까지도 차감하여 산정한 순수한 의미의 잔여가치를 의미한다. 경제적 부가가치가 영보다 크다는 것은 자본을 제공한 주주들의 기회비용보다 더 많은 부가가치를 창조하였다는 것을 의미하는 것이다.

대체로 손익계산서상의 당기순이익으로 기업을 평가할 경우에는 우선 흑자를 보고하게 되면 긍정적인 평가를 내리게 된다. 흑자는 영업활동에 필요한 모든 비용을 제하고 남았다는 의미이기 때문이다. 그러나 주주들은 기업에 투자를 할 경우에는 어느 정도의 높은 수익률을 기대하고 있으며 단순한 흑자가 주주들에게 기대수익률만큼의 이익을 남겼다는 의미는 아닌 것이다.

따라서 당기순이익만으로는 주주들이 기대하는 수익률만큼의 이익을 기업이 남

---

6) 김응한 · 김명균 · 이재경, 『가치중심경영과 EVA』, (서울 : 현학사, 2004).

겼느냐에 대한 정보를 알 수가 없다. 경제적 부가가치는 영업이익에서 법인세, 타인자본비용인 이자비용 뿐 아니라 주주들의 기대수익률, 즉 자본비용도 제한 잔존 가치이기 때문에 이 수치를 통하여 주주들이 만족할 만한 이익을 내었는지의 여부를 알 수 있게 된다. 따라서 양의 경제적 부가가치는 주주들이 기대하는 이상의 이익을 냈다는 것을 의미한다.

## 2. EVA와 기존의 성과지표의 비교

IMF 외환위기가 일어나기 전, 일반적으로 기업의 영업성과를 평가하기 위한 측정수단으로 손익계산서상의 당기순이익이 중요시되어 왔다. 이에 따라 회사의 CEO들도 당기순이익의 증가에만 관심을 기울여 온 것이 사실이다. 그러나 손익계산서상의 당기순이익은 발생주의 회계가 갖는 한계점들을 차치하더라도 타인자본에 대한 이자비용만을 고려하여 산출된 수치이다. 따라서 기업이 당기순이익에 근거하여 영업의 성과를 측정하고 평가하게 된다면 직접적인 기업의 지분을 가지고 있는 주주들의 요구수익률에 미치지 못하는 당기순이익이 발생하더라도 긍정적인 경영성과 평가를 할 수 있는 문제점이 있을 수 있다.

이와는 다르게 EVA를 영업성과의 측정도구로서 사용하게 된다면 투자자들이 제공한 자본비용(타인자본비용 + 자기자본비용)을 초과하는 이익을 실현하는 것을 기업 경영의 목표로 설정하는 것으로 해석할 수 있다. 그러므로 EVA는 자기자본비용의 기회비용적 성격을 분명히 설정할 수 있게 하고 아울러 세후순영업이익에서 자본비용을 차감한 잔여이익은 기업의 최종적인 리스크 부담자인 주주에게 귀속시킴으로써 기업재무의 궁극적인 목표라 할 수 있는 주주 부의 극대화로 이어질 수 있는 연결도구가 된다.

다시 한 번 말하자면 전통적으로 기업의 수익성 지표는 경상이익이나 당기순이익이었다. 기업의 재무관리 초창기에는 이윤 극대화를 목표로 한 수익만을 고려한 매출액 증대에서, 점차 비용관리가 중요시되면서 수익에서 비용을 차감한 경상이익의 증대가 기업재무영역의 새로운 지표로 자리잡게 된 것이다.

경상이익 증대를 위한 손익계산서 위주의 기업경영은 한계에 부딪히게 되면서 대차대조표와 손익계산서를 동시에 고려한 ROA(return on assets : 총자산수익률),

ROE(return on equity : 자기자본수익률) 등의 지표가 점차 중요해져 왔고, 대차대조표 내에서도 자본조달의 구성을 중시하면서 자본비용에 대한 인식을 가지며, 이어 가치창조의 관점에서 기업가치를 파악하게 되면서 주주가 제공한 자기자본에 대한 기회비용 요소까지 인식한 결과물이 EVA이다.

기업의 경영성과를 나타내는 주요 지표는 당기순이익, 주당순이익(EPS : earning per share), 자기자본수익률 등이 있다. 회계적 이익인 당기순이익은 발생주의에 근거한 것으로 발생주의 회계는 지나치게 보수적으로 적용될 수도 있으며 회계상의 이익조작도 용이하다. 또한 회계상의 당기순이익은 타인자본의 비용만을 고려한 것으로 자기자본비용은 고려하지 않은 지표이다. 이익성장률은 그 회사의 주가가 반영되는 중요 요소 중 하나이다.

그러나 이익과 이익성장률이 같은 두 회사의 경우 한 회사는 계속 신규 투자를 하고 다른 회사는 그렇지 않다면 신규 투자를 하지 않고 동일한 이익과 그 성장률을 보이는 회사의 경제적 가치가 더 클 것이다. 따라서 매출이 성장하는 회사로서 매출에 따른 순이익을 사업성이 나쁜 사업에 계속 투자할 경우 그 회사의 경제적 가치는 감소하나 이익은 성장할 수 있다. 따라서 당기순이익이 기업평가를 나타내는 올바른 수치라 하기는 힘들다.

ROE도 기본적으로 회계이익에 근거하고 있다. 이 지표의 문제점은 회계적 이익이 갖는 문제점 이외에도 재무적 의사결정에 의해 크게 영향을 받을 수 있다는 점이다. 즉, 자기자본수익률은 자금조달이 부채로 인한 것인지 자기자본에 의한 것인지에 의해 그 영향을 받게 되며, 많은 경우 부채가 높을수록 유리한 결과를 보여준다.

결국 앞에서 논의한 종전의 지표들의 단점을 극복하고자 한 것이 EVA이다. EVA는 타인자본과 자기자본의 비용을 동시에 고려한 것으로 투자의 효율성을 나타내는 측정지표라고 할 수 있다. 또한 한 기업 내에서 목표설정, 사업부서의 평가, 투자대안의 평가 등 여러 목적에 일관되게 응용될 수 있는 유익한 지표이다. EVA의 크기에 따라 경영자가 받게 될 보상의 수준이 결정될 수 있고, EVA 정보가 특정 기업에 관심을 가지고 있는 투자자들에게 의해 분석되고 예측되어 결국 기업의 주가 움직임으로 반영될 수 있다. 그래서 EVA를 기준으로 투자자가 기업성과를 평가할 때, 자신에게 귀속될 잔여이익을 EVA의 크기로 판단이 가능하게 하는 유

용한 정보를 제공하는 지표로의 역할을 할 수 있다.

결국 회계이익과 EVA의 정보적 관점에서의 차이는 회계이익의 경우 기업에 자본을 제공한 채권자와 주주 중에서 경영성과와는 상관없이 타인자본비용만을 공적으로 보상된 후의 경영성과만을 의미한다. 그러나, 재무제표 자료를 근거하여 계산한 EVA는 타인자본비용과 자기자본비용을 모두 고려한 경영성과를 의미하기 때문에, 투자자들의 입장에서는 회계이익 정보와 자기자본비용 요구를 동시에 포괄하는 개념이 더 유익한 정보원천일 수 있다.

### 3. EVA의 특징<sup>7)</sup>

#### 가. 영업이익의 중시

기업의 재무제표 중 대차대조표는 회계연도 종료시점에서 기업의 재무상태에 대한 정보를 제공하는 반면 손익계산서는 기업의 영업·투자·재무활동을 영위한 일정회계 기간 동안 다양하게 창출된 수익과 그 수익을 위해 희생된 지출비용에 관한 정보를 제공하면서 최종적으로 획득한 회계기간의 순이익 규모를 나타낸다.

투자자들의 경우 이렇게 작성된 손익계산서상의 당기순이익(혹은 당기순손실)을 통해 기업의 경영성과에 대한 정보를 얻는다. 따라서 손익계산서의 당기순이익이 계상되어 있을 경우 그것이 분식결산을 통해 가공된 이익이든 아니면 정확한 작성을 통해 얻은 이익이든 상관없이 대부분의 투자자들은 해당 기업이 경영활동을 통해 이익을 창출했다고 해석할 수 있는 가능성이 있다. 그러나 손익계산서상의 순이익의 수치가 높은 이익의 질을 지닌 것인지에 대해서는 다양한 관점과 보다 깊이 있는 분석이 요구된다.

기존의 투자분석 지표들의 경우 기업의 영업·투자·재무활동을 통해 달성한 손익이 모두 반영된 당기순이익을 평가대상으로 삼았던 반면에 EVA는 기업의 여러 활동 중 영업활동을 통해 달성된 이익을 분석의 기준으로 한다.

---

7) 임상혁, “경제적 부가가치의 결정요인에 관한 실증분석”, (석사학위논문, 한국과학기술원, 2004), pp. 27~30.

이것은 제조업에 있어 근본적인 활동은 제품의 생산과 판매와 관련된 영업활동을 중요시하는 것으로 아무리 기업이 투자활동이나 재무활동 등 주 영업 이외의 영역에서 많은 이익을 창출했다 하더라도 기업의 근본활동인 영업활동에서 이익을 창출하지 못하였다면 그 기업의 안정적인 미래의 수익창출능력에 의구심을 가질 수밖에 없다고 보는 것이다. 즉 EVA는 당기순이익이라는 전통적 회계개념의 이익보다, 기업의 주된 영업에 의한 산출물인 영업이익을 기업의 경영성과를 판단을 위한 보다 유용한 지표로 본다고 할 수 있다.

## 나. 자기자본비용의 고려

EVA가 가지고 있는 또 하나의 특성은 바로 자기자본비용에 대한 인식이라고 할 수 있다. 기업이 작성한 손익계산서상의 당기순이익에는 기업경영활동에서 발생한 모든 비용을 고려한 것처럼 보일 수 있으나 실제로는 그렇지 않다. 타인자본의 사용에 대한 대가인 지급이자만 당기순이익의 크기에 상관없이 반드시 지급되어야 하지만 자기자본사용에 대한 대가인 배당금은 적정한 당기순이익이 있을 경우에만 지급될 수 있으며, 경우에 따라서는 그 지급이 유보되기도 한다.

따라서 일정 기간 동안의 기업 경영성과를 측정하기 위해서는 타인자본비용인 지급이자뿐만 아니라 자기자본에 대한 기회비용도 반영된 최종적인 손익을 산출해야만 회계기간 동안 달성한 진정한 의미의 경영성과를 파악할 수 있게 되는 것이다<sup>8)</sup>.

여기서 자본비용이란 자신의 자본을 기업 외부의 투자대상에 투입함으로써 달성할 수 있는 수익률을 포기하고 기업 내부 영업활동에 투여하였을 경우, 바로 그 외부투자에서 기대할 수 있는 수익률을 자기자본에 대한 기회비용이 된다고 할 수 있다.

따라서 주주의 입장에서는 경영활동에 투입된 자기자본에 대한 기회비용을 반영한 손익의 결과로 일정 기간 동안의 경영성과를 판단하는 것이 보다 합리적인 방법일 것이다. 왜냐하면 아무리 손익계산서상에 당기순이익이 기록되어 있다고 해도

---

8) 김은혜, “우리나라 상장기업의 경제적 부가가치와 주가와의 관계분석”, (석사학위논문, 고려대학교, 1998), pp. 13~19.

자기자본에 대한 기회비용을 생각했을 때 실제로는 순손실을 초래하여 기업의 가치를 감소시킬 수 있는 가능성이 있기 때문이다.

### 제3절 경제적 부가가치의 계산방법

본 연구에서의 경제적 부가가치는 한국증권선물거래소의 경제적 부가가치 산출 기준을 그대로 사용하였으며, 그 산정식을 개관하면 다음과 같다<sup>9)</sup>.

경제적 부가가치(Economic Value Added ; EVA)는 기업이 고유의 영업활동을 통해 창출한 순가치의 증가분을 말한다. EVA는 세후순영업이익(NOPAT ; Net Operating Profit After Tax)에서 자본비용을 차감한 금액으로 정의된다. 여기서 세후순영업이익이란 회계적 이익인 영업이익(EBIT)과 구분하기 위하여 사용하는 용어로서 기업이 순수한 영업활동을 통하여 창출한 이익에서 법인세를 차감한 이익을 말한다.

자본비용에는 채권자로부터 부채을 통하여 조달한 자본과 주식발행을 통하여 주주로부터 조달한 자기자본에 대한 비용으로 실지 지급한 비용 또는 실지 지급하지 않았으나 주주에게 지급해야할 비용(기회비용)등을 망라한다. 자본비용은 이러한 부채비용과 자기자본비용을 각각의 비중에 따라 가중한 가중평균자본비용(WACC; Weighted Average Cost of Capital)을 말한다.

경제적 부가가치(EVA)

= 세후순영업이익(NOPAT) - 자본비용

= [ 투자자본수익률(ROIC) - 자본비용율(WACC) ] × 투자자본

- 세후순영업이익(NOPAT) : 기업이 순수 영업으로부터 창출한 이익에서 법인세를 차감한 이익

9) 증권거래소, 『2004년도 상장기업 EVA 분석』, (2004), pp. 22~33.

- 자본비용 : 투자자(채권자, 주주)들이 제공한 투자자본에 대한 기회비용
- 투자자본수익률(ROIC) = NOPAT / 영업용투자자본
- 자본비용율(WACC) : 타인자본과 자기자본의 가중평균자본비용율(WACC)로서 투자자본의 최저 요구수익률(투자자의 기대수익률)을 의미

EVA는 투자자본수익률(ROIC ; Return On Invested Capital)에서 자본비용율(WACC)을 차감한 값에 투자자본을 곱해 구할 수 있다. 투자자본수익률(ROIC)은 세후순영업이익을 투자자본으로 나눈 값으로 기업이 투자자본을 가지고 고유의 영업활동을 통해 창출한 이익정도를 나타내준다.

따라서 경제적 부가가치(EVA)의 창출여부는 ROIC가 투자자본에 대한 조달비용율(WACC)을 상회하는지 여부에 달려있다. 만일 ROIC가 자본조달비용인 가중평균자본비용율(WACC)을 상회할 경우 양(+의 EVA가 창출될 것이다. 결국 기업이 양(+의 EVA를 창출한다는 것은 영업용 투자자본을 가지고 영업활동을 통해 발생한 이익이 자본조달비용(부채비용과 주주 또는 투자자의 자기자본비용 포함)을 초과하여 기업의 부가이익이 창출되었다는 것이다. 한편 EVA가 다른 경영성과 지표와 비교하여 보다 우월하게 평가받고 있는 이유는 기업 고유의 영업활동과 관련된 것만을 고려하여 창출된 이익으로 평가한다는 점과 주주의 기회비용인 자기자본 비용까지 고려했다는 점일 것이다.

## 1. 영업용 투자자본

영업용 투자자본(Invested Capital)은 기업이 본연의 영업활동을 위하여 투하된 자산을 의미한다. 따라서 기업이 운용하는 자산 중에서 영업활동을 위하여 투입된 자산만을 투자자본으로 간주하고, 이자수입이나 임대소득 또는 자본이익을 목적으로 보유하고 있는 금융자산 또는 투자자산(비업무용 부동산에 대한 투자, 비관련분야 기업의 주식투자) 등은 비영업용 자산으로 분류하여 투자자본에서 제외한다.

영업용 투자자본을 계산하는 방법은 실무적으로는 재무제표상의 총자산에서 차감해 나가는 방법을 이용하며, 총자산에서 비영업용 자산을 차감한 후, 부채 중 이자가 발생하지 않는 비이자 발생부채를 계산하여 추가적으로 차감하는 방법을 사

용한다.

<그림 2-1> 대차대조표에 근거한 투자자본의 산출

$\text{영업용투자자본} = \text{총자산} - \text{비영업용자산} - \text{비이자발생부채}$			
↑ 영업 투자 자산 자본 ↓		비이자발생부채	↑ 부 채
	영업유동자산 고정자산 기타영업관련자산	이자발생부채	
		유사자기자본	↓
	금융자산 (적정시재 이상의 예금, 시장성 유가증권) 투자자산(투자부동산, 출자금, 관계회사주식 등)	자기자본	

## 2. 세후순영업이익(NOPAT)

세후순영업이익(Net Operating Profit After Tax ; NOPAT)은 기업이 재무활동이나 투자활동을 제외한 본연의 영업활동으로부터 발생한 수익으로 이와 관련된 비용을 차감한 세전순영업이익에서 실효법인세를 추가적으로 계산한 것이다.

손익계산서의 회계적 계정분류와 관계없이 기업의 기본적인 영업활동과 관련하여 발생하는 수익과 비용은 모두 세후순영업이익 계산에 포함시킨다. 따라서 세후순영업이익은 손익계산서상 영업이익에서 판매와 일반관리비에 포함된 추정값들을 조정하고, 영업외손익 중에 포함된 영업관련 항목과 특별손익에 포함된 영업관련 항목을 가감하여 계산한 세전순영업이익에 (1-실효법인세율)을 곱하여 계산한다. 한편 외환손익은 NOPAT에 반영하여 산출한다. 실효법인세율은 법인세납부전 당



기순이익에서 실제납부세액으로 나누어 실효세율을 계산한다.

$$\text{세후순영업이익} = (\text{영업이익} \pm \text{판매와 일반관리비조정} \pm \text{영업외수익} \cdot \text{비용 중 영업관련 수익} \cdot \text{비용의 조정} \pm \text{특별손익 중 영업손익 조정}) \times (1 - \text{실효법인세율})$$

### 3. 투자자본수익률

기업의 재무활동을 고려하지 않고 본연의 영업활동으로부터 벌어들인 기업의 부가가치를 좀더 정확하게 측정하기 위하여는 투자자본수익률(ROIC : Return on Invested Capital)을 산출하여야 한다. 투자자본수익률은 세후순영업이익을 투자자본으로 나눈 값으로 한단위 투자로부터 얻어지는 세후순영업이익을 의미한다.

### 4. 자본비용

자본조달비용은 각 자금조달 원천별로 자본비용을 추정하여 원천별 가중치에 따라 가중평균한 비용인 가중평균자본비용(WACC : Weighted Average Cost of Capital)을 추정하여 적용한다.

$$WACC = Wd \cdot Kd(1 - \tau) + We \cdot Ke$$

WACC : 가중평균자본비용

Wd : 총자본중 부채비중

Kd : 부채비용

$\tau$  : 실효법인세율

We : 총자본중 자기자본비중

Ke : 자기자본비용

## 가. 타인자본비용

부채비용 또는 타인자본비용은 차입자금 사용에 대한 세후 실질지급 이자율이다. 부채는 세금의 이연효과가 있기 때문에 세율을 조정한 후의 부채비용을 계산하고, 타인자본비용은 재무제표에 근거하여 추정한다. 기본적으로 타인자본비용은 손익계산서상의 지급이자비용을 이자발생 부채로 나누어 추정한다. 실제로 WACC에 적용한 부채비용은 이렇게 해서 산출한 수치를 그대로 적용하지 않고, 오류가능성을 최소화하기 위해서 산출된 부채비용이 조정된 부채비용을 적용한다.

## 나. 자기자본비용

자기자본비용은 자본주(투자자 또는 주주)의 기회비용을 추정한 것이다. 즉, 주주가 주식을 투자할 때 요구하는 기대수익률이다. 본 분석에서는 다음 식과 같은 자본자산가격결정모형(Capital Asset Pricing Model ; CAPM)에 의해 추정한다.

$$Ke = R_f + [E(R_m) - R_f] \beta$$

$Ke$  : 자기자본비용,

$R_f$  : 무위험이자율,

$E(R_m)$  : 시장포트폴리오 수익률

$\beta$  : 베타

무위험이자율은 국고채(만기 3년)의 월별수익률을 이용하여 기업별로 결산기간 동안의 연평균 수익률을 적용한다. 위험프리미엄은 투자자들의 위험에 대한 태도와 관련된 것으로서 일시적인 시장상황 변화에 따라 쉽게 변하는 것이 아니므로 증권선물거래소의 연구서 추정된 역사적 위험프리미엄(시장수익률( $R_{mt}$ )과 무위험이자율( $R_{ft}$ )의 차이) 3.3037%를 적용한다.

베타추정은 개별기업의 베타뿐만 아니라, 업종별 베타 및 기업규모별 베타를 동

시에 고려한 조정 베타로 추정한다. 개별기업 베타의 추정은 개별기업의 주별수익률과 수정주가평균(동일가중)을 이용한 시장포트폴리오 주별수익률을 이용하여 시간 가중 이동평균 베타를 추정한다. 또한 해당산업 베타와 기업규모 베타를 추정하여 다음과 같이 조정한다.

$$\text{조정베타} = \text{개별기업 베타}(0.5) + \text{산업별 베타}(0.25) + \text{기업규모 베타}(0.25)$$

#### 다. 자기자본과 타인자본의 비중

부채잔액은 장부가액 기준의 이자발생 부채만을 대상으로 하였고 자기자본은 시장가액 기준의 연평균 시가총액으로 추정한다.

## 제4절 선행연구의 검토

### 1. 국외연구

#### 가. *Stewart(1991)*<sup>10)</sup>

Stewart는 1984년부터 1988년까지 미국 제조업 재무자료를 이용하여 618개 기업들을 대상으로 처음으로 EVA와 MVA의 관계를 분석하였는데 EVA와 MVA는 매우 높은 상관관계를 보이고 있다고 주장하였으며 단지 (-)의 EVA와 (-)의 MVA 사이에는 상관관계가 나타나지 않고 있었는데 그 이유는 EVA가 음(-)인 기업은 잠재적으로 기업의 파산, 재조직, 자본수정, 합병과 같은 사건이 발생할 가능성이 높아 MVA를 왜곡시키기 때문이라고 주장하였다.

#### 나. *Chen & Dodd의 연구(1996)*<sup>11)</sup>

Chen and Dodd는 1992년 Stewart 1000 데이터베이스와 1983년부터 1992년까지의 Compustat 데이터를 이용하여 566개 표본기업의 EVA와 추가수익과 수익성 지표와의 관계를 연구하였는데, 수익성 지표로 EVA, RI, ROA, EPS 그리고 ROE를 사용하였다. 분석결과, 주당EVA가 주식수익률의 변동성을 약 20.2% 설명하며, ROA는 약 24.5%를 설명하는 것으로 나타났다.

또한 RI는 19.4%를, EPS와 ROE는 주식수익률변동성을 약 5~7% 정도를 설명하는 것으로 나타났다. 따라서 이러한 분석결과를 통하여 주식수익률을 설명하는 변수로 EVA가 유일한 변수는 아니며, 따라서 EVA와 함께 다른 지표들이 고려되어야 할 필요가 있음을 밝혔다.

---

10) G. B. Stewart, "The Quest for Value : The EVA Management Guide", Harper Business, (1991), pp. 306~350.

11) Dodd, James L. & Chen, Shemin, "EVA: A new panacea?", *Business and Economic Review*, (Columbia : Jul-Sep 1996, Vol. 42), pp. 26~28.

또한 그들은 EVA와 보다 단순한 개념의 RI 사이에 추가수익률에 대한 설명력 측면에서는 큰 차이가 없다고 결론짓고 있다.

### 다. *Lehn & Makhija(1996)*<sup>12)</sup>의 연구

Lehn & Makhija는 1987년, 1988년, 1992년 그리고 1993년에서 241개 미국기업을 대상으로 주식수익률과 6개의 투자지표와의 관계를 분석하였다. 그들은 EVA와 MVA가 다른 전통적인 투자지표들보다 조금 더 주식수익률을 잘 설명하고 있다고 주장하였으며, 주식수익률과 상관관계를 검증한 결과 EVA 59%, MVA 58%, ROE 46%, ROA 46% 그리고 ROS(Return On Sales) 39%로서 EVA가 큰 차이는 아니지만 다른 투자지표들보다 주식수익률을 더 잘 설명하고 있다고 주장하였다.

또한 그들은 EVA와 MVA에 기초한 기업의 성과가 CEO 해고에 영향을 미치는지와 EVA/MVA와 기초초점(Corporate Focus)의 관계를 연구하였는데, EVA/MVA와 CEO 이직과는 역의 관계가 있고 기업활동에 더 집중하는 기업들이 그렇지 않은 기업보다 매우 높은 MVA를 보여주고 있었으며, 그들은 EVA와 MVA가 기업의 전략적 의사결정의 질에 대한 정보를 포함하고 전략변화의 신호역할을 하는 효과적인 성과측정지표라고 주장하였다.

### 라. *Milunovich & Tsuei(1996)*의 연구<sup>13)</sup>

Milunovich & Tsuei의 연구는 EVA, 주당순이익 성장률, ROE, 주당순이익 등의 경영성과 측정치들이 MVA의 변동분(variation)을 얼마나 잘 설명하였는가를 컴퓨터업계의 기업들을 대상으로 검증하였다.

분석 결과 EVA가 MVA의 변동분은 42%를 설명하여 다른 경영성과 측정치보다

---

12) Lehn, K., Makhija, A. K, "EVA & MVA : As Performance Measures and Signals for Strategic Change", *Strategy & Leadership*, (Vol. 24, 1996), pp. 34~38.

13) Milunovich Steven and Albert Tsuei, "EVA in the Computer Industry", *Journal of Applied Corporate Finance*, (Spring 1996). p. 12.

더 유용하다는 결과를 얻어내었다. 그들의 결과에 따르면 주당순이익 성장율은 MVA의 변동율을 34% 설명하였고, ROE와 주당순이익은 같이 29%를 설명하는 것으로 나타났다.

#### 마. O'Byrne(1996)<sup>14)</sup>

O'Byrne은 경제적 부가가치가 시장가치대 장부가치비율을 얼마나 잘 설명하는가를 분석하기 위해서 경제적 부가가치를 각각 양(+)인 경우와 음(-)인 경우로 분류한 후, 각 기업의 자본비용으로 자본화한 값을 독립변수로 하여 회귀식을 추정하였다. 실증분석 결과 M/B 비율을 결정하는데 있어서 양의 경제적 부가가치가 음의 경제적 부가가치보다 더 큰 영향을 미치는 것으로 나타났는데, 이것은 기업의 저조한 경영실적이 미래에도 지속될 가능성은 양호한 실적이 지속될 가능성보다 낮기 때문일 것이라고 하였다.

또한, 산업효과를 고려하는 독립변수를 추가할 경우 M/B 비율의 변동성의 56%를 설명하였다. 이같은 맥락에서 O'Byrne은 경제적 부가가치가 기업가치 평가에 관한 재무이론과 실무적 기법을 연결시켜 주는 유용한 성과지표라고 하였다. 그의 실증연구에 의하면 5년의 기간동안 경제적 부가가치의 변화는 시장가치 변동의 55%를 설명해 주는 반면, 세후영업이익은 24% 밖에 설명하지 못했으며, 경제적 부가가치의 수준이 이익지표의 수준보다 시장의 가치를 예측하는 데 더 월등하다고 주장하였다.

#### 바. Bacidore et al.의 연구(1997)<sup>15)</sup>

Bacidore et al.의 연구에서는 EVA의 초과이익률 예측능력을 검증하기 위해

---

14) O'byrne, S. F., "EVA and Market Value", *Journal of Corporate Finance*, (1996), pp. 116~125.

15) Bacidore, J. boquist., J. Milbourn. T and Thakor, A., "The search for the best financial performance measure", *Financial Analysts Journal*, (May/June, 1997), p. 12.

EVA와 초과수익률과의 상관관계를 분석하였다. 실증분석을 위한 표본대상으로는 1982~1992년 동안 EVA, REVA, 초과수익률을 구할 수 있는 600개 기업을 무작위 추출하여 EVA와 REVA가 주주 부의 창출과 얼마나 밀접한 관련성을 보이는가를 검증하기 위해 초과수익률과 EVA, REVA에 대한 회귀분석을 실시하였다.

분석결과, EVA와 REVA 모두 1% 유의수준에서 (+)의 상관관계를 보임에 따라 두 지표 모두 주주 부 증가에 유의함을 보였다. 또한 과거 EVA와 REVA지표가 미래 초과수익률의 예측치가 될 수 있는가를 검증한 결과 EVA지표는 당기와 전기의 값이 모두 초과수익률에 영향을 주는 결과가 나타났으나 REVA지표는 당기의 값은 당기 초과수익률에 유의적인 영향을 주지만 전기의 REVA값은 당기 초과수익률에 영향을 주지 못하는 것으로 나타났다.

그리고 EVA와 REVA를 동시에 설명변수로 보고 회귀분석한 결과 REVA는 (+)의 유의적 관계를 나타낸 반면 EVA는 (-)의 유의적 결과를 나타내어 EVA도 초과수익률과 유의적으로 관련되어 REVA에 의한 정보는 EVA에 의해 실현된 정보를 포함할 뿐 아니라 그 이상의 정보를 반영하는 것으로 분석하였다.

#### 사. *Biddle*과 *Bow en*(1998)의 연구<sup>16)</sup>

Biddle과 Bowen은 EVA가 발생주의 회계이익보다 주식수익율과 기업가치와 더 관련이 있다는 주장을 검증하고 이러한 관련에 EVA의 어떤 구성요소가 더 많은 공헌을 하고 있는지를 평가하였다. 이들은 발생주의 회계이익, EVA, 잔여이익, 영업활동으로부터 현금흐름 등의 경영성과측정치를 상호 비교하였다.

상대적 정보내용시험(relative information content test)에 의하며 회계이익이 다른 어느 경영성과측정치보다 주식수익율과 기업가치에 더 많은 관련성을 보여주고 있다. 증분테스트(Incremental test)에 의하면 EVA의 구성요소는 회계이익을 넘어선 정보내용에 한계적으로 기여를 하고 있는 것으로 드러났다. 따라서 그들은 EVA가 상대적 정보내용에 있어서 회계이익보다 우월하지 아니하며 오히려 회계이익이 EVA보다 더 우월한 경영성과측정치이라고 주장하였다.

---

16) G. C. Biddle, and R. M. Bowen, "Economic Value Added : Some Empirical Evidence", *Managerial Finance*(Nov, 1998), p. 60.

## 아. Clinton과 Chen(1998)의 연구<sup>17)</sup>

Clinton과 Chen은 주가와 주가수익률에 관하여 상이한 성과측정치들의 관계분석을 수행하였다. 이들의 연구는 Stern Stewart사의 EVA, Boston Consulting Group의 Cash Flow Return on Investment(CFROI) 및 Residual Cash Flow(RCF) 등과 같은 성과측정치들에 초점을 맞추었으며, 전통적인 성과측정치 및 표준 ROI 등도 조사하였다.

이들의 결과에 따르면 전통적인 영업성과수치 및 RCF는 주가 및 주가수익률 양자에 관하여 유의하게 관련성을 가지므로 기업들이 EVA나 CFROI를 주요 성과측정치로 채택하려 한다면 이들 두 성과측정치의 대안으로서 RCF 사용을 고려해야만 한다고 제시하고 있다.

## 2. 국내 연구

### 가. 이신복(1996)의 연구<sup>18)</sup>

이신복은 1988년부터 1995년까지 8년간의 분석기간 동안 일별수익률을 사용하여 EPS와 EVA의 성과지표와 누적초과수익률과의 관계를 실증적으로 연구하였다. 이 연구에서 EVA는 전 연구기간 동안 음(-)의 값을 가지는 것으로 나타났는데, 이는 우리나라의 기업들이 순수한 영업활동에 의한 경영성과로서는 자본비용을 충분히 보상하지 못하는 것을 보여주고 있으며, 두 성과지표간의 누적초과수익률의 비교검정에서 EVA는 소규모기업의 HIGH 포트폴리오에서 EPS보다 더 우수한 것으로 나타났다. EPS는 전체 기업의 LOW 포트폴리오, 대규모기업의 LOW 포트폴리오, 중규모기업의 LOW 포트폴리오에서 EVA로 구성된 포트폴리오보다 좀 더 유용한 누적초과수익률을 보였다.

---

17) D. Clinton, and S. Chen, "Do New Performance Measures Measure Up?", *Management Accounting*(USA, Oct, 1988), pp. 38~42.

18) 이신복, "기업가치평가 정보로서의 경제적 부가가치의 유용성에 관한 실증연구", (석사학위논문, 국민대학교, 1996).



이 연구결과는 새로운 경영성과지표인 EVA가 투자자에게 투자정보로서 유용하다는 것을 충분히 입증하는 것이며, 투자자나 기업 내·외부의 이해관계자들은 기업의 가치를 평가할 때, 기업의 자기자본비용을 충분히 인식한 성과를 도출하여야 투자나 기업평가에 좀 더 유용한 지표가 될 수 있을 것으로 결론을 내렸다.

#### 나. 강효석·남명수(1997)의 연구<sup>19)</sup>

강효석·남명수(1997)는 EVA모형을 가치창조경영의 중심지표로써 151개의 12월 결산 상장기업을 1986~1995년의 기간동안 표본대상으로 하여 우리나라의 주식이치평가지표로써의 활용도를 살펴보기 위하여 다른 주가관련지표들과의 상관관계를 실증분석을 실시하였다.

분석 결과 1986년~1995년 중 대부분의 기업은 주당EVA가 음(-)이었고, 주당EVA는 주당영업이익, 주당순이익(EPS), 자기자본수익률(ROE) 등 기존성과 척도에 비해 주가와 의 상관관계가 매우 높은 것으로 나타났다. 또한 연간EVA를 기준으로 매년 포트폴리오를 재구성하여 초과수익률을 계산한 결과 EVA가 양(+)인 포트폴리오가 음(-)인 포트폴리오보다 약 140%가량 높게 나타났다.

#### 다. 남명수, 박병윤(1997)의 연구<sup>20)</sup>

남명수, 박병윤은 1986년부터 1995년까지 10년간 상장기업 중에서 EVA 산출기준을 공통으로 적용할 수 있는 151개 표본기업을 대상으로 EVA를 산출한 후 주당EVA가 다른 성과지표에 비해 주가수익률과 보다 큰 양(+)의 상관관계가 있는지를 살펴보았다.

표본기업을 대상으로 기업의 초과수익률과 주당 EVA를 비롯한 주당 영업이익, 주당순이익, 자기자본이익률 등 기존의 성과척도들간에 상관관계를 시계열분석 해

---

19) 강효석·남명수, “자본효율성 제고를 위한 가치창조경영의 도입”, 한국상장회사협의회, 『상장협 연구보고서』, (97-3, 1997), pp. 1~21.

20) 남명수·박병윤, “기업가치 평가지표로서 경제적 부가가치의 유용성”, 인하대학교 경영연구소, 『경영논집』, 제4집 제2호, (1997).

봄으로써 주당 EVA가 다른 성과척도보다 초과수익률과 더 큰 상관관계가 있는지를 살펴보았다. 그리고, 주당 EVA가 양(+)인 기업과 음(-)인 기업으로 구분하여 포트폴리오를 구성한 후 각 포트폴리오의 초과수익률을 측정하였다. EVA와 주가수익률간의 상관정도가 상이할 것이라는 측면에서 주가수익률을 종속변수로 하는 회귀분석도 하였다.

전체 표본기업을 대상으로 조사기간 동안 시계열분석한 결과에 의하면, 다른 성과지표에 비해 주당 EVA의 지표가 주식수익률과 더 높은 상관관계를 보임에 따라 주당 EVA가 주가수익률과 밀접한 관계가 있다는 것을 알 수 있다. 그리고 주당 EVA가 음(-)인 포트폴리오와 양(+)인 포트폴리오의 초과수익률을 연도별로 분석한 결과 주당 EVA가 음(-)으로 구성된 포트폴리오에 투자할 경우보다 양(+)의 주당 EVA를 가지는 포트폴리오에 투자할 경우의 수익률의 차이가 최소 10%에서 최대 30%까지 나타났으며, 둘 간에는 통계적으로 유의적인 차이가 검증되었다.

또한, 주당 EVA 이외의 다른 기존의 성과지표를 기준으로 포트폴리오를 구성할 경우, 비슷한 수익률을 가지는지를 알아보기 위하여 대표적 회계지표인 주당순이익과 연간 주당순이익의 변화를 기준으로 양(+)인 기업과 음(-)인 기업을 구분하여 포트폴리오를 구성한 후 초과수익률을 측정하였다. 이 두 포트폴리오간의 초과수익률의 차이는 주당 EVA를 기준으로 구성한 포트폴리오간의 초과수익률 차이보다 작은 것을 분석하였다.

#### 라. 김응한 · 김명균 · 이재경의 연구(1998)<sup>21)</sup>

김응한 · 김명균 · 이재경은 우리나라 상장기업 중 금융업을 제외한 570개 기업의 1992년부터 1996년까지 경제적 부가가치를 계산하여 분석하였다.

이 연구는 상장기업의 경영성과 평가지표 개발 방안의 연구로 EVA의 기본개념부터 정의하고, 현재 국내기업들은 대부분 자본금과 부채비율, 당기순이익등 단순한 지표에 의해 천편일률적인 평가를 받고 있는 실정이며, 자본시장에서 경쟁력이 있는 기업에 대한 자금의 공급이 원활히 이루어지지 못하고, 또한 기업의 경쟁력

---

21) 김응한 · 김명균 · 이재경, 『상장기업 EVA분석 연구결과 보고서』, 한국증권거래소, (1998).

강화를 위해서는 기업 내부적으로 투자에 대한 태도의 변화를 유발할 수 있는 경영개혁도 필요하지만, 금융기관뿐만 아니라 일반투자자들의 투자기업에 대한 정확한 평가력 향상도 필요하다고 지적한다.

국내 상장기업을 국제적 수준의 기업평가 기준인 EVA로 평가함으로써 자본의 효율적으로 배분되고, 경영자들이 가치창조에 경영목표를 두어 주주가치를 높여 기업 경쟁력 재고 계기를 마련하고자 했고, 한국 상장 기업의 EVA계산근거를 체계적으로 서술한 수, 기술적 분석과 산업별 분석, 자본규모별 분석, 소속부별 분석, 부도기업 분석, 대기업 집단별 분석을 실시하고, 초과이익과 EVA 등의 관계를 다중회귀분석기법을 통하여 검증하였다.

새로운 성과측정지표인 EVA는 개념상으로 우월할 뿐만 아니라 실증분석에 있어서도 주가와와의 상관관계가 가장 높았고, 연간 주식 수익률을 가장 잘 설명하고 있는 것으로 나타났다. EVA는 주식수익률을 설명하는데 있어서 자기자본이익률(ROE)이나 당기순이익 보다 훨씬 우월하다고 했다. 구체적으로 비기대이익보다 비기대EVA가 주식의 초과수익률에 대한 상관계수 및 단순회귀분석의 설명력이 높게 나타났다. 또한 비기대이익과 비기대EVA를 포함하는 다중회귀분석에서는 비기대이익의 계수추정치가 음의 값을 보이고 비기대EVA의 계수추정치는 유의적인 양의 값을 나타냈다.

이를 위 연구에서는 기존의 당기순이익에 근거한 수익성 측정변수들은 당기순이익이 개념적인 한계를 내포하고 있기 때문에 수익성 측정변수로서 EVA보다 정확성이 떨어지는 것으로 해석하고 있다.

#### 마. 구맹회·김병곤(1998)의 연구<sup>22)</sup>

구맹회·김병곤은 우리나라 주식시장에서 EVA가 투자지표로서 유용하게 활용될 수 있는지를 살펴보고자 1991년부터 1995년까지의 분석기간에 걸쳐 연구를 실시하였다. 즉 주당 경제적 부가가치(EVA/Share)가 회계적 이익지표인 주당순이익, 총

---

22) 구맹회·김병곤, “우리나라 주식시장에서 투자지표로서 경제적 부가가치(EVA)의 유용성에 관한 연구”, 한국재무관리학회, 『재무관리논총』, 제4권 제1호, (1998), pp. 1~38.

자산수익률, 자기자본이익률, 주가수익배율보다 주식수익률 및 주식초과수익률을 더 잘 설명하는지를 알아보려고 회귀분석 및 분산분석을 실시하였다.

실증분석 결과 우리나라 주식시장에서 주식수익률은 주당EVA보다 회계이익지표인 주당순이익, 총자산수익률, 자기자본이익률이 더 설명력이 높고 유용한 투자지표가 될 수 있는 것으로 나타났다. 이는 우리나라 주식시장의 효율성이 낮아 주가가 기업의 내재적 가치를 제대로 반영하지 못한 결과로 해석하였다.

이와 같은 분석결과로 우리나라 주식시장에서 EVA는 회계적 이익지표인 주당순이익, 총자산수익률, 자기자본이익률, 주가수익배율보다 더 우월한 투자지표라고 말하기는 어렵지만, 회계이익지표를 보완적으로 활용하는 경우에는 유용한 투자지표로 활용될 수 있음을 시사하고 있다.

## 바. 김갑룡의 연구(2000)<sup>23)</sup>

김갑룡은 EVA가 회계이익 정보에 비해 개념적 장점을 지닌 투자지표인 경제적 부가가치 정보가 주가변동과 유의적인 관련성을 지니는 유용한 정보인지, 회계이익 정보보다 더 우월한 설명력을 갖는 정보인지를 검증하고자 하였다. 그리고 이를 이용한 투자성과가 회계이익 정보를 이용한 투자성과보다 더 우수한지를 살펴보았다.

이를 위해 1991년부터 1996년까지 걸쳐 1,403개의 기업을 대상으로 주가변동을 비기대 주상순이익과 비기대 경제적 부가가치에 회귀시켜 검증을 실시하였고, 두 정보를 기초로 하여 각각 포트폴리오를 구성하여 투자성과를 비교하였다. 검증결과 경제적 부가가치 정보는 주가변동과 유의적인 관련성을 지니고 있으나, 설명력 면에서 회계이익 정보보다 우월하는 증거가 관측되지 못했으며, 투자성과도 더 높지 못한 것으로 관측되었다.

## 사. 최영수(2000)의 연구<sup>24)</sup>

---

23) 김갑룡, “EVA 정보의 유용성 탐색”, 『전주대학교 산경논총』, (2000).

24) 최영수, “경제적 부가가치와 EPS, ROA, ROE의 유용성 평가”, 한국세무회계학회, 『세무회계연구』, 7권, (2000), pp. 337~354.

최영수는 1992년에서 1996년 사이에 총 224개 기업을 대상으로 주가에 대한 EVA와 회계적지표인 EPS, ROA, ROE의 설명력을 분석하였다.

그 결과 분석 대상 전 기간을 대상으로 분석한 결과, EVA가 높은 설명력을 가질 것이라는 예상과는 달리 총자본순이익률(ROA)이 1992년을 제외하고는 대체로 가장 높은 설명력을 보이고 있었으며 다음으로는 주당순이익, ROE 순으로 나타난다고 주장하면서 EVA는 분석대상 전 기간에 걸쳐 유의하지 않다고 설명하고 있다. 또한 Level 분석과 Change분석에서도 전 기간에 걸쳐 EPS의 설명력이 높게 나타나며, EVA는 유의하지 않다고 주장하였다.

#### 아. 이대선, 이동훈(2001)의 연구<sup>25)</sup>

이대선, 이동훈은 1994년부터 1998년까지 EVA의 정보적 가치를 검증하기 위해서 전통적 성과측정치인 회계이익과 잔존이익 그리고 EVA를 독립변수로 하고 누적초과수익률(CAR)을 종속변수로 하는 단순회귀분석을 실시하였으며, EVA가 회계이익에 대하여 추가적인 정보효과를 가지는 지를 검증하기 위해서 EVA를 회계이익, 자기자본비용 그리고 회계조정액으로 구분한 다음 이 구성요소들을 독립변수로 하고 누적초과수익률(CAR)을 종속변수로 하는 다중회귀분석을 실시하였다.

또한 회귀모형에서의 독립변수들은 각각 수준변수(Level Variables)인 경우와 변동변수(Change Variables)인 경우를 나누어 살펴본 결과 검증기간인 5개년도를 통합하여 회귀분석한 결과 첫째, 성과측정치인 회계이익, 잔존이익 그리고 EVA가 모두 누적초과수익률과 양(+)의 관련성을 가지는 것으로 나타났다. 독립변수가 수준변수인 경우에는 회계이익이 설명력은 1%미만으로 매우 낮지만 유의수준이 가장 높게 나타났으며 독립변수가 변동변수인 경우에는 EVA가 R<sup>2</sup>값이 3.5%로 설명력이 가장 높게 나타났다. 둘째, EVA의 구성요소인 자기자본비용과 회계조정액은 독립변수가 변동변수인 경우에 회계이익에 대하여 추가적인 정보효과를 가지는 것으로 나타났다. 따라서 간접적으로 EVA가 회계이익에 대해서 추가적인 정보를 제공한다는 것이 검증되었다.

---

25) 이대선·이동훈, “경제적 부가가치(EVA)의 정보효과에 관한 연구”, 『서강경영논총』, 12권 1호, (2001), pp. 121~144.

### 자. 황선용, 신우용(2004)의 연구<sup>26)</sup>

황선용, 신우용은 1992년부터 2001년까지 계속 상장된 336개 기업을 대상으로 EVA의 주가변동에 대한 설명력에 대하여 연구하였는데, 실증분석 결과 우리나라에서는 EVA의 주가변동에 대한 설명력이 그다지 뚜렷하지 않은 것으로 나타났으며, IMF 위기를 전후하여 시장에 구조적인 변화가 있었을 것이라는 전제아래 표본기간을 위기가 발생한 시점을 기준으로 전과 후 두 기간을 구분하고 산업별로 구분하여 분석한 결과 또한 EVA가 주가변동을 잘 설명하고 있지 못하였다. 그는 우리나라에는 아직 주주자본주의가 제대로 자리를 잡았다고 말할 수 없다고 주장하였다.

### 3. 선행연구 요약

<표 2-1> 선행연구 요약(국외)

연구자	연구내용	연구결과
Stewart (1991)	EVA와 MVA의 관계 분석	EVA와 MVA는 매우 높은 상관관계를 보임
Chen & Dodd (1996)	EVA와 주가수익과 수익성 지표와의 관계를 연구	<ul style="list-style-type: none"> <li>· 주식수익률을 설명하는 변수로 EVA가 유일한 변수는 아니며, EVA와 함께 다른 지표들이 고려되어야 할 필요가 있음을 밝힘</li> <li>· EVA와 보다 단순한 개념의 RI 사이에 주가수익률에 대한 설명력 측면에서는 큰 차이가 없다고 봄</li> </ul>

26) 황선용·신우용, “EVA와 주가변동간의 실증분석을 통한 한국에서의 주주 자본주의에 관한 연구”, 『재무관리논총』, 10권 1호, (2004), pp. 45~73.

Lehn & Makhija (1996)	주식수익률과 EVA, MVA, ROE, ROA, ROS의 투자지표와의 관계를 분석	EVA와 MVA가 다른 전통적인 투자지표들보다 조금 더 주식수익률을 잘 설명하고 있다고 주장
Milunovich & Tsuei (1996)	EVA, 주당순이익 성장률, ROE, 주당순이익 등의 경영성과 측정치들이 MVA의 변동분을 얼마나 잘 설명하였는가를 검증	EVA가 MVA의 변동분은 42%를 설명하여 다른 경영성과 측정치보다 더 유용하다는 결과를 얻어내었다. 그들의 결과에 따르면 주당순이익 성장율은 MVA의 변동율을 34% 설명하였고, ROE와 주당순이익은 같이 29%를 설명하는 것으로 나타남
O'Byrne(1996)	경제적 부가가치가 시장가치대 장부가치비율을 얼마나 잘 설명하는가를 분석	<ul style="list-style-type: none"> <li>· 실증분석 결과 M/B 비율을 결정하는데 있어서 양의 경제적 부가가치가 음의 경제적 부가가치보다 더 큰 영향을 미치는 것으로 나타남</li> <li>· 경제적 부가가치의 수준이 이익지표의 수준보다 시장의 가치를 예측하는 데 더 월등하다고 주장</li> </ul>
Bacidore et al. (1997)	EVA의 초과수익률 예측능력을 검증하기 위해 EVA와 초과수익률과의 상관관계를 분석	<ul style="list-style-type: none"> <li>· EVA와 REVA 모두 1% 유의수준에서 (+)의 상관관계를 보임에 따라 두 지표 모두 주주 부 증가에 유의함을 보임</li> <li>· EVA도 초과수익률과 유의적으로 관련되어 REVA에 의한 정보는 EVA에 의해 실현된 정보를 포함할 뿐 아니라 그 이상의 정보를 반영하는 것으로 분석</li> </ul>

<p>Biddle과 Bowen (1998)</p>	<p>발생주의 회계이익, EVA, 잔여이익, 영업활동으로부터 현금흐름 등의 경영성과측정치를 상호 비교</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>· 회계이익이 다른 어느 경영성과측정치보다 주식수익률과 기업가치에 더 많은 관련성을 보여줌</li> <li>· EVA가 상대적 정보내용에 있어서 회계이익보다 우월하지 아니하며 오히려 회계이익이 EVA보다 더 우월한 경영성과측정치라고 주장</li> </ul>
<p>Clinton과 Chen (1998)</p>	<p>주가와 주가수익률에 관하여 상이한 성과측정치들의 관계분석</p>	<p>전통적인 영업성과수치 및 RCF는 주가 및 주가수익률 양자에 관하여 유의하게 관련성을 가지므로 기업들이 EVA나 CFROI를 주요 성과측정치로 채택하려 한다면 이들 두 성과측정치의 대안으로서 RCF 사용을 고려해야만 한다고 제시</p>

<표 2-2> 선행연구 요약(국내)

연구자	연구내용	연구결과
<p>이신복 (1996)</p>	<p>EPS와 EVA의 성과지표와 누적초과수익률과의 관계를 실증적으로 연구</p>	<p>EVA는 음(-)의 값을 가지는 것으로 나타났으며, 두 성과지표간의 누적초과수익률의 비교검정에서 EVA는 소규모기업의 HIGH 포트폴리오에서 EPS보다 더 우수한 것으로 나타남</p>
<p>강효석·남명수 (1997)</p>	<p>EVA모형과 주가관련지표들과의 상관관계를 실증분석</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>· 주당EVA는 주당영업이익, EPS, ROE 등 기존성과 척도에 비해 주가와 의 상관관계가 매우 높은 것으로 나타남</li> <li>· 연간EVA를 기준으로 EVA가 양(+ )인 포트폴리오가 음(-)인 포트폴리오보다 약 140%가량 높게 나타남</li> </ul>



<p>남명수, 박병운 (1997)</p>	<p>기업의 초과수익률과 주당 EVA를 비롯한 주당 영업이익, 주당순이익, 자기자본이익률 등 기존의 성과척도들간에 상관관계를 분석</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>· 다른 성과지표에 비해 주당 EVA의 지표가 주식수익률과 더 높은 상관관계를 보임</li> <li>· 주당 EVA가 음(-)으로 구성된 포트폴리오에 투자할 경우보다 양(+)의 주당 EVA를 가지는 포트폴리오에 투자할 경우의 수익률의 차이가 최소 10%에서 최대 30%까지 나타남</li> </ul>
<p>김응한 · 김명균 · 이재경 (1998)</p>	<p>570개 상장기업의 EVA를 계산하고 분석</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>· EVA는 주가와 의 상관관계가 가장 높았고, 연간 주식 수익률을 가장 잘 설명하고 있는 것으로 나타남</li> <li>· EVA는 주식수익률을 설명하는데 있어서 자기자본이익률이나 당기순이익 보다 훨씬 우월함</li> </ul>
<p>구맹희 · 김병곤 (1998)</p>	<p>주당 경제적 부가가치가 주당순이익, 총자산수익률, 자기자본이익률, 주가수익배율보다 주식수익률 및 주식초과수익률을 더 잘 설명하는지 분석</p>	<p>주식수익률은 주당EVA보다 회계이익지표인 주당순이익, 총자산수익률, 자기자본이익률이 더 설명력이 높고 유용한 투자지표가 될 수 있는 것으로 나타났음</p>
<p>김갑룡 (2000)</p>	<p>경제적 부가가치 정보가 주가변동과 유의적인 관련성을 지니는 유용한 정보인지, 회계이익 정보보다 더 우월한 설명력을 갖는 정보인지를 검증</p>	<p>경제적 부가가치 정보는 주가변동과 유의적인 관련성을 지니고 있으나, 설명력 면에서 회계이익 정보보다 우월하는 증거가 관측되지 못했으며, 투자성과도 더 높지 못한 것으로 관측됨</p>

<p>최영수 (2000)</p>	<p>주가에 대한 EVA와 회계적지표인 EPS, ROA, ROE의 설명력을 분석</p>	<p>총자본순이익률이 대체로 가장 높은 설명력을 보이고 있었으며 다음으로 주당순이익, ROE 순으로 나타난다고 주장하면서 EVA는 분석대상 전 기간에 걸쳐 유의하지 않다고 설명됨</p>
<p>이대선, 이동훈 (2001)</p>	<p>EVA와 회계이익과 잔존이익, 누적초과이익의 관계를 분석</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>· 성과측정치인 회계이익, 잔존이익 그리고 EVA가 모두 누적초과이익과 양(+)의 관련성을 가지는 것으로 나타남</li> <li>· EVA가 회계이익에 대해서 추가적인 정보를 제공한다는 것이 검증함</li> </ul>
<p>황선웅, 신우용 (2004)</p>	<p>EVA의 주가변동에 대한 설명력에 대하여 연구</p>	<p>EVA의 주가변동에 대한 설명력이 그다지 뚜렷하지 않은 것으로 나타남</p>

## 제3장 연구의 설계

### 제1절 연구가설 및 표본의 선정

#### 1. 연구 가설

본 연구에서는 국내 시장에서 누적초과수익률을 설명할 수 있는 변수로서 EVA가 유용한 변수인지를 검증하기 위해 다음과 같은 가설을 설정하였다.

가설 : EVA가 회계이익지표보다 누적초과수익률을 더 잘 설명한다.

가설을 검증하기 위해 2000년부터 2004년까지의 누적초과수익률, EVA, 매출총손익, 영업손익, 경상손익을 산정하였다. 누적초과수익률과 각 변수간의 상관관계를 살펴보고, 누적초과수익률을 종속변수로 각 회계이익지표 및 EVA를 독립변수로 하는 회귀분석을 실시하였다.

#### 2. 표본의 선정

본 연구에서는 연구목적을 달성하기 위한 실증분석을 위해 재무제표 자료는 한국상장회사협의회 TS 2000을 이용하였고, 주식수익률은 한국증권연구원의 KSRI Stock Database 2006을 이용하였다. 그리고 EVA관련 데이터는 한국증권선물거래소에서 발행하는 EVA 데이터를 사용하였다. 표본선정에 있어서 다음과 같은 조건을 모두 만족하는 기업들은 표본에 포함시켰다.

- ① 회계연도가 12월 31일로 종료되는 기업
- ② 금융업과 보험업을 제외한 제조업 중심의 기업
- ③ 1999년 1월 1일 이전에 상장된 기업

- ④ 1999년부터 2004년까지 본 논문에서 사용되는 연간 재무제표 자료를 찾을 수 있는 기업
- ⑤ 1995년 1월부터 2005년 1월까지 주가수익률을 구할 수 있는 기업
- ⑥ 분석 기간동안 자본잠식, 법정관리, 워크아웃, 화의 등에 포함된 적이 한 차례도 없었던 기업

선정기준 ①은 연도별 결산자료를 이용하여 횡단별 분석을 할 때 표본 기업의 동질성을 확보하기 위한 것이고 선정기준 ②는 업종의 성격이 상이한 금융, 보험업을 제외하기 위한 것이다. 그리고 선정기준 ③, ④ 및 ⑤는 필요한 회계변수의 계산과 베타추정을 위해 회계자료 및 주식수익률 자료가 확보되어야 할 기간 등을 고려하여 설정된 것이다. 선정기준 ⑥은 자료의 비교가능성을 향상시키기 위한 것이다.

위와 같은 기준으로 제조업 중심의 기업(670개) 중 본 연구표본에서 제외된 표본의 현황은 다음과 같다.

<표 3-1> 제외된 표본업체 수

제외대상	업체 수
12월 결산기업이 아닌 기업	70개
자본잠식된 기업	87개
재무제표 자료를 찾을 수 없는 기업	274개
주가수익률을 구할 수 없는 기업	68개
자료의 극단치	12개
계	511개

그 결과 최종적으로 선택된 표본기업은 2000년도부터 2004년까지 총 795개(연도별 159개 × 5년) 기업이다.

<표 3-2> 분석 대상 기업체

산업별	업체 수
가죽·가방 및 신발제조업	3
고무 및 플라스틱제품 제조업	5
기타 기계 및 장비제조업	7
도매 및 상품 중개업	8
비금속광물제품제조업	8
섬유제품제조업(봉제의류 제외)	5
육상운송 및 파이프라인운송업	5
음·식료품 제조업	8
자동차 및 트레일러 제조업	9
전자부품 영상 음향 및 통신장비제조업	14
제1차 금속산업	9
종합건설업	15
코크스·석유정제품 및 핵연료제조업	3
펄프·종이 및 종이제품제조업	6
화합물 및 화학제품제조업	37
기타 제조업	17
계	159

\* 년 159개 업체 × 5년 = 총 795개 업체

이러한 선정기준에 의한 표본은 검증기간동안 경영에 별 무리가 없었던 기업들로 구성되어 있으며, 금융업과 보험업을 제외한 거의 모든 업종에 분포되어 있기 때문에 결과에 대한 대표성 문제에는 무리가 없을 것으로 판단된다.

## 제2절 모형의 설계

### 1. 종속변수

기업별 체계적 위험인 베타( $\beta$ )는 CAPM 모형에 따른 다음 식 (1)에 의해 추정하고, 추정기간(estimation period)은 기준년도 전 60개월로 하였다. 추정된 베타( $\beta$ )를 식 (1)에서 유도한 식 (2)에 대입하여 개별기업의 초과수익율을 계산하고 이를 식 (3)에 의해 누적한다.

$$R_{i,t} = \alpha_i + \beta_i R_{mt} + \varepsilon_{i,t} \dots\dots\dots (1)$$

$R_{i,t}$  :  $i$ 기업의  $t$ 기의 실제 추가수익률

$\beta_i R_{mt}$  :  $i$ 기업의  $t$ 기의 시장수익률

$\varepsilon_{i,t}$  :  $i$ 기업의  $t$ 기의 초과수익률(비정상수익률)

$$\varepsilon_{i,t} = R_{i,t} - (\alpha_i + \beta_i R_{mt}) \dots\dots\dots (2)$$

$$CAR_i = \sum_{t=1}^{12} \varepsilon_{i,t} \dots\dots\dots (3)$$

종속변수인 기업가치지표로 월별자료 시장모형에서 구한 12개월 기하평균 누적 초과수익율을 사용하였다. 회계수치가 공표된 이후 시점인  $t$ 년도 1월부터 12월까지의 12개월의 월별 초과수익율을 누적한 수익률을 기업가치지표로 정의하였다.

## 2. 독립변수

설명변수는 성과측정치(X) 지표로 경제적 부가가치(EVA), 매출총손익(GM), 영업손익(OP), 경상손익(ORP)를 사용하였다. 성과측정치로써 우선 발생주의 하에 산출된 회계이익인 매출총손익과 영업손익 및 경상손익을 사용하였다. 본 연구의 관심지표인 경제적 부가가치는 한국증권선물거래소에서 공시된 자료를 활용하였다.

## 3. 모형의 설계

<모형> 성과측정치간의 상대적 정보효과

$$\text{모형 1 : } CAR_{it} = \alpha + \beta X_{it} + \varepsilon_{it}$$

$$\text{모형 1.1 : } CAR_{it} = \alpha + \beta EVA_{it} + \varepsilon_{it}$$

$$\text{모형 1.2 : } CAR_{it} = \alpha + \beta GM_{it} + \varepsilon_{it}$$

$$\text{모형 1.3 : } CAR_{it} = \alpha + \beta OP_{it} + \varepsilon_{it}$$

$$\text{모형 1.4 : } CAR_{it} = \alpha + \beta ORP_{it} + \varepsilon_{it}$$

$$\text{모형 1.5 : } CAR_{it} = \alpha + \beta \Delta EVA_{it} + \varepsilon_{it}$$

$$\text{모형 1.6 : } CAR_{it} = \alpha + \beta \Delta GM_{it} + \varepsilon_{it}$$

$$\text{모형 1.7 : } CAR_{it} = \alpha + \beta \Delta OP_{it} + \varepsilon_{it}$$

$$\text{모형 1.8 : } CAR_{it} = \alpha + \beta \Delta ORP_{it} + \varepsilon_{it}$$

모형 2 :

$$\begin{aligned} CAR_{it} = & \alpha + \beta_1 EVA_{it} + \beta_2 \Delta EVA_{it} + \beta_3 GM_{it} + \beta_4 \Delta GM_{it} + \\ & \beta_5 OP_{it} + \beta_6 \Delta OP_{it} + \beta_7 ORP_{it} + \beta_8 \Delta ORP_{it} + \\ & \beta_9 YD1 + \beta_{10} YD2 + \beta_{11} YD3 + \beta_{12} YD4 + \varepsilon_{it} \end{aligned}$$

<변수 정의>

CAR : *i*기업의 *t*년도 누적초과주가수익률(*t*년도 1월부터 12월까지)

X : 성과측정치 지표(EVA, GM, OP, ORP)

EVA : 경제적 부가가치/기말총자산

$\Delta EVA : EVA_t - EVA_{t-1}$

GM : 매출총손익/기말총자산

$\Delta GM : GM_t - GM_{t-1}$

OP : 영업손익/기말총자산

$\Delta OP : OP_t - OP_{t-1}$

ORP : 경상손익/기말총자산

$\Delta ORP : ORP_t - ORP_{t-1}$

YD : 연도 더미변수

기본모형을 활용하여 경제적 부가가치, 매출총손익, 영업손익 및 경상손익이 기업가치지표인 누적초과수익률을 설명함에 있어 어떤 성과측정치가 가장 잘 설명하는지를 파악하기 위하여 단순회귀분석과 다중회귀분석을 통해 분석하였다. 다중회귀분석시 연도별 수익률 차이를 통제하기 위해 연도 더미변수(YD)를 추가하였다.



## 제4장 실증분석 결과

### 제1절 기술적 통계

#### 1. 기술통계치

<표 4-1> 기술적 통계량

	최소값	최대값	평균	표준편차
CAR	-5.5884	6.7007	-.0216	1.2589
EVA	-.0360	.0196	-.0003	.0052
GM	-.1796	.7760	.1772	.1423
OP	-.2912	.2979	.0580	.0602
ORP	-.3497	.3800	.0485	.0745
△EVA	-.0337	.0248	.0001	.0042
△GM	-.2883	.1650	.0015	.0473
△OP	-.3161	.1819	-.0024	.0446
△ORP	-.4485	.5295	.0006	.0674
유효관측 수	795			

<변수 정의>

CAR : *i*기업의 *t*년도 누적초과주가수익률(*t*년도 1월부터 12월까지)

X : 성과측정치 지표(EVA, GM, OP, ORP)

EVA : 경제적 부가가치/기말총자산

$$\Delta EVA : EVA_t - EVA_{t-1}$$

GM : 매출총손익/기말총자산

$$\Delta GM : GM_t - GM_{t-1}$$

OP : 영업손익/기말총자산

$$\Delta OP : OP_t - OP_{t-1}$$

ORP : 경상손익/기말총자산

$$\Delta ORP : ORP_t - ORP_{t-1}$$

본 연구에서 검증대상기간은 2000년부터 2004년까지 총 5년 동안이다. 검증기간 동안 표본기업 795개(159개 × 5년)를 변수별로 기술적 통계를 요약하였다.

각 주요 변수들의 기술통계치는 위의 <표 4-1>과 같다. 주가수익률 지표인 누적 초과수익률(CAR)은 -.0216의 평균값을 보여주고 있으며, 전통적 성과측정치인 매출총손익은 .1772, 영업손익은 .0580, 경상손익은 .0485로서 상대적으로 양호한 값을 보여주고 있으나, 경제적 부가가치(EVA)는 -.0003의 평균값으로서 “0” 이하의 값을 보여주고 있다.

## 2. 상관관계 분석

다음 <표 4-2>는 5년 동안의 표본기업을 통합한 자료를 이용하여 각 변수간의 피어슨 상관관계를 양측검정에 의해 분석한 것이다.

분석 결과, 누적초과수익률(CAR)에 대해 매출총손익(GM)이 .250, 영업손익(OP)이 .217, 경상손익(ORP)이 .220, 경제적 부가가치(EVA)가 .152로서 0.01의 유의수준에서 유의한 관계를 보이고 있는 반면, 나머지 변동변수는 음(-)의 상관관계가 있는 것으로 나타났다.

<표 4-2> Pearson 상관관계 분석

변수	CAR	EVA	GM	OP	ORP	△EVA	△GM	△OP
EVA	.152**							
GM	.250**	.579**						
OP	.217**	.887**	.705**					
ORP	.220**	.772**	.564**	.794**				
△EVA	-.010	.504**	.177**	.397**	.333**			
△GM	-.043	.334**	.242**	.380**	.232**	.663**		
△OP	-.014	.420**	.194**	.473**	.380**	.794**	.819**	
△ORP	-.000	.323**	.154**	.337**	.540**	.586**	.504**	.678**

\*\* : 0.01%에서 통계적으로 유의함

## 제2절 회귀분석

### 1. 단순회귀분석

<표 4-3>은 표본기업의 5년간의 자료를 통합하여 각 모형별로 회귀분석한 결과를 요약한 것이다.

<모형 1.1>, <모형 1.2>, <모형 1.3>, <모형 1.4>, <모형 1.5>, <모형 1.6>, <모형 1.7>, <모형 1.8>에서는 종속변수를 누적초과이익률(CAR)로 두고 독립변수를 경제적 부가가치(EVA), 매출총손익(GM), 영업손익(OP), 경상손익(ORP)를 두고 회귀분석한 결과, 모든 독립변수들이 음(-)의 회귀계수를 가지고 있는 것으로 나타났다.

전체 년도의 관점에서 볼 때 누적초과이익률(CAR)을 상대적으로 가장 잘 설명

하는 변수는 수정 R<sup>2</sup>가 6.2%인 매출총손익(GM)이며 F-value도 매우 유의한 수준에서 53.058로서 모형의 적절성을 잘 나타내고 있다. 다음으로 수정 R<sup>2</sup>가 4.7%인 경상손익(ORP)로 나타났고, 이의 F-value도 40.425로 나타났다. 수정 R<sup>2</sup>의 설명력이 매출총손익(GM) > 경상손익(ORP) > 영업손익(OP) > 경제적 부가가치(EVA) 순으로 경제적 부가가치(EVA)가 누적초과수익률(CAR)에 대한 설명력이 가장 낮은 것으로 나타났다.

<표 4-3> 5개년도 통합 단순회귀분석

<b>&lt;모형 1.1&gt; <math>CAR_{it} = \alpha + \beta EVA_{it} + \varepsilon_{it}</math></b>				
	Y절편	EVA	수정 R <sup>2</sup>	F-value
변 수	-0.012 (-.275)	36.927*** (4.339)	.022	18.827
<b>&lt;모형 1.2&gt; <math>CAR_{it} = \alpha + \beta GM_{it} + \varepsilon_{it}</math></b>				
	Y절편	GM	수정 R <sup>2</sup>	F-value
변 수	-.414*** (-5.993)	2.216*** (7.284)	.062	53.058
<b>&lt;모형 1.3&gt; <math>CAR_{it} = \alpha + \beta OP_{it} + \varepsilon_{it}</math></b>				
	Y절편	OP	수정 R <sup>2</sup>	F-value
변 수	-.285*** (-4.710)	4.546*** (6.273)	.046	39.347
<b>&lt;모형 1.4&gt; <math>CAR_{it} = \alpha + \beta ORP_{it} + \varepsilon_{it}</math></b>				
	Y절편	ORP	수정 R <sup>2</sup>	F-value
변 수	-.202*** (-3.884)	3.721*** (6.358)	.047	40.425
<b>&lt;모형 1.5&gt; <math>CAR_{it} = \alpha + \beta \Delta EVA_{it} + \varepsilon_{it}</math></b>				
	Y절편	$\Delta$ EVA	수정 R <sup>2</sup>	F-value
변 수	-0.021 (-.473)	-2.857 (-.269)	-.001	.072

<모형 1.6> $CAR_{it} = \alpha + \beta \Delta GM_{it} + \varepsilon_{it}$				
	Y절편	$\Delta GM$	수정 R <sup>2</sup>	F-value
변 수	-0.02 (-.445)	-1.139 (-1.207)	.001	1.456
<모형 1.7> $CAR_{it} = \alpha + \beta \Delta OP_{it} + \varepsilon_{it}$				
	Y절편	$\Delta OP$	수정 R <sup>2</sup>	F-value
변 수	-0.023 (-.504)	-.407 (-.406)	-.001	.165
<모형 1.8> $CAR_{it} = \alpha + \beta \Delta ORP_{it} + \varepsilon_{it}$				
	Y절편	$\Delta ORP$	수정 R <sup>2</sup>	F-value
변 수	-0.022 (-.483)	0.0025 (.004)	-.001	.000

주 1) 각 셀의 윗 줄은 회귀계수이고 괄호 안은 t-통계량을 나타냄

주 2) \*\*\* : 0.01%, \*\* : 0.05%, \* : 0.10%에서 통계적으로 유의함

<표 4-4>, <표 4-5>, <표 4-6>, <표 4-7>, <표 4-8>, <표 4-9>, <표 4-10>, <표 4-11>은 표본기업을 연도별로 회귀분석한 결과이다.

분석 결과, 경제적 부가가치(EVA), 매출총손익(GM), 영업손익(OP), 경상손익(ORP)의 회귀계수를 제외하고는 모두 음(-)의 회귀계수를 가지고 있는 것으로 나타나 5개년도 통합 평균과 일치하는 결과를 보였다.

그러나 연도별 수정 R<sup>2</sup>가 5개년 통합 수정 R<sup>2</sup>값보다 평균적으로 모두 높게 나타나 누적초과수익률(CAR)에 대한 설명력이 5개년 통합보다 연도별이 설명력이 더 큰 것으로 나타났다.

<표 4-4>의 분석결과를 보면, 경제적 부가가치(EVA)는 2003년도에 수정 R<sup>2</sup>가 0.036으로 가장 높은 설명력을 보여주고, 이의 F-value도 6.842로서 5% 수준에서 유의적으로 높게 나타났다. 그 다음으로 2004년도에 수정 R<sup>2</sup>가 0.022이고, F-value는 4.617로 유의적으로 나타났다. 이는 EVA 정보가 기업경영의 평가지표로 이용되는 추세가 점점 증대되고 있는 것으로 볼 수 있다.

<표 4-4> 5개년도 연도별 단순회귀분석 결과

<모형 1.1> $CAR_{it} = \alpha + \beta EVA_{it} + \varepsilon_{it}$				
	Y절편	EVA	수정 R <sup>2</sup>	F-value
2000	-0.063 (-1.069)	13.576 (1.100)	.001	1.209
2001	-0.062 (-.756)	29.215* (1.723)	.012	2.967
2002	0.053 (.539)	33.934* (1.673)	.011	2.798
2003	0.040 (.353)	63.005** (2.616)	.036	6.842
2004	-0.036 (-.279)	42.012** (2.149)	.022	4.617

주 1) 각 셀의 윗 줄은 회귀계수이고 괄호 안은 t-통계량을 나타냄

주 2) \*\*\* : 0.01%, \*\* : 0.05%, \* : 0.10%에서 통계적으로 유의함

<표 4-5> 5개년도 연도별 단순회귀분석 결과

<모형 1.2> $CAR_{it} = \alpha + \beta GM_{it} + \varepsilon_{it}$				
	Y절편	GM	수정 R <sup>2</sup>	F-value
2000	-.270*** (-2.965)	1.139*** (2.766)	.040	7.653
2001	-.421*** (-3.377)	2.082*** (3.802)	.078	14.457
2002	-.425*** (-2.722)	2.506*** (3.800)	.078	14.442
2003	-.494*** (-2.725)	2.858*** (3.547)	.068	12.580
2004	-.457** (-2.309)	2.425*** (2.763)	.040	7.636

주 1) 각 셀의 윗 줄은 회귀계수이고 괄호 안은 t-통계량을 나타냄

주 2) \*\*\* : 0.01%, \*\* : 0.05%, \* : 0.10%에서 통계적으로 유의함

<표 4-5>의 분석결과를 보면, 매출총손익(GM)은 2001년과 2002년에 수정 R<sup>2</sup>가 각각 0.078이며 F-value는 각각 14.457, 14.442로 1% 수준에서 가장 유의적이었다. 전체적으로 양(+)의 방향으로 유의한 관련성이 있는 것으로 나타났다. 이는 성과측정치 정보효과가 누적초과수익률(CAR)을 가장 잘 설명해 주는 변수는 수준변수인 매출총손익(GM)이라고 볼 수 있다.

<표 4-6> 5개년도 연도별 단순회귀분석 결과

<b>&lt;모형 1.3&gt; <math>CAR_{it} = \alpha + \beta OP_{it} + \varepsilon_{it}</math></b>				
	Y절편	OP	수정 R <sup>2</sup>	F-value
2000	-.176** (-2.161)	1.675* (1.786)	.014	3.190
2001	-.310** (-2.657)	4.241*** (3.018)	.049	9.111
2002	-.334** (-2.205)	5.670*** (3.239)	.057	10.492
2003	-.358** (-2.209)	6.745*** (3.173)	.054	10.069
2004	-.278** (-1.833)	5.142*** (2.873)	.044	8.253

주 1) 각 셀의 윗 줄은 회귀계수이고 괄호 안은 t-통계량을 나타냄

주 2) \*\*\* : 0.01%, \*\* : 0.05%, \* : 0.10%에서 통계적으로 유의함

<표 4-6>의 분석결과를 보면, 영업손익(OP)은 2002년도에 수정 R<sup>2</sup>가 0.057이었고, F-value는 10.492의 값을 보임으로써, 1% 수준에서 유의적인 것으로 나타났다. 전체적으로 양(+)의 방향으로 유의한 관련성을 보였다.

<표 4-7>의 분석결과를 보면, 경상손익(ORP)은 2003년도에 0.080의 수정 R<sup>2</sup> 값과 14.658의 F-value 값을 보임으로써 설명력과 모형 적합도가 가장 양호한 것으로 나타났다.

<표 4-7> 5개년도 연도별 단순회귀분석 결과

<모형 1.4> $CAR_{it} = \alpha + \beta ORP_{it} + \varepsilon_{it}$				
	Y절편	ORP	수정 R <sup>2</sup>	F-value
2000	-0.109 (-1.654)	.864 (1.137)	.002	1.293
2001	-.224** (-2.443)	3.960*** (3.717)	.075	13.819
2002	-.220* (-1.723)	4.696*** (3.177)	.054	10.091
2003	-.319** (-2.271)	6.326*** (3.829)	.080	14.658
2004	-.213 (-1.452)	3.573** (2.414)	.030	5.826

주 1) 각 셀의 윗 줄은 회귀계수이고 괄호 안은 t-통계량을 나타냄

주 2) \*\*\* : 0.01%, \*\* : 0.05%, \* : 0.10%에서 통계적으로 유의함

<표 4-8> 5개년도 연도별 단순회귀분석 결과

<모형 1.5> $CAR_{it} = \alpha + \beta \Delta EVA_{it} + \varepsilon_{it}$				
	Y절편	$\Delta EVA$	수정 R <sup>2</sup>	F-value
2000	-0.073 (-1.256)	9.754 (.823)	-.002	.677
2001	-0.047 (-.543)	-10.962 (-.527)	-.005	.277
2002	0.029 (.286)	-32.074 (-1.169)	.002	1.367
2003	0.016 (.142)	15.843 (.487)	-.005	.237
2004	-0.036 (-.275)	-.644 (-.023)	-.006	.001

주 1) 각 셀의 윗 줄은 회귀계수이고 괄호 안은 t-통계량을 나타냄

주 2) \*\*\* : 0.01%, \*\* : 0.05%, \* : 0.10%에서 통계적으로 유의함



<표 4-9> 5개년도 연도별 단순회귀분석 결과

<모형 1.6> $CAR_{it} = \alpha + \beta \Delta GM_{it} + \varepsilon_{it}$				
	Y절편	$\Delta GM$	수정 $R^2$	F-value
2000	-0.082 (-1.405)	1.276 (1.135)	.002	1.289
2001	-0.061 (-.731)	2.271 (1.281)	.004	1.642
2002	0.085 (.824)	-3.387 (-1.426)	.006	2.032
2003	-0.018 (-.152)	-3.528 (-1.271)	.004	1.615
2004	-0.051 (-.399)	-3.592 (-1.420)	.006	2.016

주 1) 각 셀의 윗 줄은 회귀계수이고 괄호 안은 t-통계량을 나타냄

주 2) \*\*\* : 0.01%, \*\* : 0.05%, \* : 0.10%에서 통계적으로 유의함

<표 4-10> 5개년도 연도별 단순회귀분석 결과

<모형 1.7> $CAR_{it} = \alpha + \beta \Delta OP_{it} + \varepsilon_{it}$				
	Y절편	$\Delta OP$	수정 $R^2$	F-value
2000	-0.075 (-1.290)	.753 (.644)	-.004	.415
2001	-0.057 (-.689)	-.269 (-.145)	-.006	.021
2002	0.066 (.648)	-3.099 (-1.128)	.002	1.273
2003	-0.019 (-.159)	-2.954 (-.885)	-.001	.783
2004	-0.030 (-.226)	.777 (.312)	-.006	.098

주 1) 각 셀의 윗 줄은 회귀계수이고 괄호 안은 t-통계량을 나타냄

주 2) \*\*\* : 0.01%, \*\* : 0.05%, \* : 0.10%에서 통계적으로 유의함

<표 4-11> 5개년도 연도별 단순회귀분석 결과

<모형 1.8> $CAR_{it} = \alpha + \beta \Delta ORP_{it} + \varepsilon_{it}$				
	Y절편	$\Delta ORP$	수정 $R^2$	F-value
2000	-0.069 (-1.191)	.815 (.905)	-.001	.819
2001	-0.057 (-.695)	1.858 (1.596)	.010	2.548
2002	0.078 (.761)	-2.434 (-1.451)	.007	2.105
2003	0.017 (.147)	.778 (.419)	-.005	.175
2004	-0.040 (-.313)	-1.399 (-.833)	-.002	.694

주 1) 각 셀의 윗 줄은 회귀계수이고 괄호 안은 t-통계량을 나타냄  
 주 2) \*\*\* : 0.01%, \*\* : 0.05%, \* : 0.10%에서 통계적으로 유의함

<표 4-8>부터 <표 4-11>까지는 변동변수( $\Delta EVA$ ,  $\Delta GM$ ,  $\Delta OP$ ,  $\Delta ORP$ )의 분석 결과이다. 분석결과, 피어슨 상관관계분석과 동일하게 수준변수보다는 상대적으로 낮은 회귀계수 값을 보여주었고, 모형의 수정  $R^2$ 도 낮은 것을 볼 수 있다.

## 2. 다중회귀분석

### 가. Enter Method 분석

다음의 <표 4-12>의 분석 결과를 보면, 모든 독립변수들이 투입된 결과 모형적합도는  $R^2$ 가 .103으로서 종속변수인 누적초과수익률(CAR)을 10.3% 설명하고 있음을 알 수 있으며, 수정  $R^2$ 는 .092로 나타났다.

또한, 누적초과수익률(CAR)을 설명하는데 있어 통계적으로 유의한 변수로는 경제적 부가가치(EVA,  $\Delta EVA$ ), 매출총손익(GM), 영업손익(OP), 경상손익(ORP,  $\Delta$

ORP)가 있었으며, GM, OP, ORP 및  $\Delta$ EVA는 통계적으로 유의하며, 양(+)의 계수 값을 보이고 있었다. 그러나 EVA와  $\Delta$ ORP는 통계적으로는 유의한 값을 보이고 있으나 음(-)의 계수값을 보이고 있었다.

<표 4-12> Enter method 분석 결과

모형 2 : $CAR_{it} = \alpha + \beta_1 EVA_{it} + \beta_2 \Delta EVA_{it} + \beta_3 GM_{it} + \beta_4 \Delta GM_{it} + \beta_5 OP_{it} + \beta_6 \Delta OP_{it} + \beta_7 ORP_{it} + \beta_8 \Delta ORP_{it} + \beta_9 YD1 + \beta_{10} YD2 + \beta_{11} YD3 + \beta_{12} YD4 + \varepsilon_{it}$					
변수	회귀계수	t-value	R <sup>2</sup>	수정 R <sup>2</sup>	F-value
EVA	-76.068***	-3.354	.103	.092	9.968
GM	1.284***	2.825			
OP	5.228**	2.389			
ORP	4.282***	3.379			
$\Delta$ EVA	37.123*	1.818			
$\Delta$ GM	-2.602	-1.572			
$\Delta$ OP	-1.647	-.651			
$\Delta$ ORP	-2.348**	-2.132			

주 1) YD : 연도 더미변수

주 2) \*\*\* : 0.01%, \*\* : 0.05%, \* : 0.10%에서 통계적으로 유의함

#### 나. Stepwise method 분석

다음의 <표 4-13>에서는 전통적인 성과측정치에 대한 경제적 부가가치(EVA)의 상대적인 유의성을 식별하기 위해 stepwise method에 의해 분석하였다. 분석 결과,

종속변수인 누적초과수익률(CAR)에 대한 설명변수를 하나씩 추가하면서 회귀모형 총 3개를 도출하였다. 즉 회귀모형을 도출하는 과정에서 모형의 적합성이 낮은 변수를 제거하는 3개의 모형이 단계적으로 도출되었다. 최종적으로 선택된 최적의 모델에 포함된 변수는 매출총손익(GM, ΔGM)과 경상손익(ORP)이다.

<표 4-13> Stepwise method 분석 결과

모형 2 :				
$CAR_{it} = \alpha + \beta_1 EVA_{it} + \beta_2 \Delta EVA_{it} + \beta_3 GM_{it} + \beta_4 \Delta GM_{it} +$ $\beta_5 OP_{it} + \beta_6 \Delta OP_{it} + \beta_7 ORP_{it} + \beta_8 \Delta ORP_{it} +$ $\beta_9 YD1 + \beta_{10} YD2 + \beta_{11} YD3 + \beta_{12} YD4 + \varepsilon_{it}$				
변수	회귀계수	t-value	수정 R <sup>2</sup>	F-value
GM	1.815***	4.937	.083	24.799
ΔGM	-3.279***	-3.492		
ORP	2.250***	3.213		

주 1) YD : 연도 더미변수

주 2) \*\*\* : 0.01%, \*\* : 0.05%, \* : 0.10%에서 통계적으로 유의함

한편 기대했던 경제적 부가가치 변수(EVA, ΔEVA)가 모두 제거된 결과로 인해 경제적 부가가치(EVA, ΔEVA)가 종속변수인 누적초과수익률(CAR)을 유의적으로 설명하지 못하는 것으로 분석결과를 보였다.

이 분석에서의 다중공선성(multicollinearity)을 보기 위해 각 변수들의 분산확대 지수(VIF : Variance Inflation Factor)를 분석한 결과 공차한계값은 .10보다 훨씬 크며 VIF는 10보다 훨씬 작으므로 다중공선성에서 오는 문제는 없는 것으로 나타났다.

## 제5장 결 론

기업가치를 정확히 추정하는 것은 대단히 중요하지만 매우 어려운 작업이다. 왜냐하면 기업가치는 미래상황에 따라 계속해서 변하고 이를 정확히 예측하는 것이 어렵기 때문이다. 과거 기업들은 기업의 경영성과와 가치를 평가하는데 있어서 전통적 성과측정치인 회계이익을 많이 사용해 왔다. 그러나 최근 기업들의 관심이 양적 성장 일변도에서 탈피하여 질의 경영으로 이동함에 따라 많은 기업들은 경제적 부가가치에 관심을 기울이게 되었다.

이처럼 가치경영을 지향하고 있는 경제적 부가가치가 대두하게 된 이유는 회계적 이익을 측정치로 사용하고 있는 전통적 성과측정방법으로는 기업의 실질적 성과를 나타내는 부가가치를 적절히 평가하지 못하기 때문이다. 그럼에도 불구하고 대부분의 우리나라 기업들은 아직도 전통적인 회계이익에 기초한 기업가치를 평가하고 있다.

기업가치 측정변수로 사용되어 온 기존의 당기순이익과 같은 변수들은 개념적 한계를 내포하고 있기 때문에 수익성 측정변수로서 단일변수로 사용하기에는 부족하다. 이에 반해 경제적 부가가치는 경영자들에게는 가치창출을 위한 목표설정 기준으로, 투자자들에게는 올바른 기업성공을 측정할 수 있는 성과지표로 유용할 수 있다.

따라서 본 연구는 경영성과지표 중에서 최근 가장 각광을 받고 있는 EVA에 대한 이론적인 고찰과 함께 국내 자본시장에서 전통적인 성과측정치와 EVA에 대한 정보효과를 중심으로 하여 EVA의 시장효과를 연구하였다. 기업의 가치지표로 누적초과수익률(CAR)을 사용하였고 전통적인 성과측정치로 매출총손익(GM), 영업손익(OP), 경상손익(ORP)와 함께 경제적 부가가치(EVA)를 사용하였다.

상관분석 결과, 누적초과수익률(CAR)에 대해 매출총손익(GM)이 .250, 영업손익(OP)이 .217, 경상손익(ORP)이 .220, 경제적 부가가치(EVA)가 .152로서 0.01의 유의수준에서 유의한 관계를 보이고 있는 반면, 나머지 변동변수는 음(-)의 상관관계가 있는 것으로 나타났다.

종속변수를 누적초과수익률(CAR)로 두고 독립변수를 경제적 부가가치(EVA), 매

출총손익(GM), 영업손익(OP), 경상손익(ORP)를 두고 회귀분석한 결과, 모든 독립 변수들이 음(-)의 회귀계수를 가지고 있는 것으로 나타났다.

전체 년도의 관점에서 볼 때 누적초과수익률(CAR)을 상대적으로 가장 잘 설명하는 변수는 수정  $R^2$ 가 6.2%인 매출총손익(GM)이며 F-value도 매우 유의한 수준에서 53.058로서 모형의 적절성을 잘 나타내고 있다. 다음으로 수정  $R^2$ 가 4.7%인 경상손익(ORP)로 나타났고, 이의 F-value도 40.425로 나타났다. 수정  $R^2$ 의 설명력이 매출총손익(GM) > 경상손익(ORP) > 영업손익(OP) > 경제적 부가가치(EVA) 순으로 경제적 부가가치(EVA)가 누적초과수익률(CAR)에 대한 설명력이 가장 낮은 것으로 나타났다.

표본기업을 연도별로 회귀분석한 결과, 경제적 부가가치(EVA), 매출총손익(GM), 영업손익(OP), 경상손익(ORP)의 회귀계수를 제외하고는 모두 음(-)의 회귀계수를 가지고 있는 것으로 나타나 5개년도 통합 평균과 일치하는 결과를 보였다. 그러나 연도별 수정  $R^2$ 가 5개년 통합 수정  $R^2$ 값보다 평균적으로 모두 높게 나타나 누적초과수익률(CAR)에 대한 설명력이 5개년 통합보다 연도별이 설명력이 더 큰 것으로 나타났다.

연도별 분석의 경우, 경제적 부가가치(EVA)는 2003년도에 수정  $R^2$ 가 0.036으로 가장 높은 설명력을 보여주고 이의 F-value도 6.842로서 5% 수준에서 유의적으로 높게 나타났다. 매출총손익(GM)은 2001년과 2002년에 수정  $R^2$ 가 각각 0.078이며 F-value는 각각 14.457, 14.442로 가장 유의적이었다. 영업손익(OP)은 2002년도에 수정  $R^2$ 가 0.057이었고, F-value는 10.492로 매우 유의적이었다. 경상손익(ORP)는 2003년도에 0.080의 수정  $R^2$  값과 14.658의 F-value 값으로써 설명력과 모형 적합도가 가장 양호한 것으로 나타났다.

변수 전체에 대한 다중회귀분석 결과, 모든 독립변수들이 투입된 결과 모형적합도는  $R^2$ 가 .103으로서 종속변수인 누적초과수익률(CAR)을 10.3% 설명하고 있음을 알 수 있으며, 수정  $R^2$ 는 .092로 나타났다.

또한, 누적초과수익률(CAR)을 설명하는데 있어 통계적으로 유의한 변수로는 경제적 부가가치(EVA,  $\Delta$ EVA), 매출총손익(GM), 영업손익(OP), 경상손익(ORP,  $\Delta$ ORP)가 있었으며, GM, OP, ORP 및  $\Delta$ EVA는 통계적으로 유의하며, 양(+)의 계수 값을 보이고 있었다. 그러나 EVA와  $\Delta$ ORP는 통계적으로는 유의한 값을 보이고

있으나 음(-)의 계수값을 보이고 있었다.

아울러, 전통적인 성과측정치에 대한 경제적 부가가치(EVA)의 상대적인 유의성을 식별하기 위해 stepwise method에 의해 분석하였다. 분석 결과, 종속변수인 누적초과수익률(CAR)에 대한 설명변수를 하나씩 추가하면서 회귀모형 총 3개를 도출하였다. 즉 회귀모형을 도출하는 과정에서 모형의 적합성이 낮은 변수를 제거하는 3개의 모형이 단계적으로 도출되었다. 최종적으로 선택된 최적의 모델에 포함된 변수는 매출총손익(GM,  $\Delta$ GM)과 경상손익(ORP)이다.

한편 기대했던 경제적 부가가치 변수(EVA,  $\Delta$ EVA)가 모두 제거된 결과로 인해 경제적 부가가치(EVA,  $\Delta$ EVA)가 종속변수인 누적초과수익률(CAR)을 유의적으로 설명하지 못하는 것으로 분석결과를 보였다.

이는 국내 선행연구 중 구맹희·김병곤(1998)과 Biddle & Bowen(1998)의 결과와 비슷한 결과를 보였다. 이러한 결과로 볼 때 경제적 부가가치가 전통적인 성과측정치에 비해 더 나은 것이 아니라는 결론을 내릴 수 있다.

이와 같은 분석 결과에 의존하여 EVA가 낮은 설명력을 보인다고 해서 EVA의 시장효과가 없다고 보기에는 무리가 있을 수 있으며, 현실적으로 EVA는 기업의 성과측정치로서 활용되고 있으며, 기업경영의 평가지표로 이용되는 추세가 증가하고 있는 실정이다.

본 연구의 한계점은 경제적 부가가치의 지표를 한국증권선물거래소에서 발표하고 있는 수치 및 개념을 사용하였다는 것이다. 한국증권선물거래소의 경제적 부가가치는 투자자본과 세후순영업이익을 영업활동으로 인한 손익만을 포함하고 투자활동과 재무활동에 의한 손익은 경제적 부가가치에서 제외하고 있어 정확한 경제적 부가가치라고 볼 수 없다. 이러한 측정의 문제를 개선하기 위해서는 향후 정확한 경제적 부가가치 계산을 위한 연구가 필요하다고 판단된다.

## <참 고 문 헌>

### 1. 국내문헌

- 강경연, “경영성과지표로서 경제적 부가가치의 정보유용성에 관한 실증연구”, 중앙대학교 석사학위논문, (2002).
- 강효석·남명수, “자본효율성 제고를 위한 가치창조경영의 도입”, 한국상장회사 협의회, 『상장협 연구보고서』, 97-3, (1997).
- 강효석·이원흠·조장연, 『기업가치평가론』, 서울 : 홍문사, (2000).
- 구맹희·김병곤, “우리 나라 주식시장에서 투자지표로서 경제적 부가가치 (EVA)의 유용성에 관한 연구”, 『재무관리논총』, 제 4권 제 1호, (1998).
- 김갑룡, “EVA 정보의 유용성 탐색”, 『전주대학교 산경논총』, (2000).
- 김안규·이귀, “재무정보를 이용한 EVA 측정에 관한 연구”, 『산업경제연구』, Vol. 14, No. 6, (2001).
- 김은혜, “우리나라 상장기업의 경제적 부가가치와 주가와의 관계분석”, 고려대학교 석사학위논문, (1998).
- 김응한·김명균·이재경, “상장기업 EVA분석 연구결과 보고서”, 『한국증권거래소』, (1998).
- \_\_\_\_\_, 『가치중심경영과 EVA』, 서울 : 현학사, (2004).
- 김철중, “경영성과 평가지표로서 경제적 부가가치의 유용성에 관한 연구”, 『재무관리논총』, 제2권 제1호, (1995).
- \_\_\_\_\_, “기업평가모형의 적합성에 관한 실증적 연구”, 『재무관리논총』, 제5권 제1호, (1999).
- 김홍식·민대홍, “회계이익과 경제적 부가가치의 정보내용 비교”, 『충남대학교 경영경제연구』, 제23권 제2호, (2000).
- 남명수·박병운, “기업가치 평가지표로서 경제적 부가가치의 유용성”, 『인하대학교 경영연구소 경영논집』, 제4집 제2호, (1997).



- 남명수·강효석, “투자성과지표로서 EVA의 유용성에 관한 실증연구”, 『재무관리연구』, 제14권 제3호, (1997).
- 문효진, “수정된 경제적 부가가치를 통한 기업가치평가지표 유용성 증대에 관한 연구”, 서울대학교 석사학위논문, (2000).
- 송준기·우태우, “경제적 부가가치의 산업별 측정과 유용성 분석”, 『세명논총』, Vol. 8, No. 1, (2000).
- 안혜선, “경제적 부가가치와 주가수익률과의 관련성에 관한 연구”, 대구효성카톨릭대학교 박사학위논문, (2000).
- 양동우, “EVA와 주가의 관계에 관한 연구”, 1997년 춘계학술발표회, 『한국재무학회』, (1997).
- \_\_\_\_\_, “EVA와 제 기업평가지표의 비교연구”, 『증권금융연구』, 제4권 제1호, (1998).
- 윤준재, “회계이익과 EVA를 이용한 기업가치평가모형의 실증비교연구”, 서강대학교 박사학위논문, (2001).
- 이대선·최순재, “기업 성과평가를 위한 회계정보의 활용”, 『서강경영논총』, Vol. 8, No. 1, (1997).
- 이대선·박성환·윤준재, “초과이익할인모형의 회계편의에 관한 실증연구”, 『한국회계학회』, 2003년 하계 학술발표대회, (2003).
- 이동훈, “경제적 부가가치의 정보효과에 대한 실증분석”, 서강대학교 석사학위논문, (1999).
- 이동훈·이대선, “경제적 부가가치의 정보효과에 관한 연구”, 『서강경영논총』, Vol. 12, No. 1, (2001).
- 이신복, “기업가치평가 정보로서의 경제적 부가가치의 유용성에 관한 실증연구”, 국민대학교 대학원 석사학위논문, (1996).
- 조장연·강효석, “예측치 이익을 이용한 EVA 기업가치모형에 관한 연구”, 『재무관리논총』, (2000).
- 증권거래소, 『2004년도 상장기업 EVA 분석』, (2004).
- 최동규, “자본시장에서 경제적 부가가치의 정보효과에 관한 연구”, 조선대학교 박사학위논문, (2006).

- 최영수, “경제적 부가가치와 EPS, ROA, ROE의 유용성 평가”, 『세무회계연구』, Vol. 7, No. 1, (2000).
- 최영수, “경제적 부가가치와 EPS, ROA, ROE의 유용성 평가”, 한국세무회계학회, 『세무회계연구』, 7권, (2000).
- 최재규, “코스닥 기업의 경제적 부가가치와 주가와 관련분석”, 경희대학교 석사학위논문, (2002).
- 최재원, “경제적 부가가치와 주가의 상관성에 관한 연구”, 중앙대학교 석사학위논문, (2001).
- 하진용, “EVA 이해도와 보너스형태 선택이 기업의 경영활동성과에 미치는 영향”, 계명대학교 대학원 박사학위논문, (2003).
- 황선용, “상장기업의 가치평가 적정화에 관한 연구”, 『상장협연구보고서』, (2003).
- 황선용 · 신우용, “EVA와 주가변동간의 실증분석을 통한 한국에서의 주주 자본주의에 관한 연구”, 『재무관리논총』, (2004).

## 2. 외국문헌

- Bacidore, J. boquist., J. Milbourn. T and Thakor, A., "The search for the best financial performance measure", *Financial Analysts Journal*, May/June, (1997).
- Bernard., V. L., and T. L. Stober, "The Nature and Amount of Information Reflected in Cash Flows and Accruals", *The Accounting Review*, (1989).
- Bernard, V. L., "The Feltham-Ohlson Framework : Implication for Empiricist", *Contemporary Accounting Research II*, (1995).
- Biddle, C. G., R. M. Bowen and J. S. Wallace, "Does EVA beat earnings? Evidence on associations with stock returns and firm values", *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 24, (1997).
- Burgstahler, D., I., Dichev, "Earnings, adaption and equity value", *The Accounting Review*, Vol. 72, (1997).

- D. Clinton, and S. Chen, "Do New Performance Measures Measure Up?", *Management Accounting*(USA, Oct.), (1988).
- Derks, Paul A. and Ajay Patel, "What is EVA, and How can it help your company," *Management Accounting*, November, (1997).
- Dodd, James, L., and Chen, Shimin, "EVA: A New Panacea?", *Business and Economic Review*, Vol. 42, Jul.~Sep. (1996).
- Erdogan, O., Berk, N., Katircioglu, E., "The Economic Profit Approach in Firm Performance Measurement - Evidence from the Turkish Stock Market", *Russian and East European Finance and Trade*, Vol. 36, (2000).
- Frankel, R. and C. M. Lee, "Accounting Valuation, market expectation, and cross-sectional stock returns", *Journal of Accounting and Economics*, 25. (1998).
- Fortune, "The Wealth Builders", December 11, (1995).
- G. B. Stewart, "The Quest for Value : The EVA Management Guide", *Harper Business*, (1991)
- G. C. Biddle, R. M. Bowen, and J. S. Wallace, "Does EVA Beat Earnings? : Evidence on Associations with Stock Returns and Firm Values", *Journal of Accounting and Economics* 24, (1997).
- G. C. Biddle, and R. M. Bowen, "Economic Value Added: Some Empirical Evidence", *Managerial Finance*, Nov, (1998).
- Grant J. L., "Foundations of EVA for Investment Managers", *The Journal of Portfolio Management*, Fall, (1996).
- J. L. Grant, "Foundations of EVA for Investment Managers", *The Journal of Portfolio Management*, (1996).
- Jackson, Alfred, "The how and why of EVA at CS First Boston", *Journal of Applied Corporate Finance*, Vol. 9, No.1, (1996).

- John HOFFECKER & Charles Goldenberg, "Using the Balanced Scorecard to Develop Companywide Performance Measures," *Journal of Cost Management*, Fall, (1994).
- Lehn, Kenneth and Anil K. Makhija, "EVA & MVA: As Performance Measures and Signals for Strategic Change", *Strategy and Leadership*, Vol. 24, May/June, (1996).
- L. Walter, "The 1994 Stern Stewart Performance 1000", *Journal of Applied Corporate Finance*, Winter, (1995).
- Milunivich, S., and Tsuei, A., "EVA in The Computer Industry", *Journal of Applied Corporate Finance*, Spring, (1996).
- O'Byrne, S. F., "EVA and Market Value," *Journal of Applied Corporate Finance*, Spring, (1996).
- O'Hanlon, John and Ken Peasnell, "Wall Street's Contribution to Management Accounting : the Stern Stewart EVA financial management system," *Management Accounting Research*, September, (1998).
- P. Dikers, and A. Patel, "What is EVA, and How Can It Help Your Company?", *Management Accounting*, USA, Nov, (1997).
- Stark, Andrew W. and Hardy M. Thomas, "On the Empirical Relationship between Market Value and Residual Income in the U. K.," *Management Accounting Research*, September, (1998).
- Stern, S., "EVA Roundtable", *Journal of Applied Corporate Finance*, Vol. 7, (1994).
- Stewart, G. B., "EVA : fact or fantasy?", *Journal of Applied Corporate Finance*, Vol. 7, (1994).
- Uyemura, D.G., C.C. Kantor, and J.M. Pettit, "EVA for banks: value creation, risk management, and profitability measurement", *Journal of Applied Corporate Finance*, Vol. 9, No. 2, Summer, (1996).
- Wallace, J., "EVA financial systems : Management perspectives", *Advances in Management Accounting*, Vol. 6, (1998).

## 저작물 이용 허락서

학 과	회계학과	학 번	10141049	과 정	박사
성 명	한글 : 임 정 기    한문 : 林 正 琪    영문 : Im, Jeong-Gi				
주 소	광주광역시 북구 삼각동 혁신타운 1-1508호				
연락처			E-MAIL	acc8747@paran.com	
논문제목	한글 : EVA의 시장효과에 대한 실증연구				
	영어 : An Empirical Study on Market Impact of Economic Value Added				

본인이 저작한 위의 저작물에 대하여 다음과 같은 조건아래 조선대학교가 저작물을 이용할 수 있도록 허락하고 동의합니다.

- 다            음 -

1. 저작물의 DB구축 및 인터넷을 포함한 정보통신망에의 공개를 위한 저작물의 복제, 기억장치에의 저장, 전송 등을 허락함
2. 위의 목적을 위하여 필요한 범위 내에서의 편집·형식상의 변경을 허락함.  
다만, 저작물의 내용변경은 금지함.
3. 배포·전송된 저작물의 영리적 목적을 위한 복제, 저장, 전송 등은 금지함.
4. 저작물에 대한 이용기간은 5년으로 하고, 기간종료 3개월 이내에 별도의 의사 표시가 없을 경우에는 저작물의 이용기간을 계속 연장함.
5. 해당 저작물의 저작권을 타인에게 양도하거나 또는 출판을 허락을 하였을 경우에는 1개월 이내에 대학에 이를 통보함.
6. 조선대학교는 저작물의 이용허락 이후 해당 저작물로 인하여 발생하는 타인에 의한 권리 침해에 대하여 일체의 법적 책임을 지지 않음
7. 소속대학의 협정기관에 저작물의 제공 및 인터넷 등 정보통신망을 이용한 저작물의 전송·출력을 허락함.

2007년    2 월    일

저작자:    임 정 기    (서명 또는 인)

**조선대학교 총장 귀하**