



### 저작자표시-비영리 2.0 대한민국

이용자는 아래의 조건을 따르는 경우에 한하여 자유롭게

- 이 저작물을 복제, 배포, 전송, 전시, 공연 및 방송할 수 있습니다.
- 이차적 저작물을 작성할 수 있습니다.

다음과 같은 조건을 따라야 합니다:



저작자표시. 귀하는 원저작자를 표시하여야 합니다.



비영리. 귀하는 이 저작물을 영리 목적으로 이용할 수 없습니다.

- 귀하는, 이 저작물의 재이용이나 배포의 경우, 이 저작물에 적용된 이용허락조건을 명확하게 나타내어야 합니다.
- 저작권자로부터 별도의 허가를 받으면 이러한 조건들은 적용되지 않습니다.

저작권법에 따른 이용자의 권리는 위의 내용에 의하여 영향을 받지 않습니다.

이것은 [이용허락규약\(Legal Code\)](#)을 이해하기 쉽게 요약한 것입니다.

[Disclaimer](#)

經營學博士 學位論文

우리나라 海運物流産業의 企業價值  
決定要因에 관한 實證研究

An Empirical Study on the Determinants of Firm Value  
in the Korean Shipping Logistics Industry

指導教授 安 寄 明



2011年 8月

韓國海洋大學校 大學院

海運經營學科

李 成 潤

本 論文을 李成潤의 經營學博士 學位論文으로  
認准함.

委員長 \_\_\_\_\_ (印)

委 員 \_\_\_\_\_ (印)

委 員 \_\_\_\_\_ (印)

委 員 \_\_\_\_\_ (印)

委 員 \_\_\_\_\_ (印)



2011年 6月

韓國海洋大學校 大學院

- 目 次 -

第1章 序論 .....	1
第1節 研究의 背景 및 目的 .....	1
第2節 研究의 方法 및 構成 .....	4
1. 研究의 對象 및 方法 .....	4
2. 研究의 構成 .....	5
第2章 理論的 背景 .....	6
第1節 企業價値관련 研究 .....	6
1. 企業價値評價에 관한 接近法 .....	6
2. 企業價値評價의 模型選擇 및 財務構造관련 研究 .....	9
第2節 經濟的附加價値관련 研究 .....	14
1. 經濟的附加價値의 有用性에 관한 研究 .....	14
2. 經濟的附加價値와 經營特性에 관한 研究 .....	18
第3節 우리나라 海運企業의 經營特性에 관한 研究 .....	21

第3章 우리나라 海運産業의 經營特性과 經濟的附加價值	24
.....	24
第1節 海運産業의 對內外 環境分析	24
1. 우리나라 海運産業 現況	24
2. 海運産業의 特徵과 環境變化	29
3. 海運産業의 財務的 特徵	33
第2節 우리나라 海運産業의 經濟的附加價值	44
1. 經濟的附加價值的 概念	44
2. 海運産業에 經濟的附加價值適用시 注意해야 할 事項	49
3. 우리나라 國籍外航船社의 經濟的附加價值	53
第4章 實證研究	63
第1節 研究의 設計	63
1. 研究의 對象 및 分析方法	63
2. 變數의 選定과 測定	64
3. 研究模型 및 假設設定	66
第2節 企業價值 決定要因 分析結果	69

1. 分析模型 및 關係分析 .....	69
2. 模型分析結果 .....	74
3. 模型檢證 結果要約 .....	76
<b>第5章 研究의 要約 및 結論 .....</b>	<b>81</b>
<b>第1節 研究의 要約과 示唆點 .....</b>	<b>81</b>
1. 研究結果의 要約 .....	81
2. 研究의 示唆點 .....	83
<b>第2節 研究의 限界點 및 向後研究課題 .....</b>	<b>85</b>
<b>國內 參考文獻 .....</b>	<b>87</b>
<b>國外 參考文獻 .....</b>	<b>91</b>

## - 表 目 次 -

<표 3-1> 우리나라 국적외항선사의 규모별 순위 .....	25
<표 3-2> 우리나라 국적외항선 업체, 선박 수, 톤수 및 정기/부정기 구성현황 ...	26
<표 3-3> 연도별 주요 해운경기 지수의 변화 .....	27
<표 3-4> 연도별 주요 우리나라 외항화물수송실적 .....	28
<표 3-5> 수상운송업 및 타 산업과의 재무상태표 구성 차이 .....	35
<표 3-6> 수상운송업 대비 타 산업과의 성장성비율 비교 .....	36
<표 3-7> 수상운송업 대비 타 산업과의 손익관계비율 비교 .....	37
<표 3-8> 수상운송업 대비 타 산업과의 자산 및 자본관계비율 비교 .....	38
<표 3-9> 연도별 국적외항선사의 단기유동성 및 상환능력관련 재무지표 .....	39
<표 3-10> 연도별 국적외항선사의 장기상환능력관련 재무지표 .....	40
<표 3-11> 연도별 국적외항선사의 수익성관련 재무지표 .....	41
<표 3-12> 연도별 국적외항선사의 생산성 및 성장성관련 재무지표 .....	42
<표 3-13> 연도별 국적외항선사의 효율성관련 재무지표 .....	43
<표 3-14> 연도별 국적외항선사의 경제적부가가치에 대한 기술통계치 .....	59
<표 3-15> 연도별 국적외항선사의 경제적부가가치와 회계이익간의 차이 .....	62
<표 4-1> 독립변수로 사용된 재무요인 및 산출체계 .....	65
<표 4-2> 경제적부가가치와 재무요인간의 상관관계분석 결과 .....	71

<표 4-3> 상관관계분석으로 도출된 재무요인간의 공선성진단결과 .....	73
<표 4-4> 2007년-2010년 간 Fixed-Effects모형분석결과 .....	74
<표 4-5> 2007년-2010년 간 Random-Effects모형분석결과 .....	75
<표 4-6> 유의수준별 경제적부가가치와 재무요인들 간의 영향관계 요약 .....	76
<표 4-7> 2007년-2010년 적용 모형 내 유의재무변수들 간의 증분정보 분석결과	78
<표 4-8> 연구대상 연도별 패널모형분석결과 요약 .....	79



- 그림 目次 -

<그림 3-1> 연도별 국적외항선사의 기업 평균 EVA와 당기순이익의 변화 ..... 60

<그림 3-2> 연도별 국적외항선사의 기업 평균 EVA와 당기순이익의 표준편차규모  
변화 ..... 61

<그림 4-1> 연구모형 ..... 66



# **Abstract**

## **An Empirical Study on the Determinants of Firm Value in the Korean Shipping Logistics Industry**

**Lee, Sung-Yhun**

**Department of Shipping Management**

**Graduate School of**

**Korea Maritime University**

Shipping industry plays a significant role in the development of global trade and national economy. Moreover, shipping companies as key players in transporting goods among continents have unique financial structures affected by a huge volume of invested capital to the vessel. These financial structures require a high level of debit cost which effects the decision-making of firm's capital financing. Namely, a high level of debit cost leads to the high level of fixed cost and payability of vessel operation. In the end, main issues in shipping companies are to maintain the most suitable fixed cost, such as cost of vessel operating, administration cost and borrowed capital cost, for maximizing a firm value.

The previous studies on the Korean shipping industry, especially shipping company, have emphasized financial characteristics in terms of debit ratio and sales risk. But if shipping industry has a high level of debit ratio and sales risk than other industry, shipping companies must find the most fittable capital

financing structure to reduce the cost of capital and earn enough to cover the cost of stakeholder's equity and borrowed debit.

In this point of view, the purpose of this study and used methodologies are as follows;

First, to explore financial differences between shipping industry and manufacturing industry. Literature survey and review are carried out for this purpose. Second, to investigate what accounting methods and managerial characteristics in shipping industry are considered to calculate more accurate EVA as firm value. For this purpose, an interview with auditor and financial manager in several shipping companies and analysis on audit reports are carried out. Third, to observe how much abnormal earning has been created for the cost of stakeholder's equity and borrowed capital. In order to compare EVA with accounting income, the method of comparative analysis is used. Finally, to analyse what are the determinants of EVA in the Korean shipping logistics industry by using the panel data analysis.

The final results are founded by using a sample of four years audit report for 49 Korean shipping companies-year observations over 2007-2010, to be as follows ;

As results of financial characteristics review in the Korean shipping industry, firstly, cash and quick ratio are higher than manufacturing industry but not current ratio. It can be explained as shipping companies adopt the principle of cash transaction in collection of freight and payment of operation expenses. secondly, non-current liabilities consist of a large portion in total debit. It is the reason that borrowed capital which is invested to vessels as a main operation assets has a large part of total capital volume. Thirdly, fluctuation in financial

indicators concerning profitability and productivity is more sensitive than manufacturing industry in terms of year indices. It also can be explained as shipping companies are exposed to sales risk in business cycle. Fourthly, volume of sales and net income and indicators of growth rate are in line with a shipping business cycle, but not in line with growth rate of equity and the property, plant and equipment. Long term of new building ship's delivery and invested equity to owned vessels may cause these results.

In calculation of EVA, managerial characteristics in shipping companies, such as accounting methods and type of owned fleet increasement, must be considered for more accurate firm value. First, because long period from initiative in shipbuilding to delivery of ship may cause a gap between investing point and profit creating point by vessel, start-up capital cost need to be allocated properly. Second, in order to more accurate EVA and proper investment decision to increase more fleet capacity, charterage is considered as a invested capital. N cely, charterage should be consider as invested capital of stakeholder's equity. Third, 'gaisidand losses on foreign currency transaction'd and 'gaisidand losses on foreign currency translation' must be calculated more correctly. It can also reduce distortion of EVA by fluctuation of foreign currency. In shipping companies, vessel consist of most of assets. It means that the choice of depreciation method may effect a distortion of EVA. The sinking-fund method of depreciation can be more efficient to avoid it.

In differences between the EVA and net income, most of shipping companies did not make a profit to cover the cost of stakeholder's equity.

As results of panel data analysis by EVA and financial indicators, operating income to sales, return on asset and net income to sales are observed by

critical factors with EVA. Although there is some evidence that receivables collection period and sales risk can also explain EVA, they have not enough explainability than three critical factors - receivables collection period shows a regression coefficient of  $-0.00055$  and sales risk shows a regression coefficient of  $0.06037$  with EVA.

As operating income to sales shows a regression coefficient of  $0.84508$ , it can be considered the most important factor to increase EVA. In this point of view, two critical issues by determinants of operating income to sales can be arisen. First, volume of sales and operating income are determined by only ship's capacity. Second, although shipping market has more opportunity to increase sales, long period is needed to have more fleet size for sales. It means that adoption of efficient cost management system, such as reduction of operating cost, port charge and bunker charges, can increase not only operating income to sales but also EVA.

Finally, operating income to sales and return on asset show a positive coefficient with EVA but net income to sales observed a negative coefficient. This result is likely driven by the financial cost. Although a negative relationship is observed, operating income to sales need to be considered as a important factor to increase firm value. It can be explained that determinants of firm value is variety by purpose of firm value estimate and industrial characteristics.

# 第1章 序論

## 第1節 研究의 背景 및 目的

우리나라의 해운산업은 국제물류에 있어 수송이라는 중요한 역할을 수행하고 있을 뿐만 아니라, 기간산업으로서의 중요성 또한 강조되고 있다. 해상운송은 국내 수출입물량수송의 99% 이상을 담당하고 있을 뿐만 아니라, 100% 해상을 통하고 있는 세계 원자재 수송에 있어서 또한 우리나라 상선대가 주도적인 역할을 담당하고 있다. 아울러 세계 경기변동과는 별개로 막대한 외화를 가득함으로써 우리나라의 국제수지개선에 많은 기여를 하고 있는 산업이다<sup>1)</sup>. 이러한 사실을 뒷받침하듯이 우리나라의 해운산업은 2000년 이후 지속적인 성장을 거듭하여, 선대규모, 선박 척 수, 국적선사의 수 등 모든 면에 있어 약 2배 이상의 성장<sup>2)</sup>세를 기록하고 있다.

해운산업은 그 자체적으로 독특한 운영환경구조를 가지고 있으며, 이는 수익 창출수단인 선박의 확보에 거대 자본이 투입됨으로써 나타나는 특징이라 할 수 있다. 다시 말해, 선박확보에 투하된 높은 타인자본비용은 운항에 따른 높은 고정비의 지출을 유발하게 되고, 이에 상응하는 충분한 자본비용을 창출할 필요성이 있게 되는 것이다. 하지만, 해운산업의 경우 해운경기의 변동에 따른 유휴 선박에 대한 위험이 높아, 어떠한 자본뿐만 아니라, 어떠한 자본조달 형태가 즉, 타인자본과 자기자본에 대한 구성을 어떻게 할 것인지에 대한 최적 재무의사결정이 해운기업의 기업가치에 많은 영향을 미치게 된다. 결국 이에 대한 해답은 경영활동을 위해 필요로 하는 자산에 대한 투자에 있어 높은 타인자본비용을 얼마나 잘 보상해 주고 있는지, 또한 자기자본에 대한 투자효율을 얼마나 잘 보상받는지에 대한 적절한 평가를 통해 찾을 필요성이 있다. 이렇게 평가된 결과는 최적의 자본조달의사결정과 재무구조에 긍정적인 영향을 가져다주고, 외부 자본

1) 한국선주협회, 「2009년 해운연보」, 2010.

2) 2000년과 2009년 사이, 국적선사의 수는 53개사에서 171개로 약 3.2배, 선박 척수는 425척에서 861척으로 약 2배, 재화중량톤수는 17백만dwt에서 37백만dwt로 약 2배 성장하였음.

조달을 위한 신용도 또한 높일 수 있을 것이다.

이와 같은 해운산업의 재무적 특징이 반영된 기존 연구들을 살펴보면, 높은 부채비율과 영업위험 등을 고려한 해운위험관련 연구들이 주류를 이루고 있다. 하지만 이러한 연구들은 해운기업의 경영특성과 부채비율과의 영향관계, 해운위험 노출정도에 따른 경영특성과의 영향관계, 해운위험과 수익성과의 관계, 정치적 비용과 재무적 요인들 간의 영향관계 등에만 초점을 맞추고 있다는 한계점을 가지고 있다. 즉, 해운기업의 재무적 특성과 해운위험요인에 의해 창출된 가치들이 내외부 이용자에게 얼마나 잘 분배되었는지, 높은 위험에 대한 기회비용과 타인자본에 대한 비용을 상쇄할 수 있는 가치를 충분히 창출하였는지에 대한 접근은 이루어지지 않은 것이다.

일반적으로 기업의 가치는 다양한 방법으로 측정이 가능하며, 이에 대한 연구 또한 국내외 많은 학자들에 의해 이루어져 왔다. 자본시장이론을 바탕으로 한 기업가치는 그 기업의 시장가치에 의해 기업가치가 결정되어지는 것이 일반적이다. 하지만, 이러한 시장가치를 어떠한 수단으로 어떻게 측정하며, 어떠한 목적을 가지고 어떻게 도출할 것이냐는 기업의 실질을 가장 잘 반영한 정보를 통해서만 가능할 것이다. 기업이 공시한 회계정보는 이러한 측면에 있어 중요한 역할을 담당하고 있다.

아울러 1990년대 이후 많이 연구되고 있는 기업가치평가모형으로는 Ohlson모형, FO모형 및 EVA(경제적부가가치, economic value added)모형을 들 수 있다. 특히 EVA모형은 기업이 공시한 회계정보를 발생주의가 아닌 현금주의로 전환하고, 회계정보에 포함되지 않은 자기자본비용까지 고려한 기업가치평가결과를 살펴보는데 유용한 방향을 제시하고 있다. 이는 해운산업에 있어 선박확보에 투자되는 타인자본비용과 자기자본비용 구성에 대한 재무의사결정 결과가 반영된 재무요인들과의 영향관계 뿐만 아니라, 이를 통해 창출된 기업가치가 타인자본비용과 자기자본비용을 상쇄할 수 있는지를 동시에 볼 수 있는 특징을 가지게 된다.

따라서 본 연구에서는 해운산업에 대한 기존 연구의 한계점을 보완하고 해운 기업의 재무적 특성을 반영한 적정 가치평가모형을 적용함으로써 국적외항선사의 어떠한 경영특성이 기업가치를 극대화하는데 유용한 요인인지를 살펴보고자 하였다. 이와 관련된 세부 연구목적들을 살펴보면 다음과 같다.

첫째, 우리나라 국적외항선사의 고유한 재무적 특징을 일반제조기업과 비교하고, 그 차이점을 살펴보고자 한다. 이를 통해 국적외항선사의 기업가치 즉, 경제적부가가치와 상호작용관계가 예상되는 고유한 재무요인들을 도출해 보고자 한다.

둘째, 경제적부가가치를 산출함에 있어, 국적외항선사의 경영특성에 맞는 산출 방식에 대해 살펴보고자 한다. 특히 용선 및 신조와 같은 선박의 확보방식, 회계 처리방식에 따라 경제적부가가치 산출시 고려되어야 부분이 어떠한 지에 대해 알아보려고 한다.

셋째, 타인자본비용만이 고려된 회계이익과 자기자본비용까지 고려된 경제적 부가가치와 어느 정도 차이가 발생하고 있는지를 살펴보고자 한다.

넷째, 국적외항선사에 있어 경제적부가가치와 영향관계가 높은 재무적 특성요인에는 어떠한 것이 있으며, 어느 정도의 정보력을 가지는 지를 검증해보고자 한다.

## 第2節 研究의 方法 및 構成

### 1. 研究의 對象 및 方法

본 연구에서 사용된 샘플은 해운물류산업 내 외항운송서비스를 제공하고 있는 국적외항선사들 중 2007년 이후 계속기업만으로 한정하였다. 또한 회계정보의 질적 특성이 재무자료에 충분히 반영되어 있음을 가정하였기에 회계감사 보고가 되지 않은 기업이나 부적격 판정의 경우 연구 대상에서 제외하였다.

아울러 본 연구에 사용된 연구방법들은 살펴보면 아래와 같다.

첫째, 국적외항선사의 재무적 특성과 해운기업에 대한 기존 연구동향은 문헌 연구와 면담조사를 실시함으로써 파악하고자 하였다.

둘째, 국적외항선사의 경제적부가가치 도출을 위한 방법으로는 일반적인 재무 이론과 문헌연구를 병행하였다. 경제적부가가치산출에 필요한 자기자본비용은 CAPM방식과 비상장기업을 대상으로 한 유사기업과의 비교법을 이용하였으며, 경제적부가가치 산출에 필요한 조정사항은 개별기업들의 감사보고서 주석 및 회계처리지침 등에 대한 문헌 연구 등을 통해 해운산업에 적합한 방안을 검토하고자 하였다.

셋째, 해운기업의 경제적부가가치와 재무적 특성요인간의 관계는 패널분석을 통해 알아보하고자 하였다.

## 2. 研究의 構成

본 연구목적을 원활히 달성하기 위해 아래와 같은 연구체계를 구성하여 연구를 수행하였다.

제1장에서는 연구의 필요성과 목적, 연구방법에 대해 기술하였으며, 제2장에서는 기업가치평가 및 경제적부가가치에 대한 선행연구를 문헌조사를 실시함으로써 파악하고자 하였다.

제3장에서는 우리나라 국적외향선사들에 대한 일반현황과 재무적 특성을 파악하고자 문헌조사와 면담조사를 통해 일반제조업과 비교분석하였다. 또한 경제적부가가치를 산정함에 있어 국적외향선사의 특성을 어떻게 반영할 지에 대한 검토와 이를 통해 도출된 경제적부가가치와 회계이익과의 차이를 비교분석하였다.

제4장에서는 연구목적 달성을 위한 실증분석을 실시하였으며, 채택된 변수들에 대한 일반적 현황에 대해 살펴보았다.

마지막으로 제5장에서는 본 연구에 대한 결과와 시사점, 연구의 한계 및 향후 연구과제에 대해 정리하였다.

## 第2章 理論的 背景

본 장에서는 본 연구의 실증모형설정을 위한 기업가치와 경영적 특징, 해운산업에 대한 유사 연구들을 살펴보고자 하였다.

### 第1節 企業價値관련 研究

#### 1. 企業價値評價에 관한 接近法

기업의 가치란 기업이 현재 소유한 유무형의 자산가치뿐만 아니라, 미래 실현 가능한 수익의 현재가치까지 포함하며, 자기자본에 대한 주주가치와 부채에 대한 채권자의 가치로 구성되어 진다. 또한 기업가치평가 목적에 따라 계속기업을 가정한 계속기업가치와 기업활동 중단을 가정한 청산가치로 구분된다. 이러한 기업가치에 대한 평가는 다양한 방법에 의해 이루어지고 있으며, 크게 자산가치법(Asset-based Approach), 수익가치평가법(Income Approach), 시장가치법(Market Comparable Transaction Approach)이 일반적이다.

자산가치법은 정태적 관점에서의 접근법으로 총자산에 대한 타인자본비용을 차감한 순자산가치에 의해 그 기업의 가치를 평가하는 방법이다. 하지만, 이러한 방법은 가치평가의 목적 즉, 계속기업가치평가와 청산가치평가 목적이냐에 따라 평가자의 자의성이 개입될 가능성이 있으며, 그 기업이 가진 비화폐적 자산에 대한 가치를 반영하지 못한다는 단점이 존재한다. 기업의 내재가치를 의미하는 수익가치평가법은 계속기업을 가정하여 미래에 창출 가능한 수익을 적정할인율로 할인함으로써 그 가치를 평가하는 방법이다. 이는 경영위험을 고려한 적정할인율로 할인된 가치와 현재 자산가치와의 차이를 통해 그 기업의 고유한 수익력을 나타낼 수 있다는 장점이 있는 반면, 적정 할인율의 선택과 계속기업에 대한 기간 선택의 문제에 대한 한계점을 가지고 있다. 시장가치법은 재무자료를 기초

로 유사 기업과 비교함으로써 그 기업의 가치를 평가하는 방법이다. 하지만 이 방법 또한 유사기업의 선택에 있어 자의성이 개입 될 경우 가치평가가 왜곡 될 수 있다는 단점이 있다.

기업가치의 측정에 대한 일반적인 이론적 모형은 크게 현금흐름을 기초로 한 배당할인모형과 현금할인모형, 초과이익 개념을 기초로 한 FO모형, Ohlson모형 및 EVA모형을 들 수 있다. 여기서 현금흐름을 기초로 한 모형은 기업의 활동으로부터 발생한 현금의 흐름이 그 기업의 가치를 결정한다는 것이며, 초과이익을 기초로 한 모형은 회계정보에 의한 장부가치와 이익에서 투하된 자산의 기회비용을 차감한 초과이익이 그 기업의 가치를 결정한다는 개념적 모형이다.<sup>3)</sup> 각 모형별 기본개념을 살펴보면 아래와 같다.

배당할인모형<sup>4)</sup>은 미래배당에 대한 현재가치에 의해 주식의 내재가치가 결정됨을 기초로 하고 있다. 여기서 미래 발생 가능한 배당을 예측하고, 적정할인율을 선택하는 것이 이 모형의 정확성, 즉 정확한 기업가치 측정의 핵심요소라 할 수 있다. 하지만, 이 모형은 Miller & Modigliani(1961)<sup>5)</sup>의 배당무관론성(dividend irrelevance proposition)의해, 기업의 가치 즉, 주식의 가치는 배당과 무관하다는 이론과 상충하고 있으며, 배당은 기업의 영업활동에 의해 창출된 잉여현금흐름을 분배하는 것임으로 가치의 창출이 아닌 분배관점에 초점을 두고 있다는 한계점을 가지고 있다.

현금흐름할인모형은 주주와 채권자들을 통해 유입된 현금이 기업의 영업활동을 통해 수익이 창출되고, 수익으로 창출된 수익은 주주와 채권자들에게 현금흐름형태로 분배된다는 것에 기초를 둔 모형이다. 즉 현금보존등식(cash conservation equation)<sup>6)</sup>을 기초로 영업활동에 의해 창출된 현금흐름에 영업활동

3) 배기수, "기업가치측정보형에 관한 실증연구", 「상경연구」, 제22권, 제1호, 2006, pp.81-104.

$$4) P_o = \frac{d_1}{(1+K_s)} + \frac{d_2}{(1+K_s)^2} + \dots + \frac{d_\infty}{(1+K_s)^\infty}$$

$P_o$  : 주식의 내재가치,  $d_t$  : t기의 배당,  $K_s$  : 할인율

5) M. H. Miller and F. Modigliani, "Dividend Policy, Growth and the Valuation of Shares", *Journal of Business*, Vol.34, No.4, 1961, pp.411-433.

에 투자된 금액을 차감한 잉여현금흐름에 미래가치를 반영함으로써 측정이 가능하다. 이모형은 배당할인모형의 단점을 일부 해소<sup>7)</sup>하긴 했지만, 영업활동에 대한 투자의 영향<sup>8)</sup>이나 예측기간의 장기성과 같은 한계점을 가지고 있다.

Ohlson(1995)<sup>9)</sup>은 회계이익, 장부가치, 배당에 대한 내용으로 기업의 가치를 평가할 수 있도록 하는 새로운 접근법을 제시하였다. 그에 따르면 기업의 시장가치 즉, 기업가치는 순장부가치와 미래 발생 가능한 초과이익의 현재가치<sup>10)</sup>에 의해 결정됨을 몇 가지 가정<sup>11)</sup>을 통해 증명하였다.

Feltham and Ohlson<sup>12)</sup>모형은 Ohlson의 연구를 기반으로 기업의 시장가치가 영업활동과 재무활동의 결과임을 고려하여 이를 회계정보와 연관시켜 설명하고자 하였다. 우선 그들은 Ohlson모형에서 가정한 미래배당현금흐름의 현재가치가 시장가치라는 가정(PVED, present value of expected dividends), 회계이익에 배당을 차감한 부분이 장부가치의 변동분이라는 가정(CSR, clean surplus relation)에 추가적인 가정<sup>13)</sup>들을 도입하여 기업의 가치가 순장부가치와 영업활동에 의한

6) '영업활동에 의한 현금흐름 - 영업활동에 대한 투자 = 부채현금흐름 + 납입자본을 제외한 순배당'을 의미함.

7) 배당이 이루어지지 않은 기업에도 적용이 가능하며, 기업의 회계처리방법에 의해 영향을 받지 않는다는 장점이 있음.

8) 영업활동에 대한 투자비중이 높은 경우 미래의 일정 기간 동안 FCF의 왜곡을 가져올 수 있음.

9) J. A. Ohlson, "Earnings, Book Values, and Dividends in Equity Valuation", *Contemporary Accounting Research*, Vol.11, No.2, 1995, pp.661-687.

10)  $P_t = y_t + a_t x_t^a + a_t v_t$  (t기의 기업의 가치 = t기의 장부가 + t기의 초과이익 + t기의 비회계적 정보)에 의해 기업가치가 결정됨.

11) ① 기업가치는 미래발생 배당의 현재가치에 의해 결정된다는 가정.

$$P_t = \sum_{r=1}^{\infty} R_f^{-r} E_t [d_{t+r}]$$

② 회계이익에서 배당을 차감한 부분이 장부가치의 변동을 나타내며, 배당은 당기의 장부가치는 감소시키나, 당기의 이익에는 영향을 미치지 않는다는 가정.

$$y_{t-1} = y_t + d_t - x_t, \quad \partial y_t / \partial d_t = -1, \quad \partial y_t / \partial x_t = 0$$

③ 당기 이익에 전기 장부가치에 할인율을 곱한 것을 차감하면 초과이익이 되며, 전기의 초과이익과 비회계정보와 선형관계로 설명된다는 가정.

$$x_t^a = x_t - (R_{f-1})y_{t-1}, \quad \tilde{x}_{t+1}^a = w x_t^a + v_t \epsilon_{1,t+1} / \tilde{v}_{t+1} = w x_t^a + \gamma v_t + \epsilon_{2,t+1}$$

$P_t$  : 기업가치,  $R_f$  = 할인율(무위험이자율+1),  $E_t[\cdot]$  : 정보에 근거한 t기의 기대치,  $D_{t+1}$  : 순배당,  $Y_t$  : (순)장부가치,  $x_t$  : 이익,  $X_t^a$  : 초과이익.

12) G. A. Feltham and J. A. Ohlson, "Valuation and Clean Surplus Accounting for Operating and Financial Activities", *Contemporary Accounting Research*, Vol.11, No.2, 1995, pp.689-731.

초과이익의 현재가치와 같음을 증명하였다.

EVA평가모형은 미국의 컨설팅 회사인 Stern Stewart사가 잔여이익(residual income)과 유사한 기업성과측정수단으로 처음 도입한 개념<sup>14)</sup>으로, 발생주의 회계정보를 현금주의회계로 전환한 후 영업관련 세후이익에 투하자본 및 타인자본과 자기자본비용을 차감한 후 산출한다. 이 모형을 기초로 할 경우 그 기업의 가치는 영업관련 투하자본의 장부가치와 미래 발생 가능한 EVA의 현재가치의 합에 의해 평가<sup>15)</sup>되어 진다. 여기서 주주 지분의 가치는 순채무부채의 시장가치를 차감한 후 산출되게 된다.

## 2. 企業價值評價의 模型選擇 및 財務構造관련 研究

기업가치를 평가함에 있어서 어떠한 접근법이 그 기업의 가치를 가장 잘 반영할 수 있는지에 대해서는 논란의 여지가 있다. 이러한 기업가치를 올바르게 평가하기 위해서는 그 기업이 보유하고 있는 자산 또는 기업의 다양한 특성들을 감안하여 기업에 대한 정확한 평가 및 분석으로 올바른 기업가치를 제시할 수 있는 종합적인 평가기준, 다면적인 접근 및 분석이 필요하다.<sup>16)</sup> 기업가치를 평가함에 있어 어떠한 모형을 선택하는 것이 합당한지에 대한 주요 연구들을 살펴보면 아래와 같다.

13) ① 모든 금융자산과 금융부채의 이자율은 동일하다는 가정(NIR, net interest relation) :  
 $i_t = (R_F - 1)fa_{t-1}$  ( $i_t$  : 순이자수익,  $R_F$  : 무위험이자율 + 1,  $fa_{t-1}$  : 재무부채를 상계한 순채무 자산)

② FAR(financial asset balance)의 가정 :  
 $fa_t = fa_{t-1} + i_t - (d_t - c_t)$  ( $i_t$  : 순이자수익,  $d_t$  : 배당,  $c_t$  : 영업현금흐름으로부터 영업활동에 투하된 금액을 차감한 금액)

14) P. C. Brewer, G. Chandra and C. A. Hock, "Economic Value Added(EVA) : Its Uses and Limitations", *Advanced Management Journal*, Vol.64, No.2, 1999, p.4.

15)  $P_t = IC_0 + \frac{NOPAT_1 - r_w \times IC_{t-1}}{(1 + r_w)^t}$

( $P_t$  : 기업가치,  $IC_0$  : 영업관련 투하자본,  $NOPAT_1 - r_w \times IC_{t-1}$  : 미래 발생 EVA)

16) 정용화, "벤처기업 가치평가에 관한 이론적 고찰", 「경기전문대학 논문집」, 제29호, 2001, pp.229-238.

양병한(2009)<sup>17)</sup>은 재무정보를 통한 Ohlson모형, FO모형, Ye & Finna모형, Option모형에 대한 적합성을 2000년-2007년 사이 거래소 등록 1,100개 기업을 대상으로 검증을 시도하였다. 연구결과 우리나라 거래소시장 및 코스닥시장에서는 Ohlson모형 및 Option모형을 적용하여 기업가치를 평가할 수 있으며, 기업가치평가모형에 적합한 설명변수는 모형이나 기업의 특성에 따라 상이한 것으로 밝혀져, 적합한 모형이라도 모형을 적용하는 조건에 따라 적절한 설명변수를 선정하는 것이 필요함을 제시하였다.

배기수(2006)<sup>18)</sup>는 최근 가장 많이 사용되고 있는 기업가치 평가모형인 Ohlson모형, FO모형 및 EVA모형에 대한 차이를 ANOVA분석기법을 이용 국내 자본시장을 통해 실증하였다. 그는 이들 3가지 모형이 모두 순장부가치와 자기자본비용까지 고려한 초과이익모형임을 감안 각 모형별 유의한 차이가 없을 것임을 가정하였다. 하지만 연구결과 Ohlson모형은 FO모형 및 EVA모형과 유의한 차이가 있음을, FO모형과 EVA모형은 유의한 차이가 없음을 제시하였다. 또한 이러한 차이는 기업활동 즉, 영업활동과 재무활동을 구분하는지의 여부<sup>19)</sup>에 따른 것이라 하였다. 아울러 기업가치를 평가함에 있어 최적의 평가방법은 기업가치평가모형을 이용하는 사용자들의 의사결정에 달려있으며, 영업활동이 중요한 기업의 경우 FO모형과 EVA모형을, 영업활동이 어느 정도 안정된 기업의 경우 Ohlson모형을 적용하는 것이 바람직함을 역설하였다.

Francis *et. al.*(1998)<sup>20)</sup>은 배당할인모형, 현금할인모형, 초과이익할인모형들에 대한 정확성을 검증하였다. 그들은 1989년-1993년 사이 기업들의 주가와 이들 모형에 의해 산출된 가치와의 차이를 비교하여 예측오차(prediction error)를 제

17) 양병한, “재무정보를 이용한 기업가치평가모형에 관한 실증연구”, 전북대학교 박사학위논문, 2009.

18) 배기수, “기업가치측정모형에 관한 실증연구”, 「상경연구」, 제22권, 제1호, 2006, pp.81-104.

19) Ohlson모형은 기업 본연의 활동인 영업활동과 부가적 활동인 재무활동을 구분하지 않으나, FO모형과 EVA모형은 이를 구분하여 가치를 평가하고 있음. 즉 FO모형과 EVA모형은 기업 본연의 활동인 영업활동에 의해서만 기업의 가치가 증가한다고 보고 있음.

20) J. Francis, P. Olsson, and D. R. Oswald, “Comparing the Accuracy and Explainability of Dividend, Free Cash Flow and Abnormal Earnings Equity Value Estimates”, *Journal of Accounting Research*, Vol.38, No.1, 2000. pp.45-70.

시함으로써 각 평가방법들을 비교분석하였다. 연구결과 초과이익할인모형이 주식의 내재가치와 가장 작은 예측오차를 보여 가장 정확한 것으로 나타났으며, 다음은 현금할인모형, 배당할인모형 순을 보임을 제시하였다.

Penman *et. al.*(1998)<sup>21)</sup>은 배당할인모형, 현금할인모형, FO모형, 수정 FO모형에 대한 주가 예측력을 과거 실질 주가자료를 이용하여 평가를 시도하였으며, 연구결과 Francis *et. al.*(1998)의 연구와 같이 FO모형이 가장 우수함을 제시하였다.

Collins *et. al.*(1996)<sup>22)</sup>은 배당할인모형과 FO모형의 유용성을 회귀분석을 실시함으로써 검증하고자 하였다. 그들은 회귀식 내 회귀계수인  $\beta$ 값을 비교함으로써 그 설명력을 찾고자 하였으며, 주식의 잔존가치산정방법을 달리함으로써 상대적 정보가치 또한 제시하고자 하였다. 연구결과 FO모형에 의한 주식가치 설명력이 배당할인모형보다 높은 것으로 나타나 FO모형이 주식가치를 설명하는 데 더 적합함을 실증하여 제시하였다.

아울러, 기업가치를 평가함에 있어 어떠한 재무적 설명변수들이 그 가치를 얼마나 잘 반영하고 있는지에 대한 주요 연구들을 살펴보면 아래와 같다.

김흥기 등<sup>23)</sup>(2009)은 IMF 전후 상장기업 734개사를 대상으로 자본구조의 변화가 기업가치에 미치는 영향을 살펴보았다. 그들은 자본구조의 대응치로 유동부채비율, 비유동장기적합률, 자기자본비율을 사용하였으며, 종속변수인 기업가치는 Tobin's q 비율을 사용하였다. 연구결과 유동부채비율의 증가는 기업가치에 정(+)<sup>23)</sup>의 영향을 미치며, 자기자본비율의 증가는 가중평균자본비용의 상승을 유발하여, 부(-)의 영향을 미침을 제시하였다. 또한 ROIC의 감소가 기업가치의

21) S. H. Penman and T. Sougiannis, "A Comparison of Dividend, Cash Flow and Earnings Approaches to Equity Valuation", *Contemporary Accounting Research*, Vol.15, No.3, 1998, pp.343-383.

22) D. W. Collins and K. J. D. Adel, "The Role of Future Earnings and Dividends in Security Valuation: A Re-examination of the Fundamental Links", *Working paper*, University of Iowa, 1996.

23) 김흥기·김문환·송영렬, "국내상장기업의 자본구조의 변화가 기업가치에 미치는 영향에 관한 연구", 「*상업교육연구*」, 제23권, 제4호, 2009, pp.157-177.

감소를 유발하며, 이는 기업의 지나친 유동성 증가가 기업의 수익성을 저해하여 기업가치에 부(-)의 영향을 미칠 수 있다는 일반적인 재무이론을 뒷받침함을 실증하여 제시하였다.

김민철(2008)<sup>24)</sup> 등은 재무제표를 통한 재무변수들이 기업가치에 어떠한 영향을 미치고 있는지를 알아보고자, 2001년-2003년 사이 1,524개 상장기업을 대상으로 실증분석을 실시하였다. 그는 Ohlson모형을 기초로 기업가치를 자본시장내 주가를 종속변수로, 독립변수로는 매출총이익률, 영업자산회전율, 영업레버리지, 영업스프레드, 재무레버리지, 재무스프레드, 비매출영업이익률, 매출규모로 설정하였다. 이를 통해 매출총이익율, 영업자산회전율, 재무레버리지, 매출규모 요인이 기업가치와 유의한 변수임을 제시하여 재무제표의 유용성을 제시하였다.

윤혁권(2008)<sup>25)</sup>은 설문지법을 이용하여, 유통기업의 재무변수와 재무정보의 질적특성이 기업가치에 미치는 영향에 대한 연구결과를 제시하였다. 연구결과 수익성지표를 포함하는 재무변수와 재무정보의 질적특성이 모두 기업가치에 유의한 영향을 가지고 있음을 제시하였으며, 재무변수 뿐만 아니라, 재무정보의 질적 특성까지 살펴볼 필요성이 있음을 역설하였다.

박정대(2007)<sup>26)</sup>는 거래소시장 등록 의류산업 기업체를 대상으로 재무비율과 기업가치와의 관계를 살펴보았다. 이를 위해 기업가치 대용치로는 Tobin's Q를, 독립변수는 회계자료를 통한 재무비율로 설정하여 연구를 수행하였다. 연구결과 성장성비율 및 활동성비율은 기업의 가치와 관련성이 상당히 높은 것으로 나타났다. 수익성비율은 다소 낮게 나타나는 결과를 제시하였다. 또한 유동성비율은 기업가치와 관련성이 없음이 연구결과 나타났다.

정기영(2005)<sup>27)</sup>은 이연법인세차(대)가 재무비율 즉, 부채비율, 자기자본비율,

24) 김민철·전성빈·이아영, “재무비율에 의한 기업가치평가와 투자”, 한국경영교육학회, 「경영교육논총」, 제50권, 2008, pp.1-19.

25) 윤혁권, “유통기업의 재무변수와 재무정보의 질적 특성이 기업가치에 미치는 영향에 관한 실증연구”, 「유통정보학회지」, 제11권, 제4호, 2008, pp.55-77.

26) 박정대, “재무비율변동이 기업가치에 미치는 영향에 관한 연구-의류산업 중심-”, 한양대학교 경영대학원 석사학위논문, 2007.

유효법인세율 및 당기순이익에 미치는 영향과 이연법인세차의 기업가치관련성을 1999년-2000년 사이 거래소등록 상장법인을 대상으로 검증하였다. 연구결과 이연법인세차(대)의 중요성을 제시하고, 이연법인세차가 기업가치평가에 양(+)의 유의적인 영향을 미침을 제시하였다.

윤석진(2006)<sup>28)</sup>은 2000년 이후 3개년 동안의 거래소 및 코스닥 등록 기업을 대상으로 재무비율과 주가수익률과의 관계를 실증하였다. 그는 본 연구를 통해 증권거래소등록 기업과 코스닥등록 기업 간에는 유동비율에 있어서 유의한 차이가 있으며, 증권거래소 기업의 경우 유의한 재무비율이 존재하지 않으나, 코스닥 등록기업의 경우 유동성과 성장성 지표에서 있어서 유의한 영향관계가 있음을 제시하였다. 또한 코스닥등록 기업의 경우 성장성이 주가수익률과 가장 관계가 깊으며, 유동비율의 경우 일부 연도에서 유의한 결과를 보여 단기지급능력의 평가 지표로서의 활용 가능성을 제시하였다.

김상기(1995)<sup>29)</sup>는 1990년-1993년 사이 총 88개사 표본기업을 대상으로 재무비율과 주가수익률 간의 관계를 비교분석하였다. 연구결과 수익성관련 비율과 성장성관련 비율이 주가수익률과 관련이 있으며, 자본구조관련비율, 유동성관련비율, 활동성관련비율은 주가수익률과 관련성이 낮음을 실증하였다. 특히, 총자본순이익률, 총자본경상이익률, 자기자본이익률, 매출액순이익률, 매출액영업이익률 등 8개 비율은 주가를 설명함에 있어 주요한 재무비율임을 확인하였다. 또한 미국기업을 대상으로 한 연구<sup>30)</sup>에서는 주가수익률이 재무비율과 유의한 관계가 없음을 실증하기도 하였다.

27) 정기영·정재원, “이연법인세의 재무비율에 대한 영향 및 기업가치 관련성”, 「경영연구」, 제20권, 제3호, 2005, pp.161-201.

28) 윤석진·안상봉, “재무비율이 주가수익률에 미치는 영향에 관한 연구”, 「산업경영연구」, 제6권, 제1호, 2006, pp.35-54.

29) 김상기, “주요 재무비율과 주가수익 비율과의 관계에 관한 실증연구”, 「동대논총」, 제25권, 제1호, 1995, pp.257-282.

30) 김상기, “미국 기업의 주가수익비율과 재무비율과의 관계에 관한 연구”, 「산업연구」, 제2권 1996, pp.1-21.

## 第2節 經濟的附加價值 관련 研究

### 1. 經濟的附加價值的 有用性에 관한 研究

경제적부가가치가 기업의 가치평가 지표로서 얼마나 유용한지에 대한 연구들은 국내외 많은 연구자들에 의해 연구되어져 왔으며, 그 유용성 또한 충분히 입증되었다. 이에 대한 주된 국내 연구들을 요약하면 아래와 같다.

장경천(2005)<sup>31)</sup>은 2003년을 기준으로 5개년 간 거래소 등록 108개 업체를 대상으로 경제적부가가치의 활용가능성을 검증하기 위하여, 주식수익율과 주당 EVA, EPS, EVA 결정변수들 간의 관계를 규명하였다. 연구결과 주당 EVA가 EPS보다 주식수익을 더 잘 설명하고 있는 것으로 나타나, EVA에 대한 활용가능성을 제시하였다.

정규언 등(2004)<sup>32)</sup>은 2002년을 검증대상연도로 하여 총 462개 기업을 기준으로 회계이익, EVA 및 부가가치 간의 관련성을 파악하고, 주가변동에 대한 EVA와 부가가치에 대한 추가적인 설명력을 검증하였다. 누적초과수익율과 비기대회계이익, 비기대부가가치, 비기대 EVA와의 상관관계분석에서는 비기대회계이익이 누적초과수익율과 가장 상관관계가 높은 것으로 나타났으며, 추가적인 설명력 면에서는 비기대EVA가 비기대회계이익에 대하여 추가적인 설명력을 가지는 것으로 분석되었다.

김명균 등(2003)<sup>33)</sup>은 금융업을 제외한 우리나라 상장기업 570개를 대상으로 1992년-1996년 동안의 EVA를 도출한 후, 비기대EVA와 회계이익이 주가를 어느 정도 설명하는 분석하였다. 연구결과 비기대EVA가 비기대이익보다 주식초과

31) 장경천·김현석·정현용, “단기투자지표로서 경제적부가가치(EVA)의 활용가능성 연구”, 「산업경제연구」, 제18권, 제6호, 2005, pp.2711-2731.

32) 정규언·정수봉·김영규·정휘영, “경제적부가가치와 부가가치 정보의 유용성”, 「세무와 회계저널」, 제5권, 제2호, 2004, pp.57-77.

33) 김명균·김용한·이재경, “비기대EVA의 주가설명력에 관한 연구”, 「대한경영학회지」, 제39호, 2003, pp.1313-1331.

수익률을 더 설명하고 있는 것으로 나타나, 기존의 회계이익보다 EVA가 기업의 성과추정치표로서 유용함을 증명하였다.

김홍식 등(2003)<sup>34)</sup>은 1993년-1999년 사이의 거래소 등록 222개 기업을 대상으로 시장변수인 주식의 누적초과수익률을 EVA, 잔여이익, 회계이익에 대한 성과지표로서의 활용성을 검증하고, 또한 EVA의 산출요소, 회계이익 또는 잔여이익 중 추가적인 설명력이 있는지를 분석하였다. 연구결과 누적초과수익률에 대해 EVA가 가장 낮은 설명력을 가져 기존 연구들과 상반되는 결과를 보였다. 총자본비용이 회계조정보다 더 유의한 증분정보를 가지는 것으로 분석되어, 재무보고 시 자기자본비용에 대한 추가 주식의 필요성을 역설하였다.

노세진(2001)<sup>35)</sup>은 1987년-1996년 사이 국내 한 그룹 내 상장 5개사를 대상으로 EVA의 필요성과 EPS와 EVA와의 관계를 규명함으로써 경영성과지표로서의 활용성을 연구하였다. 연구의 결과로서 EVA에 의한 경영성과 평가방법이 EPS보다 우수함을 입증하였으며, 실질적으로 EVA가 한 기업의 경영성과평가지표로서 활용되기 위해서는 기업 내 회계시스템에 대한 정비가 선결되어야 함을 역설하였다.

송준기 등(2000)<sup>36)</sup>은 산업별 EVA를 분석하고, 그 유용성을 검증하기 위하여 1987년-1996년 사이의 126개 기업을 8개의 그룹으로 구분 연구·분석하였다. 동기간 동안 산업별 EVA는 전반적으로 부(-)의 값을 기록하였으며, 이는 효율성보다는 외형적 성장에 중점을 둔 기업운영방식에 따른 것이라고 해석하였다. 아울러, 주당 EVA는 호황기에, EPS와 EBIT는 불황기에 주식수익률에 대한 설명력이 높게, EVA의 설명력이 주식수익률보다는 주식의 초과수익율의 변동에 더 큰 것으로 나타나, 기존의 회계지표보다 더 기업의 성과지표로서 활용성이 높음

34) 김홍식·김현철, "EVA와 대체적인 성과추정치의 정보내용 비교", 「관리회계연구」, 제3권, 제2호, 2003, pp.119-153.

35) 노세진, "EVA에 의한 경영성과 평가방법에 관한 연구", 「기업경영연구」, 제15집, 2001, pp.207-234.

36) 송준기·우태우, "경제적부가가치(EVA)의 산업별 측정과 유용성 분석", 「세명논총」, 제8집, 2000, pp.67-81.

을 보여 주었다.

임윤수 등(1999)<sup>37)</sup>은 우리나라 주요 500개 기업을 대상으로 산업별, 규모별로 분류한 후 1991년-1997년 사이의 EVA와 주가와의 상관관계를 분석함으로써 EVA의 유용성을 검증하였다. 이를 위해 주가수익률 종속변수로, 독립변수로 주당 EVA, ROE, ROA, EPS를 사용하였다. 연구결과 ROA, EPS는 주가의 움직임과 유의한 관계를 보이는 반면, 주당 EVA는 유의한 값을 가지지는 않지만, 경제적 의미를 부여하기에는 한계가 있는 것으로 나타났다. 하지만, EVA가 양인 기업의 경우 주당 EVA가 양의 값을 가지며, 어느 정도 유의한 결과를 보이기도 했다. 또한 EVA의 유용성에 있어서 부정적인 결과는 회계자료를 기초로 한 재무비율 등이 주식분석의 주요한 도구로 사용하고, EVA관련 정보가 주식시장에서 아직 그 역할을 수행하고 있지 않기 때문이라고 해석하였다.

양동우(1998)<sup>38)</sup>는 1990년-1996년 사이 거래소등록 제조업 259개 업체를 대상으로 EVA의 유용성과 투자수익률에 미치는 영향을 실증하였다. 연구의 결과 호황기에는 EVA가 수익률에 어느 정도 영향을 미치는 것으로 나타났으나, 전체기간에서는 유의적인 상관관계가 나타나지 않았다. 또한 다른 기업성과평가지표보다 EVA가 설명력이 낮은 것으로 나타나, EVA가 연구대상업종의 기업성과평가지표로서 유용성은 낮다고 역설하였다. 강효석 등(1997)<sup>39)</sup> 및 김응한 등(1998)<sup>40)</sup>의 연구 또한 EVA가 경영성과지표로서 그 활용성에 대한 정(+)의 연구결과를 도출하여 EVA의 활용성에 대해 역설하였다.

EVA의 유용성과 관련한 국외 주요 연구들을 살펴보면 아래와 같다.

Lin *et. al.*(2008)<sup>41)</sup>은 중국 740개 상장기업을 대상으로 하여 기업 가치측정수

37) 임윤수·정용관, “경제적부가가치 개념을 이용한 우리나라 기업의 성과 평가에 관한 연구”, 충남대학교 경영논집, 제15권 제2호, 1999, pp.171-203.

38) 양동우, “EVA와 제 기업평가지표의 비교 연구 - 한국제조기업을 중심으로 -”, 「증권금융연구」, 제4권, 제1호, 1998, pp.82-109.

39) 강효석·남명수, “투자성과지표로서 EVA의 유용성에 관한 실증연구”, 「재무관리연구」, 제14권, 제3호, 1997, pp.1-21.

40) 김응한·김명균·이재경, 「상장기업 EVA분석」, 한국증권거래소, 연구보고서, 1998.

41) C. Lin and Q. Zhilin, “Empirical Study of Integrated EVA Performance Measurement in

단으로써 EVA의 유용성을 인공신경망모델을 통해 검증하였다. 그들은 전통적인 성과측정치와 EVA관련 성과측정치를 구분하여 분석한 결과 그들이 제시한 IEPM(integrated EVA performance model)은 전통적인 성과측정치보다 더 유용할 뿐만 아니라, 그 예측력 또한 높음을 제시하였다.

Biddle *et. al.*(1997)<sup>42)</sup>은 미국기업을 대상으로 1983년-1994년간 CFO(영업현금흐름), EBEI(회계이익), RI(잔여이익), EVA를 독립변수로, 주가수익률을 종속변수로 하여 각각의 독립변수가 주가에 미치는 영향을 규명하였다. 연구결과 회계이익 9%, 잔여이익 6.2%, EVA 5.1%, 영업현금흐름 2.4%가 주식수익률을 설명하고 있는 것으로 나타나, EVA가 기업성과평가지표로서 유용성은 가지지만 타 지표보다는 낮은 것으로 분석되었다. 또한, EVA의 사용여부에 따르서4개의 그룹으로 구분, 분석결과 매년 EVA를 기초로 한 보상시스템이 구축되어 있을 경우 나머지 3개의 독립변수보다 더 EVA가 주식수익률을 설명하고 있는 것으로 분석되었다.

Chen *et. al.*(1997)<sup>43)</sup>은 EVA와 RI(잔여이익)간의 명확한 개념적 접근이 필요한 것으로 인식하여, 1983년 이후 10년간 미국의 566개 기업을 대상으로 RI와 회계이익을 포함하는 전통적 기업성과평가방식들과 EVA를 주가수익률과 비교 분석하였다. 연구의 결과로써 비록 EVA가 그 유용성 면에서는 가치가 있지만, 실질적인 가치 면에서는 그 한계가 존재하며, EVA가 전통적인 회계적 평가치보다는 유의한 결과를 보이지만, 이로 인해 기업이 전통적인 회계수치에 대한 관찰(*monitoring*)을 게을리 해서는 안 된다고 역설하였다. 또한, EVA는 개념적으로 RI와 유사한 형태를 가지고, 단지 자기자본비용만이 고려되었다는 점을 간과해서 안 된다고 하였다.

---

China", *Canadian Social Science*, Vol.4, No.2, 2008, pp.41-48.

42) 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*, Vol.24, 1997, pp.301-336.

43) S. Chen and J. L. Dodd, "Economic Value Added(EVA) : An Empirical Examination of A New corporate Performance Measure", *Journal of Managerial Issues*, Vol.9, No.3, 1997, pp.318-333.

Uyemura *et. al.*(1996)<sup>44)</sup>은 EVA의 유용성을 규명하기 위해 미국 100대 은행을 대상으로 다른 성과지표들과 MVA와의 관계를 규명을 시도하였다. 연구결과 EVA(0.4), ROA(0.13), ROE(0.1), 당기순이익(0.8), EPS(0.6)순으로 나타나 EVA가 다른 성과지표들 보다 기업의 가치를 보다 더 설명력을 가짐을 제시하였다.

Milunovich *et. al.*(1996)<sup>45)</sup> 등은 Morgan Stanley 사와 관계가 있는 컴퓨터관련 업체를 중심으로 1990년-1995년 사이 EVA를 측정하고, 그 유용성에 대해 논하였다. 연구결과 MVA와의 관계에 있어서 EVA 0.42, EPS 0.34, ROE 0.29, FCF 0.18, EPS 성장률 0.34, FC 성장률 0.25로 나타나 EVA가 가장 유용한 것으로 분석되었다.

## 2. 經濟的附加價値와 經營特性에 관한 研究

EVA와 관련한 연구들은 EVA가 기업가치를 얼마나 잘 설명하고 있느냐에 중점을 두고 있으며, 기업의 성과지표로서 그 유용성은 다양한 차원에서 접근하여 증명하였다. 하지만, EVA의 유용성에도 불구하고 기업의 어떠한 요인들에 의하여 결정되어지는지에 대한 연구는 전무한 상태이다. 이와 관련한 대표적인 연구들을 살펴보면 아래와 같다.

배기수 등(2010)<sup>46)</sup>은 코스닥 등록기업을 대상으로 2007년-2009년 사이 경제적 부가가치에 영향을 미치고 있는 주요 재무비율들에 대한 연구를 수행하였다. 연구결과 수익성과 유동성은 전 기간에 걸쳐, 성장성은 일부 기간에 유의한 영향이 있는 것으로 나타났음을 실증하여 제시하였다.

44) D. G. Uyemura, C. C. Kentor and J. M. Pettit, "EVA for Banks : Value Creation Risk Management and Profitability Measurement". *Journal of Applied Corporate Finance*, Vol.9, No.2, 1996, pp94-109.

45) S. Milunovich and A. Tsuei, "EVA in the Computer Industry", *Journal of Applied Corporate Finance*, Vol.9, No.1, 1996, pp.104-116.

46) 배기수·전혜영·백련, "재무비율이 EVA에 미치는 영향-코스닥상장기업을 중심으로", 「세무회계연구」, 제26권, 2010, pp.71-85.

홍수희(2009)<sup>47)</sup>는 2000년-2007년 사이 상장기업을 대상으로 경제적부가가치의 결정동인과 시장가치와의 차이를 알아보기 위한 연구를 수행하였다. 이 연구에서 그는 경제적부가가치를 결정하는 요인으로는 양(+)의 당기순이익을 가진 집단의 경우 수익성, 활동성, 안정성 등이 있는 것으로 나타났으나, 음(-)의 당기순이익을 가진 집단의 경우 수익성, 안정성 비율 등에서만 유의한 관계가 있음을 제시하였다. 또한 경제적부가와 시장가치 사이에는 관련성이 적으며, 이는 회계적 이익조정에 의한 것임을 제시하였다.

김우진(2008)<sup>48)</sup>은 국내 31개 은행을 대상으로 1993년-2006년 사이의 패널모형을 통한 다중회귀분석을 통해 EVA의 결정요인을 분석하여, 연구대상 기업들의 어떠한 경영적 요인에 의해 EVA가 결정되고 영향을 미치는지를 제시하였다. 이를 위해 종속변수로는 Log EVA, 독립변수로는 자기자본/총자산, 유가증권/총자산, 대출금/총자산, 비유동자산/총자산, 무수익여신비율, 실질 GDP 성장률, Cost to income ratio, Log 총자산, Log 총수신, Log 총임직원수, 이자이익/총이익, 비이자이익/총이익을 사용하였으며, 연구결과 EVA가 당기순이익, ROA, ROE 보다 주주가치를 더 잘 반영하는 것으로 나타났다. 또한 정(+)의 관계를 가지는 경영특성으로 총수신/총자산, Log 총자산, 비이자이익/총이익이, 부(-)의 관계를 가지는 경영적 특성으로 자기자본/총자산, 판매관리비용율, 무수익여신비율임을 제시하였다.

홍수희 등(2005)<sup>49)</sup>은 재무비율이 EVA에 어떠한 영향을 미치는지를 분석하기 위하여, 2001년-2003년 사이 코스닥 등록 제조기업 413개사를 대상으로 분석을 실시하였다. 이를 통해 독립변수인 주당 순이익, 총자산회전율, 유동비율, 부채비율, 매출액 성장률이 종속변수인 EVA에 유의한 영향을 미치고 있음을 제시하였으나, 유동비율과 매출액증가율은 다른 재무변수에 비해 다소 낮은 정(+)의 영향

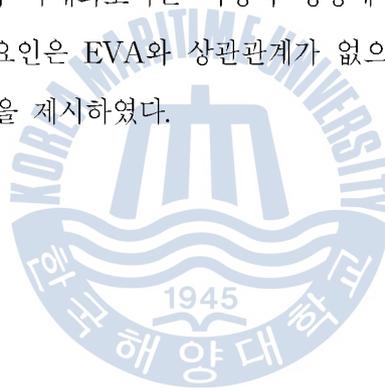
47) 홍수희, “경제적부가가치와 시장가치의 차이 및 이익조정의 관계”, 단국대학교 박사학위논문, 2009.

48) 김우진, 「EVA를 통해 본 은행의 부가가치 제고방안」, 한국금융연구원, 2008.

49) 홍수희·이화, “재무비율정보가 EVA에 미치는 영향에 관한 연구-코스닥기업을 중심으로”, 「경영컨설팅연구」, 제5권, 제2호, 2005, pp.53-71.

관계가 있음을 실증하였다.

송준기(2003)<sup>50)</sup>는 1987년-1996년 상장 기업 126개사를 대상으로 EVA의 결정 요인에 대한 실증분석을 실시하였다. 그는 EVA에 영향을 미치고 있는 요인을 기업의 재무적 요인이 아닌 산업구조적요인과 기업 특성요인으로 구분하여 실증하였다. 산업구조적 요인으로 산업집중률과 시장점유율을, 기업 특성요인으로 노동생산성, 자본생산성, 자본구조, 광고집약도, R&D집약도, 자산크기로 설정하였다. 또한 증시상황에 따라 활황기, 침체기, 회복기로, 산업별 형태에 따라 제조업, 건설업, 도소매업으로 구분하여 실증하였다. 연구결과 주당EPS는 정(+)관계가 있는 반면, 주당 EVA는 모든 산업에 있어서 부(-)의 관계가 나타나, 자기자본에 대한 기회비용을 상회하지 못하고 있었으며, ROIC가 WACC를 상회하지 못하고 있어 주주가치의 극대화보다는 외형적 성장에 치중한 것으로 분석되었다. 또한 산업 구조적 요인은 EVA와 상관관계가 없으며, 기업특성요인이 기업의 EVA 향상에 기여함을 제시하였다.



---

50) 송준기, “경제적부가가치의 결정요인에 관한 연구”, 「대한경영학회지」, 제32호, 2002, pp.3-23.

### 第3節 우리나라 海運企業의 經營特性에 관한 研究

이광수 등(2004)<sup>51)</sup>은 국적외항선사들의 경영적 특징이 재무구조에 미치는 영향관계를 규명하고자 1998년-2004년 사이 국적외항선사 총 36개사를 대상으로 분석을 실시하였다. 이를 위해 재무구조변수로 총부채비율과, 고정부채비율을, 경영특성변수인 독립변수로는 기업규모(매출액의 규모), 경영위험(매출액변화율), 이자보상배수, 고정비율, 용선규모, 현금흐름율, 외환손익비율 등을 설정하여 검증을 시도하였다. 연구결과에 따르면 매출액, 고정부채비율, 매출액변화율, 이자보상배수, 해운기업의 고유한 특성인 용선수입율, 현금흐름은 부채비율에 영향을 미치지 못하는 것으로 나타났으나, 고정비율과 외환손익비율은 정(+)의 관계가 있는 것으로 나타났다.

오문석(2004)<sup>52)</sup>은 국적외항선사들의 환위험관리에 대한 분석구조에 대해 살펴보고, 해운기업의 환율변동에 따른 영향에 대해 제시하였다. 연구결과 해운기업의 해외영업점의 환위험은 국내 본사 지분의 내재적 가치에 영향을 미치는 것으로 나타났으며, 또한 해외 개별 영업점들의 통화별 수준에도 영향이 있는 것으로 분석되어 졌다.

조준걸(2001)<sup>53)</sup>은 우리나라 국적외항선사들을 대상으로 정치적 비용에 대한 결정요인에 대한 연구를 실시하였다. 이를 위해 정치적 비용을 매출총이익모형과 유효법인세율과 준조세부담률을 합산한 수치로, 독립변수로는 기업규모, 부채비율, 해운위험, 자본집약도, 수익성으로 설정하였다. 연구결과에 따르면, 규모변수인 매출액과는 정(+)의 관계가 나타났으며, 독립변수들 중 부채비율이 가장 유

51) 이광수·안기명·신용준, “한국해운기업의 경영적 특징이 재무구조에 미치는 영향에 관한 실증연구”, 「한국해운물류학회지」, 제42호, 2004, pp.21-43.

52) 오문석, “해운기업의 환위험관리에 관한 실무적 접근”, 「한국해운학회지」, 제41호, 2004, pp.1-17.

53) 조준걸, “한국해운산업의 정치적 비용 결정요인에 관한 실증연구”, 한국해양대학교 대학원 박사학위논문, 2001.

의한 관련성이 있음이 증명되었다. 또한, 자본집약도 및 해운위험은 정치적 비용과 분명한 관련성이 없는 것으로 나타났으며, 수익성 변수는 수익성이 높은 기업일수록 정치적 노출이 심한 것으로 나타났다. 배후석(2003)<sup>54</sup>의 연구에서 또한 이와 유사한 결과를 보이기도 하였다.

김덕일(2001)<sup>55</sup>은 해운기업의 위험을 매출액변동으로 정의하고, 수익성, 자본비용, 현금흐름, 선박규모, 부채규모, 용선규모와 같은 해운기업의 경영특성과 어떠한 관계가 있는지를 연구하였다. 연구결과 6개의 독립변수 모두 유의한 결과가 있는 것으로 나타났으며, 선박규모의 변동, 부채규모의 변동, 수익성의 변동, 현금흐름의 변동은 부(-)의 관계가, 용선규모의 변동, 자본비용의 변동은 정(+)의 관계가 있음이 실증되었다.

안기명(1996)<sup>56</sup>은 총자산이익률과 분산, 총자산영업이익률과 분산, 자기자본이익률과 분산치를 이용하여 해운위험과 수익성과의 관계를 살펴보고자 하였으며, 연구결과 Bowman(1980)이 미국기업을 대상으로 실증한 연구결과에서, 부(-)의 위험과 수익 관계는 기업이 지니고 있는 위험에 대한 태도차이가 위험과 수익관계에 영향을 미친다고 주장이 어느 정도 우리나라 외항해운산업에도 적용 가능함을 제시하였다.

정천식 등(1993)<sup>57</sup>은 일반적인 재무비율(수익성, 자본구조, 유동성, 활동성, 성장성, 생산성)을 이용, 해운산업의 특성에 맞는 기업부실 예측모델을 정립하고자 하였다. 이를 위해 T테스트, 주성분분석, 다변량 판별분석을 실시하여 부실발생 연도에 근접할수록 부실을 나타내는 재무변수의 수가 증가하며, 수익성비율의 경우 부실기업과 건전기업 사이에 유의한 차이가 존재함을 제시하였다. 또한, 해

54) 배후석, “해운산업 특성변수가 정치적 비용에 미치는 영향”, 「경성대학교 상경논총」, 제2호, 2003, pp.15-29.

55) 김덕일, “한국해운기업의 경영특성이 위험에 미치는 영향에 관한 실증연구”, 한국해양대학교 대학원 박사학위논문, 2001.

56) 안기명, “해운기업의 수익과 위험의 관련성에 대한 실증연구”, 한국해양대학교, 「사회과학연구논총」, 제3호, 1996, pp.149-160.

57) 정천식·이태우, “우리나라 부실해운기업의 재무적 특성에 관한 통계적 분석”, 「대한경영학회지」, 제7권, 1993, pp.223-262.

운기업의 부실을 예방하기 위해서는 현금흐름의 통제가 중요함이 분석결과 나타났다.

안기명(1992)<sup>58)</sup>는 자금조달 특성이 독특한 해운산업의 재무구조에 영향을 미치는 요인을 분석하기 위해 국적외항선사를 대상으로 규모효과, 부채조달의 세제효과, 수익성이 자본조달행태와 어떠한 관련성이 있는지를 검증하였다. 연구결과에 따른 우리나라 해운산업의 자금조달행태의 특수성이 재무구조에 영향을 미치고 있음이 검증되었으며, 규모효과는 재무구조결정에 유의한 영향을, 부채에 대한 법인세절감효과와 감가상각비에 대한 법인세절감효과, 영업이익성장률 및 매출액성장률은 장기부채의존도에 영향을 미치고는 있으나, 유의한 수준은 아닌 것으로 나타났다.



---

58) 안기명, “한국해운산업의 재무구조 결정요인에 관한 연구”, 한국해양대학교, 「해사산업연구소논문집」, 제2권, 1992, pp.59-75.

### 第3章 우리나라 海運産業의 經營特性과 經濟的附加價值

해운산업은 선박을 통해 운송서비스를 제공함으로써 사업을 영위하는 서비스 산업으로 분류되며, 서비스창출 수단인 선박의 확보와 관리측면에서 독특한 성격을 가지고 있다. 또한, 이러한 산업적 특징은 여타 산업 내 기업과는 다른 경영적 특징이 내재되어 있을 것임으로, 본 장에서는 이러한 특징을 찾아보고, 분석 및 진단하고자 하였다.

#### 第1節 海運産業의 對內外 環境分析

##### 1. 우리나라 海運産業 現況

우리나라에서 외항운송물류서비스를 제공하고 있는 국적외항선사는 2009년 기준으로 171개사이며, 이들이 제공하고 있는 운송물류서비스는 크게 정기선과 부정기선서비스로 구성된다. 정기선서비스는 일정 구간을 정해진 운항일정에 따라 운송서비스를 제공하는 것을 말하며, 컨테이너운송서비스가 대다수를 차지하고 있다. 부정기서비스는 그 운용형태에 따라 다소 차이가 있지만, 화물의 움직임에 따라 그 선박의 운항일정을 조정하는 것을 말한다.

이러한 외항운송업의 산업특성은 접근방식에 따라 다소 차이가 있지만, 크게 3가지 차원에서 살펴보면 다음과 같다. 첫째, 주요 영업수단인 선박의 확보 등에 있어 외부자본에 대한 의존도<sup>59)</sup>가 상당히 높음에도 불구하고, 상장기업의 수가 6개사에 그치고 있는 특징이 있다. 즉, 상장에 따른 기업의 이점을 살리지 못하고 있음을 나타낸다. 두 번째로는 상장기업이 우리나라 전체 선대규모의 높은 비중을 차지하고 있다. 전체 국적외항선산업 내 상장기업의 비중은 약 3.5%인 6

59) 2008년 전체 산업을 기준으로 총 부채 중 장단기차입금의 비중이 약 20.9%를 차지하고 있으며, BBCHP 등의 선박관련 미지급계정인 장기미지급계정과 사채계정을 포함할 경우 총 부채의 약 65.1%가 차입금으로 구성됨. 자산대비 부채규모는 약 66.0%임. (한국선주협회, 2009).

개사인 반면, 총 선대규모면에서는 DWT기준으로 전체 선대의 47.1%를 상장기업이 보유하고 있다. 세 번째, 상장기업의 경우 다소 안정적인 수익이 보장된 정기선 운송서비스의 비중이 비상장기업보다 높은 특징을 가지고 있다. 재화중량톤수 기준, 비상장기업의 정기선 비율은 약 2.9%에 그치는 반면, 상장기업의 정기선 비율은 약 21.5%<sup>60)</sup>를 보이고 있다. 이러한 특징은 안정적인 영업력을 확보하지 못할 경우 불황에 따른 고정비의 지출위험 즉, 운항위험이 부정기선에 비해 정기선이 높음에 의한 것으로 볼 수 있다.

<표 3-1>은 2009년도 우리나라 국적외항선사의 규모별 순위와 상장, 비상장기업의 비율을 보여주고 있다. 전반적으로 상장기업의 경우 대부분 상위 그룹을 형성하고 있으나, KSS해운과 흥아해운의 경우 상장그룹 대비 다소 낮은 그룹에 위치하고 있다.

<표 3-1> 우리나라 국적외항선사의 규모별 순위

순위	선사명	상장여부	합계			
			척	총톤수	재화중량톤	
1	(주)한진해운	상장	68	4,262,097	6,215,066	
2	현대상선(주)	상장	41	3,335,591	4,377,767	
3	STX펜오션(주)	상장	70	2,411,560	4,132,278	
4	에스케이해운(주)	비상장	26	2,114,991	3,564,262	
5	대한해운(주)	상장	14	1,239,347	2,162,336	
↓						
18	(주)KSS해운	상장	12	183,991	211,826	
↓						
26	흥아해운(주)	상장	20	108,251	154,760	
-	그 외 164개사	비상장	610	13,416,379	19,412,845	
계	총 171개사	-	861	23,736,616	36,666,878	
차지 비중	상장기업		6개사	225척	11,540,837	17,254,033
		비중	3.5%	26.1%	48.6%	47.1%
	비상장기업		164개사	636척	12,195,779	19,412,845
		비중	96.5%	73.9%	51.4%	52.9%

자료 : 한국선주협회, 「2010해사통계」, 2011.

60) 2009년 상장기업 6개사 총 17,254천dwt 중 3,771천dwt가 정기선에 투입되고 있으며, 비상장기업은 총 13,264천dwt 중 567천dwt가 정기선 시장에 투입되고 있음.

우리나라 국적외항선의 정기선 및 부정기 구성면에 있어서는 척수, 총톤수, 재화중량톤수 기준으로 정기선 비율이 약 15%를 구성하고 있으며, 호황기인 2007년과 2008년 사이 부정기선의 증가율 보다는 정기선의 증가율이 다소 높은 특징을 보이고 있다. 또한 우리나라 국적외항선업 시장은 2003년 이후 꾸준한 증가세를 보이고 있으며, 2007년과 2008년 사이 선박 척수의 증가율보다 재화중량톤수 및 총톤수의 증가율이 높아, 선박의 대형화가 이루어 졌음을 보여주고 있다.

<표 3-2> 우리나라 국적외항선 업체, 선박 수, 톤수 및 정기/부정기 구성현황

(단위 : 개사, 척, 천G/T, 천DWT, %)

구분		2009	2008	2007	2006	2005	2004	2003
전체	선사 수	171	164	143	112	92	84	72
	증감	4.3	14.7	27.7	21.7	9.5	16.7	10.8
	척수	861	828	718	612	546	491	420
	증감	4.0	15.3	17.3	12.1	11.2	16.9	-0.5
	총 톤수	23,736	22,397	18,038	15,237	13,717	12,611	11,174
	증감	6.0	24.2	18.4	11.1	8.8	12.9	-5.2
	재화중량톤수	36,667	34,428	28,115	23,665	21,173	19,453	16,877
	증감	6.5	22.5	18.8	11.8	8.8	15.3	-4.3
정기	척수	123	123	119	117	106	103	100
	증감	0.0	3.4	1.7	10.4	2.9	3.0	-7.4
	총 톤수	3,775	3,670	2,821	2,249	2,047	2,017	2,109
	증감	2.9	30.1	25.4	9.9	1.5	-4.4	-10.6
	재화중량톤수	4,314	4,175	3,232	2,590	2,372	2,332	2,456
	증감	3.3	29.2	24.8	9.2	1.7	-5.0	-6.4
부정기	척수	738	705	599	495	440	388	320
	증감	4.7	17.7	21.0	12.5	13.4	21.3	1.9
	총 톤수	19,961	18,727	15,216	12,988	11,669	10,594	9,064
	증감	6.6	23.1	17.2	11.3	10.1	16.9	-3.9
	재화중량톤수	32,353	30,253	24,882	21,075	18,801	17,122	14,421
	증감	6.9	21.6	18.1	12.1	9.8	18.7	-3.9

자료 : 한국해양수산개발원, 「해운통계요람」, 각 연도.

해운경기를 대표하고 있는 지수들의 변화를 살펴보면 <표 3-3>과 같다. 선박의 효율적인 조달과 같은 해운기업의 의사결정과 경영환경에 영향을 미치고 있는 해운경기는 2000년대 다소 변동폭이 큰 형태를 보였다. BDI지수<sup>61)</sup>의 경우 2000년-2010년 사이 약 5.2배의 편차<sup>62)</sup>를 가진 변동폭을 보여 주었으며, 연중 편차 또한 2007년 한 해 동안 약 6,820포인트를 기록하고 있다. 특히 2006년과 2007년 사이 약 122%의 지수 상승폭을 보였으나, 2008년과 2009년 사이에는 전년 대비 -59.1%로 크게 감소하였다. 각 연도별 지수편차 또한 2000년대 초반을 제외하고는 95%의 이상의 변화폭을 보이고 있으며, 특히 2003년, 2008년-2009년 사이에서는 연평균 지수보다 높은 100% 이상의 연중 편차를 기록하였다.

<표 3-3> 연도별 주요 해운경기 지수의 변화

(단위 : %)

구분	주요 지수(연평균)						연간 편차		
	BDI	증감	BCI	증감	BPI	증감	BDI	BCI	BPI
2010	2,758	5.4	3,480	-16.6	3,115	29.5	2,509	3,815	2,777
2009	2,617	-59.1	4,172	-55.4	2,405	-60.5	3,889	6,882	3,961
2008	6,390	-9.7	9,363	-5.7	6,090	-13.5	11,130	18,857	10,985
2007	7,074	122.5	9,924	131.4	7,042	133.1	6,820	10,313	7,790
2006	3,180	-5.7	4,289	-6.8	3,021	-34	2,374	3,393	2,553
2005	3,371	-25.3	4,603	-23.4	3,128	-28.6	3,133	4,482	3,468
2004	4,510	72.3	6,011	64.1	4,383	72.3	3,586	5,336	3,781
2003	2,617	130.1	3,663	162.7	2,544	125.1	3,235	4,895	3,043
2002	1,137	-6.5	1,394	-5.3	1,130	-9.5	857	1,390	839
2001	1,217	-24.3	1,473	-32.7	1,248	-19.0	756	1,288	827
2000	1,608	-	2,187	-	1,540	-	486	955	430

자료 : Lloyd's list.

주 : 증감은 전년 대비 증감폭을 의미하며, 연간편차는 연도 내 최대 지수기록일과 최소 지수기록일간의 차이를 나타냄.

61) Baltic Dry Index(BDI)는 해운경기를 나타내는 대표적인 지수로써 발틱해운거래소가 건화물시황 운임지수인 BFI(Baltic Freight Index)를 대체하여 1999년 11월 이후 발표하고 있으며, 선형별로 대표항로를 선정한 후 각 항로별 톤마일 비중에 따라 가중치를 적용하여 1985년 1월 4일을 기준(1985. 1. 4.=1,000)으로 산정하고 있음. 선형에 따라 Baltic Capesize Index(BCI), Baltic Panamax Index(BPI), Baltic Handy Index(BHI) 등 별도의 선형별 지수로 구성됨.

62) 동 기간 동안 최대 지수 2007년 7,074포인트, 최소 지수 2002년 1,137포인트를 기록하여 약 5,936포인트의 편차를 보임.

해운산업은 우리나라 수출입화물의 99%이상을 담당하고 있는 기간산업으로 분류된다. 2001년 611백만R/T에서 2010년 966백만R/T까지 꾸준히 성장하였으며, 지역적으로 아시아권의 화물비중이 높은 특징을 가지고 있다. 또한, 우리나라 총 외항운송화물 중 국적선에 의한 운송은 2001년 이후 평균 17%(63)에 그쳐 다소 낮은 특징을 보이고 있다.

<표 3-4> 연도별 주요 우리나라 외항화물수송실적

(단위 : 백만R/T, %)

구분	합계						국적선			외국선		
	계	증감	입항	증감	출항	증감	계	입항	출항	계	입항	출항
2010	966	13.9	647	14.3	319	13.1	146	106	40	821	541	279
2009	848	-5.3	566	-6.0	282	-3.8	145	104	41	703	462	241
2008	895	3.7	602	4.3	293	2.4	152	109	42	743	492	251
2007	863	6.5	577	5.7	286	8.3	147	103	45	715	474	241
2006	810	7.3	546	6.6	264	9.1	146	105	42	663	441	222
2005	755	3.0	512	2.0	242	4.3	139	99	40	616	414	202
2004	733	9.7	502	6.1	232	19.0	127	89	39	606	413	193
2003	668	5.0	473	2.8	195	10.8	119	88	31	549	385	164
2002	636	4.1	460	6.2	176	-1.1	123	93	30	513	367	146
2001	611	-	433		178		113	83	30	498	351	148

자료 : 국토해양부 해운항만물류정보시스템(SP-IDC).

63) 2001년 이후 우리나라 전체 외항화물 중 국적선에 의한 각 연도별 비중을 산술평균한 수치임.

## 2. 海運産業의 特徵과 環境變化

해운산업은 그 자체적으로 독특한 특징을 가지고 있으며, 산업 자체의 구조적인 고유특징, 국제성, 자본집약성 및 이러한 특징과 결부되어 수익성에 영향을 미치는 다양한 요인들이 해운산업의 주요 특징으로 볼 수 있다. 이와 관련된 내용을 요약하면 아래와 같다.

해운산업은 자체적으로 독특한 경제구조를 가지고 있다. 이는 해운산업에 있어서 수요와 공급의 원칙이 세계 경기와 연동된 해상물동량, 선사들이 보유한 선복량 그리고 이 두 요인에 의한 해상운임에 의해 발생되기 때문이다. 여기서 수요요인으로는 해상물동량 창출 요인인 국내외 경제성장이, 공급요인으로 조선업과 결부된 선복량 또는 유희선복, 가격(운임)요인으로는 용선 또는 구매와 같은 선박조달, 운항 및 대선(용선)과 같은 선복운용이 함께 매트릭스 형태로 움직인다. 세계 경기의 회복으로 인한 해상물동량의 증가는 단기적으로 선사들의 경영실적 증가를 유발함과 동시에 장기적으로는 선복량의 증가로 이어지고, 결국 운임의 하락을 유발하여 선사들의 경영구조에 부(-)의 영향을 미치게 된다. 또한, 해운경기의 회복에 따른 선사들의 선복확보 기간이 긴 특징으로 인해 해상물동량의 증가가 유희 선복을 가지고 있지 않는 한 수익의 증가로 직결되지 않으며, 경기가 하락하더라도 거대 자본이 투하되어 확보되고 주요 영업 창출 수단인 선박을 쉽게 폐선 할 수도 없다. 이러한 메커니즘 속에서 해상물동량, 선복량, 운임시황이 해운선사가 직면하는 가장 주요한 경영환경요소들로 작용하고 있는 것이다.

해운산업의 국제성<sup>64)</sup>은 선박을 이용하여 국제운송서비스를 제공하는 특징에 의해 설명되어 질 수 있다. 이러한 특징에 의해 해운선사들이 직면하게 되는 시장은 전 세계를 단일시장으로 하는 완전경쟁시장 하에 놓이게 된다. 산업혁명 이후 자본주의 경제체제로 발전하면서 해운업에도 자유경쟁을 원칙으로 받아들

---

64) 이광수, “한국해운기업의 경영적 특성이 재무구조에 미친 영향에 관한 실증연구-1997년 외환 위기 전후를 중심으로-” 한국해양대학교 박사학위논문, 2003.의 내용을 요약 발췌함.

이는 “해운자유의 원칙”이 도입되었으며, 오늘날까지 해운자유의 원칙은 국제해운을 규율하는 규범으로서 기능을 해오고 있다. 하지만, 해운자유의 원칙이 도입된 이후에도 미국이 국방상의 이유를 내세운 해운보호정책, 세계 2차 대전 후 개발도상국들의 경쟁력 상의 격차를 이유로 한 자국선 보호정책, 그리고 시장안정의 중요성을 이유로 한 선진국 선사들의 해운동맹을 통한 시장의 과점 등 해운시장이 국제적으로 완전한 단일시장으로 성장하기에는 그 한계성이 내포되어 있었다. 그러나 세계 경제시장의 단일화 즉, 경제동맹, WTO 체제출범 등과 더불어, 해운시장에 등장하게 된 편의치적선제도에 의해 국적외항선사의 다국적화가 급속하게 진전되고, 선박의 확보에 따른 외국자본의 도입, 제3국적 등록, 외국선원승선, 외국적 보험가입 등이 세계 해운산업의 국제성을 보다 강화하고 있는 요인으로 작용함으로써 오늘날 해운산업의 국제성은 많이 높아지고 있다.

국적외항선사의 주요 영업수단인 선박은 그 확보에 있어 거대 자본을 필요로 하고 있다. 이는 결국 자기자본보다는 타인자본에 대한 의존도를 높여주고, 나아가 선박을 확보하기 위한 다양한 방법들이 필요하게 되었다. 타인자본에 대한 높은 의존도는 높은 부채비율 즉, 장기부채에 대한 비율을 높여 재무구조의 건전성에 영향을 미칠 뿐만 아니라, 타인자본비용을 충분히 상쇄할 수 있는 영업이익을 창출할 필요성이 타 산업에 비해 높게 된다. 아울러 외국자본을 통한 선박확보가 주로 이루어짐에 따라 환율변동에 따른 위험<sup>65)</sup> 또한, 부채관련 재무구조에 많은 영향을 미치게 된다. 이런 특징은 결국 선박을 확보하기 위한 다양한 수단, 즉 신조, 용선, 선박의 공동활용, 전략적 제휴 등과 같은 선박활용방안이 무엇보다 중요시되는 특징이 있다.

기타 특징으로는 선사의 수익성에 미치는 외부 영향요인들이 다양하다는 것이다. 이에는 국제유가, 선박량 및 선박원가, 환율변동 등이 있다. 국제유가의 경우 선박운항의 주요 비용요인이 유류비인 점이 반영되어 유가의 급등과 하락은 선사의 수익에 직접적인 영향을 미치며, 선원비, 보험료 등과 같이 선박의 운항에

65) “기능통화제도”가 도입됨에 따라 환율변동에 따른 재무건전성의 개선기회는 어느 정도 확보되었으나, 여전히 타 산업에 비해 부채비율이 높은 특징이 반영되어 있음.

소요되는 고정비용 및 선박건조 원가 또한 폐선하기까지 장기간에 걸쳐 영향을 미치게 된다. 마지막으로 해운산업은 달러화를 기준으로 한 해외 현지 화폐로 거래되는 특징이 있어, 환율변동이 선사의 재무제표와 손익계산서에 많은 영향을 미치고 있다.

우리나라 해운산업에 직접적으로 영향을 미치고 있는 산업 내 주요 환경변화를 살펴보면 선박투자회사제도 및 톤세제도의 도입, 기능통화제도의 도입 등을 들 수 있다. 이러한 주요 변화에 대한 내용을 살펴보면 아래와 같다.

#### ① 선박투자회사제도의 이용

선박투자회사제도는 투자자로부터 선박건조자금을 모아 Mutual Fund형태의 선박투자회사를 설립한 후, 그 자본금과 금융기관으로부터 차입한 자금을 합하여 선박을 건조 또는 매입하게 된다. 이 후 해운선사에 용선하여 주고 선사로부터 받게 되는 용선료 중 차입금에 대한 원리금을 상환하고 나머지를 투자자에게 배당하는 제도를 말한다. 또한 선박의 소유권은 용선기간이 완료 될 경우 용선형태에 따라 선사로 이전되거나, 그대로 선박투자회사가 가지게 된다.

일반적으로 이러한 방식은 선박투자회사가 선박 건조 또는 매입관련 자본을 확보하고, 선박의 소유권을 가지게 되는 선박운용회사를 설립한 후 실질 선박을 운항하게 되는 선사에게 용선을 주게 된다. 이 제도는 선사들이 선박을 확보함에 있어 필요로 하게 되는 자금을 외부로부터 보다 쉽게 이용할 수 있도록 할 뿐만 아니라, 선사가 직접 선박을 보유함으로써 발생하게 되는 위험 등을 분산시키는 기능을 수행하게 된다.

#### ② 톤세제도<sup>66)</sup>의 도입

이미 우리나라 도입이전 주요 해운선진국에서 시행하고 있는 톤세제도는 국적

66) 톤세제도(Tonnage Tax System)는 국적외항선사의 소득을 해운소득과 비해운소득으로 구분하고, 해운소득에 대해서는 영업이익이 아닌 운항선박의 순톤수와 운항일수를 기준으로 산출한 선박표준이익에 법인세율을 곱하여 산정한 세금으로 법인세를 대체하는 제도임. 비해운소득에 대하여는 실제 영업이익으로 과세하고 있음. 또한 톤세제도 도입에 따른 법인세 절감액은 2005년 3,260억원, 2006년 1,596억원, 2007년 2,257억원, 2008년 6,309억원임(한국선주협회, 「2009년 해운연보」, 2010)

선사의 경영실적 개선과 해운산업 장려를 목적으로 경영실적을 일반 기업의 법인세제도가 아닌 선박의 톤수 또는 이를 기반으로 한 추정이익 즉, 톤세 이익으로 과세하는 제도이다. 이러한 톤세제도의 주요 특징<sup>67)</sup>들을 살펴보면 아래와 같다.

톤세제도는 운항선박의 순톤수를 기준으로 산출한 추정이익(Notional Profit)을 법인세법상의 과표로 하여 세금을 산출하는 법인세의 일종으로 운항선박의 규모와 운항일수 등으로 법인세 부담액을 예측할 수 있어 조세부담 예측이 가능하다. 또한 톤세는 확정세로서 손실이월, 투자금액 공제, 특별이익 유보, 그룹 간 손실상계 등으로 톤세를 감면받을 수 없다. 특히, 톤세는 대규모 이익발생 시에도 정해진 톤세만 내면 되지만, 대규모 적자가 발생해도 동일한 세금을 내야하므로 기업에 따라 유리하거나 불리하게 작용할 수 있다. 톤세는 환-리스크로부터 회피가 가능하다. 환율의 급격한 하락으로 인한 대규모 외화환산이익 발생 시에도 정해진 톤세만 납부하면 되므로 현행 기업회계기준에서 심각한 문제로 제기되고 있는 미실현 외화환산이익으로 인해 발생하는 세금문제가 해소된다. 이와 함께, 결손금 이월 등의 세무조정이 필요 없고 운항톤수와 세율을 곱하여 산출된 금액이 납부할 세금이 되므로 세무계산이 간편하여 회계행정업무의 단순화 및 비용절감이 가능하다.

### ③ 기능통화제도의 시행

국적선사의 재무구조에 가장 큰 변화를 가져다 준 환경변화 중의 하나가 기능통화제도이다. 이는 회계적 거래와 사건을 회계기간 중에는 기능통화로 회계장부에 작성 및 관리하고, 회계 결산일에 국내통화인 원화로 환산하여 보고하는 제도를 말한다. 이러한 기능통화제도는 국제회계기준과의 정합성을 제고하고, 주된 영업활동이 해외에서 발생하는 기업에 대해 환율변동 효과를 완화시켜 실질적인 영업실적을 보고할 수 있도록 2008년 도입 시행 중에 있으며, 2011년 후 의무시행하게 된다.

67) 한국선주협회, 「2009년 해운연보」, 2010.

해운업의 특성상 선박확보를 위한 외국자본의 도입규모 큰 기업의 경우 기능통화제도 도입이전에는 외화 급등에 따른 외화환산손실이 손익계산서상에 표기됨에 따라 당기순이익이 감소하는 결과를 초래하였다. 하지만, 이 제도 도입 후 이러한 외화환산손실이 손익계산서가 아닌 재무상태표 상의 부채항목으로 기재하게 됨으로써 당기순이익의 증가를 가져오는 효과가 발생하게 된 것이다.

또한, 선박의 확보에 있어 장부가액은 취득당시의 환율이 적용되어 자산화 되고, 이에 따른 외부조달 자본금은 (외화)장기미지급금으로 계상되는 해운업의 특성상, 원화 가치가 평가절하하게 될 경우 발생하게 되는 (외화)장기미지급금에 대한 외화환산손실이 더 이상 발생하게 되지 않게 되었다. 아울러 선박에 대한 평가가 기말의 환율에 의해 결정되어지게 됨으로 자산가치의 증가로 부채비율의 감소등과 같은 재무구조상의 건전성을 보다 강화할 수 있는 계기가 마련되었다.

### 3. 海運産業의 財務的 特徵

#### 1) 해운산업의 일반적 재무특성

해운산업의 주요 특징 중의 하나가 수익창출 수단인 선박의 확보에 거대 자본이 소요되고, 자기자본에 의한 확보가 거의 불가능하여 대부분 타인자본에 의해 이루어지는 것이다. 또한, 해운경기 변동에 따른 유휴 선박에 대한 고정비 지출 위험 등이 높아 기업의 최적 재무구조결정에 많은 어려움이 내재되어 있다. 따라서 여기서는 이러한 국적외항선사의 재무적 특징이 여타 산업과 어떻게 다른지를 살펴보았다.

해운산업이 속한 수상운송의 경우 여타 산업 대비 재무상태표 상의 주요한 특징을 살펴보면, 크게 유형자산 및 건설중인 자산, 부채비율, 비유동부채, 자본금에서 큰 차이를 보여주고 있음을 알 수 있다. 이는 주된 영업 수단인 선박의 확보와 관련되어 나타나는 특징이라 할 수 있다.

유형자산과 건설중인 자산의 경우, 제조업에 비해 자산 대비 2배 이상의 차이가 나고 있으며, 이는 해운산업이 운송서비스를 제공하는 수단인 선박이 고가이며, 선박 확보수단 중의 하나인 용선 또는 리스의 경우 일부 미지급금이 건설가계정(건설중인 자산)으로 처리되기 때문이다. 부채 및 비유동부채의 경우 또한, 순수 채무보다는 선박의 확보에 따른 미지급 용선료, BBCHP 용선료 등이 포함되는 장기 미지급계정<sup>68)</sup>이 타 산업에 비해 높음으로 인해 발생한 것이다. 낮은 자기자본금의 비율 또한 고가의 선박을 자기자본이 아닌 타인 자본에 의해 확보하는 특징이 반영되어 일반 제조업 보다 자산대비 비율이 낮게 나타나고 있다.

자산 규모는 해운경기의 변동과 무관하게 움직이고 있는데 이는 해운경기의 회복 또는 침체에 따른 선박의 확보와 처분이 어려운 특징이 반영된 것이 할 수 있다. 2007년 이후 이전 연도 대비 2배 이상의 호황기를 맞이하였음에도 불구하고, 총자산, 선박이 포함된 유형자산, 건설중인 자산의 증가는 2007년이 아닌 2008년과 2009년에 두드러지게 나타나고 있다. 재무상태표 상의 일반적인 특징은 <표 3-5>과 같다.



---

68) 차후 지급하게 될 용선료, 건조 중인 선박의 미지급금 등이 선박의 확보 형태 즉, 운용리스이냐, 금융리스이냐, 자사 소유의 건조중인 선박이냐, BBCHP형태의 건조중인 선박이냐에 따라 장기미지급금 또는 건설중인 자산으로 구분하여 재무상태표에 나타나고 있음.

<표 3-5> 수상운송업 및 타 산업과의 재무상태표 구성 차이

(단위 : 10억원, %)

구분		2009	2008	2007	2006	2005	2004	2003
자산총계	제조업	1,268,605	1,168,263	914,180	796,865	733,216	665,941	622,150
	운수업	168,921	147,819	74,358	66,246	61,642	65,999	59,118
	수상 운송업	43,538	41,996	29,781	24,721	23,125	19,916	17,198
유형 자산	제조업	452,585	425,407	327,792	307,836	290,859	270,314	258,854
	비중	35.7	36.4	35.9	38.6	39.7	40.6	41.6
	운수업	80,160	69,655	39,528	37,804	35,738	41,874	38,449
	비중	47.5	47.1	53.2	57.1	58.0	63.4	65.0
	수상 운송업	27,462	27,593	16,396	14,220	13,779	11,962	11,449
	비중	63.1	65.7	55.1	57.5	59.6	60.1	66.6
건설중인 자산	제조업	40,376	39,273	24,178	22,218	19,105	17,068	13,498
	비중	3.2	3.4	2.6	2.8	2.6	2.6	2.2
	운수업	13,553	13,851	2,871	1,931	1,096	1,220	629
	비중	8.0	9.4	3.9	2.9	1.8	1.8	1.1
	수상 운송업	3,723	4,410	2,012	1,236	694	250	114
	비중	8.6	10.5	6.8	5.0	3.0	1.3	0.7
부채 총계	제조업	663,423	644,912	452,070	396,183	368,256	339,888	343,640
	비중	52.3	55.2	49.5	49.7	50.2	51.0	55.2
	운수업	104,078	90,861	48,088	42,433	40,811	43,820	43,779
	비중	61.6	61.5	64.7	64.1	66.2	66.4	74.1
	수상 운송업	32,353	27,248	18,270	15,046	15,029	14,333	14,361
	비중	74.3	64.9	61.3	60.9	65.0	72.0	83.5
비유동 부채	제조업	204,401	202,150	134,347	120,112	112,927	102,050	112,264
	비중	16.1	17.3	14.7	15.1	15.4	15.3	18.0
	운수업	67,851	57,499	25,463	23,316	22,861	25,305	26,412
	비중	40.2	38.9	34.2	35.2	37.1	38.3	44.7
	수상 운송업	22,547	17,272	10,927	9,461	9,532	8,140	8,680
	비중	51.8	41.1	36.7	38.3	41.2	40.9	50.5
자본 총계	제조업	605,181	523,351	462,109	400,682	364,959	326,053	278,510
	비중	47.7	44.8	50.5	50.3	49.8	49.0	44.8
	운수업	64,843	56,958	26,270	23,813	20,830	22,180	15,339
	비중	38.4	38.5	35.3	35.9	33.8	33.6	25.9
	수상 운송업	11,185	14,748	11,511	9,675	8,096	5,583	2,837
	비중	25.7	35.1	38.7	39.1	35.0	28.0	16.5

자료 : 한국은행 경제통계시스템.

주 : 비중은 총 자산대비 해당 계정의 비중을 나타냄.

성장성 측면에서의 큰 특징 중 하나는 일반 제조업에 비해 그 변동폭이 상당히 높다는 것이다. 이는 일반 제조업에 비해 비유동자산에 대한 지출인 고정비의 규모가 높기 때문이다. 즉, 경기가 변동 할 경우 선박의 운항여부에 상관없이 지출 되는 고정비는 운항하지 않음에 따른 유류비의 절약분을 제외하고는 거의 동일하게 지출이 이루어지게 된다. 특히 정기선 서비스를 제공하고 있는 국적선사는 부정기선 서비스를 제공하는 국적선사보다 고정비 지출에 대한 위험이 더 높은 특징을 가지고 있다. 총자산 증가율, 유형자산 증가율, 유동자산 증가율, 매출액 증가율은 해운경기의 변동과 어느 정도 유사한 경향을 보이고 있으며, 선박운항을 위한 유류가 대부분인 재고자산은 해운경기의 변동과는 다소 무관함을 보이고 있다. 이는 유가 변동에 따른 위험회피성 유류 확보와 선박의 운항일 수와 연동되어 재고자산의 증감이 결정되기 때문이다. 자기자본 증가율은 2003년과 2009년 사이 그 편차가 112% 정도로 이는 순수자기자본의 증가보다는 해운경기 변동에 따른 위험회피 목적의 내부 유보율의 증감에 의한 것이라 볼 수 있다.

<표 3-6> 수상운송업 대비 타 산업과의 성장성비율 비교

(단위 : %)

구분		2009	2008	2007	2006	2005	2004	2003
총자산 증가율	제조업	8.77	19.13	13.51	8.07	9.43	7.96	6.94
	운수업	3.20	19.27	14.75	9.10	5.24	2.61	0.13
	수상 운송업	3.01	47.12	20.79	12.20	7.42	5.07	-4.49
유형자산 증가율	제조업	8.04	15.47	4.88	5.97	6.22	4.78	1.67
	운수업	1.14	29.43	8.17	7.24	5.11	2.40	-0.78
	수상 운송업	0.72	69.24	16.19	7.55	9.82	2.69	-3.50
유동자산 증가율	제조업	9.96	18.94	14.30	6.78	10.25	10.42	12.12
	운수업	0.06	16.34	24.63	12.82	6.25	7.31	4.24
	수상 운송업	7.61	21.43	32.98	24.08	2.06	21.07	-1.19
재고자산 증가율	제조업	-4.53	23.92	13.95	5.94	7.45	14.91	12.87
	운수업	30.03	-6.27	31.95	14.08	23.99	-7.04	-16.22
	수상 운송업	30.15	-0.20	45.61	12.32	45.16	19.44	2.77
자기자본 증가율	제조업	16.06	10.52	14.13	8.81	12.47	14.50	10.80
	운수업	-4.14	7.32	13.59	14.56	18.84	21.48	8.34
	수상 운송업	-23.49	30.76	20.61	23.94	31.63	88.02	11.88
매출액 증가율	제조업	2.21	20.43	9.28	6.26	5.87	17.10	6.12
	운수업	-15.32	27.92	14.12	3.64	5.45	18.07	8.28
	수상 운송업	-34.20	56.08	23.26	-1.35	-0.43	25.85	12.13

자료 : 한국은행 경제통계시스템.

손익관계비율에서는 순외환손익대 매출관련 손익비율을 제외한, 총자산순이익률 및 자기자본 순이익률이 2009년 들어 급격하게 낮아지는 양상을 가지고 있는데, 이는 2007년과 2008년 호황에 따른 선박의 확보가 어느 정도 이루어져 총자산의 규모<sup>69)</sup>는 증가하였으나, 2009년도 들어 해운경기가 급격하게 하락함으로써 총자산순이익률과 자기자본 순이익률이 감소한 것으로 보인다. 제조업의 경우 전반적인 손익관계비율이 어느 정도 안정적인 변동폭을 가지고 있으나, 수송운송업의 경우 경기변동에 따른 변동폭이 제조업에 비해 다소 높은 특징을 보이고 있다. 환율변동에 따른 매출액의 영향 정도를 나타내는 순외환손익대 매출액율의 경우 일반 제조업에 비해 외화 유통의 비중이 높은 수송운송업과 큰 차이를 보이지 않고 있다. 이는 해운산업 내 기능통화제도가 도입되어 환율변동에 대한 영향을 감소할 수 있는 회계처리가 가능하기 때문으로 보인다.

<표 3-7> 수송운송업 대비 타 산업과의 손익관계비율 비교

(단위 : %)

구분		2009	2008	2007	2006	2005	2004	2003
총자산 순이익률	제조업	5.25	2.85	5.59	5.20	6.32	7.43	4.21
	운수업	-1.56	1.65	3.90	3.68	5.18	5.93	0.97
	수상 운송업	-9.63	8.34	6.12	5.60	7.98	12.44	2.14
자기자본 순이익률	제조업	11.34	6.13	11.09	10.37	12.87	15.61	9.56
	운수업	-3.91	4.06	10.98	10.47	16.22	19.12	3.87
	수상 운송업	-32.02	22.61	15.81	14.98	25.02	56.56	14.01
매출액 순이익률	제조업	4.89	2.42	4.82	4.45	5.27	6.17	3.82
	운수업	-2.37	1.76	3.14	3.18	4.36	6.11	1.13
	수상 운송업	-12.81	5.79	5.47	4.83	6.28	9.31	1.97
매출액영업 이익률	제조업	6.15	5.89	5.87	5.34	6.12	7.56	6.87
	운수업	1.43	4.74	5.05	2.80	4.67	5.90	4.32
	수상 운송업	-5.00	7.50	6.56	3.07	6.89	9.86	6.26
순외환손익 대 매출액	제조업	0.16	-1.16	-0.08	0.23	0.26	0.47	-0.11
	운수업	0.59	-1.89	-0.07	1.49	0.67	3.06	0.01
	수상 운송업	-1.00	-0.11	-0.23	2.20	0.74	3.76	0.13
이자보상 비율	제조업	417.06	415.79	435.29	439.33	525.42	575.79	367.09
	운수업	40.90	179.32	181.08	115.79	213.30	223.12	125.97
	수상 운송업	-160.97	448.07	306.73	116.39	323.58	453.52	216.81

자료 : 한국은행 경제통계시스템.

69) 2007년 20.8%, 2008년 47.1%의 총자산의 증가율을 보여, 2004년 이후 평균 자산증가율인 13.0% 보다 상당히 높은 증가율을 보임.

자산 및 자본관계비율에서는 일반 제조업에 비해 차입금에 의한 의존도가 높은 특징이 반영되어, 차입금 의존도, 차입금 매출액비율, 부채비율이 높게 나타나고 있다. 단기지급 능력을 나타내는 순운전자본의 규모는 일반 제조기업에 비해 낮으나, 현금성 자산 및 당좌비율은 다소 높게 나타나고 있다. 이는 국적선사들이 유동부채에 대한 비율이 다소 높기는 하나, 화물운송에 따른 운임 및 항비, 유류비, 대리점료 등과 같은 운항비의 결제가 주로 현금으로 이루어지는 특징이 반영되었기 때문인 것으로 보인다.

<표 3-8> 수상운송업 대비 타 산업과의 자산 및 자본관계비율 비교

(단위 : %)

구분		2009	2008	2007	2006	2005	2004	2003
자기자본비율	제조업	47.7	44.8	48.3	50.3	49.8	49.0	44.8
	운수업	38.4	38.5	42.8	36.0	33.8	33.6	26.0
	수상 운송업	25.7	35.1	39.5	39.1	35.0	28.0	16.5
유동비율	제조업	121.2	112.8	119.8	120.5	121.4	117.0	109.8
	운수업	89.2	81.9	88.8	94.9	90.1	79.1	73.7
	수상 운송업	115.8	102.4	128.6	118.7	100.7	82.7	72.2
당좌비율	제조업	92.7	82.3	88.7	89.5	90.1	84.9	80.9
	운수업	84.4	77.9	83.4	89.3	84.9	72.3	66.2
	수상 운송업	107.2	95.9	118.7	110.0	92.6	78.2	68.6
현금성 자산비율	제조업	16.8	14.5	14.3	28.0	28.7	27.6	26.1
	운수업	22.8	18.3	21.0	30.3	28.5	26.2	21.2
	수상 운송업	35.6	25.5	35.1	48.1	35.9	32.4	22.6
부채비율	제조업	109.6	123.2	107.1	98.9	100.9	104.2	123.4
	운수업	160.5	159.5	133.5	178.2	195.9	197.6	285.4
	수상 운송업	289.3	184.8	153.1	155.5	185.6	256.7	506.1
유동부채비율	제조업	75.9	84.6	74.0	68.9	70.0	72.9	83.1
	운수업	55.9	58.6	49.9	80.3	86.2	83.5	113.2
	수상 운송업	87.7	67.7	58.0	57.7	67.9	110.9	200.2
차입금의존도	제조업	26.0	26.3	24.9	22.4	22.9	24.0	28.3
	운수업	46.0	41.3	38.1	40.3	42.0	40.1	54.7
	수상 운송업	53.2	31.1	30.1	38.6	42.0	34.7	65.7
차입금 매출액비율	제조업	25.3	24.3	23.3	19.9	19.9	20.7	26.6
	운수업	71.2	48.1	47.6	36.4	36.3	41.9	64.0
	수상 운송업	71.9	25.7	26.4	35.2	34.2	26.6	59.2
매출채권대 매입채무	제조업	157.3	161.2	153.8	146.4	142.1	138.6	144.0
	운수업	154.8	145.5	134.9	145.4	134.5	133.7	160.5
	수상 운송업	105.2	101.1	101.5	95.8	84.0	81.5	111.2
순운전자본대총 자산	제조업	7.7	4.8	7.1	7.1	7.4	6.1	3.6
	운수업	-2.3	-4.1	-2.4	-1.5	-2.9	-5.9	-7.7
	수상 운송업	3.6	0.6	6.6	4.2	0.2	-5.4	-9.2

자료 : 한국은행 경제통계시스템.

## 2) 주요 국적외항선사의 재무적 특성

일반적으로 한국은행에서 분류하여 제공하고 있는 수상운송업관련 자료는 내항운송업, 여객선업, 기타 업종을 모두 포함한 수치임으로 여기서는 순수 국적외항선사들만을 기준으로 한 재무적 특성을 살펴보고자 한다.

단기유동성과 단기 상환능력을 나타내는 재무적 지표에서는 당좌비율과 현금비율은 제조업대비 높은 것으로 나타났으나, 유동비율은 제조업보다 다소 낮게 나타나고 있다. 즉, 국적외항선사들의 현금성 자산에 대한 보유율은 제조업종 보다 높으나, 유동부채에 대한 부담능력은 다소 낮은 특징을 보이는 것으로 나타났다. 현금순환주기, 매출채권회수시간, 재고자산보유기간, 매입채무지급기간 등은 제조업보다 좋은 재무구조를 가지고 있다. 이는 서비스업종의 특징이 반영된 것으로 보인다.

<표 3-9> 연도별 국적외항선사의 단기유동성 및 상환능력관련 재무지표

구분	2010년	2009년	2008년	2007년	2006년	2005년	2004년
현금비율	0.506	0.629	0.454	0.537	0.471	0.471	0.590
제조업	-	0.168	0.145	0.143	0.280	0.287	0.276
당좌비율	1.033	1.129	0.942	1.032	0.995	1.011	1.087
제조업	-	0.927	0.823	0.887	0.895	0.901	0.849
유동비율	1.157	1.184	0.990	1.102	1.063	1.088	1.171
제조업	-	1.212	1.128	1.198	1.205	1.214	1.170
현금순환주기	2.553	8.812	-12.661	-1.720	22.263	-3.547	-4.431
제조업	-	57.382	59.417	53.380	50.992	49.207	49.673
매출채권회수기간	21.623	36.593	24.817	25.443	45.609	20.780	21.609
제조업	-	57.093	49.170	51.325	50.585	49.922	46.813
재고자산보유기간	10.803	9.295	6.097	7.310	5.939	6.412	6.071
제조업	-	44.251	46.974	43.936	42.297	42.245	44.939
매입채무지급기간	29.873	37.076	43.575	34.473	36.386	30.738	32.111
제조업	-	43.964	36.727	41.881	41.890	42.960	42.079

주 : 각 연도별 감사보고서 제출 기업들의 평균치이며, 2010년 54개사, 2009년 54개사, 2008년 61개사, 2007년 60개사, 2006년 56개사, 2005년 52개사, 2004년 50개사 임.

장기상환능력관련 재무지표에서는 부채관련 비율이 일반 제조기업에 비해 상당히 높게 나타나고 있으며, 이는 선박 확보를 위한 비용이 자기자본이 아닌 타인자본에 의해 이루어지는 해운산업의 특징이 반영되었기 때문이다. 또한 비유동부채와 유동부채의 구성비율면에 있어서도 일반 제조업의 경우 유동부채의 비중이 높게 나타나고 있으나, 국적외항선사의 경우 이와 반대인 비유동부채의 비중이 높은 특징을 보이고 있다.

비유동비율과 비유동장기적합률 또한 선박확보에 대한 거대 투하자본 규모가 반영되어 제조기업보다는 다소 높은 재무구조를 보이고 있으며, 타인자본조달에 의한 이자부담능력은 해운경기의 변동과는 무관하게 일반 제조업보다 높게 나타나, 타인자본비용에 대한 충분한 영업이익을 창출하고 있는 것으로 나타났다.

<표 3-10> 연도별 국적외항선사의 장기상환능력관련 재무지표

구분		2010년	2009년	2008년	2007년	2006년	2005년	2004년
부채 관련 비율	총 부채 /총자산	0.717	0.789	0.730	0.669	0.667	0.687	0.672
	제조업	-	0.523	0.552	0.495	0.497	0.502	0.510
	총부채 /자기자본	2.538	4.559	11.756	2.652	2.910	8.226	2.189
	제조업	-	1.096	1.232	1.071	0.989	1.009	1.042
비유동부채 /유동부채		2.493	2.340	2.395	1.427	1.167	1.204	1.155
	제조업	-	0.445	0.457	0.423	0.435	0.442	0.429
비유동비율		2.3281	3.849	6.824	2.139	2.141	6.660	1.704
	제조업	-	1.177	1.278	1.144	1.158	1.160	1.189
비유동장기적합률		0.959	1.164	0.846	0.862	1.031	1.169	1.116
	제조업	-	0.880	0.922	0.886	0.891	0.886	0.906
이자보상비율		2.015	4.452	11.779	10.085	5.285	5.835	12.860
	제조업	-	4.170	4.158	4.353	4.393	5.254	5.756
차입금/매출액		0.603	1.658	0.487	0.791	0.284	0.373	0.315
	제조업	-	0.253	0.243	0.233	0.199	0.199	0.207

주 : 각 연도별 감사보고서 제출 기업들의 평균치이며, 2010년 54개사, 2009년 54개사, 2008년 61개사, 2007년 60개사, 2006년 56개사, 2005년 52개사, 2004년 50개사 임.

수익성과 관련한 지표에서는 매출액원가율과 순외환손익율을 제외하고는 일반 제조업에 비해 그 변동폭이 높은 특징을 보이고 있다. 총자산 및 자기자본에 대한 이익률에 있어서 호황기에는 제조업에 비해 높은 수치를, 불황기 또는 급격한 경기하락기에는 제조업에 비해 낮은 수치를 보여, 경기변동이 총자산과 자기자본수익률에 미치는 영향이 제조업에 비해 높음을 알 수 있다. 이는 매출액원가율에서 보이는 것과 같이 매출액에 대한 원가 차지 비중이 제조업 보다 높음에 의한 것으로 보인다.

국적선사들의 연도별 평균매출액 규모면에서는 2010년을 제외하고는 해운경기의 변동과 유사한 경향을 보이고 있으나, 평균 당기순이익 면에 있어서는 2007년과 2008년의 호황에도 불구하고 이전 연도들에 비해 큰 차이를 보이고 있지 않다. 이는 2007년 급격하게 호황기로 접어들면서, 추가 선복확보를 위한 자본적지출이 증가하였기 때문으로 보인다.

<표 3-11> 연도별 국적외항선사의 수익성관련 재무지표

(단위 : 백만원)

구분	2010년	2009년	2008년	2007년	2006년	2005년	2004년
평균 매출액	769,744	520,701	1,056,642	663,070	507,470	516,511	521,723
평균 당기순이익	17,672	-52,346	37,303	27,726	20,963	31,818	46,674
ROA	0.026	-0.061	0.036	0.088	0.049	0.049	0.110
제조업	-	0.053	0.029	0.056	0.052	0.063	0.074
ROE	0.094	0.000	0.265	0.341	0.191	-0.146	0.366
제조업	-	0.113	0.061	0.111	0.101	0.129	0.156
매출액 영업이익율	0.062	0.031	0.096	0.074	0.038	0.039	0.058
제조업	-	0.062	0.059	0.059	0.053	0.061	0.076
매출액 순이익율	0.029	-0.032	0.030	0.077	0.054	0.053	0.070
제조업	-	0.049	0.024	0.048	0.045	0.053	0.062
매출액 총이익율	0.097	0.082	0.136	0.127	0.102	0.096	0.119
제조업	-	0.174	0.169	0.178	0.175	0.182	0.197
매출원가율	0.903	0.918	0.864	0.873	0.898	0.904	0.881
제조업	-	0.826	0.831	0.822	0.825	0.818	0.803
순외환 손익대 매출액율	-0.003	-0.015	0.046	0.006	-0.022	-0.007	-0.027
제조업	-	0.002	-0.012	-0.001	0.002	0.003	0.005

주 : 각 연도별 감사보고서 제출 기업들의 평균치이며, 2010년 54개사, 2009년 54개사, 2008년 61개사, 2007년 60개사, 2006년 56개사, 2005년 52개사, 2004년 50개사 임.

생산성 관련 지표에 있어서 또한 수익관련 지표에서와 같이 제조업에 비해 변동폭이 높은 재무구조를 보여주고 있다. 총자본 투자효율을 제외하고는 제조업 대비 낮게 나타나고 있다. 생산성 지표에 있어 선박투자효율의 감소세는 유형자산 중 선박의 증가에 따른 것으로 보인다.

<표 3-12> 연도별 국적외항선사의 생산성 및 성장성관련 재무지표

구분		2010년	2009년	2008년	2007년	2006년	2005년	2004년
생산성 지표	총자본 투자효율	0.616	0.994	1.780	0.971	0.667	1.334	0.469
	제조업	-	0.205	0.222	0.231	0.230	0.246	0.262
	부가가치 /매출액	0.165	0.180	0.169	0.199	0.198	0.197	0.163
	제조업	-	0.220	0.214	0.230	0.223	0.230	0.244
	선박투자 효율	0.256	0.379	0.572	0.568	0.489	0.719	0.731
	제조업	-	0.632	0.657	0.668	0.632	0.652	0.674
성장성 지표	총자산 증가율	1.103	0.980	1.723	1.747	1.272	1.318	1.885
	제조업	-	0.088	0.191	0.135	0.081	0.094	0.080
	유형자산 증가율	1.307	1.007	1.933	1.104	1.496	4.893	10.983
	제조업	-	0.080	0.155	0.049	0.060	0.062	0.048
	유동자산 증가율	1.091	1.040	1.610	1.956	1.242	1.351	1.290
	제조업	-	0.100	0.189	0.143	0.068	0.103	0.104
	자기자본 증가율	0.902	0.927	1.735	1.589	1.795	1.191	1.655
	제조업	-	0.161	0.105	0.141	0.088	0.125	0.145
	매출액 증가율	1.370	0.811	1.759	1.655	1.052	1.160	1.426
	제조업	-	0.022	0.204	0.093	0.063	0.059	0.171

주 : 각 연도별 감사보고서 제출 기업들의 평균치이며, 2010년 54개사, 2009년 54개사, 2008년 61개사, 2007년 60개사, 2006년 56개사, 2005년 52개사, 2004년 50개사 임.

효율성에 대한 지표들은 전반적으로 제조기업보다는 다소 좋은 수치를 보여주고 있다. 비유동자산회전율이 제조업보다 우수한 것은 비유동자산인 선박의 운

항이 직접적으로 매출과 연관됨으로 인해, 매출채권 회전율은 운임에 대한 현금 회수율이 제조업 보다 높은 특징이 반영된 것으로 보인다. 또한 재고자산 회전율의 경우 제조업의 상품이 아닌 선박운항을 위한 연료 및 S/P 등 소모성 자산이 재고자산화 됨으로 인해 제조업보다 높게 나타나는 특징을 보여주고 있다. 총자산 회전율은 제조업보다는 다소 좋은 수치를 보여주고 있으나, 2004년 이후 감소세를 보이고 있다. 이러한 감소세는 전체 국적외항선사의 선복량 증가에 따른 자산의 증가, 즉 선복증가율이 매출액의 증가를 따라가지 못한 것이 주된 원인으로 보인다.

<표 3-13> 연도별 국적외항선사의 효율성관련 재무지표

구분	2010년	2009년	2008년	2007년	2006년	2005년	2004년
비유동자산 회전율	3.38	3.08	5.91	4.82	23.72	6.43	15.77
제조업	-	3.00	3.18	3.08	-	-	-
투자자본회전율	2.32	2.64	17.24	4.00	9.12	5.15	9.48
제조업	-	-	-	-	-	-	-
매출채권회전율	18.57	47.45	41.18	44.20	40.01	36.80	46.70
제조업	-	6.93	7.81	7.46	7.47	7.74	8.02
재고자산회전율	99.44	186.38	174.63	123.07	158.65	176.99	144.42
제조업	-	9.76	10.35	10.76	10.77	10.94	10.82
총자산회전율	1.23	1.20	1.68	1.66	1.77	2.12	2.32
제조업	-	1.07	1.18	1.15	1.17	1.20	1.20

주 : 각 연도별 감사보고서 제출 기업들의 평균치이며, 2010년 54개사, 2009년 54개사, 2008년 61개사, 2007년 60개사, 2006년 56개사, 2005년 52개사, 2004년 50개사 임.

## 第2節 우리나라 海運産業의 經濟的附加價値

본 절에서는 경제적부가가치의 산정체계와 해운산업에로의 적용 시 주의해야 할 사항 등에 대해 살펴보고, 주요 기업들의 경제적부가와 회계이익간의 차이를 알아보려고 한다.

### 1. 經濟的附加價値의 概念

#### 1) 경제적부가가치의 산정체계

경제적부가가치(EVA, economic value added)는 미국의 컨설팅 회사인 Stern Stewart사가 잔여이익(residual income)과 유사한 기업성과측정수단으로 처음 도입한 개념<sup>70)</sup>이며, 회계정보 창출자에 의한 회계정보의 왜곡을 방지하고, 국제 경쟁환경변화에 부응할 수 있는 성과측정수단이 필요하게 됨에 따라 더욱 그 활용성이 증대되었다<sup>71)</sup>.

경제적부가가치는 기업 본연의 영업활동으로부터 창출된 부가가치의 증가 또는 감소분을 의미한다. 여기서 부가가치란 자기자본을 포함한 기업의 자본조달 원로부터 발생하는 자본비용에 대한 기회비용으로써, 타인자본비용과 자기자본비용에 대한 초과 요구수익의 개념이다. 이러한 관점에서 EVA는 타인자본비용에 초점을 둔 기존의 회계이익과는 달리 자기자본비용까지도 기업성과평가에 반영함으로써 주주가치의 극대화라는 궁극적인 목표도 달성하게 해 준다는데 그 의의를 찾아 볼 수 있다.

EVA 산출의 주된 목적은 기업의 영업관련 성과가 자본비용(타인자본비용, 자기자본비용)을 얼마나 초과하는지 분석하고, 이에 따라 경제적 이익에 근거한 기

70) C. P. Brewer, G. Chandra and C. A. Hock, *op. cit.*, 1999, p.4.

71) B. D. Tortella and S. Brusco, "The Economic Value Added(EVA) : An Analysis of Market Reaction", *Advanced in Accounting*, Vol.20, 2003, p.226.

업관리기법 중 하나인 VBM(가치창조경영, Value Based Management)을 실현하는데 있다. 또한, 기업성과평가 목적과 더불어, 기업가치평가 목적으로도 이용될 수 있다. 전자는 기업이 조달한 자본을 바탕으로 얼마나 효율적이고, 효과적으로 자산화 되는지 즉, 본연의 영업활동에 사용되고 있는지를 나타내는 동적인 개념이며, 후자는 일정 시점에서 얼마나 잘 자산화 되었는지를 판단하는 정적인 개념이다. 후자의 관점에서 EVA 계산 시 고려해야 할 주된 항목은 크게 유형자산의 조정, 영업용투하자본 및 타인자본비용의 산출측면에서 살펴볼 수 있다.<sup>72)</sup> 유형자산의 건설가계정은 실제적으로 영업활동에 투입되지 않는 계정과목임으로, 기업성과평가 시에는 고려하지 않고, 기업가치평가 시에만 영업관련 투하자본에 포함시켜야 한다. 영업관련 투하자본 산출에서는 재무상태표가 일정 시점, 즉 결산일을 기준으로 하여 작성됨을 감안하여야 한다. 다시 말해, 기업의 영업활동, 투하자본의 자산화과정 등은 회계의 전 기간에 걸쳐 발생함으로 기업성과평가와 관련한 투하자본계산 시 기말·기초투하자본을 산술평균하여 산출한다. 이와는 반대로 기업가치평가가 목적인 경우에는 일정시점의 기업내재가치를 평가하는 것임으로 기말시점의 재무상태표를 기준으로 영업관련 투하자본을 산출하는 것이 합당하다. 마지막으로 기업성과평가를 위한 타인자본비용은 재무상태표와 포괄손익계산서를 기준으로 도출하며, 기업가치평가가 목적인 경우에는 기업이 유지하고 있는 타인자본비율을 기초로 하여야 한다.

기업성과분석을 위한 EVA의 산출에 있어서 우선시 되어야 할 점은 기존의 회계적 한계성을 극복하고, 자기자본비용 또한 고려한다는 것임에도 불구하고, 회계정보, 즉 재무자료를 기초로 EVA를 계산한다는 것이다. 따라서 회계자료에 있어서 영업, 금융, 투자 부분을 보다 명확히 구분하고, 순수 영업과 관련한 부분만을 EVA계산에 포함하여야 한다. 즉, 회계정보를 회계특성인 보수주의와 발생주의원칙을 실질주의와 현금주의로 전환하고, 영업과 관련한 수익-비용대응의 원칙이 충분히 적용될 때 보다 현실적인 가치를 가지게 된다.

72) 조성훈·윤성호·김태성·정민용, “경제적부가가치를 이용한 국내자동차산업의 기업성과평가”, 『생산성논집』, 제13권, 제2호, 1999, pp.258-259. 재인용.

EVA의 산출방식은 크게 2가지 차원에서 접근이 가능하다. 우선 현금흐름표상의 영업활동으로 인한 현금흐름에 감가상각비와 자기자본비용을 차감하여 계산하는 방식<sup>73)</sup>이다. 이러한 방식은 현금흐름을 기초로 한 것으로 계산이 용이한 장점이 있으나, 현금흐름표 상의 투자활동 부분의 영업관련 유무형자산의 처분에 따른 손익, 영업관련 보증금 등과 같은 기타 사업관련 자산에 대한 부분이 누락될 가능성이 있다. 두 번째 방법은 재무제표 상 영업관련 투하자본을 산출하고, 영업관련 세후영업이익을 조정한 후 타인자본비용과 자기자본비용을 차감하여 산출하는 방식이다. 이에 대한 구체적인 산출방식은 아래와 같다.

EVA의 산출은 재무상태표 상의 금융 및 투자관련 자산을 제외한 순수 세후 순영업이익에서 투자자의 자본비용을 차감하여 산출하며, 금융 및 투자관련 자산은 투자자가 투자 및 보유해야 할 것을 기업이 대리 보유하는 것이므로 기업 가치에 직접적인 영향을 주지 않는 것으로 인식하여 제외된다.<sup>74)</sup> 보다 구체적인 산출체계와 내용<sup>75)</sup>은 아래와 같다.

$$\begin{aligned} \text{EVA} &= \text{NOPLAT} - (\text{IC} \times \text{WACC}) \\ &= (\text{IC} \times \text{ROIC}) - (\text{IC} \times \text{WACC}) \\ &= \text{IC} \times (\text{ROIC} - \text{WACC}) \end{aligned}$$

- NOPLAT : 영업관련 세후순영업이익
- IC : 영업관련 투하자본
- WACC : 가중평균 자본비용
- ROIC : 투하자본수익율

영업관련 세후순영업이익은 포괄손익계산서를 기초로 산출하며, 기업의 순수 영업활동으로 부터 발생한 세전영업이익에서 실효법인세를 고려하여 계산한다. 이는 매출총이익에서 감가상각을 포함한 조정된 판관비 공제 후 기타 영업과 관련된 수익과 비용을 조정하고, 이를 가감 산출한다. 특히, 판관비 중 퇴직급여,

73) 배재학·안기명, 「지식자산에 대한 경영전략적 평가모형 개발」, 집문당, 2001.

74) 이병원, “경제적부가가치의 경영토로서 활용방안”, 「동양대학교 논문집」, 제4권, 제1호, 1998, pp.217-218.

75) 김응한·김명균·이재경, 전계서, 현학사, 2005.

대손상각비 등은 실현금유출액을 기준으로, 무형자산상각 또는 시설이용권상각 등은 상각되지 않는 것으로 처리해야 한다. 또한 영업외 비용과 수익항목 중 기업의 영업활동과 관련된 항목은 이를 구분하여 영업관련 비용과 수익분으로 가감하여 구한다. 영업관련 투하자본은 기업의 순수영업활동에 실질적으로 투하된 자본을 말하며, 재무상태표의 자산항목 중 영업과 관련된 자산에 영업관련 비이자발생부채를 감하여 계산하는 것이 일반적이다. 영업과 관련되지 않은 금융상품, 파생상품 등 투자자산은 제외하며, 대손충당금, 유형자산처분손익 등은 그 특성을 감안하여 환원한다. 가중평균자본비용은 재무관리분야에서 자주 다루어지고 있으며, EVA의 계산에 있어서는 재무상태표와 포괄손익계산서를 기초로 구한다. 구체적인 산정식은 아래와 같다.

$$WACC = (1-t) C_d \frac{B}{S+D} + C_e \frac{S}{S+D}$$

- WACC : 가중평균자본비용
- t : 유효법인세율
- C<sub>d</sub> : 타인자본비용
- C<sub>e</sub> : 자기자본비용
- D : 타인자본
- S : 자기자본

타인자본비용은 기초·기말의 연평균 이자비용에 회계연도 내 발생된 총 이발생부채로 나누어 계산하며, 여기서 연평균 이자비용은 회계연도별 각각 미치는 영향을 고려하여 보다 실질적인 당해 발생이자비용을 도출하기 위해 적용한다. 유효법인세율은 과세표준과 실질납부법인세비용으로 도출하며, 이는 법인세율만큼 타인자본비용에 대한 세금절감효과가 발생함으로 타인자본비용산출에 고려된다. 자기자본비용은 일반적으로 배당성장모형 또는 자본자산결정모형을 통해 도출하거나, 여러 가지 모형을 검토한 후 평균을 이용하기도 한다. 타인자본과 자기자본은 원칙적으로는 시장가치를 기준으로 하여야 한다. 시장가치는 타인자본비용의 경우 실질 부채조달비용으로, 자기자본의 경우 일별 주식의 종가와 일별 발행주식수를 고려하여 가중평균하여 산출한다.

## 2) EVA의 한계점

EVA는 다양한 연구들을 통해 그 유용성이 입증되었지만, 여전히 그 한계성을 가지고 있다. 이러한 한계점들은 회계정보를 가공하여 EVA를 도출한다는 것과 단기적인 측면에서 EVA를 산출함으로써 발생하는 것들이다. EVA의 한계점을 역설한 주요 연구자들의 내용을 요약하면 아래와 같다.

Brewer *et al.*(1999)<sup>76)</sup>은 4가지 관점 즉, Size Differences, Financial Orientation, Short-Term Orientation, Results-Oriented으로 구분하여 제시하였다. ① 상이한 규모는 사업 또는 프로젝트 단위별 차이에 의해 실질적인 효익을 창출할 수 있는 기회가 사라질 수 있음을 의미한다. 이는 동일한 경제적부가가치를 창출하더라도 ROI 측면에서의 경제적 효익이 다르게 나타날 때 발생할 수 있다. ② EVA는 결국 회계정보를 통해 산출되는 것이므로 회계적 한계성을 그대로 지내게 된다는 의미이다. ③ EVA는 회계기간 또는 단기적인 관점에서 접근하게 됨으로 그 한계성을 벗어나지 못한다. 즉, EVA 측정기간, 즉 회계기간 내 발생성과에 치중할 가능성이 있다. ④ 재무적인 측면만을 강조하게 됨으로써 비재무적인 측면을 소홀히 하는 결과를 초래할 수 있다.

Keys *et al.*(2001)<sup>77)</sup>은 EVA에 대한 한계점으로 크게 8가지를 제시하고 있다. ① 일반적으로 자본에 전가된 비용은 타인자본비용을 상회함으로써, 기업이 자본 조달 시 타인자본에 의존할 가능성이 높고, 이는 결국 자본대비 부채비율(debit to equity ratio)을 증가시킬 것이다. 이에 대한 보완책으로 회계정보 상의 실질 WACC가 아닌 기업이 계획한 WACC를 고려해야 한다지만, 이럴 경우 해당 기업의 정확한 EVA 측정에 또한 오류가 발생하게 될 것이다. ② EVA를 증가시킬 목적으로 잠재 수익성(return)이 높은 사업에 투자될 가능성을 높일 것이다. 이는 높은 위험을 가진 사업일지라도 그 수익성면만을 고려하여 기업이 처하게 될 위험성을 고려하지 않게 되는 결과를 유발할 것이다. ③ 산정이 너무 복잡함

76) P. C. Brewer, G. Chandra and C. A. Hock, *op. cit.* 1999, pp4-11.

77) D. E. Keys, M. Azamhuzjaev and J. Mackey, "Economic Value Added : A Critical Analysis", *Journal of Corporate Accounting & Finance*, Vol.12, No.2, 2001, pp.65-71.

으로 인해 이해 대한 추가적인 노력이 필요할 것이다. ④ 일반적인 회계정보를 바탕으로 함으로써 자의성(manipulate)이 너무 높다. ⑤ 단기적인 차원에서 EVA를 다룸으로써 장기적인 관점에서의 접근이 용이하지 않고, 직원훈련 등과 같은 장기관점에서 접근이 필요한 부분을 소홀히 할 수 있는 결과를 초래할 것이다. ⑥ EVA는 단일 측정수단으로 기업이 가지고 있는 경쟁상황과 같은 그 환경을 반영하지 못하고 있다. ⑦ EVA는 현금흐름을 고려하지 않음으로 실질적으로 경제적부가가치란 용어의 선정에 있어서 그 한계점을 지닌다. ⑧ EVA는 현금흐름이나 현금흐름의 시간적 가치를 반영하지 않음으로 인해 자본의 편성에는 적합하지 않다.

## 2. 海運産業에 經濟的附加價值適用시 注意해야 할 事項

EVA와 관련한 기존 연구들은 그 대상을 산업전체로 하여 산업별 EVA의 특성을 비교분석하고, EVA의 유용성을 검증하는 데 중점을 두었다. 결국 이러한 연구들은 EVA의 산정에 있어서 산업적 특성이 반영되지 않는다는 한계점을 지니게 된다. 따라서 국적외항선사의 주요 회계처리방식과 이에 따른 EVA산정 시 고려해야 할 주된 사항들을 살펴보고, 보다 실질에 가까운 국적외항선사들의 EVA를 도출할 수 있는 방향을 제시하고자 한다.

해운산업은 운수창고업종으로 분류되는 서비스업이긴 하지만, 여타의 서비스업종과는 다소 다른 특성을 지니고 있다. 이러한 특성 중 EVA와 관련한 주된 고려 사항은 크게, 영업활동의 수단인 선박의 확보와 운용, 영업활동의 국제성에서 찾아 볼 수 있다. 국적외항선사에서 선박은 총 자산 대비 약 58%(78)의 비중을 차지할 만큼 주요한 유형자산 중의 하나이며, 외화의 비중 면에 있어서는 자산대비 외화부채 약 49%, 외화자산 약 8%, 총 부채대비 외화부채 약 67%(79)로

78) 거래소 시장에 등록된 6개 국적외항선사의 8개년(2001년 - 2008년)간 평균수치이며, 산정식은 '선박의 장부가액 ÷ 총 자산'임. 비거래소시장 업체의 영업관련 활동 즉, 운송서비스에 대한 비중은 거래소 등록 업체보다 높을 것이므로, 업종 전체의 평균은 더 높을 것임.

상당이 높은 편이다. 따라서 이러한 특징에 대한 회계적 처리방식이 EVA의 계산과정에 미치는 영향은 매우 높다 할 수 있다.

국적외항선사에 있어서 선박에 대한 투자는 거대자본을 필요로 한다. 결국 이는 타인자본에 대한 의존도를 높여 재무건전성에 영향을 미칠 뿐만 아니라, EVA관점에서는 투하자본비중을 높여 단기적으로 EVA를 과소평가할 수 있다. 일반적으로 자사선 확보이외에 영업관련 선박의 확보 형태는 운용리스를 통한 용선, 공동운항, 공동배선과 같은 선박의 공동활용<sup>80)</sup> 등이 있다. 이에 따라 EVA 산정 시 고려되어야 할 주된 사항은 투하자본을 어떤 관점에서 접근할 것이냐 하는 것이다.

국적외항선사에 있어서 운용리스는 대부분 선박에 집중되어 있으며, 그 외에는 컨테이너 또는 주요 장비 등에서 나타나고 있다. 자산의 진부화를 방지하거나, 법인세 절감효과를 위한 목적인 운용리스는 금융리스와는 반대로, 현행 회계기준상 회계상의 처리가 불필요 하며, 재무상태표 상에 자산화 할 필요성은 없다. 이러한 운용리스가 EVA의 산정에 있어서는 실질적인 영업활동과 관련성이 있다면, 해당 선박 또는 컨테이너 등을 자산화 해야 한다. 이를 위해 리스 대상의 최초 장부가액과 할인율을 기초로 자산가치를 확정하고, 감가상각 후 영업관련 투하자본에 포함시켜야 한다. 또한 회계상 비용 처리된 부분이 있다면 이를 조정하여야 한다.

항해 또는 기간용선의 경우, 고려 할 점은 용선에 따른 용선료와 운항비가 회계적으로 비용처리 된다는 것이다. 회계관점에서 보면 이는 수익-비용 대응의 원칙이 적용된 것이라 볼 수 있지만, EVA의 관점에서 보면 용선료를 투하자본에 볼 것이냐, 비용으로 볼 것이냐 하는 문제점이 발생한다. 단순히 비용으로 인식할 경우, 용선관련 운항채산성에 미치는 영향은 동일<sup>81)</sup>하다고 볼 수 있다. 하

79) 거래소 시장에 등록된 6개 국적외항선사의 8개년(2001년 - 2008년)간 평균수치임.

80) 선박의 공동활용은 국적외항선사에 있어서 이익창출의 주요한 수단으로 자리매김하고 있으며, 그 비중 또한 높은 편임.

81) 용선에 의한 영업이익은 결국 용선료와 운항비용을 포함한 비용을 차감한 것임.

지만 EVA관점에서는 투하자본을 과소 계상하는 결과를 초래하여 결국 영업이익과 ROIC를 과대평가하게 된다. 따라서 항해 또는 기간용선에 있어서는 용선료를 영업관련 투하자본에 포함시키고, 실질적으로 발생하는 운항관련 비용만을 영업관련 비용으로 인식하는 것이 합당하다.

선복의 공동활용에 있어서는 다소 복잡한 계산과정이 필요로 하게 된다. 외부로 제공된 선복에 대한 부분을 투하자본으로 인식하고, 외부 선복을 활용하는데 드는 비용만을 비용으로 인식할 수도 있다. 하지만, 실무적으로는 비용부분에 대한 인식보다는 이를 통해 창출된 이익을 기준으로 상호 정산하는 것이 일반적이며, 외부로 제공된 선복에 대한 가치와 외부 선복활용에 대한 비용을 구체화하기에는 한계점이 존재한다. 따라서 EVA의 계산에 있어서는 공동으로 이용하는 선복량에 대한 부분이 상호간의 영업력에 대한 부족분으로 인식하여 외부선복에 따른 이익이 감가상각을 포함한 내부선복의 운항비와 투하자본과 상호 연계된 것으로 보는 것이 합당할 것이다. 즉, 외부선복에 의해 운송된 화물을 내부선복에 의해 운송된 화물로 인식하여 계산하는 것이 보다 현실적인 것이라 볼 수 있다.

국적외항선사는 국외로 화물을 운송하거나, 이에 수반되는 활동을 통해 수익을 창출하고, 주요 영업수단인 선박확보를 위한 자금은 대부분 국외의 선박금융을 통해 조달하는 것이 일반적이다. 이는 영업과 관련된 수익과 비용, 외부 자금 조달에 대한 외화비율이 높음을 의미하고, 결국 환율의 변동에 따른 재무상태의 변동 폭 또한 증가함을 의미한다. 일반적으로 국적외항선사의 외화자산과 부채에 대한 회계처리는 화폐성 자산과 부채의 경우 회계결산일 외화 매매기준율을, 비화폐성 자산과 부채는 자산을 취득하고, 부채를 부담하는 당시의 환율을 적용한다. 특히 국외 자본을 통한 선박의 확보에 있어서 선박의 가치 즉, 장부가치는 인도 당시의 환율이 반영되는 반면, 장기미지급계정에 포함된 차입금은 회계결산일의 표준환율이 적용됨으로써 환율의 변동에 따라 외화환산손익에 미치는 영향이 높은 편이다.

2008년 이후 시행중인 ‘기업회계기준 제69호의 2’ 규정에 따라 기능통화제도<sup>82)</sup>와 향후 외화위험에 대한 위험회피수단으로의 금융상품을 보유할 수 있게 될 경우 환율변동에 따른 영향을 다소나마 반영할 수 있는 계기가 마련되게 되었다. 하지만, 여전히 높은 외화자산과 부채의 비중은 EVA의 산정에 있어서 주요한 요인으로 작용될 것이 예상된다. 국적외향선사에 있어서 외화자산은 크게 매출채권, 장·단기 대여금, 현금및현금성자산, 미수금, 금융상품이 주류를 이루고 있으며, 실질적으로는 매출채권에 대한 비중이 상당히 높은 편이다. 외화부채의 경우는 장기미지급금, 유동성장기부채, 매입채무, 단기차입금 등의 순으로 높은 편이며, BBCHP 등에 대한 활동이 없는 기업의 경우, 단기차입금 또는 매입채무 등이 높은 비중을 차지하고 있다.

EVA의 산정에 있어서 이러한 특성을 고려할 경우 주요한 이슈는 이들 외화자산과 부채에 대한 항목 중에서 영업과 관련된 부분을 구분하는 것이다. 외화자산과 외화부채 중 영업과 관련된 외환차손익 또는 외화환산손익은 영업관련 손익으로 간주하여, 영업관련 이익에서 조정하여야 한다. 특히 외화부채의 경우 장기미지급금에 BBCHP 용선료 등과 관련된 항목이 포함된 점을 감안하여 외화환산손익을 재조정하여야 한다. 실제적인 EVA의 계산에 있어서는 재무제표상의 외화환산손익 또는 차손익에 대한 구성이 외화자산 또는 부채 중 어느 부분에 의한 것인지 구분이 명확하지 않음으로, ‘외환손익을 포함한 세후순영업이익 - 재무제표가액기준 투하자본 X 환율불반영 가중평균자본비용’<sup>83)</sup>의 형태로 환율변동을 고려한다.

그 외 고려해야 할 사항은 유형자산에 대한 감가상각이다. 실질적으로 감가상각은 그 처리방식에 따라 다소 차이가 있지만, 초기의 자본비용이 높게 계상되어 EVA가 다소 저평가 되는 경향이 있다. 따라서 세후순영업이익의 변동과

82) 2008년 이후 한진해운, 현대상선, 대한해운, STX펜오션이 도입하여 운용 중에 있으며, 이는 회계기간 중에 발생한 회계거래를 기능통화(US dollar)로 인식하고, 회계말에 표시통화(원화)로 환산하는 제도임.

83) 김응한·김명균·이재경, *전계서*, 현학사, 2005.

투자자본의 적정성을 반영할 수 있는 감채기금법(sinking-fund depreciation method)에 의해 감가상각비를 재조정하여야한다<sup>84</sup>). 하지만 국적외항선사에 유형 자산의 대부분을 차지하고 있는 선박의 경우, 운용형태와 기간, 자본조달비용 및 할인을 등이 상당히 복잡하고, 다양하기 때문에 현실적으로 감채기금법을 적용하기에는 그 한계점이 존재한다. 그러나 실무적인 관점에서 개별 선박별 투자 의사결정이나 운용형태 결정에 있어서는 감채기금법을 적용하여 산출하고 평가 하는 것이 합당하다 할 수 있다.

또한 여타 산업과는 달리 선박의 운항에 따른 선박별 수익과 비용 즉, 투자자본 및 영업관련 이익의 발생이 일반적인 회계기간에 걸쳐 발생하고 있지 않은 점을 감안하여, 실무적인 EVA의 계산에서는 이를 충분히 고려하여야 한다. 다시 말해, 각각의 선박별 영업관련 투자자본과 영업이익이 전체 투자자본과 영업이익에 많은 영향을 미치고 있음에도 불구하고, 한 회계기간 안에 발생하지 않음에 따라 영업관련 투자자본 또는 이익이 이월되는 특성을 가지게 될 수도 있다. 따라서 보다 현실적인 EVA를 산출하기 위해서는 적정 기준에 의거 기간배분하는 방법을 적용하여야 한다.

### 3. 우리나라 國籍外航船社의 經濟的附加價値

국적외항선사들의 EVA를 계산하기 위하여 앞서 언급된 산업적 특성이 최대한 반영될 수 있도록 계정들을 조정하였으며, 이에 대한 내용을 살펴보면 아래와 같다.

#### 1) EVA의 산정체계

EVA는 영업관련 세후순영업이익(NOPLT), 영업관련 투자자본(IC)와 WACC로 구성되어 있으며, 앞서 제시된 국적외항선사의 회계적 특성에 따라 EVA산정

84) 김응한·김명균·이재경, *전계서*, 현학사, 2005. pp.96-100.

시 고려되어야 할 주된 요인들이 최대한 반영되도록 하였다. 주요 수정내용 및 세부 산출 내용은 아래와 같다.

① 감가상각 : 감가상각은 감채기금법에 의하여 산출하여야 하나 회계자료 상의 한계로 회계장부자료를 그대로 사용하였다. 업에 있어서 감가상법은 정액법과 정률법을 병행하고 있으며, 내용 연수 또한 영업관련 직접자산(선박 등) 20년-25년, 그 외 건물 등은 30년-40년으로 추정하여 사용하고 있다.

② 대손충당금 : 실제 발생 대손만을 NOPLT에 비용으로 처리하고, IC에는 대손충당금 차감 전 총액을 가산하였다. 이를 통해 대손충당금 설정의 자의성을 최대한 배제하였다.

③ 퇴직급여충당금 : 이는 유사자기자본으로 인식하여 IC에 포함하였으며, NOPLT에서는 현금흐름표상의 발생액을 기준으로 차감하였다. 또한 퇴직보험에 지급 및 국민연금전환금은 IC에서 제외하였다.

④ 유형자산 처분손익 : 유형자산의 처분에 따른 영향을 최소화하기 위해 처분손실의 경우 IC에 가산하고, 처분이익의 경우 IC에서 감하였다.

⑤ 건설중인 자산 : 일반적으로 건설 중인 자산은 경제적 효익창출 측면에서 EVA산정 시 배제된다. 국적외항선사에 있어서 또한 그 형태에 따라 선박이 인도되기 이전에 지급된 관련 비용은 건설중인 자산에, 향후 지급하게 될 비용은 장기미지급금에 계상하고 있다. 따라서 EVA의 산정에 있어서 본 계정 또한 제외하였다.

⑥ 리스관련 : 금융리스자산은 별도 조정을 하지 않았으며, 운용리스 자산은 그 용도가 명확한 경우에 한해 금융리스의 형태로 전환하였다. 국적외항선사에 있어 운용리스는 대부분 선박과 컨테이너 등에 집중되어 있는 특징이 있다.

⑦ 외화관련 자산 및 부채 : 외환환산이익은 그 대상의 실질가치를 반영할 수 있도록 하기 위해 환산이익인 경우에는 IC자본에서 감하고, 환산손실인 경우에는 IC에서 차감하였다. 외환차손인은 유형자산의 처분손익과 같이 별도의 처리

과정을 거치지 않았다.

⑧ 기타 : 일반적으로 영업과 관련성 구분이 명확하지 않은 항목(현금및현금성자산, 선급금, 미수금, 미수수익 등)들은 영업과 관련성이 있는 것으로 하여 IC와 NOPAT에 가감하였다.

세후순영업이익은 ‘매출총이익 - 수정 판관비(실 발생 퇴직급여 및 대손상각) + 영업외 수익항목 조정(영업관련 이자수익, 무형자산 상각액 등) - 영업외 비용항목 조정(영업관련 이자비용, 기부금, 매출채권매각손실 등)의 형태로 도출하였다. 또한, 실효법인세율은 공시회계정보를 바탕으로 과세표준과 실법인세 부담액을 기준으로, 과세표준 등에 대한 자료가 미비할 경우에는 세전순이익과 실법인세 부담액을 기준으로 산출하였다. 또한 손익계산서를 기준으로 도출된 유효법인세율이 최저세율 이하일 경우 최저세율을 적용하는 것이 합당하나, 톤세제도의 도입에 따른 법인세율 감면효과를 감안하여 음(-)의 값을 가지지 않는 한 그대로 적용하였으며, 최고세율 이상일 경우에는 최고세율을 적용하여 자료에 포함된 극단적인 값을 최소화<sup>85)</sup> 하였다. 아울러, 세후순영업이익이 음(-)인 경우와 외국법인에 대한 법인세 부담만 발생한 경우 또한 톤세제도 효과를 고려하여 법인세 비용이 없는 것으로 처리하였다.

영업활동에 투하된 자본은 금융 및 투자관련 자산을 제외한 영업관련 자산<sup>86)</sup>에 건설중인 자산과 유형자산 처분손익을 고려한 유형자산 및 무형자산, 기타 사업관련 자산을 합산 후 비이자발생부채<sup>87)</sup>를 차감하여 구하였다.

가중평균자본비용은 아래와 같은 산정체계로 구성하였으며, 타인자본비용은

85) 김홍식·김현철, “EVA와 대체적인 성과측정치의 정보내용 비교”, 「관리회계연구」, 제3권, 제2호, 2003, pp.119-153.

86) 현금성 자산, (외화)매출채권, 단기대여금, 미수금, 영업미수금, 미수수익, 선급금, 선박선급금, 선급비용, 선급법인세, 대리점, 선박대리점, 대리점(외화)미수금, 임직원단기채권, 선용금, 선주선급금, 재고자산, 선화주대급금, 선박대여미수금, 유형자산, 무형자산, 영업관련 보증금, 정기성매출채권, 장기선급비용, 장기선급리스자산, 장기대여금, 단체선원보험예치금 등.

87) 매입채무, 외화매입채무, 선수수익, 미지급금, 영업 및 운항미지급금, 대리점(외화)미지급금, 예수금, 선수금, 수탁대리점, 미지급비용, 외화미지급비용, 미지급법인세, 유동성장기미지급금, 리스미지급금 등.

장부가치를 기준으로 연평균 이자비용을 총 이자발생부채로 나누어 산출하는 것이 일반적이다. 하지만, 선박건조, 용선 등과 같은 선박조달에 따른 장기부채비율이 높음에 따라 재무제표를 통한 이자비용 산출의 실효성이 낮음을 감안하여 당해 실질 대출금리를 모든 기업에 일괄 적용<sup>88)</sup>하는 방식으로 산정하였다. 또한 타인자본 총액은 당해 이자발생부채의 규모로, 자기자본 총액은 거래소 등록 기업은 시장가치<sup>89)</sup>로, 미등록 기업은 장부가치를 기준으로 하였다. 특히 총 이자발생부채 항목 중 장기미지급금의 경우 선박의 확보와 운용형태에 따라 기 포함된 용선료를 차감한 후 적용하였으며, 회계적 자료의 미비로 확인이 불가능하거나, 불확실한 경우에는 차감하지 않았다.

$$WACC = \text{자기자본비용} \times \frac{\text{자기자본}}{\text{부채} + \text{자본}} + \text{타인자본비용} \times \frac{\text{타인자본}}{\text{부채} + \text{자본}}$$

자기자본비용은 CAPM모형을 적용하여 도출하였다. 여기서 무위험이자율은 국고채 3년물<sup>90)</sup>의 유통수익률을, 시장위험프리미엄은 측정기간과 무위험이자율 대응치에 따라 다양하게 나타나고 있으므로, 기존 연구들 바탕으로 한 평균치<sup>91)</sup> 5.06%를 적용하였다. 각 기업별 체계적 위험인  $\beta$ 값은 김명균 등(2003)의 연구에서 사용된 산출방식을 적용하여 도출하였다. 산출방식은 2001년-2010년 사이의 일별 종합주가수익율과 개별기업 주가수익률을 바탕으로 과거 3년간 자료를 이용하여 도출하였다. 또한 도출된 개별  $\beta$ 값은 3년 시간가중 이동평균함으로써 개별연도의 예측치 못한 변동을 최소화하였다. 비상장기업의  $\beta$ 값은 아래와 같은

88) 타인자본비용은 당해 기업이 금융권으로부터 부채 이용 시 발생하는 이자비용을 의미함으로, 국적외항선사와 같이 전기 장기부채들에 대한 이자비용이 당해에 누적되어 있을 경우, 그해 실질 이자비용을 재무제표를 통해 산출하게 되면, 해당 기업의 당해 실질 이자비용을 왜곡하게 될 가능성이 존재하게 됨. 따라서 당해 일반 기업 운용자금 대출금리를 공통으로 적용하는 것이 보다 합리적임.

89) 일별 시장가치(발행주식 수 X 일별 증가)를 연간 평균하여 도출함.

90) 김응환(1998)의 연구 등에서는 발행역사가 가장 긴 국민주택채권(5년)을 이용하기도 함.

91) 강민우(2008)은 1987년-2008년 3월 간 5.43%, 2001년-2008년 3월 간 6.38%, 김인수·홍정훈(2008) 1980년-2004년 1.4%(CD유통수익률), 김인수(2006) 1980년-2004년 간 5.32%(정기예금금리), 1.4%(CD유통수익률), 3.96%(정기예금 및 CD유통수익률), 엄성환(2004) 1980년-2002년 15.5%(배당성장모형), 이한득(2002) 1985년-2001년 5.8%(국고채금리), 박종원 외(2001), 1975년-1999년 2.12%, 김응환 외(1998) 1985년-1996년 3.3%(국민주택).

방법으로 도출하여 이용하였으며, 그 과정은 아래와 같다.

① 운수창고업종<sup>92)</sup>  $\beta$ 값 도출 :  $R_t = \alpha + \beta R_{mt} + \varepsilon_t$  ( $R_t$  : 운수창고업종 지수,  $R_{mt}$  : 종합주가수익률)

② 순수 자기자본인 기업의  $\beta$ 값 추정 : 
$$\beta_u = \frac{\beta_{\text{운수창고업종}}}{1 + \frac{D_{\text{운수창고업}}}{E_{\text{운수창고업}}}(1-t)}$$

③ 비상장기업의  $\beta$ 값 추정 :  $\beta_{\text{해당기업}} = \beta_u [1 + \frac{D_{\text{해당기업}}}{E_{\text{해당기업}}}(1-t)]$  (D : 부채총액, E : 자본총액, t : 법인세율)

아울러 국적외항선사의 EVA를 도출함에 있어서 회계정보의 한계로 인하여 본 산출과정에 반영되지 못한 요인들을 요약하면 아래와 같으며, 이는 보다 실무적인 차원에서의 접근이 필요로 한다.

① 유형자산의 감가상각<sup>93)</sup> : 일반적인 감가상각법(정액법 또는 정률법)은 유형자산 투입초기의 자본비용을 과대계상하게 되며, 이는 결국 유형자산의 내용연수의 경과에 따라 EVA가 과소평가되는 결과를 가져온다.

② 운용리스자산(선박)의 처리 : 회계처리가 불필요한 운용리스에 대한 내용이 반영되지 못함으로써, IC와 NOPLT에 있어 보다 명확한 수치가 반영되지 못하였다. 즉, 운용리스에 대한 이익이 NOPLT에 포함되었음에도 불구하고, IC에는 포함되지 않은 결과를 초래하였다. 업종의 특성상, 선박과 관련한 운용리스가 많은 점을 감안한다면, 향후 이를 충분히 고려하여 반영할 필요성이 있다.

③ 외화 및 재고자산관련 : 기능통화가 US dollar로 지정될 만큼, 외화의 비중이 높고, 유류 등의 재고자산에 대한 환율변동이 미치는 영향이 복잡적임에도 불구하고, 이를 충분히 고려하지 못하였다.

92) 비상장기업의 베타값은 유사기업과 비교하여 도출하는 것이 일반적이나, 해운산업의 경우 상장기업의 수가 적고, 자산, 매출액, 선대규모 등의 측면에서 비상장기업과 비교하기에는 한계성이 내재되어 있음. 따라서 국적외항선사가 속해 있는 운수창고업종의 베타값인 업종의 고유한 값을 적용하여 도출함.

93) 김응한·김명균·이재경, 전계서, 현학사, 2005, pp.96-100.

④ 기타 : 영업자산으로 구분이 불명확한 자산에 대한 IC처리, 재고자산에 대한 평가, 자기자본비용 산출의 한계 등 또한 보다 정확한 EVA에 부정적인 요소로 작용이 예상된다.

## 2) 국적외항선사의 EVA

<표 3-14>은 2004년 이후 우리나라 국적외항선사들의 경제적부가가치에 대한 기술통계량을 주고 있다. EVA 산출방식에 따른 차이에서는 대상 기업 총 EVA와 평균 EVA에서 연도별 규모적인 차이를 두고 있으나, 정(+)의 EVA를 보이고 있는 국적선사의 수에 있어서는 EVA(나)<sup>94</sup>방식이 더 많은 것으로 나타났다. 이는 EVA(가)<sup>95</sup>방식이 EVA(나)방식에서 고려되지 않은 손익계산서 상의 투자활동 부분 중 일부 항목을 기타 사업용 자산으로 처리하고, 유무형자산의 처분에 따른 비용과 수익을 고려하였기 때문으로 보인다.

또한 2007년 해운경기가 급상승함에 따라 당기순이익을 포함한 EVA가 전년 대비 상승한 것으로 나타났다. 하지만, 정(+)의 가치를 보여준 기업의 수는 당기순이익을 제외하고는 많지 않게 나타나고 있으며, 이는 경기가 회복되더라도 일정 기간 동안 유타선복에 대한 활용도 증가하여 당기순이익은 개선되었으나, 초과이익은 충분히 달성하지 못함에 따른 것으로 보인다. 2004년 대비 2007년도에는 해운경기지수가 약 64% 상승하였음에도 충분한 이익을 창출하지 못하였는데, 이는 이전 연도의 해운경기에 부합된 수익창출 구조가 2007년도의 급격한 경기회복을 따라가지 못했기 때문으로 보인다. 2009년에는 해운경기가 2006년 수준으로 하락하였음에도 2006년 수준의 수익을 창출하지 못하였는데, 이는 2007년과 2008년 이어진 호황에 의해 투하된 자본이 2009년 수익창출구조에 반영되었기 때문으로 보인다.

94) EVA(나) = 영업관련 현금흐름 - 유무형자산의 감가상각액 - 자본비용

95) EVA(가) = 영업관련 세후영업이익 - (투하자본 x 가중평균자본비용)

<표 3-14> 연도별 국적외항선사의 경제적부가가치에 대한 기술통계치

(단위 : 백만원)

구분	2010	2009	2008	2007	2006	2005	2004	
EVA (가)	합계	-6,544	-1,323,173	2,151,044	602,211	15,510	1,270,251	1,498,137
	평균	-121	-24,503	35,263	10,037	277	24,428	29,963
	표준편차	33,713	125,902	101,453	53,582	31,208	76,334	84,837
	최대	126,489	123,540	501,292	273,910	133,853	390,468	432,117
	중앙값	-966	813	3,391	-462	818	189	1,305
	최소	-157,985	-662,583	-59,160	-101,739	-113,227	-17,116	-15,846
	(+) EVA	23	31	45	28	35	28	37
	(-) EVA	31	23	16	32	21	24	13
EVA (나)	합계	866,157	-654,923	-2,601,964	526,269	180,500	900,442	2,620,056
	평균	16,040	-12,128	-42,655	8,771	3,223	17,316	52,401
	표준편차	49,323	129,939	577,168	49,413	26,379	58,825	166,621
	최대	259,200	294,114	344,425	219,602	90,088	263,019	853,848
	중앙값	4,804	804	8,132	3,037	1,541	1,769	4,523
	최소	-55,701	-714,736	-4,480,431	-167,800	-90,394	-96,467	-5,138
	(+) EVA	41	30	50	45	36	31	47
	(-) EVA	13	24	11	15	20	21	3
당기 순이익	합계	954,276	-2,826,676	2,275,486	1,663,538	1,173,951	1,654,519	2,333,675
	평균	17,672	-52,346	37,303	27,726	20,963	31,818	46,674
	표준편차	80,550	183,937	131,847	77,894	67,048	91,296	120,783
	최대	439,811	106,184	676,931	433,560	460,306	482,843	645,707
	중앙값	3,479	2,057	4,192	4,459	2,487	2,571	3,273
	최소	-148,851	-819,706	-163,512	-37,577	-6,769	-12,948	-1,467
	(+) 당기순이익	41	35	48	55	47	43	48
	(-) 당기순이익	13	19	13	5	9	9	2

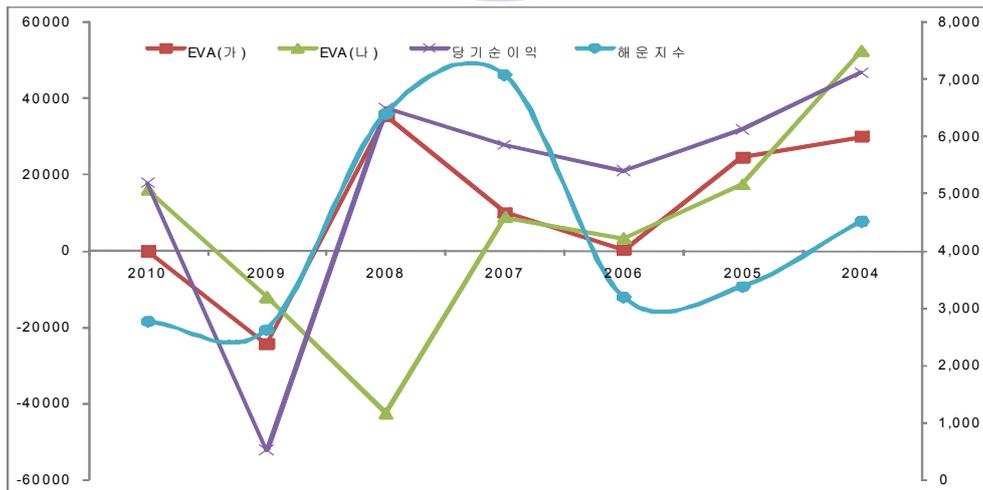
주. 1. EVA(가) = 영업관련 세후영업이익 - (투하자본 x 가중평균자본비용).

2. EVA(나) = 영업관련 현금흐름 - 유무형자산의 감가상각액 - 자본비용.

3. 평균은 각 연도별 샘플기업들의 평균적인 수치를 의미함.

<그림 3-1>은 각 연도별 국적외항선사의 평균 EVA와 당기순이익의 변화를 보여주고 있다. 회계이익인 당기순이익과 EVA(가)는 각 연도별 유사한 경향을 보이고 있으나, EVA(나)와 당기순이익은 2008년도 들어 많은 차이를 보이고 있다. 이는 2007년 해운경기가 급격한 호황기를 맞이함에 따라 선박확보를 위한 지출이 증가하였고, 이로 인해 현금흐름을 기초로 계산되는 EVA(나)의 규모가 다른 지표보다 낮게 나타나게 된 것으로 보인다. 또한 2004년과 2007년 및 2008년 사이 해운경기의 지수가 2004년 대비 약 56%이상 차이를 보이고 있음에도 EVA(가) 및 당기순이익이 비슷한 수준을 유지한 것은 비록 경기가 회복되더라도 수익창출을 위한 선박을 확보함에 있어 장기간이 필요함에 따른 것으로 보인다. 즉, 해상물동량이 늘어나 수익을 창출할 수 있는 기회가 증가하였음에도 이를 운송할 수 있는 선박이 확보되기까지 소요되는 시간적 갭에 의한 것으로 보인다. 아울러 2009년도의 당기순이익 및 각 지표들의 급격한 하락은 2007년 및 2008년 간 지속된 호황이 선박량의 증가를 유발시켰고, 이는 결국 2009년 해운경기의 하락과 더불어 2008년 수준의 경기에 부합된 선박량이 유휴 선박의 증가를 유발시킴으로 인해 발생한 것으로 보인다.

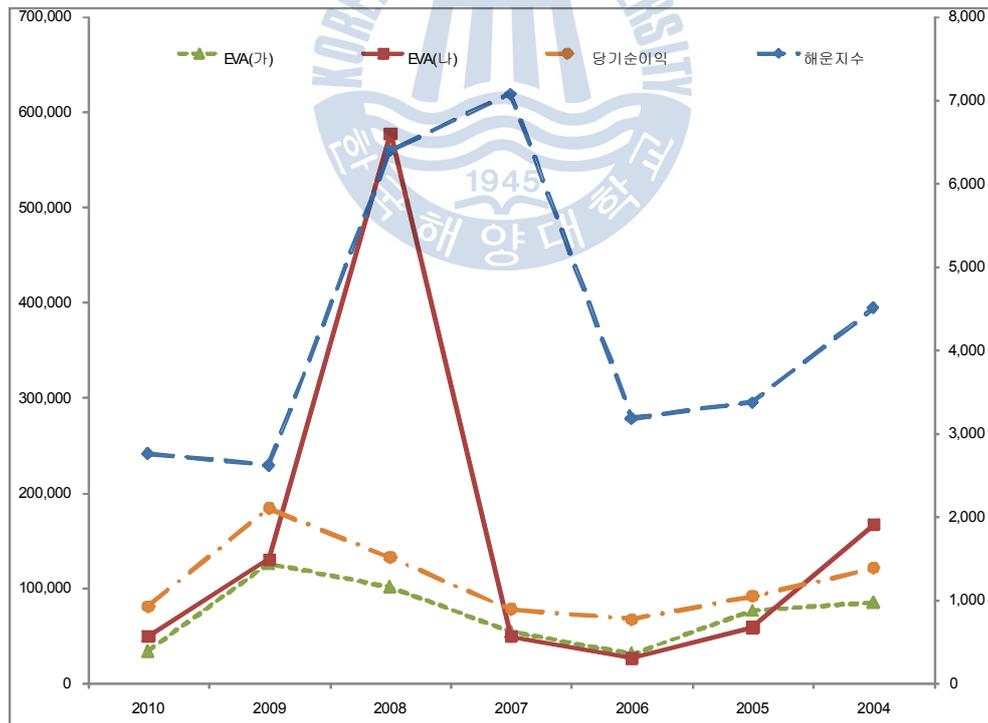
<그림 3-1> 연도별 국적외항선사의 기업 평균 EVA와 당기순이익의 변화  
(단위 : 백만원, 연)



<그림 3-2>는 연도별 외항선사의 EVA와 당기순이익과의 표준편차를 보여주고 있다. 표준편차 규모면에서 있어서는 EVA(가)가 가장 낮고, 다음이 당기순이익, EVA(나)순으로 높게 나타났다. 또한 EVA(가)와 당기순이익에 대한 편차의 변화는 연도별 유사한 경향을 보이고 있으나, EVA(나)에 대한 편차는 이와 다른 형태를 보이고 있는데, 이 또한 EVA(나)가 현금흐름을 기준으로 계산되는 특성, 즉 영업관련 현금흐름의 지출에 영향을 더 많이 받아 나타난 것으로 보인다. 특히 해운경기가 급격히 하락한 시기인 2009년과 해운경기 급격하게 증가한 시기에 기업별 EVA와 당기순이익의 편차가 많이 나타나고 있는 특징이 있다. 또한 하락의 경우는 당해 연도에, 상승한 경우에는 1년 정도의 시기 경과 후 편차가 발생하는 양상을 보이고 있다.

<그림 3-2> 연도별 국적외항선사의 기업 평균 EVA와 당기순이익의 표준편차규모 변화

(단위 : 백만원, 연)



EVA와 당기순이익, 수익률 창출 면에 있어 단순규모를 비교해 보면 <표 3-15>와 같다. 창출된 이익 및 가치측면에 있어서는 EVA(나)에 의한 가치가 EVA(가)보다는 회계이익과 더 많은 차이를 보이는 경향이 있으며, 투자자본에 대한 단위당 창출 가치측면에 있어서는 회계정보를 기준으로 한 총자산 수익률이 영업관련 활동으로 창출된 단위 투자자본에 의해 창출된 가치보다 더 낮게 나타나고 있다.

<표 3-15> 연도별 국적외항선사의 경제적부가가치와 회계이익간의 차이

(단위 : 백만원, %)

구분		2010	2009	2008	2007	2006	2005	2004
창출 이익 및 가치	당기순이익 평균	17,672	-52,346	37,303	27,726	20,963	31,818	46,674
	EVA(가) 평균	-121	-24,503	35,263	10,037	277	24,428	29,963
	차이	17,793	-27,843	2,040	17,689	20,686	7,390	16,711
	EVA(나) 평균	16,040	-12,128	-42,655	8,771	3,223	17,316	52,401
	차이	1,632	-40,218	79,958	18,955	17,740	14,502	-5,727
	투자 자본 수익률 96)	총자산 수익률	2.6	-7.9	5.5	5.9	5.1	8.4
ROIC	6.9	-2.3	21.7	13.1	8.7	25.9	28.9	
차이	-4.3	-5.6	-16.2	-7.2	-3.6	-17.5	-16.3	

96) 회계 장부상 투자된 자산 한단위당 가치와 영업관련 투자자본 한단위당 창출된 가치의 차이를 분석하기 위해 두 지표를 비교함.

## 第4章 實證研究

### 第1節 研究의 設計

#### 1. 研究의 對象 및 分析方法

본 연구는 우리나라 해운물류산업 내 국적외항선사들의 기업가치에 영향을 미치고 있는 고유한 재무요인을 분석함으로써 경제적부가가치를 극대화할 수 있는 재무의사결정 방향을 제시하고자 하였다. 이러한 연구목적을 달성하기 위해 2007년과 2010년 사이 회계감사보고서를 제출한 국적외항선사들만을 연구대상으로 하였으며, 부적절 감사의견 및 감사보고서를 제출하지 않은 기업은 본 연구의 대상에서 제외하였다. 또한 이들 기업의 감사보고서는 전자공시시스템(DART)을 통해 획득하였으며, 이를 바탕으로 하여 본 연구에 사용된 총 샘플 기업은 연도별 49개사로 4개년 간 총 196개이다.

아울러 본 연구에 사용된 분석방법들은 다음과 같다. 우선, 종속변수인 EVA는 제3장 2절에 제시한 국적외항선사의 기업 특성에 맞는 조정사항을 고려하여 산출하였다. 하지만, 회계감사보고서의 한계로 정보를 충분히 획득하지 못한 경우 일반적인 경제적부가가치 산출방식을 그대로 적용하였다. 또한 EVA산정 시 필요한 자기자본비용에 대한 체계적 위험은 일반적 재무기법인 CAPM을 이용하여 도출하였다.

특히 독립변수로 사용된 재무요인들은 감사보고서를 통해 산출 가능한 모든 요인들을 이용하였으며, 경제적부가가치와의 상관관계분석 및 공선성 진단을 통해 최종 선택하였다. 마지막으로 국적외항선사의 경영특성이 반영된 재무요인과 종속변수인 EVA와의 관계는 STATA통계프로그램을 이용 패널분석을 실시함으로써 최종 연구모형을 도출하였다. 또한 하우스만검증기법을 통해 FE(Fixed-effects)모형과 RE(Random-effects)모형 중 본 연구에 적용 가능한 패널모형이 무엇인지에 대한 결과 또한 제시하고자 하였다.

## 2. 變數의 選定과 測定

본 연구에 사용된 종속변수는 일반적인 기업가치 평가방법들<sup>97)</sup> 중 수익가치 평가방법에 해당하는 경제적부가가치(EVA, economic value added)로 설정하였다. 자본시장이론에 따르면 그 기업의 가치는 자본시장에서 형성된 가치가 그 기업의 최종 가치로 여겨지고 있다. 아울러, 기존 기업가치 평가모형들 또한 자본시장에 형성된 주식가치를 시장가치 즉, 기업가치로 보고 많은 연구들이 수행되어져 왔다. 하지만 국적외항선사의 경우 아직 전체 산업 내 상장비율이 낮으면서도, 자산 규모면에 있어서는 일반 제조업 대비 큰 특징을 가지고 있다. 또한 영업활동을 위해 투입되는 자산에 거대 자본이 소요될 뿐만 아니라, 이에 따른 외부자본 의존도 또한 상당히 높은 편이다. 이러한 특징은 결국 타인자본비용과 자기자본에 대한 자본조달구조 및 효율적인 자본조달을 위한 최적 재무의사결정이 그 기업의 가치를 극대화하는데 주요한 수단으로 작용하게 된다. 따라서 본 연구에서는 해운기업의 높은 비상장율과 국적외항선사의 재무적 특성, 즉 선박 확보에 따른 거대자본의 필요성을 반영하고, 최적의 재무의사결정을 위해 필요로 한 타인자본비용에 대한 부분과 자기자본비용에 대한 부분을 동시에 볼 수 있는 EVA모형을 채택하여 연구를 수행하고자 하였다.

본 연구에 사용된 독립변수는 일반 재무이론에서 다루고 있는 재무비율 즉, 한국은행에서 매년 실시하고 있는 기업경영분석시 사용되는 분석지표를 중심으로 선정하였다. 이는 영업활동에 의한 수익구조와 재무의사결정 결과가 재무비율에 반영되어 있다는 특징을 고려하였다. 또한 감사보고서를 기준으로 선택된 재무비율들은 경제적부가가치와의 상관관계분석 및 공선성 진단 후 최종 선택하였으며, 이러한 재무요인들에 대한 산출방식과 내용은 다음과 같다.

97) 자산가치평가방법으로는 장부가치, 시장환산가치, 청산가치평가법이, 수익가치평가법으로는 DCF, EVA, 순이익할인모형, 배당환원가치평가법이, 시장가치평가법으로는 주가, 유사기업비교법, 시장승수모형 등이 주로 기업가치 평가방법으로 활용되고 지고 있음.

<표 4-1> 독립변수로 사용된 재무요인 및 산출체계

	구분	산출체계	구분	산출체계
유동성 요인	현금비율	현금및현금성자산 /유동부채	매출채권회수기간	(매출채권 + 의화매출채권) /(매출액/365)
	당좌비율	당좌자산 /유동부채	재고자산보유기간	재고자산 /(매출원가/365)
	유동비율	유동자산 /유동부채	매입채무지급기간	(매입채무 + 의화매입채무) /(매출원가/365)
	현금순환주기	매출채권회수기간+재고자산보유기간-매입채무지급기간		
레버리지 요인	부채비율(가)	총부채/총자산	비유동장기적합률	비유동부채/ (자기자본+비유동부채)
	부채비율(나)	총부채/자기자본	이자보상비율	영업이익/이자비용
	비유동부채비율	비유동부채 /자기자본	차입금대 매출액	차입금(이자발생부채) /매출액
	비유동비율	비유동자산/자기자본		
수익성 요인	ROA	당기순이익 /총자산	매출액 총이익률	매출총이익/매출액
	ROE	당기순이익 /자기자본	매출원가대 매출액	매출원가/매출액
	매출액영업이익률	영업이익/매출액	순회환손익률	(의환차익+의화환산이익 -의환차손-의화환산손 실)/매출액
	매출액순이익률	당기순이익/매출액		
생산성 요인	총자본투자효율	부가가치/총자본	선박투자효율	부가가치/(유형자산-건 설중인자산)
성장성 요인	총자산증가율	당기말 총자산 / 전기말 총자산	자기자본증가율	당기말 자기자본 / 전기말 자기자본
	유형자산증가율	당기말 유형자산 / 전기말 유형자산	매출액증가율	당기말 매출액 / 전기말 매출액
	유동자산증가율	당기말 유동자산 / 전기말 유동자산		
효율성 요인	비유동자산회전율	매출액 /비유동자산	재고자산회전율	매출액/재고자산
	투자자본회전율	매출액/ 영업관련투자자본	총자산회전율	매출액/총자산
	매출채권회전율	매출액/매출채권		
기업 특성 요인	자산규모	(Log) 총자산	선박장부가	(Log) 선박장부가
	선대규모	(Log) 총DWT	영업위험	Log (3개년 매출액 표준편차)
	선박취득자산가	(Log)선박취득자산가		

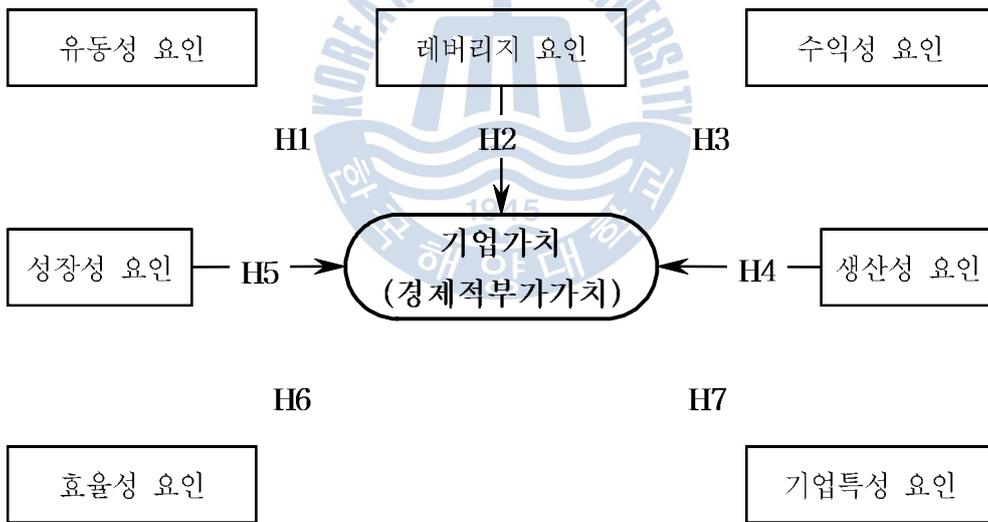
### 3. 研究模型 및 假設定

상기에서 선정된 종속변수와 국적외항선사의 경영특성이 반영된 독립변수들 간의 관련성에 관한 연구모형과 연구가설은 다음과 같다. 모형에 대한 분석은 패널분석기법을 통해 실시하였으며, 패널분석은 일반 회귀분석에서 고려하지 못하는 종단면과 횡단면 자료를 동시에 고려할 수 있다는 장점을 가지고 있다.

#### 1) 연구모형의 설정

경제적부가가치를 종속변수로 하고, 재무비율로 구성된 독립변수들 간 설정된 연구모형은 아래 그림과 같다.

<그림 4-1> 연구모형



#### 2) 연구가설의 설정

국적외항선사의 높은 내외부 자본의존도와 경기변화에 대한 높은 영업위험도를 고려하여 경제적부가가치에 영향을 미칠 것으로 예상되는 주요 재무요인들 간에 설정된 가설은 다음과 같다.

**[가설 1] 유동성비율은 경제적부가가치에 영향을 미칠 것이다.**

유동성요인은 단기상환능력을 나타내는 변수들로서 국적외향선사가 외부로부터 차입한 단기부채에 대한 지급능력과 현금화 정도를 나타낸다. 이전 연구들에 따르면 유동성은 경제적인 부가가치와 유의적인 관계가 있음이 나타나고 있다. (배기수 등 2010, 홍수희 등 2005) 또한 해운산업의 특성상 운임 및 기타 운항비에 대한 회계처리가 현금주의임을 고려할 때 유동성 요인은 더욱 중요하다 할 수 있다. 따라서 이는 결국 경제적부가가치에 있어 세후영업이익과 투하자본의 규모에 영향을 미치게 된다.

**[가설 2] 레버리지비율은 경제적부가가치에 영향을 미칠 것이다.**

레버리지요인은 부채성 비율로 국적외향선사의 타인자본에 대한 의존도를 나타내는 지표라 할 수 있다. 김민철(2008) 등의 연구에 따르면 레버리지요인은 주가와 유의한 영향관계가 있는 것으로 나타나고 있다. 해운기업과 같이 장기부채 비율이 높은 업종의 경우 이자비용과 이에 따른 고정비의 부담은 타 업종에 비해 높게 나타나게 된다. 따라서 이는 경제적부가가치의 가중평균자본비용을 증가시키게 되고, 투하자본에 대한 요구수익률을 상승시키는 결과를 가져오게 된다.

**[가설 3] 수익성비율은 경제적부가가치에 영향을 미칠 것이다.**

경제적부가가치가 영업관련 활동만을 기준으로 하여 산출된 초과이익임을 감안할 때, 수익성에 대한 증가는 경제적부가가치를 증가시키는 관계를 가질 것이다. 기존연구들 또한 수익성변수들이 경제적부가가치와 어느 정도 관련성이 있음을 보여주고 있다. (홍수희 2009, 김만기 1995 등)

**[가설 4] 생산성비율은 경제적부가가치에 영향을 미칠 것이다.**

기존 연구에 의하면, 기업가치결정요인에 있어 생산성비율은 따르면 양(+의) 당기순이익을 창출한 집단 내 자본집약도를 제외하고는 유의한 결과들이 나타나지 않고 있다.(홍수희 2009) 하지만 생산성관련 지표들은 기업활동의 능력, 성과

측정 및 배분의 합리성을 판단할 수 있다는 관점에서 경영합리화의 척도로 여겨진다. 따라서 국적외향선사들이 선박운항을 통해 어느 정도 성과를 달성하고, 성과가 어떻게 분배되고 있는지를 평가하는 척도로써 그 활용성을 지니게 된다.

**[가설 5] 성장성비율은 경제적부가가치에 영향을 미칠 것이다.**

성장성에 대한 기존연구들은 양(+)의 가치 창출유무와 연구 대상기간에 따라 다소 상이한 결과가 있음을 제시하였다. 하지만 코스닥기업을 대상으로 한 연구에서는 성장성비율이 중요함을 제시하기도 하였다.(윤석진 2006) 국적외향선사의 경우 성장과정에 소요되는 필요자본은 타 산업에 비해 높은 특징이 있으며, 이는 결국 유동성의 악화 우려가 높음을 의미한다.

**[가설 6] 효율성비율은 경제적부가가치에 영향을 미칠 것이다.**

효율성은 기업이 보유한 자산이 얼마나 효율적으로 이용되고 있는지 나타내게 된다. 즉, 영업활동의 결과인 매출액과 주요 자산항목과의 구성정도를 알아봄으로써 투하 자산의 유동화 및 매출액화 정도를 판단 할 수 있게 된다. 이는 결국 경제적부가가치에 있어 투하자본이 세후영업이익에 얼마나 효율적으로 전환되었는지를 나타내게 된다. 기존 연구들에 따르면 효율성비율이 기업가치결정요인으로 어느 정도 활용성이 있음을 제시해주고 있다.(박정대 2007, 김만기 1995)

**[가설 7] 기업특성요인들은 경제적부가가치에 영향을 미칠 것이다.**

국적외향선사의 기업특성은 개별선사가 보유한 선복량과 영업력에 의해 결정되어 진다고 할 수 있다. 보유 선복량의 과잉 또는 부족의 경우 경제적부가가치에 투하된 자본은 동일함에도 불구하고 세후영업이익은 차이가 발생하게 되며, 보유한 선복량과 영업력 등에 의해 결정된 영업위험은 그 기업의 총 매출액을 결정<sup>98)</sup>하게 된다. 따라서 이러한 개별기업의 특성은 경제적부가가치에 있어 세후영업이익을 결정하는 주요한 요인으로 작용하게 된다.

98) 동일한 표준편차를 가진 영업위험이라도 이전 연도가 불황 또는 매출액 규모가 작을 경우에는 정의 관계가, 이전 연도가 호황 또는 매출액 규모가 높았을 경우에는 부의 관계로 경제적부가가치와 관련성이 예상된다.

## 第2節 企業價值 決定要因 分析結果

### 1. 分析模型 및 關係分析

#### 1) 패널분석모형

국적외항선사들의 기업가치 대응변수인 경제적부가가치가 어떠한 기업특성에 의해 결정되어지고 있는지를 검증하기 위해 아래와 같은 패널모형식을 구성함으로써 검증을 시도하고자 하였다.

$$EVA_{it} = \alpha_{it} + \beta_1 Crtra_{it} + \beta_2 Lvrra_{it} + \beta_3 Prft_{it} + \beta_4 Prdc_{it} + \beta_5 Grw_{it} + \beta_6 Effy_{it} + \beta_7 Fcha_{it}$$

$EVA_{it}$  : i선사 t기의 경제적부가가치(i : 49개사, t : 2007년 - 2010년)

$Crtra_{it}$  : 유동성변수(현금비율, 당좌비율, 유동비율, 현금순환주기, 매출채권회수기간, 재고자산보유기간, 매입채무지급기간)

$Lvrra_{it}$  : 레버리지변수(자산대비 부채비율, 자기자본대비 부채비율, 비유동부채비율, 비유동비율, 비유동장기적합률, 이자보상비율, 차입금대 매출액)

$Prft_{it}$  : 수익성변수(ROA, ROE, 매출액영업이익률, 매출액순이익률, 매출액총이익률, 매출액원가대 매출액, 순외환손익대 매출액)

$Prdc_{it}$  : 생산성변수(총자본투자효율, 선박투자효율)

$Grw_{it}$  : 성장성변수(총자산증가율, 자기자본증가율, 유형자산증가율, 매출액증가율, 유동자산증가율)

$Effy_{it}$  : 효율성변수(비유동자산회전율, 투자자본회전율, 매출채권회전율, 재고자산회전율, 총자산회전율)

$Fcha_{it}$  : 기업특성변수(자산규모, 선대규모, 선박취득가기준 규모, 선박장부가기준 규모, 영업위험)

## 2) 상관관계분석 및 공선성 진단

상관관계분석 및 공선성진단은 국적외항선사들의 재무의사결정이 반영된 재무요인들을 도출하기 위해 실시하였으며, 총 2단계의 과정을 거쳤다. 우선, 경제적 부가가치와 재무요인들 간의 상관관계분석을 실시하여 경제적부가가치에 영향을 미칠 것이 예상되는 재무비율을 도출하였다. 분석대상 재무요인은 국적외항선사들이 제출한 감사보고서를 토대로 산출 가능한 모든 재무비율로 하였으며, 분석결과 유의수준 0.1이하의 요인을 1차적으로 채택하였다. 또한 이를 통해 채택된 재무비율 간 발생할 수 있는 상관문제를 해결하기 위해 공선성진단을 실시하였으며, 이는 상관관계가 있는 것으로 나타난 재무비율들 중 공선성진단에 의해 최대한 적은 재무요인이 제거되도록 하였다.

상관관계분석에 대한 결과는 <표 4-2>와 같으며, 총 19개의 재무요인들이 경제적부가가치와 상관관계가 있는 것으로 나타났다. 총 7개의 유동성요인들 중 5개의 재무요인, 현금비율, 당좌비율, 유동비율, 현금순환주기, 매출채권회수기간이 경제적부가가치와 상관관계가 있는 것으로 나타났다. 레버리지요인에서는 총 7개의 재무요인들 중 부채비율(부채/자산)과 차입금대 매출액 요인이 관련성이 있는 것으로 분석되어졌으며, 수익성요인에서는 ROA, 매출액영업이익률, 매출액순이익률, 매출액총이익률, 매출액원가율이 경제적부가가치와 어느 정도 관련성이 있는 것으로 나타났다. 생산성요인에서는 총 2개의 요인 모두 경제적부가가치와 유의한 관련성이 나타나지 않았으며, 성장성요인에서는 자기자본증가율과 매출액증가율이 관련성이 있는 것으로 분석되었다. 효율성요인에서는 총 5개의 요인들 중 비유동자산회전율, 총자산회전율, 매출채권회전율이 유의한 관련성을 가지고 있으며, 기업특성요인에서는 선박장부가치와 선대규모가 경제적부가가치와 관련성이 있는 것으로 나타났다.

<표 4-2> 경제적부가가치와 재무요인간의 상관관계분석 결과

구분		EVA		구분		EVA	
유동성 요인	현금비율*	상관계수	0.165	매출채권회수기간**	상관계수	-0.127	
		유의수준	0.021		유의수준	0.076	
	당좌비율*	상관계수	0.176	재고자산보유기간	상관계수	-0.043	
		유의수준	0.014		유의수준	0.554	
유동비율*	상관계수	0.177	매입채무지급기간	상관계수	0.034		
	유의수준	0.013		유의수준	0.633		
현금순환주기**	상관계수	-0.126					
	유의수준	0.079					
레버리 지 요인	부채비율 (부채/자산)*	상관계수	-0.381	비유동장기적합률	상관계수	-0.024	
		유의수준	0.000		유의수준	0.744	
	부채비율 (부채/자기자본)	상관계수	-0.064	이자보상비율	상관계수	0.045	
		유의수준	0.370		유의수준	0.534	
비유동부채비율	상관계수	-0.021	차입금대 매출액**	상관계수	-0.132		
	유의수준	0.775		유의수준	0.066		
비유동비율	상관계수	-0.035					
	유의수준	0.630					
수익성 요인	ROA*	상관계수	0.622	매출액총이익률**	상관계수	0.596	
		유의수준	0.000		유의수준	0.000	
	ROE	상관계수	0.090	자기자본수익률	상관계수	0.090	
		유의수준	0.212		유의수준	0.212	
매출액영업이익률**	상관계수	0.606	매출원가율*	상관계수	-0.596		
	유의수준	0.000		유의수준	0.000		
매출액순이익률**	상관계수	0.433	순외환손익율	상관계수	0.042		
	유의수준	0.000		유의수준	0.558		
생산성 요인	총자산투자효율	상관계수	-0.085	설비투자효율	상관계수	-0.022	
		유의수준	0.238		유의수준	0.762	
성장성 요인	총자산증가율	상관계수	0.107	자기자본증가율*	상관계수	0.281	
		유의수준	0.141		유의수준	0.000	
	유형자산증가율	상관계수	0.059	매출액증가율*	상관계수	0.157	
		유의수준	0.416		유의수준	0.029	
유동자산증가율	상관계수	0.115					
	유의수준	0.113					
효율성 요인	비유동자산회전율**	상관계수	0.135	재고자산회전율	상관계수	-0.070	
		유의수준	0.060		유의수준	0.372	
	투자자본회전율	상관계수	0.057	총자산회전율*	상관계수	0.184	
유의수준		0.430	유의수준		0.010		
매출채권회전율*	상관계수	0.202					
	유의수준	0.006					
기업 특성 요인	자산규모	상관계수	0.041	선박장부가*	상관계수	-0.156	
		유의수준	0.570		유의수준	0.029	
	선대규모*	상관계수	0.164	영업위험	상관계수	-0.052	
		유의수준	0.024		유의수준	0.474	
선박취득자산가	상관계수	-0.117					
	유의수준	0.103					

주. \* p<0.05 수준에서 유의, \*\* p<0.1 수준에서 유의

또한 상관관계분석결과 채택된 19개의 재무요인과 더불어 경제적부가가치와는 유의한 상관관계를 보이지 않았지만 영업위험요인을 추가하여 연구를 수행하고자 하였다. 이는 해당 기업만이 가진 고유한 영업력과 선복규모에 의해 연도별 다른 형태의 매출규모가 발생하게 될 것이고, 결국 재무의사결정에 의해 나타난 재무요인 외의 환경적 특징이 영업위험에 반영될 수 있기 때문이다.

상관관계분석결과 도출된 19개의 재무요인과 영업위험이 포함된 독립변수들간 공선성진단결과는 <표 4-3>과 같다. 여기서 유동성요인으로 현금비율, 당좌비율, 유동비율이, 수익성요인으로 매출액원가율, 매출액총이익률, 매출액영업이익률이 공선성 문제가 있는 것으로 나타났다. 이들 요인에 대한 공선성은 본 연구의 목적과 경제적부가가치와의 관련성 등을 고려하여 일부 요인들을 제거함으로써 해결하고자 하였다.

유동성관련 요인에서는 유동비율만을 독립변수로 채택하였다. 이는 기업의 단기지급능력을 나타내는 주요 지표가 유동비율인 점과 당기채무를 충당할 수 있는 자산부분까지 포함된다는 점을 고려하였다. 수익성지표에서 나타난 공선성문제는 매출총이익률과 매출원가대 매출액을 제거함으로써 해결하였다. 매출총이익률에서는 선박운항을 위한 운항비용 즉, 매출원가 만이 고려되어 판관비와 같은 영업관련 비용이 반영되지 않아 제외하였으며, 매출원가대 매출액 또한 매출액에 대한 매출원가비율만이 고려된 점을 반영하여 제외하였다. 즉 경제적부가가치가 영업관련 활동에 의해서만 창출됨을 고려할 때 매출액영업이익률이 이러한 특징을 보다 잘 반영할 것이라 보았기 때문이다.

<표 4-3> 상관관계분석으로 도출된 재무요인간의 공선성진단결과

1차 진단결과				최종 진단결과			
Variable		VIF	1/VIF (공차)	Variable		VIF	1/VIF (공차)
당좌비율	b	13234.5 <sub>1</sub>	0.00	제거	b	-	-
유동비율	c	12939.5 <sub>4</sub>	0.00	유동비율	c	1.63	0.61
매출액원가율	u	11610.3 <sub>8</sub>	0.00	제거	u	-	-
매출액총이익률	s	10924.9 <sub>1</sub>	0.00	제거	s	-	-
현금비율	a	330.21	0.00	제거	a	-	-
매출액영업이익률	q	43.79	0.02	매출액영업이익률	q	2.77	0.36
매출액순이익률	r	5.92	0.17	매출액순이익률	r	5.79	0.17
ROA	o	4.42	0.23	ROA	o	4.33	0.23
부채비율(부채/자산)	h	2.56	0.39	부채비율(부채/자산)	h	2.42	0.41
(Log) 선박장부가	an	2.54	0.39	(Log) 선박장부가	an	2.12	0.47
총자산회전률	aj	2.48	0.40	총자산회전률	aj	2.34	0.43
매출채권회수기간	e	1.98	0.50	매출채권회수기간	e	1.70	0.59
(Log) 영업위험	ao	1.90	0.53	(Log) 영업위험	ao	1.30	0.77
비유동자산회전률	af	1.74	0.57	비유동자산회전률	af	1.69	0.59
차입금대 매출액	n	1.65	0.61	차입금대 매출액	n	1.50	0.67
현금순환주기	d	1.54	0.65	현금순환주기	d	1.46	0.69
매출채권회전률	ah	1.51	0.66	매출채권회전률	ah	1.47	0.68
자기자본증가율	ad	1.36	0.73	자기자본증가율	ad	1.31	0.76
(Log) 선대규모	al	1.24	0.81	(Log) 선대규모	al	1.20	0.83
매출액증가율	ae	1.20	0.83	매출액증가율	ae	1.20	0.84
Mean VIF		2455.77		Mean VIF		2.14	

- 주. 1. 최종진단은 경제적부가가치와 상관관계분석결과를 토대로 선택된 재무요인들이 최대한 제거되지 않은 결과임.  
 2. 부여된 알파벳은 STATA분석을 위해 사용된 고유변수명을 의미함.

## 2. 模型分析結果

### 1) Fixed-Effects 모형분석결과

고정효과모형을 통한 모형분석결과  $R^2$ 이 0.7709, 유의확률이 0.0000으로 모형은 적합한 것으로 나타났으며, 유의수준 0.05기준으로 6개의 재무요인이, 유의수준 0.1을 기준으로는 총 9개의 재무요인이 유의하게 나타났다. 이에 대한 분석결과는 아래와 같다.

<표 4-4> 2007년-2010년 간 Fixed-Effects모형분석결과

구분	회귀계수	표준오차	t	p
상수	-0.23049	0.06	-3.77	0.00
매출액순이익률*	-0.27285	0.06	-4.35	0.00
ROA*	0.45897	0.08	5.94	0.00
매출액영업이익률*	0.84508	0.09	9.83	0.00
부채비율(부채/자산)*	0.16601	0.06	2.59	0.01
총자산회전율	0.01733	0.01	1.52	0.13
선박의 장부가치	-0.07515	0.05	-1.59	0.12
매출채권회수기간*	-0.00055	0.00	-2.68	0.01
비유동자산회전율	0.00114	0.00	1.33	0.19
유동비율	-0.00188	0.00	-1.20	0.23
차입금대 매출액**	0.00688	0.00	1.77	0.08
매출채권회전율	0.00002	0.00	0.40	0.69
현금순환주기**	0.00024	0.00	1.73	0.09
자기자본증가율	0.00375	0.00	1.35	0.18
영업위험*	0.06037	0.02	3.49	0.00
선대규모	-0.00150	0.00	-0.49	0.62
매출액증가율**	-0.00842	0.00	-1.76	0.08
모형적합도	$R^2$	0.7709		
	Prob.	0.0000		

주. \*  $p < 0.05$  수준에서 유의, \*\*  $p < 0.1$  수준에서 유의

## 2) Random-Effects 모형분석결과

확률효과모형을 통한 분석결과  $R^2$ 이 0.6668, 유의확률이 0.0000으로 모형은 적합한 것으로 나타났으며, 유의수준 0.05기준으로 4개의 재무요인이 유의하게 나타났다. 이에 대한 분석결과는 아래와 같다.

<표 4-5> 2007년-2010년 간 Random-Effects모형분석결과

	회귀계수	표준오차	t	p
상수	-0.01257	0.03	-0.42	0.68
매출액순이익률*	-0.38753	0.06	-6.23	0.00
ROA*	0.60195	0.07	8.70	0.00
매출액영업이익률*	0.59353	0.06	10.23	0.00
부채비율(부채/자산)	0.01862	0.03	0.57	0.57
총자산회전율*	0.01090	0.01	2.05	0.04
선박의 장부가치*	-0.09164	0.03	-3.23	0.00
매출채권회수기간	-0.00021	0.00	-1.26	0.21
비유동자산회전율	-0.00076	0.00	-1.43	0.15
유동비율	0.00004	0.00	0.03	0.97
차입금대 매출액	0.00011	0.00	0.03	0.97
매출채권회전율	0.00003	0.00	0.56	0.58
현금순환주기	0.00003	0.00	0.29	0.77
자기자본증가율	-0.00074	0.00	-0.26	0.80
영업위험	0.00891	0.01	1.14	0.25
선대규모	-0.00140	0.00	-0.49	0.63
매출액증가율	-0.00333	0.00	-0.71	0.48
모형적합도	$R^2$	0.6668		
	Prob.	0.0000		

주. \*  $p < 0.05$  수준에서 유의, \*\*  $p < 0.1$  수준에서 유의

### 3. 模型檢證 結果要約

Hausman검증결과 FE모형이 본 연구에 보다 적합한 모형으로 분석됨에 따라 이를 토대로 한 모형검증결과를 요약하면 다음과 같다.

연구기간 동안 경제적부가가치에 영향을 미치고 있는 재무요인은 총 9개로 나타났다으며, 이중  $p < 0.01$ 수준에서 5개 요인,  $p < 0.05$ 수준에서 1개 요인,  $p < 0.1$ 수준에서 3개 요인으로 구성되어졌다. 매출액영업이익률, ROA, 매출액순이익률, 매출채권회수기간, 영업위험이 1% 이하의 수준에서 유의하게 나타났다. 하지만, 이들 중 매출채권회수기간 및 영업위험은 경제적부가가치와 낮은 회귀계수를 가지고 있어 다른 요인에 비해 설명력이 낮은 특징을 보였다. 자산대비 부채비율은 5%수준에서 유의하게 나타났으며, 차입금대 매출액, 매출액증가율 및 현금순환주기는 10% 수준에서 유의한 관계가 있는 것으로 나타났다. 하지만 부채비율을 제외한 이들 세 요인 모두는 경제적부가가치와의 회귀계수가 매우 낮아 경제적부가가치를 설명하기에는 그 한계성이 존재하는 것으로 분석되어 졌다.

<표 4-6> 유의수준별 경제적부가가치와 재무요인들 간의 영향관계 요약

유의수준	분류	재무요인	회귀계수
$p < 0.01$	수익성 요인	매출액영업이익률	0.84508
		ROA	0.45897
		매출액순이익률	-0.27285
	유동성 요인	매출채권회수기간	-0.00055
	기업특성 요인	영업위험	0.06037
$p < 0.05$	레버리지 요인	부채비율(부채/자산)	0.16601
$p < 0.1$	유동성 요인	현금순환주기	0.00024
	레버리지 요인	차입금대 매출액	0.00688
	성장성 요인	매출액증가율	-0.00842

수익성 요인 중 매출액순이익률은 부(-)의 관계가 존재하여, 매출액영업이익률과는 상반되는 결과를 보이고 있다. 이는 금융비용 등 비영업관련 활동에 의한 요인이 작용하여 부(-)의 관계를 나타낸 것으로 보인다. 부채비율 또한 정(+)의 관계가 있는 것으로 나타나 부채의 증가가 경제적부가가치를 상승시키는 것으로 분석되어 졌다. 하지만 이는 국적외항선사가 외부로부터 조달한 부채를 영업활동을 위한 선박에 투자함으로써 나타난 것이며, 부채비율의 증가가 경제적부가가치의 증가를 의미하는 것은 아니다. 즉, 부채조달에 따른 타인자본비용을 상회하는 영업이익률을 창출하여야만 부채의 증가가 경제적부가가치의 증가를 이끌어 낼 수 있을 것이다. 해운산업의 특성상, 자기자본만으로는 고가의 선박을 확보할 수는 없으며, 일정 비율 이상의 타인자본이 선박에 투자되게 된다. 이는 결국 수익창출을 위한 선박의 증가가 타인자본의 증가로 이어지게 됨으로써 부채의 증가가 경제적부가가치를 증가시킨다는 분석결과로 나타난 것으로 보인다.

경제적부가가치에 유의한 관계가 있는 것으로 나타난 재무요인들의 증분정보력을 살펴보면 <표 4-7>과 같다. 분석결과 매출액영업이익률이 0.2472로 가장 높게 나타났으며, 매출채권회수기간 및 영업위험은 증분정보력을 거의 가지지 못하는 것으로 분석되어 졌다. 이러한 결과는 영업활동 즉, 선박운항을 통한 영업효율성을 높이는 것이 경제적부가가치를 높이는 주된 요소임을 보여주는 결과라 할 수 있다. 따라서 영업력강화를 통한 매출액의 증대도 중요하지만, 영업이익에 영향을 미치고 있는 매출원가 즉, 운항원가와 관관비를 적절히 관리함으로써 경제적부가가치를 상승시킬 수 있음을 보여준다. 특히 국적외항선사의 경우 해상물동량의 감소 등에 따른 유희선복의 활용성도 중요하지만, 매출증대를 위한 선박의 추가확보가 어려운 점을 고려한다면 적절한 비용의 관리가 더 중요함을 시사해주고 있다. 또한 총자산순이익률의 증분정보가 매출액영업이익률 다음으로 높은 점이 이를 뒷받침하고 있다. 국적외항선사에 있어 선박은 총자산의 대부분을 차지하고 있다. 즉 선박의 효율적인 관리가 결국 자산의 효율성으로 이어지게 되고 경제적부가가치를 상승시키게 될 것이다. 이 또한 매출액영업이

익률에서와 마찬가지로 단기적으로 선박을 확보하기 어려운 특징을 고려한다면 결국 운항원가 및 관관비의 관리가 중요함을 시사해준다.

그 외 매출채권회수기간 및 영업위험, 부채비율의 경우 경제적부가가치와의 회귀계수 및 증분정보측면에 있어 상당히 낮은 수치를 보여 주고 있다. 이는 결국 이러한 요인들을 관리함으로써 경제적부가가치를 상승시킬 수는 있으나 매출액영업이익률 및 총자산순이익률보다는 그 효과가 매우 낮음을 의미한다.

또한 부채비율의 증가가 경제적부가가치를 상승시킨다는 검증결과와 매출액순이익률의 증가가 경제적부가가치를 감소시킨다는 검증결과는 일반적인 재무논리와는 상반되는 결과이다. 하지만 부채비율과의 정(+)의 관계는 높은 타인자본비용에 의한 선박확보 특성이 반영된 것으로 부채의 증가가 선박의 증가로 이어지고, 선박의 증가가 매출액의 증가로 이어진 결과라 할 수 있다. 따라서 이는 해운산업의 특성으로 인해 발생한 것이며, 비록 정(+)의 관계가 존재하지만 부채조달에 있어 충분한 분석과 평가가 선행될 필요성이 있는 것으로 판단된다. 매출액순이익률의 경우 경제적부가가치의 산정에 포함되지 않은 비영업활동의 영향이 당기순이익에 포함됨으로써 부(-)의 관계가 나타난 것으로 보인다. 따라서 이는 영업활동이외 비영업활동이 경제적부가가치에 영향을 미칠 수 있음을 인지하고 이에 대한 부분을 충분히 고려할 필요성이 있음을 시사해주고 있다.

<표 4-7> 2007년-2010년 적용 모형 내 유의재무변수들 간의 증분정보 분석결과

모형	R <sup>2</sup>	매출액순이익률	ROA	매출액영업이익률	매출채권회수기간	영업위험	부채비율	p
1	0.7023	-0.3089	0.4820	0.7896	-0.0002	0.0327	0.0980	0.00
2	0.6229	<b>[0.0794]</b>	0.2587	0.7762	-0.0001	0.0409	0.1426	0.00
3	0.5390	-0.0145	<b>[0.1633]</b>	0.9720	-0.0001	0.4319	-0.0350	0.00
4	0.4551	-0.2925	0.6505	<b>[0.2472]</b>	-0.0005	0.0386	0.1316	0.00
5	0.6987	-0.3008	0.4746	0.8051	<b>[0.0036]</b>	0.0337	0.0906	0.00
6	0.7005	-0.3522	0.5337	0.7811	-0.0004	<b>[0.0018]</b>	0.1042	0.00
7	0.6917	-0.3277	0.4395	0.8013	-0.0002	0.0378	<b>[0.0106]</b>	0.00

주 : [ ]은 증분정보, 그 외 수치는 모형별 회귀계수를 나타냄.

마지막으로, 앞선 연구결과를 토대로 경제적부가가치와 유의수준 0.05에서 관련성을 보인 재무요인들간의 패널모형분석 및 증분설명력분석결과를 요약해 살펴보면 다음과 같다.

<표 4-8> 연구대상 연도별 패널모형분석결과 요약

구분	모형적합도		EVA <sub>it</sub> = α <sub>it</sub> + β <sub>1</sub> Oisales <sub>it</sub> + β <sub>2</sub> Roa <sub>it</sub> + β <sub>3</sub> Nisales <sub>it</sub> + β <sub>4</sub> Dbratio <sub>it</sub> + β <sub>5</sub> Prcvble <sub>it</sub> + β <sub>6</sub> Oprisk <sub>it</sub>					
	R <sup>2</sup>	p	Oisales	Roa	Nisales	Dbratio	Prcvble	Oprisk
연구기간	0.7023	0.00	0.7896	0.482	-0.3089	0.098	-0.0002	0.0327
증분 설명력			0.2472	0.1633	0.0794	0.0106	0.0036	0.0018

- 주. 1. 연구기간 동안 패널모형식 내 유의한 결과(p<0.05)를 보인 재무요인만을 적용하여 분석한 모형의 결과치를 나타냄.  
 2. Oisales 매출액영업이익률, Roa 총자산이익률, Nisales 매출액순이익률, Dbratio 부채비율, Prcvble 매출채권회수기간, Oprisk 영업위험.

## 2) 가설검증요약

이러한 연구결과를 토대로 본 연구에서 설정한 가설들에 대한 검증결과를 요약하면 다음과 같다.

가설 1에 대한 검증결과 유동성 요인 중 매출채권회수기간만이 유의한 관계가 있는 것으로 나타났다. 하지만, 회귀계수(-0.00055)와 증분정보(0.0036)에 있어 다른 재무요인들에 비해 상당히 낮은 수치를 보임으로 비록 경제적부가가치와 관련성이 있기는 하나, 충분한 설명력을 가지기에는 한계성이 있는 것으로 나타났다.

가설 2에 대한 검증결과 자산규모에 대한 부채비율이 경제적부가가치와 회귀계수 0.16601과 증분정보력 0.0106을 보여 유의한 영향관계가 있는 것으로 나타났다.

가설 3에 대한 검증결과 매출액영업이익률, 총자산이익률 및 매출액순이익률

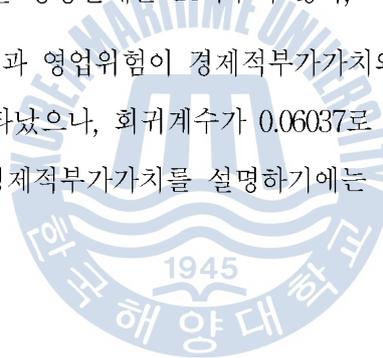
이 분석모형 내 유의한 영향관계가 있을 뿐만 아니라, 증분정보력 또한 다른 요인들에 비해 높게 나타났다. 특히 매출액영업이익률의 경우 회귀계수 0.84508, 증분정보력 0.2472로 다른 재무요인들보다 상당히 높은 영향관계가 존재하는 것으로 분석되어 졌다.

가설 4에 대한 검증결과 생산성요인인 총자본투자효율 및 설비투자효율 모두 경제적부가가치와 관련성이 없는 것으로 나타나, 가설 4는 기각되었다.

가설 5에 대한 검증결과 매출액증가율만이 0.1 유의수준에서 유의한 영향관계가 있는 것으로 나타났으나, 회귀계수가 -0.00842로 경제적부가가치를 설명하기에는 한계성이 있는 결과를 보여주었다.

가설 6에 대한 검증결과에서는 효율성 요인으로 투입된 5개의 독립변수 모두 경제적부가가치와 유의한 영향관계를 보여주지 않아, 가설 6은 기각되었다.

가설 7에 대한 검증결과 영업위험이 경제적부가가치와 어느 정도 유의한 영향관계가 있는 것으로 나타났으나, 회귀계수가 0.06037로 다른 재무요인들 대비 매우 낮은 수치를 보여 경제적부가가치를 설명하기에는 어느 정도 한계성이 내포된 것으로 나타났다.



## 第5章 研究의 要約 및 結論

### 第1節 研究의 要約과 示唆點

#### 1. 研究結果의 要約

본 연구는 우리나라 국적외항선사들의 기업가치에 영향을 미치고 있는 재무요인들에 대한 분석과 더불어 기업가치의 대응변수인 경제적부가가치 산출에 산업적 특성이 반영될 수 있도록 하는 방안을 제시하고자 하는데 목적을 두었다. 이를 바탕으로 한 연구의 수행 결과를 요약하면 다음과 같다.

첫째, 해운산업의 재무구조에 대한 진단결과 현금 및 당좌비율은 높으나, 유동비율은 낮은 특징을 보였다. 이는 현금거래의 원칙이 적용됨으로 인해 현금성 자산에 대한 비율은 높으나, 유동자산의 비중이 상대적으로 낮기 때문인 것으로 분석되었다. 부채비율에 있어서는 일반 제조업대비 비유동부채의 비중이 상당히 높은 것으로 나타났으며, 이는 영업용자산에 대한 타인자본비중이 높기 때문인 것으로 분석된다. 수익성과 생산성에 있어서는 제조업대비 연도별 변동폭이 매우 높게 나타나고 있으며, 이는 해운경기에 대한 영업위험이 높은 특징이 반영된 것으로 보인다. 매출액, 당기순이익 및 성장성에 있어서는 해운경기의 변동과 유사한 경향을 보이는 것으로 나타났으나, 유형자산 및 자기자본성장률은 경기 변동과 무관한 결과를 보였다. 이는 선박이 인도되기까지 소요되는 기간과 선박에 투하된 자기자본의 규모가 반영된 것으로 보인다.

둘째, 경제적부가가치 산정에 있어서는 해운산업의 특성을 충분히 반영하여야 하며, 특히 선박단위의 수익-비용원칙이 적용되는 특성을 감안할 경우 실무적으로는 이를 보다 엄격히 적용할 필요성이 있는 것으로 나타났다. 경제적부가가치의 규모에 큰 영향이 예상되는 산업특성과 조정방안을 요약하면 크게 4가지 관점에서 살펴 볼 수 있다. 선박 확보 시 투하되는 초기비용이 높고, 일정 기간 후 선박이 영업활동에 투입되는 점을 고려하여 투자비용에 대한 기간배분을 보다

철저히 할 필요성이 있는 것으로 나타났다. 또한 국적외항선사의 경제적부가가치 산출에 있어서는 용선에 따른 용선료를 비용이 아닌 투하자본화할 필요성이 있는 것으로 나타났다. 즉, 용선료를 비용이 아닌 투하자본화하여 이에 대한 자본비용을 고려함으로써 선박확보의 적절성을 평가할 필요성이 있는 것으로 나타났다. 외화비율이 높은 점을 반영하여 외환차손익 및 환산손익에 대한 보다 철저한 파악이 필요한 것으로 나타났다. 국적외항선사의 주요 자산은 선박임으로 이에 대한 감가상각이 경제적부가가치에 미치는 영향이 일반 제조업보다 클 것으로 예상된다. 따라서 감채기금법 적용 등과 같은 방법을 적용하여 선박에 대한 감가상각을 보다 현실화 할 필요성이 있는 것으로 나타났다.

셋째, 자기자본비용이 포함된 경제적부가가치와 당기순이익과의 차이에서는 경기 회복 전후 초과 이익을 달성한 기업과 그렇지 못한 기업의 수에서 큰 차이를 보였다. 경기회복기인 2007년 이전의 경우 부(-)의 당기순이익을 기록한 기업의 수는 샘플기업들 중 11% 정도였지만, 부(-)의 경제적부가가치를 차지한 기업은 샘플기업들 중 41%를 차지하였다. 2007년 이후 또한 여전히 부(-)의 경제적부가치를 창출한 기업의 수가 부(-)의 당기순이익을 창출한 기업의 수보다 많았다. 이는 결국 선박운항을 통해 타인자본비용은 충분히 충족하고 있으나, 자기자본비용까지 충족하는 선사의 수는 상대적으로 작음을 나타낸다.

넷째, 연구기간 동안 경제적부가가치와 0.05 수준에서 유의한 영향관계가 존재한 재무요인은 총 6개로 나타났으나, 이들 중 매출채권회수기간과 영업위험은 회귀계수가 1%미만으로 나타나 경제적부가가치를 설명하기에는 한계성이 존재하는 것으로 나타났다. 0.1 유의수준에서 영향관계가 있는 것으로 나타난 현금순환주기, 차입금대 매출액, 매출액 증가율의 경우 또한 회귀계수가 매우 낮아 경제적부가가치를 설명하기에는 다소 한계성이 있는 것으로 분석되어 졌다. 따라서 국적외항선사의 경제적부가치를 설명할 수 있는 가장 적합한 재무요인은 매출액영업이익률, 총자산이익률, 매출액순이익률인 것으로 나타났다.

다섯째, 매출액영업이익률은 다른 재무요인에 비해 경제적부가가치와 높은 영

향관계가 있는 것으로 나타나, 매출규모에 대한 영업관련 이익과 비용의 효율적인 관리가 중요함을 시사해주었다. 즉, 선박에 의해서만 매출액 및 당기순이익의 규모가 결정되고, 선박에 의해 창출될 수 있는 매출액 규모가 단기적으로 한정되어 있다는 점을 감안한다면, 이는 결국 선박운항에 소요되는 운항비와 포괄손익계산서 상에 명시되는 관관비가 매출액영업이익률의 주된 결정요인으로 작용할 것이 예상된다. 또한 선박의 자산화 비중이 높은 특징이 반영된 총자산이익률의 높은 관련성이 이를 뒷받침해 주고 있다.

마지막으로, 매출액영업이익률과 총자산이익률의 경우 정(+)의 관계를 보여주었으나, 매출액순이익률의 경우 부(-)의 관계가 있음이 나타났다. 이러한 부(-)의 관계는 매출액순이익률 산정에 포함된 금융비용 등의 영향인 것으로 보인다. 국적외항선사의 경우 영업이익창출을 위한 선박을 추가로 확보하거나 보유 선박량 이상의 매출을 창출하기에는 한계가 있다. 또한 선박 운항에 소요되는 영업관련 비용은 예측 가능하거나 고정비율적인 형태를 가진다. 따라서 영업이익의 증감은 당기순이익의 증감으로 직결되게 되며, 만약 이에 대한 증감 차이가 발생한다면 이는 경제적부가가치 산정에 포함되지 않은 재무 또는 투자관련 활동에 의한 것이 되게 된다. 결국 이러한 특징이 경제적부가가치와 총자산순이익률 간에 부(-)관계가 나타난 것으로 판단된다.

## 2. 研究의 示唆點

본 연구를 통해 제시되어 질 수 있는 시사점은 다음과 같다.

첫째, 기업가치평가모형 중 하나인 경제적부가가치모형을 적용함에 있어 해운산업의 특성이 반영될 수 있도록 하는 방향을 제시하였다는 데 그 의의가 있다. 국적외항선사는 선박을 운용함으로써 영업활동을 수행한다. 특히 선박의 확보방법이 다양할 뿐만 아니라 확보비용 또한 높은 특징을 가지고 있다. 따라서 선박 운용형태를 고려하지 않은 경제적부가가치산출은 국적외항선사의 실질 가치를

왜곡할 가능성이 존재하게 된다.

둘째, 우리나라 해운산업에 경제적부가가치모형을 최초로 적용하여 자기자본 비용까지 고려한 기업가치를 평가해보았는데 그 의의가 있다. 지금까지의 연구들은 해운위험을 여러 형태로 정의한 후 재무구조 또는 수익성과 어떠한 관계가 있는지에 대해 초점이 맞추어져 왔다. 또한 기업부실예측모형 개발, 자본조달 행태에 따른 재무구조변화, 정치적 비용효과 등에 대한 연구도 단편적으로나마 이루어져 왔다. 하지만 국적외항선사들의 기업가치를 평가하고 이와 관련된 재무요인들이 어떠한 영향관계를 가지는 지에 대한 연구는 전무한 상태이다.

셋째, 국적외항선사들의 주요 재무적 특성이 반영된 요인들과 경제적부가가치와의 영향관계를 확인하고, 이를 극대화 할 수 있는 재무의사결정방향을 제시하였는데 그 의의가 있다. 특히 경제적부가가치와 매우 높은 영향관계가 있는 재무요인들을 실증하여 제시함으로써 선박확보 및 유지관리에 있어 필요한 주된 의사결정요소가 매출액영업이익률과 총자산수익률임을 제시하였다. 이는 결국 매출 증대를 통한 수익성 확보도 중요하지만, 추가적인 선박확보에 소요되는 기간이 다소 길고, 선박유지에 따른 높은 고정비를 감안할 때 이를 뒷받침 할 수 있는 효율적인 비용 즉, 매출원가(운항비)와 판관비관리가 경제적부가가치를 상승시킬 수 있는 주된 요인임을 시사해주게 된다.

## 第2節 研究의 限界點 및 向後研究課題

본 연구는 기업가치평가모형중의 하나인 경제적부가가치를 이용 국적외항선사들의 기업가치를 평가해 보고, 제조업과 큰 차이를 보이고 있는 재무적 요인들이 경제적부가가치와 어떠한 관계가 있는지를 살펴보았다. 그럼에도 불구하고 본 연구에는 아래와 같은 한계점을 내포하고 있다.

첫째, 연구대상 선사들의 기업가치를 반영할 수 있는 변수를 경제적부가가치에 국한하였다는 것이다. 비록 경제적부가가치가 타인자본비용 뿐만 아니라 자기자본비용까지 고려한 기업가치평가모형이기는 하나, 다양한 기업가치 평가모형을 적용하여 최적 재무의사결정에 필요한 요인을 찾아 볼 필요성이 있다.

둘째, 경제적부가가치를 산출함에 있어 자기자본에 대한 시장가치를 충분히 반영해야 함에도 불구하고, 이를 충분히 반영하지 못하였다. 이는 거래소 시장에 등록된 기업이 많지 않음에 의한 것으로, 비상장 선사들의 시장 자기자본가치를 일반 재무이론에 근거하여 산출한 대응치를 사용하였다는 것이다.

셋째, 경제적부가가치를 산출하기 위한 주요 조정 사항들이 충분히 반영되지 못하였다는 것이다. 본 연구에서는 정확한 경제적부가가치 산출을 위해 개별 선사가 공시한 감사보고서를 이용하였지만, 항목 조정을 위한 정보를 감사보고서를 통해 충분히 획득하지 못하였다.

이러한 본 연구의 한계점을 보완하고 해운산업에 보다 도움이 될 수 있도록 하는 향후 연구 과제를 정리하면 아래와 같다.

첫째, 국적외항선사의 가치를 결정할 수 있는 다양한 가치평가 모형을 적용하여 연구를 수행해 볼 필요성이 있다. 즉, 재무의사결정자 및 외부 정보이용자의 목적에 부합되도록 하는 여러 요인들을 종속변수로 하여 해운환경가는 다양한 가적 특징 변화를 살펴볼 필요성이 있다.

둘째, 본 연구에서는 획득 가능한 재무자료 등의 한계로 연구기간을 2007년

이후 4년으로만 국한하였다. 따라서 향후 연구에서는 이러한 기간적 한계를 극복할 수 있도록 하는 연구가 수행될 필요성이 있다.



## 國內 參考文獻

1. 강민우, “한국 자본시장의 주식프리미엄과 위험회피계수 추정”, 「응용경제」, 제10권, 제3호, 2008, pp.33-49.
2. 강진홍·조한웅, 「기업가치평가실무」, 영화조세통람, 2010.
3. 강효석·남명수, “투자성과지표로서 EVA의 유용성에 관한 실증연구”, 「재무관리연구」, 제14권, 제3호, 1997, pp.1-21.
4. 강효석·이원흠·조장연, 「EVA와 가치창조경영, 기업가치평가론」, 홍문사, 2009.
5. 김권중·김문철, 「재무제표분석과 가치평가」, 산문출판, 2004.
6. 김덕일, “한국해운기업의 경영특성이 위험에 미치는 영향에 관한 실증연구”, 한국해양대학교 대학원 박사학위 논문, 2001.
7. 김민철·전성빈·이아영, “재무비율에 의한 기업가치평가와 투자”, 한국경영교육학회, 「경영교육논총」, 제50권, 2008, pp.1-19.
8. 김상기, “주요 재무비율과 주가수익 비율과의 관계에 관한 실증연구”, 「동대논총」, 제25권, 제1호, 1995, pp.257-282.
9. ———, “미국 기업의 주가수익비율과 재무비율과의 관계에 관한 연구”, 「산업연구」, 제2호, 1996, pp.1-21.
10. 김우진, 「EVA를 통해 본 은행의 부가가치 제고방안」, 한국금융연구원, 2008.
11. 김영수, 「법인의 세법실무」, 세학사, 2009.
12. 김인수·홍정훈, “우리나라 주식시장에서의 주식프리미엄 퍼즐에 관한 연구”, 「재무연구」, 제21권, 2008, pp.1-32.
13. 김인수, “우리나라 시장의 주식프리미엄에 관한 연구”, 국민대학교 대학원 박사학위논문, 2006.
14. 김명균·김웅한·이재경, “비기대EVA의 주가설명력에 관한 연구”, 「대한경영학회지」, 제39호, 2003, pp.1313-1331.
15. ———, 「상장기업 EVA분석」, 한국증권거래소, 연구보고

서, 1998.

16. —————, 「가치중심경영과 EVA」, 현학사, 2005.
17. 김흥기·김문환·송영렬, “국내상장기업의 자본구조의 변화가 기업가치에 미치는 영향에 관한 연구”, 「상업교육연구」, 제23권, 제4호, 2009, pp.157-177.
18. 김홍식·김현철, “EVA와 대체적인 성과측정치에의 정보내용 비교”, 「관리회계연구」, 제3권, 제2호, 2003, pp.119-153.
19. 남기풍·장기인·이기환, 「기업신용분석 -이론과 실제-」, 박영사, 2006.
20. 노세진, “EVA에 의한 경영성과 평가방법에 관한 연구”, 「기업경영연구」, 제15집, 2001, pp.207-234.
21. 박정대, “재무비율변동이 기업가치에 미치는 영향에 관한 연구-의류산업 중심-”, 한양대학교 경영대학원 석사학위논문, 2007.
22. 박종원·독고윤·조재호, “한국주식시장의 수익률 프리미엄에 관한 연구”, 「재무연구」, 제41권, 2001, pp.1-22
23. 배기수, “기업가치측정모형에 관한 실증연구”, 「상경연구」, 제22권, 제1호, 2006, pp.81-104.
24. 배기수·전혜영·백련, “재무비율이 EVA에 미치는 영향-코스닥상장기업을 중심으로”, 「세무회계연구」, 제26권, 2010, pp.71-85.
25. 배재학·안기명, 「지식자산에 대한 경영전략적 평가모형 개발」, 집문당, 2001.
26. 배후석, “해운산업 특성변수가 정치적 비용에 미치는 영향”, 「경성대학교 상경논총」, 제2호, 2003, pp.15-29.
27. 백복현·장귀화·최중학, 「재무제표분석과 기업가치평가」, 박영사, 2011.
28. 송인만, 「재무제표를 이용한 경영분석과 가치평가」, 박영사, 2004.
29. 송준기, “경제적부가가치의 결정요인에 관한 연구”, 「대한경영학회지」, 제32호, 2002, pp.3-23.
30. 송준기·우태우, “경제적부가가치(EVA)의 산업별 측정과 유용성 분석”, 「세명논총」, 2000, pp.67-81.
31. 신현안, 「기업가치평가」, 에프앤가이드, 2009.

32. 윤혁권, “유통기업의 재무변수와 재무정보의 질적 특성이 기업가치에 미치는 영향에 관한 실증연구”, 「유통정보학회지」, 제11권, 제4호, 2008, pp.55-77.
33. 안기명, “해운기업의 수익과 위험의 관련성에 대한 실증연구”, 「한국해양대학교 사회과학연구논총」, 제3호, 1996, pp.149-160.
34. ———, “한국해운산업의 재무구조 결정요인에 관한 연구”, 해사산업연구소 논문집, 제2권, 1992, pp.59-75.
35. 안기명 · 양창호 · 나영 · 박수만, 「해운항만물류회계」, 박영사, 2009.
36. 양동우, “EVA와 제 기업평가지표의 비교 연구 -한국제조기업을 중심으로-”, 「증권금융연구」, 제4권, 제1호, 1998, pp.82-109.
37. 양병한, “재무정보를 이용한 기업가치평가모형에 관한 실증연구”, 전북대학교 박사학위 논문, 2009.
38. 윤석진 · 안상봉, “재무비율이 주가수익률에 미치는 영향에 관한 연구”, 산업경영연구, 제6권, 제1호, 2006, pp.35-54.
39. 엄성환, “한국 주식 시장의 위험프리미엄 측정-거래소 시장을 중심으로”, 서울대학교 대학원 석사학위논문, 2004.
40. 오문석, “해운기업의 환위험관리에 관한 실무적 접근”, 「한국해운학회지」, 제41호, 2004, pp.1-17
41. 이광수 · 안기명 · 신용준, “한국해운기업의 경영적 특성이 재무구조에 미치는 영향에 관한 실증연구”, 「한국해운물류학회지」, 제42호, 2004, pp.21-43.
42. 이병원, “경제적부가가치의 경영틀로서 활용방안”, 「동양대학교 논문집」, 제4권, 제1호, 1998, pp.217-218.
43. 이성엽, 「재무제표분석」, 경영베스트, 2007.
44. 이중완, 「현금흐름가치평가법을 중심으로 한 기업가치평가」, 새로운 제안, 2009.
45. 이한득, “자본비용 하락으로 기업가치 회복된다.”, LG경제연구원 주간경제, 제684호, 2002, pp.4-9.
46. 이한재 · 전선자 · 안석호, “기업평가지표로서 EVA의 유용성에 관한 연구”, 「조선대학교 경영경제연구」, 2003, pp.201-211.
47. 임운수 · 정용관, “경제적부가가치 개념을 이용한 우리나라 기업의 성과 평

- 가에 관한 연구”, 「충남대학교 경영논집」, 제15권 제2호, 1999, pp.171-203.
48. 장경천 · 김현석 · 정현용, “단기투자지표로서 경제적부가가치(EVA)의 활용가능성 연구”, 「산업경제연구」, 제18권, 제6호, 2005, pp.2711-2731.
  49. 정규언 · 정수봉 · 김영규 · 정휘영, “경제적부가가치와 부가가치 정보의 유용성”, 「세무회계저널」, 제5권, 제2호, 2004, pp. 57-77.
  50. 정기영 · 정재원, “이연법인세의 재무비율에 대한 영향 및 기업가치 관련성”, 「경영연구」, 제20권, 제3호, 2005, pp.161-201.
  51. 정천식 · 이태우, “우리나라 부실해운기업의 재무적 특성에 관한 통계적 분석”, 「대한경영학회지」, 제7권, 1993, pp.223-262.
  52. 조성훈 · 윤성호 · 김태성 · 정민용, “경제적부가가치를 이용한 국내자동차산업의 기업성과평가”, 「생산성논집」, 제13권, 제2호, 1999, pp.258-259
  53. 조준걸, “한국해운산업의 정치적 비용 결정요인에 관한 실증연구”, 한국해양대학교 대학원 박사학위논문, 2001.
  54. 홍수희, “경제적부가가치와 시장가치의 차이 및 이익조정 관계”, 단국대학교 대학원 박사학위 논문, 2009.
  55. 홍수희 · 이화, “재무비율정보가 EVA에 미치는 영향에 관한 연구-코스닥기업을 중심으로”, 「경영컨설팅연구」, 제5권, 제2호, 2005, pp.53-71.
  56. 한국해양수산개발원, 「해운통계요람」, 각 연도.
  57. 한국선주협회, 「해운통계」, 각 연도.

## 國外 參考文獻

1. Biddle, G. C., 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, pp.301-336.
2. Brewer, P. C., G. Chandra and C. A. Hock, "Economic Value Added(EVA) : Its Uses and Limitations", *Advanced Management Journal*, Vol.64, No.2, 1999, pp.4-11.
3. Chen, S. and J. L. Dodd, "Economic Value Added(EVA) : An Empirical Examination of A New corporate Performance Measure", *Journal of Managerial Issues*, Vol.9, No.3, 1997, pp.318-333.
4. Collins, D. W. and K. J. D. Adel, "The Role of Future Earnings and Dividends in Security Valuation: A Re-examination of the Fundamental Links", *Working paper*, University of Iowa, 1996.
5. Feltham, G. A. and J. A. Ohlson, "Valuation and Clean Surplus Accounting for Operating and Financial Activities", *Contemporary Accounting Research*, Vol.11, No.2, 1995, pp.689-731.
6. Francis, J., P. Olsson and D. R. Oswald, "Comparing the Accuracy and Explainability of Dividend, Free Cash Flow and Abnormal Earnings Equity Value Estimates", *Journal of Accounting Research*, Vol.38, No.1, 2000, pp.45-70.
7. Ismail, A., "Is EVA associated with stock return than accounting earnings? The UK evidence", *International Journal of Managerial Finance*, Vol.2, No.4, 2006, pp.343-353.

8. Keys, D. E., M. Azamhuzjaev and J. Mackey, "Economic Value Added : A Critical Analysis", *Journal of Corporate Accounting & Finance*, Vol.12, No.2, 2001, pp.65-71.
9. Lehn, K. and A. K. Makhija, "EVA, accounting profits, and CEO turnover: an empirical examination 1985-1994", *Journal of Applied Corporate Finance*, Vol.10, No.2, 1997, pp. 90-96.
10. Lin, C. and Q. Zhilin, "Empirical Study of Integrated EVA Performance Measurement in China", *Canadian Social Science*, Vol.4, No.2, 2008, pp.41-48.
11. Malik, M., "EVA and traditional performance measures some empirical evidence", *The Indian Journal of Commerce*, Vol.57, No.2, 2004, pp.32-38.
12. Miller, M. H. and F. Modigliani, "Dividend Policy, Growth and the Valuation of Shares", *Journal of Business*, Vol.34, No.4, 1961, pp.411-433.
13. Milunovich, S. and A. Tsuei, "EVA in the Computer Industry", *Journal of Applied Corporate Finance*, Vol.9, No.1, 1996, pp.104-116.
14. Misra, A. and A. Kanwal, "Linkages between Economic Value Added and Share Prices: An Empirical Study of Indian Corporate Sector", *Icfai University Journal of Industrial Economics*, Vol.2, No.4, 2005, pp.30-57.
15. Ohlson, J. A, "Earnings, Book Values, and Dividends in Equity Valuation", *Contemporary Accounting Research*, Vol.11, No.2, 1995, pp.661-687.
16. Paulo, S., "Operating Income, Residual Income and EVA: Which Metric is More Value Relevant-A Comment", *Journal of Managerial Issues*, Vol.14, No.4, 2002, pp.500-506.
17. Penman, S. H. and T. Sougiannis, "A Comparison of Dividend, Cash Flow

- and Earnings Approaches to Equity Valuation", *Contemporary Accounting Research*, Vol.15, No.3, 1998, pp.343-383.
18. Rakshit, D., "EVA based performance measurement: A case study of Dabur India limited", *Vidyasagar University Journal of Commerce*, Vol.11, 2006, pp.40-59.
19. Rajan, M. V., "Discussions of EVA versus earnings: does it matter which is more highly correlated with stock returns?", *Journal of Accounting Research*, Vol.38, 2000, pp.247-254.
20. Stern, J. M., G. B. Stewart and D. H., Chew, "The EVA Financial Management System", *Journal of Applied Corporate Finance*, Vol.8, No.2, 1991, pp.32-46.
21. Shrieves, R. E. and M. J. Wachowicz, M. J., "Free cash flow, economic value added, and net present value: a reconciliation of variations of discounted-cash-flow valuation", *The Engineering Economist*, Vol.46, No.1, 2001, pp.33-52.
22. Tortella, B. D. and S. Brusco, "The Economic Value Added(EVA) : An Analysis of Market Reaction", *Advanced in Accounting*, Vol.20, 2003, pp.265-290
23. Uyemura, D. G., C. C. Kentor and J. M. Pettit, "EVA for Banks : Value Creation Risk Management and Profitability Measurement". *Journal of Applied Corporate Finance*, Vol.9, No.2, 1996, pp.94-109.

## 感謝의 글

그 무엇보다도 부족한 이 논문이 완성되고, 긴 시간동안 아낌없이 지도 편달해 주신 안기명 지도교수님께 깊이 감사드립니다. 또한 본 논문 심사를 기꺼이 맡아 주신 심사위원장이신 정명환 교수님 그리고 심사위원이신 이기환 교수님, 김현덕 교수님, 유성진 교수님께도 깊은 감사의 말씀을 전해드리고자 합니다.

지금에 있기까지 많은 가르침을 주신 신한원 교수님, 조성철 교수님, 신용준 교수님, 류동근 교수님, 장명희 교수님에게도 감사드리며, 멀리서나마 끝까지 지켜봐주신 가야대학교 최영로 교수님, 경성대학교 배후석 박사님에게도 감사드립니다. 또한 가까이서 언제나 물음에 답해주신 황두건 박사님과 김강혁 박사님에게도 감사드립니다.

“박사학위논문이 끝이 아니라 보다 나은 연구를 위한 시작”이라고 여러 교수님들과 선배님들께서 말씀을 해주셨습니다. 이 말씀이 헛되지 않도록 본 논문을 발판으로 삼아 더욱 성숙한 모습을 보여드릴 것을 약속드리고자 합니다.

마지막으로 지금 이 순간까지 묵묵히 지켜봐주고 뒷바라지 해준 사랑하는 아내 춘희와 아들 동명이, 그리고 부모님, 장인·장모님께도 진심으로 고마운 마음을 전하고자 합니다.

다시 한 번 도와주고 지켜봐주신 모든 분들에게 깊이 감사드립니다.

2011년 6월

이성윤 배상