

## <要 約>

### ■ 企業 經營 環境 變化의 趨勢

- 우리 경제는 高成長時代에서 低成長時代로 進入하였음. 정부의 시장 개입과 高규제로 低效率·高費用 現象을 招來했음. 規制와 保護에서 開放과 競爭을 통한 高競爭時代로 가는 것은 세계적인 추세로서, 高費用·低效率의 벽에 부딪친 우리 경제가 突破口를 찾기 위해서도 불가피함.
- 高成長·低競爭時代에는 非合理的·非效率的인 經營의 限界가 잘 드러나지 않았으나, 低成長時代에 기업간의 高 경쟁으로 이같은 經營의 弱點이 그대로 露出됨.

### ■ 美國 經濟의 成功 原因

- 미국은 低成長·高競爭 環境 속에서의 企業 經營을 오랫동안 지속해온 나라임.
- 미국 기업 경영의 특징은 資本의 效率性 提高를 중시함.
- 미국과 일본을 비교해 보면, 일본인들은 미국인들보다 더 열심히 일하고, 더 貯蓄하고, 더 많은 投資를 하지만, 生活 費用(cost of living)의 차이를 감안하면 미국인들이 일본인들보다 높은 생활의 질을 유지함.
- 그 원인은 미국의 低規制·進入 障壁의 解消·競爭 促進 政策으로 ① 기업들이 低價와 良質의 商品과 서비스를 제공하고, ② 效率的인 資本 分配로 인한 資本 生産性을 增大시키는 資本 市場이 존재하며, ③ 명확한 財務 成果 目標와 收益性을 重視하는 자율적인 M&A 시장이 발달했기 때문임.

## ■ 80,90年代의 美國과 日本 企業

- 80년대의 일본 기업들은 收益性보다 國際 市場 占有率 極大化 및 企業의 擴張을 추구한 반면, 미국 기업들은 大單位의 M&A와 LBO(Leveraged Buy Out)를 통한 드라마틱한 構造 調整(Restructuring) 즉, 기업 확장보다는 主力 業種 爲主의 尖銳化를 통한 企業의 收益性을 더 강조함. 당시 많은 경영 전문가들은 미국보다는 일본 기업의 경영 방법을 더 높이 평가하였음.
- 90년대에 들어 일본은 거품 경제의 붕괴로 2차세계대전 이후 처음으로 6년 이상의 長期的 景氣 沈滯를 겪고 있음.
  - 株式 市場이 沈滯되고 終身 雇傭이 終了되었고, 이제는 收益性에 대한 關心이 높아져 自己資本收益率(ROE)이 일본에서 새로운 人氣 單語로 등장함.
- 반면, 미국은 계속적인 經濟 成長을 持續하여, 미국 경제 사상 드물게 6년째 長期的 經濟 活況을 누리므로, 세계에서 가장 健全한 經濟 構造로 평가 받음.
  - 주식 시장도 활황이고, 失業率도 지난 30년간 最低 水準을 기록함.

## ■ 90年代의 韓國 企業

- 한국은 1995년까지도 市場 占有率 極大化 및 成長 爲主의 投資를 지향해왔는데, 1996년부터 거품 경제의 붕괴 현상이 시작되어 景氣 沈滯, 對外 競爭力 弱化, 大企業 不實化, 株式 市場 沈滯 등이 나타남.
- 이제 일본 기업과 마찬가지로 經濟性·收益性 위주로 內實을 기하는 價値 經營으로 轉換의 必要性을 認識하기 시작함.

## ■ 收益性 爲主의 附加價値 經營

- 일반적으로 企業의 順位, 資產 規模, 賣出額, 純利益 등을 고려할 때 투자할 만한 사업이라도, 營業 收益이 資本 費用보다 낮다면 투자해서는 안됨.

· 이것은 투자 후 企業의 價値를 創造하기보다는 破壞하는 결과를 낼 수도 있기 때문임.

- 장부 상의 이익(순이익, 매출액 등)에 의한 평가로 經營(投資) 成果 歪曲이 발생하여 장기적인 企業 不實化 현상을 막는 방법은, 經營 성과를 經濟的 收益으로 평가하여 經營者의 報酬·補償에 연결시켜 資本의 效率性和 價値를 중시하는 經營을 하는 것임.

### ■ 經濟的 附加價値(EVA)

- 기존의 經營성과평가지수들의 문제점을 해결하고 企業 全體의 經濟的 收益 成果를 測定할 수 있는 평가지표가 經濟적 부가가치(Economic Value Added: EVA)임.
- 이것은 資本의 效率를 綜合的으로 測定할 수 있고, 新規 투자안에 대해 審議할 수 있는 기준이 됨.
- EVA를 계산하기 위해서는 稅後 純營業 利益, 投資 資本, 資本 費用이 필요함.
- 이러한 EVA는 M&A 熱風에 한참 휩쓸리고 있던 80년대의 미국에서 처음 개발·도입되었음. 그 당시 미국 경제는 상당히 부진했고, 자본 효율성이 낮은 기업은 M&A의 대상이었는데, 이에 대한 第1의 防禦策은 收益性 向上에 의한 株價 上昇이었음.
- EVA의 經營 방식은 미국 이외에도 유럽, 뉴질랜드, 南아프리카, 南美 등에 急速히 擴散되고 있음.
- 한국도 浦鐵이 선두로서 1 년전부터 EVA制度를 도입해서 각 工場 및 系列社에 사용중임.
- EVA制度 導入의 成果는 資本의 效率性 增大와 營業 利益의 增大임.
- 株價와의 相關 關係는 다른 수익성지수들보다 훨씬 높고, EVA制度 導入 뉴스만으로도 株價가 上昇한 예도 있음.
- 成功的인 EVA制度 導入의 必要 條件은 經營의 分權化, EVA 成果와 任職員 報酬의 連繫임.

- EVA 導入時의 留意點은 EVA의 절대 가치보다는 전년 대비 상대 가치에 두는 것, 事業部間 相互 協力과 시너지 效果의 고려, 投資 戰略의 長期 最適化 유도, 이익센터간의 移轉 價格 決定임.
- EVA 導入時 組織 關聯 이슈는 評價 對象 範圍, 총 임금 가운데 EVA와 연결된 成果給의 比率 決定과 한국 풍토를 고려한 評價 基準, 평가 기간에 현재와 미래를 포함시키는 문제, 教育·訓練의 대상과 내용, 資本豫算시스템의 도입, 資本 分配 및 會計的 調整이 필요한 회계 관련 기술적 이슈 등임.

## ■ 맺음말

- EVA制度는 자본의 생산성을 綜合的으로 評價할 수 있는 잣대이며, 어느 평가제도보다 公正하고 客觀的이고 쉽게 理解할 수 있는 평가 잣대임.
- 成果 評價와 補償을 經濟的 利益에 연결하여 경영자와 주주를 일치시켜, 경영자로 하여금 主人의 姿勢로 經營하도록 유도함.
- EVA제도는 제로섬 게임(Zero-sum game)이 아니라, 經濟性 마인드와 資本 費用에 민감한 경영을 유도함으로써, 資本의 效率性 極大化를 도모하여 기업의 가치를 증가시키고, 주요 利害 關係 當事者(stakeholder)들 즉, 株主와 任職員은 물론 債權者들의 福祉를 增加시킴.

우리 경제를 되살리고 고경쟁시대를 맞이하기 위해 고비용의 근본 원인인 저비용을 없애어 하는데, 이를 위해서는 규제와 보호를 풀고 개방과 경쟁의 기업 환경으로 변화해야 합니다.

## 기업 경영 환경 변화 추세 - 저성장·고경쟁시대

무슨 일든 제대로 하려면 환경 변화에 적응하는 일이 가장 중요합니다. 우리 경제도 이제 저성장·고경쟁시대로 접어들었습니다. 경제가 급속히 성장할 때는 비합리적이고 비효율적인 경영의 한계가 잘 드러나지 않았던 것이 사실입니다. 그러나 저성장시대에 기업간의 고경쟁은 이같은 경영의 약점을 그대로 노출시켜 대기업의 부실화 현상도 초래합니다. 규제의 철폐는 세계적인 추세일 뿐만 아니라, 고비용·저효율의 벽에 부딪친 우리 경제의 돌파구를 찾기 위해 불가피한 것입니다. 우리가 흔히 고비용·저효율 하면 마치 그것이 별개의 것인양 얘기하는데, 다 똑같은 얘기입니다. 고비용이라면 주로 고임금, 고지가, 고이자, 고물류비 등을 들 수 있습니다. 우리가 “임금이 비싸다”고 하면 그 원인은 노동시장의 경직성과 이에 따른 인적 자원의 비효율적인 운영때문입니다. 예를 들어, 우리가 노동시장의 유연성을 확보한다든가 아니면 쉽게 얘기해서 우리 인구의 50% 이상이 되는 여성 인적 자원만 제대로 활용한다면, 고임금은 하루아침에 해결될 것입니다. 물류비도 마찬가지로 물류 과정을 보다 효율적으로 운영한다면 높은 물류비는 하루아침에 없어질 것이고, “땅값이 비싸다”는 것 또한 땅의 비효율적인 경영때문이 아닌가 생각합니다. 높은 이자 문제 역시 우리나라의 금융 산업이 그동안 정부의 지나친 간섭과 규제로 인해서 상당히 비효율적으로 운영되고 있었는데, 정부의 간섭과 규제를 풀고 금융 시장을 개방하면 자연스럽게 해결이 될 것입니다.

따라서 우리 경제를 되살리고 고경쟁시대를 맞이하기 위해서는 고비용의 근본 원인인 저효율을 없애야 하는데, 이를 위해서는 규제와 보호를 풀고 개방과 경쟁의 기업 환경으로 변해야 합니다.

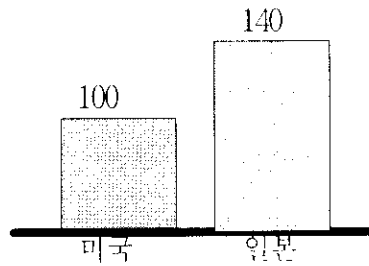
저성장·고경쟁시대를 맞이하여, 현재 세계에서 제일 경제 호황을 누리고 있는 나라가 미국인데, 그 성공의 원인은 미국 기업의 자본의 효율성을 중시한 경영에 있었음을 알 수 있습니다.

### 미국 경제의 성공 원인 - 자본의 효율성 중시

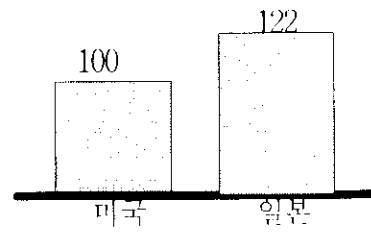
이러한 저성장·고경쟁시대를 맞이하여 우리 기업이 생존할 수 있는 방법을 찾기 위해서는 먼저 미국 기업의 경험을 통하여 많은 것을 배울 수 있습니다. 왜냐하면 미국 기업들은 세계 어느 나라보다도 저성장·고경쟁 환경 속에서 오랜 경영을 해왔기 때문입니다. 그리고 현재 세계에서 제일 잘되는 경제가 미국 경제입니다. 이러한 성공의 원인은 세계 여러 기업들과 비교해볼 때, 미국 기업의 자본 효율성을 중시한 경영에 있었음을 알 수 있습니다. 자본 효율성의 중요성은 미국과 일본의 경제를 비교해보면 단적으로 알 수 있습니다. <그림 1>은 McKinsey 분석에 의해 나타난 결과입니다.

<그림 1> 미국과 일본의 1인당 노동 시간·자본 투자·GDP 비교

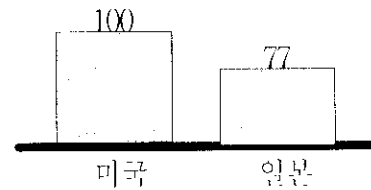
<1인당 노동 시간>



<1인당 자본 투자>



<1인당 GDP>  
(구매력 비율로)



자료: McKinsey.

미국은 기업 활동에 대한 규제와 간섭이 적고, 기업간의 경쟁을 촉진시키는 시장 위주의 경제체제 국가입니다. 그리고 증권 시장이 잘 발달되어 있고 M&A 시장의 자율화·활성화로 수익성 높은 경영을 하게 되어, 미국의 자본 효율성은 세계 어느 나라보다 높습니다.

이 분석 결과에 의하면, 일본인들은 미국인들에 비해 40%나 더 많이 일하고 저축률도 높아 1인당 투자액수가 22%나 더 많지만, 일본인의 생활은 미국의 77% 수준에 불과합니다. 다시 말해, 미국 사람들은 일본 사람들보다 일도 적게 하고 저축도 덜하지만, 기업 경영과 자본 효율성이 높은 덕분에 더 잘 살고 있다는 것입니다.

미국은 세계에서 홍콩과 싱가포르 다음으로 경제의 자유가 많은 나라입니다. 즉, 기업 활동에 대한 규제와 간섭이 비교적 적고, 사업 영역에 대한 진입 장벽이 비교적 낮습니다. 우리나라의 경우는 자기 돈 가지고 사업을 하고자 하는데도, 정부가 하지 말라 하면 못합니다. 다시 말씀드리면 미국은 기업간의 경쟁을 촉진시키는 시장 위주의 경제체제이기 때문입니다. 이 속에서는 상품과 서비스가 기업간의 경쟁으로 인해서 상당히 저가와 양질로 소비자에게 공급됩니다. 더욱 중요한 것은 증권 시장이 세계 어느 나라보다도 가장 발달되어 있어, 자본의 효율적인 분배로 자본의 생산성이 증대하고 있습니다. 또한 미국의 M&A 시장은 세계 어느 나라보다도 자율적으로 잘되어 있습니다. M&A 시장이 자율적으로 잘되어 있으면, 경영진에게 명확한 재무성과 목표를 주고 수익성을 중시케 하는 경영을 하게 합니다. 그러나 수익성과 자본의 효율성이 낮은 기업은 M&A 시장이 활성화되어 있는 경우 아주 좋은 M&A의 먹이감이 되어서 도태되기 때문에, M&A의 방어책으로서 는 수익성을 높여서 주가를 높이는 것이 최고의 방법입니다. 따라서 M&A 시장이 활성화되어 있는 미국 시장에서는 상당수 기업들이 수익성 위주의 경영을 하게 됩니다. 그 결과, 미국의 자본 효율성이 세계 어느 나라보다도 높습니다. 1974년부터 1993년까지 20년간의 자본의 수익성을 비교해보면, 미국이 9.1%인 반면, 경제가 제일 좋다는 일본과 독일의 경우는 각각 7.1%, 7.4%에 불과합니다. 그리고 1994년부터 1997년까지 4년 동안의 실적까지 해서 통계를 잡으면, 미국과 독일·일본과의 차이는 더 커집니다.

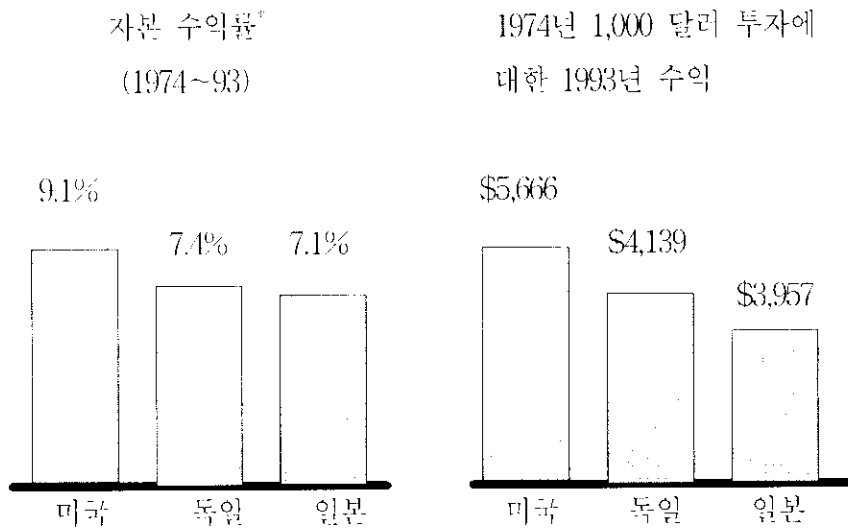
따라서 자본의 효율성이 높다는 것은 “돈이 일을 열심히 한다”

企業 環境의 變化와 經濟的 附加價值(EVA) 經營

미국이 일본과 비교하여 자본의 생산성(효율성)이 높은 근본 원인은 과거부터 추구해온 양국 기업의 투자 전략과 경영 방식의 차이에 있었습니다.

는 것입니다. 다시 종합해서 말씀드리면, 미국 사람은 일본 사람같이 열심히 일하지도 않고 저축도 안해서 투자도 안합니다만, 미국의 돈이 열심히 일하기 때문에 잘산다는 말씀입니다.

<그림 2> 미국·독일·일본의 자본 수익 및 축적률 비교



\* 1974~93년 기간에 걸쳐 모든 기업 부문들에 대한 투자 수익률로서 계산된 것임. 이 측정치는 부채와 주식에 대한 수익을 포함함.

자료 : McKinsey.

80,90년대의 미국과 일본 기업

○ 80년대

미국과 일본의 자본 생산성 차이의 근본 원인은 기업의 투자 전략과 경영 방식때문입니다. 이 두 나라의 차이를 알아보기 위해 80년대로 되돌아가 당시의 미국과 일본 기업을 비교해보니 투자



80년대에 일본은 수익성보다는 국제 시장 점유의 극대화 와 기업 확장을 추구한 전략을 추구한 반면, 미국은 대단위의 M&A, LBO 등을 통한 대규모 구조 조정으로 기업의 수익성을 재 강조했습니다. 그 결과, 일본은 1989년부터 버블 경제의 붕괴로 장기적인 침체를 겪고 있습니다.

전략에서 근본적인 차이가 있음을 알 수 있었습니다. 일본 기업들은 수익성은 중요시 여기지 않고, 국제 시장 점유의 극대화와 기업 확장을 추구했습니다. 반면에, 미국 기업들은 대단위의 M&A와 LBO를 통한 드라마틱한 구조 조정(Restructuring)을 하여 기업의 수익성을 재강조시켰습니다. 80년대 당시 기업 경영 전략 전문가들은 미국 기업들이 너무 돈만 알고, 수익성 위주이고, 재무쪽에만 신경을 쓰며, 먼 장래를 내다 본 시장 점유율쪽에 중점을 두지 않는 단기적 안목의 경영을 한다고 상당히 비판했습니다. 반면, 일본 기업들의 수익성보다는 먼 장래를 보는 시장 점유율이라든가 시장 확장에 중점을 두는 경영 방식을 아주 장기적인 안목이라고 칭찬을 많이 하면서, 미국 기업들도 일본식으로 경영 방침을 바꿔야 한다고 주장하였습니다. 그 당시 미국 기업들은 이러한 기업 경영 전략 전문가들의 충고를 완전히 무시하고 그대로 미국의 경영 방식을 고수한 것이 천만 다행이라고 생각합니다.

### ○ 90년대

왜냐하면 다시 90년대로 돌아와서 미국과 일본을 비교하면 그 경영 투자 방식의 결과가 80년대와는 정반대로 나타났기 때문입니다. 90년대의 일본의 경제는 1989년에 버블 경제의 절정에 도달했다가 이제는 최악의 장기적인 침체를 겪고 있습니다. 이러한 장기 침체가 당장 반영되는 곳이 주식 시장입니다. 1989년 말에 Nikkei 지수(일본의 대표적인 종합지수)가 3만 9,000까지 달했으나, 지금은 2만 아래로 떨어졌습니다. 그렇지만 실지로 기회 비용까지를 생각해보면 일본 기업의 가치가 이보다 더 떨어진 것입니다. 즉, 기회 비용을 연 5%라고 한다면 1989년 말의 3만 9,000은 지금쯤은 5만 6,250 정도는 되었어야 하는데 현재는 1만 6,000밖에 안되고, 이것은 일본 기업 전체의 가치가 1989년에 비해서 1/3도 안된다는 것을 의미합니다. 1989년 그 당시 한 때는 도쿄(東京) 시장이

반면, 미국은 90년대에 들어 일본과는 정반대로 지속적인 경제 성장으로 미국 경제 사상 아주 드물게 6,7년째 장기적 경제 활황을 누리면서, 세계에서 가장 건전한 경제 구조를 자랑하고 있습니다. 이것이 종합주가지수에도 반영되어 미국의 기업 가치는 3 배 이상 증가한 반면, 일본은 1/3로 축소되었습니다.

뉴욕 시장보다 클 때도 있었던 경제가 이렇게 1/3 미만으로 축소되었습니다.

그것보다도 일본인들의 피부에 와닿는 것은 증권 가격보다는 고용과 임금입니다. 80년대까지만해도 일본 경영의 대명사는 한 번 회사에 들어가면 죽을 때까지 있는 종신 고용이었습니다. 그러나 종신 고용은 기품 경제가 붕괴되었기 때문에 종료를 고했습니다. 따라서 요새 일본 기업들은 수익성에 대한 관심이 상당히 고조되고 있고, 자기 자본 수익률(ROE)이 일본에서는 아주 새로운 인기 단어로 등장하고 있습니다.

반면, 90년대 미국은 일본과는 정반대로 경제 성장을 지속해서 미국 경제 사상 아주 드물게 지금 6,7년째 장기적인 경제 활황을 누리면서, 세계에서 가장 건전한 경제 구조를 자랑하고 있습니다. 이러한 실물 경기의 활황은 주식 시장에도 물론 그대로 반영되어서, 1989년의 다우존스지수(Dow Jones Average, 미국의 대표적인 종합주가지수)는 2,700에 불과했습니다만, 현재는 7,500 정도로 크게 증가했습니다. 즉, 일본의 기업 가치는 1/3 미만으로 축소가 된 반면, 미국 기업의 가치는 그동안 3 배 이상 늘었다는 결과가 됩니다. 이러한 경기 활황으로 일반 고용인들에게 혜택이 그대로 돌아가지, 미국의 지금 실업률은 지난 30 년간 최저치를 이루고 있습니다. 일반 경제원론 책들을 특히, 케인지언들이 쓴 경제 교과서를 보면, 경제가 제대로 되기 위해서는 실업률은 5%, 6% 되는 것은 당연하고, 오히려 5% 이하로 내려가면 인플레이션을 조장하기 때문에 안 좋다고 되어 있습니다. 그러나 그것을 다 깨고 지금 미국의 실업률은 4.9%로서 도저히 상상할 수 없는 낮은 실업률을 기록하고 있으며, 이처럼 건전한 경제 구조를 이룩하고 있습니다.

### 90년대의 한국 기업

이렇게 미국과 일본을 비교하는 것은 결국 한국에 대한 관심이

한국의 경우는 일본과 닮은 점이 많습니다. 1995년까지만 해도 한국의 대기업들은 수익성보다는 시장 점유율 확대 및 성장 위주의 투자 전략을 지향해왔고, 80년대의 일본과 같은 버블 경제의 조짐이 있었고, 1996년부터 버블 경제의 붕괴 현상으로 경기 침체, 대외 경쟁력 약화, 대기업 부실화 현상이 나타나고 있습니다.

많기 때문입니다. 그러면 한국의 경우는 일본과 미국 어느 쪽에 가까우냐 하면, 불행하게도 일본에 닮은 점이 많습니다. 잘 아시다시피 한국 기업들 특히, 대기업들은 1995년까지만 해도 수익성보다는 시장 점유율 극대화 및 성장 위주의 투자 전략을 지향해왔고, 일본의 버블 경제와 같은 기분이 1995년까지만 해도 상당히 있었습니다. 1995년 6월쯤 제가 「조선일보」와의 인터뷰에서 한국 경제가 너무나 일본의 80년대 버블 경제와 같고, 우리도 곧 버블 경제의 붕괴 현상이 나타날 것이니까 빨리 대비해야 한다고 말했습니다만, 그때 다들 별로 귀담아 듣지 않았습니다. 그런데 불행하게도 제가 예측했던 것이 맞아서, 1996년부터 거품 경제의 붕괴 현상이 시작되어서 경기 침체, 대외 경쟁력 약화, 그리고 대기업 부실화 현상이 나타나고 있습니다. 그러한 현상이 먼저 반영되는 것이 주식 시장입니다. 1989년 4월 1일 제가 힐튼호텔 대강당에서 강의를 했었는데, 그날 종합주가지수는 1,007에 달했었습니다. 그런데 그동안 계속 내려서 520이 될 정도로 지금 주식 시장이 안 좋습니다. 이것을 기회 비용 12%로 감안해보면, 1989년도의 1,007은 지금쯤은 2,500은 되었어야 합니다. 그런데 지금 500 수준이라는 것은 한국 기업의 가치가 그동안 1/5로 줄었음을 의미합니다. 그러나 다행스러운 것은 일본 기업들이 수익성을 재강조하듯이, 한국 기업들도 요즈음에 들어서는 경제성·수익성 위주로 내실을 기하는 가치 경영으로 전환해야 한다는 필요성을 인식하기 시작한 것입니다.

### 수익성 위주의 부가가치 경영

수익성 위주의 부가가치 경영에 대해서 예를 들어 설명하겠습니다. 150억 원의 투자를 하면 매년 15억 원의 순영업 이익이 창출되는 프로젝트가 있다고 가정을 해보겠습니다. 이 경우 가중 평균 자본 비용은 15%이고 총자산은 150억 원 증가한다고 할 때, 일반

일반적으로 기업이 기업의 순위, 자산 규모, 매출액, 순이익을 고려할 때 투자해볼 만한 사업이라도, 영업 수익이 자본 비용보다 낮다면 투자를 해서는 안됩니다. 이것은 투자후 기업의 가치를 창조하는 것이 아니라 가치를 파괴하는 결과를 낳을 수도 있기 때문입니다.

적인 기업 순위의 척도인 총자산 규모, 매출액, 순이익에 의하면 당연히 투자해야 할 사업이라고 볼 수 있습니다. 그러나 자본 비용이 연 15%라고 가정했기 때문에 이러한 투자는 하면 안됩니다. 왜냐하면 쉽게 말씀드리어서 영업 수익률은 15억 원/150억 원  $\times$  100으로 10%밖에 안되고, 이 10%의 수익률로 자본 비용 15%를 커버하지 못하기 때문입니다. 투자하지 말아야 함을 구체적으로 보여줄 수 있는 것이 연 경제적 수익으로서, 영업 수익 - 자본 비용입니다. 영업 수익은 15억 원인데 자본 비용은 150억  $\times$  0.15로 나온 22.5억 원이기 때문에, 연 경제적 수익은 -7.5억 원으로 경제적인 손실을 본다는 것입니다. 이 경제적 손실의 현 가치를 구하면 50억 원이 됩니다. 그러면 -50억 원의 의미는 이 프로젝트를 수행한 후 기업의 가치는 50억 원 감소한다는 것입니다. 다시 말해서, 100억 원짜리 가치밖에 안되는 사업에 150억 원을 투자함으로써 가치 창조가 아니라 가치 파괴의 결과를 초래한다는 것입니다. 이상의 예에서 알 수 있듯이, 투자 결정시에는 자본 비용을 꼭 감안해야 합니다. 경제성 마인드를 가진 기업의 주인이 이러한 프로젝트를 평가한다면 당연히 기각할 것입니다.

그러나 기업이 기업의 순위, 자산 규모, 매출액 그리고 순이익에만 초점을 둔다면, 이러한 프로젝트에 상당히 매력을 느낄 수가 있습니다. 이 투자를 정당화하기 위해 영업 수익을 24억 원으로 과장했을 경우, 순현재가치(NPV) -50억 원이 하루아침에 +10억 원(24억 원/0.15 - 150억 원)으로서의 조사가 가능합니다. 그래서 아무리 좋은 공식이라도 “쓰레기를 집어넣은 결과는 쓰레기가 나온다”는 것입니다(Garbage in, Garbage out!!). 다시 말씀드리어서, 그 좋은 순현재가치법(NPV Rule)도 결국에 가서는 이미 결정된 신규 투자를 정당화하는 수단에 불과한 경우가 한국 기업만이 아니라 미국·일본 기업에도 상당히 볼 수가 있습니다. 이러한 경우 경영 성과를 어떻게 평가하느냐에 따라서 상당히 큰 차이가 있습니다. 경영 성과를 평가할 때 장부 상의 이익에 의해서 평가

경영(투자) 성과 평가시 정부 상의 이익(순이익, 매출액 등)에 의한 평가로, 경영 성과의 왜곡이 발생하여 장기적으로 기업 부실화가 나타나는데, 이를 막는 방법은 경영 성과를 경제적 수익으로 평가하여 경영자의 보수·보상에 연결시켜 자본의 효율성과 가치를 중시하는 경영을 하는 것입니다.

한다면, 예측치는 틀렸지만 순이익은 늘어나는 결과이므로 경영 성과가 좋게 평가될 것입니다. 그래서 그 경영자는 경제적 손해라든가 가치 파괴에 대한 책임은 커녕 오히려 높은 성과 평가를 받게 됩니다. 이러한 기업들은 단기적으로는 괜찮습니다만, 장기적으로는 불행하게도 요새 우리가 많이 듣고 있는 대기업 부실화로 나타날 것입니다.

그러면 이런 것을 막을 수 있는 방법은 우선, 경영 성과를 정확히 평가해주는 것입니다. 그래서 경영 성과를 순이익이나 매출액을 기준으로 해서 평가하지 말고 경제적 수익으로 평가해서, 경영자의 보수·보상(managerial compensation)을 경제적 수익과 직결시킨다면, 그 경영자는 이러한 자본 비용에 민감해지고 주인과 같은 자세로 투자 결정을 해서 자본의 효율성과 가치를 중시하는 경영을 하게 될 것입니다. 이렇게 경영 성과 방법이 상당히 중요함에도 불구하고, 현재 기준으로 되어 있는 경영성과평가지수들은 경제적인 수익을 제대로 반영하지 못하고 있습니다. 흔히 쓰는 경영성과평가지수를 세 개로 나눌 수 있습니다. 첫째는 판매 기준으로서 매출액 및 시장 점유율이 있고, 둘째는 생산 기준으로서 제품과 서비스의 수량, 품질, 원가 등이 있고, 셋째는 재무 기준으로서 순이익, 자기 자본 수익률, 자산 수익률 등이 있습니다. 이상의 지수는 경제적 수익 창출에 필요한 개별 요소의 성과측정지수는 되나, 기업 경영의 종합적인 성과 평가가 되어야 할 경제적 수익은 제시하지 못합니다. 그러면 기존의 수익성 평가지수는 제대로 제시하느냐 하면 그것도 아닌 것 같습니다. 이 수익성 평가지수는 우선 순이익을 생각할 수가 있겠습니까. 순이익이라는 것은 자본 규모를 무시한 단순한 수익성 지수로서 사실 어떻게 보면 아무 의미가 없는 것입니다. 그래서 순이익보다 조금 낮게 하려고 자기 자본 수익률(순이익/자기 자본)이 나왔는데, 이제 자기 자본의 규모는 반영이 되지만, 재무 구조에 의해서 왜곡되고, 타인 자본 수익률을 무시하게 되는 결점이 있습니다. 따라서 자기 자본 수익

기존의 경영성과 평가지수들의 문제점을 해결하고 기업 전체의 경제적 수익 성과를 측정할 수 있는 평가지표가 경제적 부가가치(EVA)입니다. 이것은 자본의 효율성을 종합적으로 측정할 수 있고, 신규 투자안에 대해 심의할 수 있는 기준이 됩니다.

물보다 그래도 좀 나은 것이 자산 수익률(Return on Asset)입니다. 그것은 순이익을 총자산으로 나눈 것으로서, 총자본의 규모를 반영하는 장점이 있습니다만, 영업과는 아무 상관없는 순이익이 포함되고 또 자본 비용을 무시한다는 약점이 있습니다.

### 경제적 부가가치(Economic Value Added: EVA)

이러한 문제점을 해결하고 기업 전체의 경제적 수익 성과를 측정할 수 있는 평가지표가 소위 말하는 EVA입니다. EVA라고 하면 경제적인 부가가치를 말하는 것인데, 세후 순영업 이익 - 투자 자본 × 자본 비용입니다. 이것은 앞에서 말씀드린 연 경제적 수익과 똑같은 개념입니다. 이 EVA는 첫째, 자본의 효율성을 종합적으로 측정할 수 있는 경영 성과 평가 기준이 되겠습니다. 둘째, EVA는 신규 투자안에 대한 심의 기준으로서도 사용이 가능합니다. 그 경우에는 그냥 EVA를 쓰는 것이 아니라 미래 EVA의 현재 가치 즉, 시장 부가가치(Market Value Added: MVA)라고 합니다. 이것은 앞에서 든 예의 -50억 원이 되겠습니다. 따라서 MVA가 음(-)인 -50억 원인 경우에는 신규 투자는 하지 말아야 합니다. 반면에 MVA가 양(+)'일 때는 신규 투자를 당연히 해야 합니다.

EVA를 계산하기 위해서는 세 가지 요소가 필요합니다. 즉, 세후 순영업 이익, 투자 자본, 자본 비용입니다. EVA를 높이려면 세후 순영업 이익을 높여야 하고, 투자 자본과 자본 비용을 줄여야 합니다. 세후 순영업 이익은 기업의 근본 활동인 영업에서 창출되는 이익에서 법인세를 제외한 이익입니다. 이것은 손익계산서 상의 순이익(영업 이익)과는 다른 개념입니다. 그 다음 투자 자본은 영업 활동을 하기 위해서 투하한 자본으로서, 순고정자산, 순운전 자산과 기타 순자산을 합한 것입니다. 마지막으로, 자본 비용은 부채 비용과 자기 자본 비용의 가중 평균입니다. 여기서 유의해서

이러한 EVA는 M&A 열풍에 한참 휩쓸리고 있던 80년대의 미국에서 처음 개발·도입되었습니다. 그 당시 미국 경제는 상당히 부진했고, 자본 효율성이 낮은 기업은 M&A의 대상이었는데, 이에 대한 제1의 방어책은 수익성의 향상에 의한 주가 상승이었습니다.

말씀드리고 싶은 것은 자기 자본 비용은 손익계산서에 나타나지 않습니다만, 부채 비용 못지 않게 중요하고 부채 비용보다 높습니다. 자기 자본 비용은 주주의 기대 수익률입니다. 자기 자본 비용이 높음에도 불구하고 기업이 그만큼 돈을 벌어들이지 못할 때는 주가가 폭락하는 현상이 나타납니다. 그래서 지금 우리 주가가 폭락해서 주가지수가 500선 아래까지 내려간 것입니다. 이렇게 자기 자본 비용에 대한 것은 자본 공급자나 주주에게는 명확하게 감이 옵니다만, 전문 경영인에게는 불투명할 수도 있습니다. 여기서 한국 기업의 자기 자본 비용을 보면 세후 부채 비용에 비해서 약 배정도가 되는 것으로 보입니다. 이처럼 자기 자본 비용이 중요한 이유는 자기 자본 비용을 무시하고 부채 비용만을 자본 비용으로 간주해서 NPV를 계산하거나 MVA를 계산하면, 신규 프로젝트 심의시에 그 수익성을 과대 평가할 수가 있습니다. 그렇게 되면 투자 해서는 안될 프로젝트에 투자하는 과잉 투자 현상을 초래하게 됩니다.

### ○ 미국의 사례

이러한 EVA는 M&A의 열풍에 한참 휩쓸리고 있던 80년대의 미국에서 처음 개발·도입되었습니다. 그 당시에 미국 경제는 상당히 부진했고, 자본 효율성이 낮은 기업은 당연히 주가가 낮았습니다. 그래서 그 당시 M&A의 제1의 방어책은 수익성을 향상시켜서 주가를 높이는 것이었습니다. 그러한 목적으로 개발된 것 가운데 하나가 EVA입니다. 현재 EVA를 도입한 회사가 300~400 개가 되는데, EVA를 도입한 경우 상당수 기업의 수익성과 주가가 올랐습니다. 아주 대표적인 예가 코카콜라社입니다. 코카콜라社는 EVA를 제일 먼저 도입해서 상당히 성공한 회사로 알려져 있습니다. 80년대 초반에 코카콜라 주가는 2 달러가 안되었지만, 한창 올랐을 때는 70 달러까지 올랐고, 지금은 60 달러인 것으로 알

## 企業 環境의 變化와 經濟的 附加價值(EVA) 經營

EVA의 경영 방식은 미국 이외에도 유럽, 뉴질랜드, 남아프리카, 남미 등에 급속히 확산되고 있습니다. 한국도 포철이 선두로서 1년 전부터 EVA제도를 도입해서 각 공장 및 계열사에서 사용 중입니다.

고 있습니다. 또 재미있는 것이 미국우체국(US Postal Service)인데, 만성적인 적자 운영의 공기업으로 유명했습니다. 공기업의 특징은 주인없는 회사이기 때문에, 사람들이 일을 열심히 안합니다. US Postal Service가 1993년에 EVA제도를 도입한 이후 1995년 처음으로 18억 달러의 흑자를 봤습니다. 그 이유는 EVA를 도입해서 경제적 부가 이익을 정확히 평가하고, 그것을 임직원들에게 보상으로 직결시켜주었기 때문입니다. 주인없는 회사가 하루아침에 주인있는 회사가 되었고, 일들도 네 일처럼 하니깐 그 이후로 계속 흑자를 보고 있다고 합니다.

<표> EVA제도를 도입한 회사

American Hospital	Equifax	NCR
Armstrong World	GE	Olin
AT & T	Georgia Pacific	Quaker Oats
Avery	Guidant	TRW
Briggs & Stratton	Hillenbrand	Unocal
Central Banks	IC Industries	U.S. Postal Service
Coca-Cola	Kraft	U.S. West
Contel	Lorimar	Wal Mart
Dupont	Marriott	
Eastman Chemical	Merrill Lynch	
EG & G	Morgan Stanley	

EVA의 경영 방식은 미국 이외에도 유럽, 뉴질랜드, 남아프리카, 남미 등에 급속히 확산되고 있습니다. 한국의 경우는 포철이 선두로서 1년 반 전부터 EVA제도를 도입해서 각 공장 및 계열사에서 사용하고 있습니다.

### ○ EVA제도 도입의 성과

이 EVA제도를 도입하면 그 효과는 여러 형태로 나타납니다. 첫



EVA제도 도입의 성과는 ① 자본의 효율성 증대, ② 영업 이익의 증대입니다. 또한 주가와 상관 관계는 다른 수익성지수들보다 훨씬 높고, EVA제도 도입 뉴스만으로도 주가가 상승한 예가 있습니다.

둘째, 자본의 효율성을 증대시킬 수 있습니다. 이를 위해 우선은 자본 수익률이 자본 비용을 하회하고 앞으로도 상회할 가능성이 희박한 사업을 처분하여 자산 규모를 축소하고, 신용 판매 기간의 축소 및 과잉 재고의 억제를 통한 운전 자산을 축소하여 기존 자산의 효율성을 제고하는 것입니다. 둘째는 최적 재무 구조 및 적극적인 신용 평가 관리를 통한 저비용 자금을 조달하는 것입니다. 셋째는 투자 자본 수익률이 자본 비용을 초과하는 신규 투자 및 대체 투자를 개발·수행하여 신규 투자의 고수익성을 유도하는 것입니다.

둘째, 영업 이익의 증대입니다. 이를 위해 우선은 고객 만족, 마케팅, 매출액·가격 구조의 최적화, 신상품 개발, 광고를 통해 판매의 수익성을 제고시키는 것입니다. 둘째는 생산성 향상, 매출 원가 감소, 최적 구매, 판매 관리비 축소, 기타 영업 관리 비용 축소, 절세 효과를 통한 비용을 절감하는 것입니다.

### ○ 주가와 상관 관계

이상의 효과로 경제적 수익이 증가하면 곧 주식 시장에 반영됩니다. 주가 상승의 효과를 볼 수 있기 때문에 EVA는 어느 수익성 지수보다도 주가와 상관 관계가 높습니다. 미국의 경우를 보면, EVA 증가(0.50)가 주당 순이익 증가(0.18)나 현금 흐름 증가(0.22), 자기 자본 수익률(0.35)보다도 주가와 상관 관계가 훨씬 높았습니다. EVA제도 도입 뉴스만으로도 주가가 상승한 예가 있습니다. Morgan Stanley와 Paine Webber는 1995년 Olin이 EVA제도 도입을 결정하자 주식 평가 등급을 「중립」에서 「매수」로 상향 조정하여, 5개월 만에 51 달러에서 74 달러로 상승하였습니다. 제가 한국증권거래소의 용역으로서 비슷한 계산을 해봤습니다. 한국 상장 기업 500개를 봤는데 그 결과 한국 기업도 역시 주가와 상관 관계가 제일 높은 것이 EVA였습니다. 그러니까 미국이나 한국이나

성공적인 EVA제도 도입의 필요 조건은 ① 경영의 분권화, ② EVA 성과와 임직원 보수의 연계입니다.

EVA 도입시 유의점은 ① 사업부에 따라 EVA를 높거나 낮게 시작, ② 사업부간 상호 협력과 시너지 효과 고려, ③ 투자 전략의 장기 최적화 유도, ④ 이익센터간의 移轉 가격 결정입니다.

비슷하다는 것이 증명되었습니다. 여기서 한 가지 말씀드리고 싶은 것은 EVA제도라는 것이 하나의 기적 수행자(miracle worker)가 아니라는 것입니다. EVA제도를 도입했다고 당장에 기업이 좋아지는 것도 아니고 그러한 보장도 할 수 없습니다. 이것을 도입해도 별 효과가 없는 기업도 많습니다.

### ○ 성공적인 EVA제도 도입의 필요 조건

EVA를 성공적으로 도입하기 위해서는 두 가지의 전제 조건이 꼭 필요합니다. 첫째는 경영의 분권화가 되어야 합니다. 이를 위해 ① 책임과 권한이 동시에 수반되어야 하고, ②비전 제시, 그룹 회사간 조화, 각 사업부 평가와 승진·보상 결정 등으로 국한된 회장실 업무의 선분화가 필요하고, 회장실 업무 또한 양적 위주에서 질적 위주로의 전환이 필요합니다. 둘째는 EVA 성과를 임직원의 보수 및 보상과 직접 연계시켜야 합니다. 이를 위해 ① 임직원이 주인과 같은 자세로 경영하도록 유도함으로써 임직원·주주 공동이익을 추구하고, ② 자본 비용에 대한 인식 제고가 이루어져야 합니다.

### ○ EVA의 도입시 유의할 점

EVA를 도입할 때 여러 가지 유의할 점들이 있습니다. 첫째, 사업부를 평가할 때 일부 사업부는 낮은 EVA로 출발하는 반면, 다른 사업부는 높은 EVA로 시작해야 합니다. 또 투자 회수 및 설비 처분을 결정할 때는 미래 EVA의 절대 가치에 기준을 두지만, 경제적 수익성 향상을 유도하는 것이 목표일 때는 EVA의 절대 가치보다는 전년 대비 상대 가치에 기준을 두어야 합니다.

둘째, 관련 사업부간의 상호 협력과 시너지(synergy) 효과 상려를 위한 인센티브제도를 마련해야 합니다. 예를 들면, 성과 평가시

EVA 도입시 관련 이슈로는 ① 평가 대상 범위, ② 총임금 가운데 EVA에 연결된 성과급의 비율 결정과 한국 풍토를 고려한 평가 기준, ③ 현재와 미래도 포함된 평가 기간, ④ 교육·훈련의 대상과 내용, ⑤ 자본예산시스템의 도입, ⑥ 자본 배분 및 회계적 조정이 필요한 회계 관련 기술적 이슈입니다.

사업부간의 상호 보유(cross-holdings)를 통한 EVA 추정이 되겠습니다.

셋째, 장기적인 관점에서 신규 투자의 결정을 유도하기 위해 투자 전략의 장기 최적화를 유도하는 것이 되어야 합니다. 투자 초기에는 대부분의 투자 금액이 상각 안된 상태이므로 자본 비용이 높습니다. 또 등액 상각이나 가속상각법 하에서는 EVA가 투자 초기에 상당히 낮은 수치가거나 음수일 수 있고, 투자 말기에 높아지는 경향이 있기 때문에, 단기적인 안목에서 신규 투자 결정을 유도할 가능성을 초래합니다. 따라서 새로운 관리 회계 기법을 개발·적용하는 것이 필요합니다.

넷째, 이익센터(profit center)간의 移轉 가격(transfer pricing)을 결정해야 합니다.

#### ○ EVA 도입시 조직 관련 이슈

EVA를 도입할 때 여러 가지 이슈가 있는데, 첫째는 평가 대상의 범위입니다. 즉, 사업부 등 세분화 정도를 말합니다. 둘째는 보상과 EVA의 연계입니다. 여기서 중요한 것은 총임금 가운데서 EVA에 연결되는 성과급 비율의 결정과 한국 기업의 풍토를 고려한 평가 기준입니다. 셋째는 평가 기간인데, 성과를 평가하는 데 현재와 미래도 포함되어야 합니다. 과거의 성과를 측정하는 데 있어 현재와 미래를 포함시킬 수 있는 방법은 보너스시스템·보상시스템을 만들어 조정하는 것입니다. 넷째는 교육·훈련이 상당히 중요합니다. EVA가 효과를 보려면 실무 담당자들에게 EVA에 대한 개념과 정의, EVA를 향상시킬 수 있는 방법 등을 교육시키는 것이 제일 중요합니다. 다섯째는 EVA 현재 가치(MVA)에 기준하여 신규 투자를 심의·결정할 수 있는 자본예산시스템을 마련해야 합니다. 마지막으로 회계와 관련된 기술적인 이슈로서, EVA 계산시 회계적으로 조정해야 할 항목들은 제대로 아주 철저히 하려면

결론적으로, EVA제도는 ① 공정하고 객관적이며 쉽게 이해할 수 있는 평가 잣대이며, ② 성과 평가와 보상을 경제적 이익에 연결하여 경영자를 주인의 자세로 경영하도록 유도하고, ③ 경제성 마인드와 자본 비용에 민감한 경영 유도로서 자본의 효율성을 극대화하여 주주, 임직원, 채권자 등의 복지를 증가시키는 제도입니다.

한 130 개나 됩니다. 그러한 경우 이것을 다 하는 것이 아니고 회사마다 다르기 때문에 회계적 조정이 필요합니다.

### 시사점

EVA제도는 우선, 자본의 생산성을 종합적으로 평가하는 잣대가 될 뿐만 아니라, 어느 평가제도보다도 공정하고 객관적이며 쉽게 이해할 수 있는 평가 잣대라고 봅니다. 세후 순영업 이익이 자본 비용을 커버하느냐 못하느냐를 평가하는 것이 EVA입니다. EVA의 장점은 목표가 필요없습니다. 지금 수행되고 있는 평가 방법은 목표를 잡고 이 목표만큼 달성했느냐 못했느냐로 평가를 합니다. 여기서는 실적이 목표를 초과했을 때는 초과 달성으로 하지 않고 오히려 목표를 적당히 하여 다음해 목표에 포함시키는 등의 조사가 가능합니다. 그러나 EVA제도에는 그럴 가능성은 없습니다.

둘째, EVA에서 제일 기대할 수 있는 효과는 성과 평가와 보상을 경제적 이익에 연결하여 경영자와 주주의 이해 관계를 일치시켜 기업과 경영자로 하여금 주인의 자세로 경영하도록 유도하는 것입니다.

마지막으로, 강조하고 싶은 것은 EVA평가제도는 “남이 잘되면 내가 못되고 내가 못되면 남이 잘된다”는 식의 제로섬 게임(zero-sum game)이 아니라는 것입니다. 이 제도는 경제성 마인드와 자본 비용에 민감한 경영을 유도함으로써 자본의 효율성 극대화를 도모하여 기업의 가치를 증가시키고, 주요 이해 관계 당사자(stakeholder)들 즉, 주주와 임직원은 물론 채권자들의 복지를 증가시키는 것입니다.