

경제적부가가치와 부가가치 정보의 유용성*

정규언**

정수봉***

김영규****

정휘영*****

〈요 약〉

본 연구에서는 기업회계기준에 의하여 강제로 제공하도록 규정하고 있는 부가가치 정보의 유용성을 회계이익 및 EVA 정보와 비교하여 실증적으로 분석하였다. 부가가치 및 EVA 정보가 주가 변동에 대한 설명력이 있는지를 검증하기 위하여 누적초과수익률을 종속변수로 하고 비기대회계이익, 비기대부가가치, 비기대EVA를 각각 독립변수로 하여 단순회귀분석을 실시한 결과 회계이익, 부가가치 및 EVA는 주가가격변동과 양(+)의 관련성이 있음을 확인할 수 있었다. 또한 부가가치와 EVA가 투자자들에게 회계이익정보 이외에 추가적인 정보내용을 제공하는지를 검증하기 위해 누적초과수익률을 종속변수로 하고 비기대회계이익, 비기대부가가치, 비기대EVA를 독립변수로 하여 다중회귀분석을 실시한 결과 비기대EVA는 비기대회계이익에 대하여 추가적인 설명력을 가지지 않는 것으로 나타났으나, 비기대부가가치는 비기대회계이익에 대하여 추가적인 설명력을 가지는 것으로 나타났다. 따라서 회계이익이 제공하는 정보 외에 부가가치는 추가적인 정보내용이 있다는 결론을 내릴 수 있다.

본 연구는 재무정보의 이용자가 주주에게 국한되지 않고 다양한 이해관계자라는 사실에 바탕을 두고 있는 부가가치 정보를 기업이 구체적이고 적극적으로 공시하도록 관련제도를 개선할 필요성이 있음을 제시하였다는 점에서 시사하는 바가 크다.

선행연구가 EVA와 회계이익의 정보가치를 비교하였거나, 또는 부가가치 정보 자체의 유용성을 분석한데 반하여, 본 연구에서는 EVA와 부가가치 정보의 유용성을 회계이익 정보와 함께 비교 분석하고, 부가가치 정보가 회계이익이 제공하는 정보 이외에 추가적인 유용성이 있음을 검증하였다는 점에서 그 의미가 있다.

〈주제어〉 부가가치정보, 경제적부가가치, EVA, 회계이익, 성과지표

* 본 연구는 고려대학교 특별연구비에 의하여 수행되었음.

** 고려대학교 경상대학 경영학과 교수, jungkyu@korea.ac.kr, 041-860-1526, 주저자

*** 한국정보문화진흥원, jsb@kado.or.kr, 02-3660-2524

**** 고려대학교 경상대학 교수, vkkim@korea.ac.kr, 041-860-1533

***** 고려대학교 기업경영연구원 책임연구원, ttoldad@empal.com, 02-3290-1621

논문접수일 : 2004년 6월 게재확정일 : 2004년 10월

I. 서 론

기업경영의 성과지표로 널리 사용되고 있는 회계이익은 영업활동을 하기 위해 조달한 자기자본의 비용을 고려하지 못하는 한계점이 있다. 회계이익의 산출에는 타인자본 비용만이 고려될 뿐 자기자본비용은 고려되지 않는다. 반면에 경제적부가가치(EVA : Economic Value Added)는 세후영업이익에서 투자자본에 대한 총자본비용이 공제된 잔여이익으로 계산된다. 미국에서는 EVA를 사업부서의 성과지표로 사용하거나 내부적 동기보상을 위해 채택한 회사들이 많이 있으며, 국내기업들 중에서도 EVA를 경영성과지표로 활용하는 기업들이 나타나기 시작했다.

회계이익에 대한 대체적 경영성과지표로 제시된 EVA도 회계이익과 마찬가지로 주주의 입장에서 측정된 경영성과이다. 그러나 부가가치 회계는 기업이 사회에 기여하는 부가가치(value added)를 평가하는 성과지표이다. 기업에는 다양한 자원제공자가 있으며 기업의 성과는 다양한 자원제공자가 기업에 가치 있는 자원을 제공한 결과로 이루어진 것으로 보는 것이다. 부가가치 회계는 기업의 성과를 부가가치로 측정하고, 이 성과가 이해관계자에게 어떻게 배분되었는가를 분석하는 것이라 할 수 있다. 부가가치 회계는 자원제공자를 주주, 채권자, 종업원 및 국가로 보고 있다. 주주에게는 순이익(배당금과 유보이익)이 배분되고, 채권자에게는 이자가 배분되며, 종업원에게는 인건비가 배분되며, 국가에게는 세금이 배분된다고 본다(윤순석 1999). 영국 등의 유럽국가에서는 부가가치계산서를 재무보고에 첨부하고 있다. 우리나라도 최근에는 부가가치계산에 필요한 정보를 보충적으로 주석으로 제공하도록 규정하고 있다. 그러나 기업회계기준에 의하여 강제적으로 제공하도록 규정하고 있는 부가가치 정보의 유용성을 검증한 선행연구는 거의 없는 것 같다.

본 연구에서는 강제로 제공하도록 규정되어 있는 부가가치 정보의 유용성을 검증하였다. 검증방법은 부가가치 정보 및 EVA 정보가 전통적인 성과지표인 회계이익에 대하여 주식수익률에 대한 추가적인 설명력을 가지는지 여부를 실증적으로 분석하였다.

Ⅱ. EVA와 부가가치 정보의 유용성에 관한 이론적 고찰

1. EVA 정보의 유용성

가. EVA의 의의

EVA란 기업이 영업활동을 통해 창출한 순 가치의 증가분으로, 세후영업이익에서 투자자본에 대한 자본비용을 차감한 잔여이익으로 정의된다. 회계이익은 자기자본 사용에 대한 대가인 자기자본비용을 비용으로 인식하지 않는다. 투자자의 입장에서 보면 해당 기업이 자기자본비용을 보상하는지 여부를 파악하기에 회계이익은 충분하지 못하다. 미국의 Stern Stewart사가 개발한 EVA는 이러한 회계이익의 한계점을 보완하여 기업이 달성한 수익성을 좀더 정확히 파악하기 위한 경영성과 지표이다.

회계이익의 경우 채권자에 대한 타인자본비용만을 고정적으로 보상한 후의 경영성과만을 의미하지만, EVA는 타인자본비용과 자기자본비용을 모두 고려한 경영성과를 의미하기 때문에, 투자자들의 입장에서 회계이익정보와 자기자본비용을 동시에 포함한 개념으로서 더 유용한 정보원천이 될 수 있다.

나. EVA의 구성 및 측정방법

EVA는 세후순영업이익에서 투자가의 기대수익금액인 자본비용을 차감하여 계산할 수 있다. 이는 투자자본에 투자자본수익률에서 자본비용율을 차감한 값을 곱한 금액으로 바꿔 쓸 수 있다. 본 연구에서는 EVA를 투자자본×(투자자본수익률-가중평균자본비용)으로 계산하였다.

$$\begin{aligned} \text{EVA} &= \text{세후순영업이익} - \text{총자본 조달비용} \\ &= \text{투자자본} \times \text{투자자본수익률} - \text{투자자본} \times \text{가중평균자본비용} \\ &= \text{투자자본} \times (\text{투자자본수익률} - \text{가중평균자본비용}) \end{aligned}$$

$$\text{① 투자자본수익률} = \text{세후순영업이익} / \text{투자자본}$$

(1) 세후순영업이익(NOPAT)

세후순영업이익은 전통적 세후순영업이익에서 회계처리기준에 의해 발생할 수 있는 잠재적 왜곡부분을 제거한 세후순영업이익으로 산출할 수 있다(Copeland, Koller and

Murrin 1996). 본 연구에서는 <표 1>과 같이 손익계산서의 영업이익에 영업외수익과 비용으로 분류되는 항목 중 영업이익에 포함되는 항목과 영업이익에 포함되는 항목 중 회계처리기준에 의하여 왜곡될 수 있는 부분을 조정하고 실효법인세를 차감하여 계산하였다.

〈표 1〉 세후순영업이익 산출방법

$$\begin{aligned} \text{세후순영업이익} &= \text{매출액} - \text{매출원가} - \text{판매비와관리비} + \text{기타 영업관련수익} - \text{기타 영업관련비용} \\ &\quad - \text{실효법인세} \\ &= \text{영업이익} + \text{기타 영업관련수익} - \text{기타 영업관련비용} - \text{실효법인세} \end{aligned}$$

$$\begin{aligned} \text{① 기타 영업관련수익} &= \text{수입수수료} + \text{원가차익} + \text{매출채권매각이익} + \text{외환차익} + \text{외화환산이익} \\ &\quad + \text{퇴직급여} + \text{부채성충당금전입액} - \text{부채성충당금환입액} + \text{대손상각비} \\ &\quad - \text{대손충당금환입} \end{aligned}$$

$$\begin{aligned} \text{② 기타 영업관련비용} &= \text{매출채권매각손실} + \text{재고자산평가손실} + \text{재고자산감모손실} + \text{수수료비용} \\ &\quad + \text{원가차손} + \text{외환차손} + \text{외화환산손실} + \text{재해손실} + \text{기부금} + \text{무형자산상각} \end{aligned}$$

$$\begin{aligned} \text{③ 실효법인세} &= \text{세전영업이익} \times \text{실효법인세율} \\ &= (\text{영업이익} + \text{기타 영업관련수익} - \text{기타 영업관련비용}) \times \text{실효법인세율} \end{aligned}$$

$$\text{④ 실효법인세율} = \text{최저세율} \leq \text{법인세비용/법인세차감전순이익} \geq \text{최고세율}$$

(2) 자본비용

자본비용은 투자자들이 제공한 투자자본에 대한 비용으로, 외부차입에 의한 타인자본 비용과 주주가 제공한 자기자본비용을 합한 총자본비용을 말한다. 자본비용 산출에 필요한 투자자본 산출방법은 다음의 <표 2>와 같다.

〈표 2〉 투자자본 산출방법

투자자본 = 유동자산 + 순유형자산 + 기타 사업용자산 - 비이자발생부채 (투자자본은 당기말잔액과 전기말잔액의 평균에 의하여 계산함)
① 유동자산 = 현금및현금등가물 + 매출채권 + 미수금 + 기타당좌자산 + 재고자산 + 선급금 + 선급비용 + 보증금 + 주주임원종업원단기대여금
② 순유형자산 = 유형자산 - 건설중인자산
③ 기타사업용자산 = 장기성매출채권 + 장기미수금 + 퇴직보험예치금 + 장기선급금 + 장기선급비용 + 보증금 + 주주임원종업원장기대여금 + 리스자산 + 무형자산
④ 비이자발생부채 = 매입채무 + 미지급금 + 선수금 + 예수금 + 수입보증금 + 미지급비용 + 선수수익 + 기타유동부채 + 장기선수금 + 임대보증금 + 기타고정부채

(가) 타인자본비용

타인자본비용(cost of debt)은 기업이 부채를 조달하려 할 경우 채권자가 요구하는 수익률로서 부채에 대한 이자율로 볼 수 있으며 다음의 <표 3>과 같이 산출하였다.

〈표 3〉 타인자본비용율의 산출방법

타인자본비용율 = 총금융비용 / 이자발생부채 (이자발생부채는 당기말잔액과 전기말잔액의 평균에 의하여 계산함)
① 총금융비용 = 이자비용 + 사채이자 + 사채상환손실 - 사채상환이익
② 이자발생부채 = 단기차입금 + 유동성장기부채 + 사채 + 장기차입금 + 금융리스부채 + 장기미지급금 + 장기미지급비용

(나) 자기자본비용

자기자본비용율의 추정방법은 일반적으로 자본자산가격결정모형, 차익거래가격결정모형, 배당성장모형 등 3가지 방법이 제시되고 있다. 본 연구에서는 자본자산가격결정모형을 이용하여 <표 4>와 같이 측정하였다.

〈표 4〉 자기자본비용율의 산출방법

자기자본비용율 = 무위험이자율 + [시장수익률 - 무위험이자율] × 체계적 위험(베타)
① 무위험이자율 = 국고채 3년 연평균수익률
② 시장수익률 = 종합주가지수수익률
③ 체계적위험 = 시장모형을 이용하여 추정

(다) 가중평균자본비용(WACC)

가중평균자본비용(weighted average cost of capital)은 자기자본비용과 타인자본비용의 가중평균으로 계산한다. 본 연구에서는 <표 5>와 같이 계산하였다.

〈표 5〉 가중평균자본비용의 산출방법

가중평균자본비용 = 타인자본비용율 × 타인자본비중 + 자기자본비용율 × 자기자본비중

① 타인자본비중 = 이자발생부채 / (이자발생부채 + 자기자본)

② 자기자본비중 = 자기자본 / (이자발생부채 + 자기자본)

③ 자기자본 = 보통주 시가총액 연평균 + 우선주 시가총액 연평균

2. 부가가치 정보의 유용성

가. 부가가치회계의 의의

기업에 대한 평가의 수단으로서 부가가치비율을 사용하는 예로는 한국은행의 ‘기업경영분석’과 한국산업은행의 ‘채무분석’에서는 총부가가치로 측정한 부가가치관련비율을 생산성지표로 오래 전부터 제공하여 오고 있다. 그러나 부가가치 관련 정보가 기업 평가에 별로 사용되지는 않고 있다.

이와 같이 부가가치회계는 우리나라의 경우 최근까지 전혀 관심을 끌지 못하였던 분야였으나 1996년도부터 재무제표에 대한 보충적 주식사항으로 부가가치 계산에 필요한 과목과 금액을 보고할 것을 요구하기에 이르렀으며²⁾ 이는 아주 중요한 진전이라 할 수 있다.

나. 부가가치의 정의

현행 회계제도에서는 이익은 소유주에 대한 보상으로서 인식되고 있지만 부가가치회계에서는 자원제공자들을 하나의 팀으로 보고, 부가가치는 팀으로서의 주요 자원제공자들에 대한 보상으로 보아야 한다고 주장한다. 즉, 기업이 창출하는 부가가치는 자본제공자에 대한 보상, 노동제공자에 대한 보상, 토지제공자에 대한 보상, 국가 및 지방자치단체에 대한 보상 등으로 이루어진다고 보고 있다.

부가가치의 개념은 학자에 따라 약간 달리 정의되고 있다. 부가가치 개념에는 두 가지가 있는데 하나는 감가상각비를 포함한 총부가가치(gross value added)이며 다른 하

2) 기업회계기준 제90조 제18호.

나는 순부가가치(net value added)로서 감가상각비를 포함하지 않는 것이다. 부가가치는 한 경제가 창출한 산출가치에서 투입가치를 차감하여 구하며, 다음과 같은 과정을 통해서 구할 수 있다(윤순석 1999).

$$E = S - B - D - W - I - T \quad (1)$$

위의 (1)식에서 E는 당기순이익, S는 매출수익, B는 외부 구입 재료와 서비스, D는 감가상각비, W는 인건비, I는 이자비용, T는 세금을 나타낸다.³⁾

(1)식을 재정리하여 총부가가치와 순부가가치를 구하면 각각 다음과 같다.

$$\text{총부가가치} : S - B = D + W + I + T + E \quad (2)$$

$$\text{순부가가치} : S - B - D = W + I + T + E \quad (3)$$

다. 부가가치의 측정방법

부가가치는 인건비, 순금융비용, 법인세 등, 조세공과, 배당금, 내부유보의 여섯 가지 항목으로 구성된다. 본 연구에서는 부가가치를 구체적으로 다음과 같이 측정하였다.

$$\begin{aligned} \text{부가가치} = & \text{경상이익} + \text{인건비} + \text{조세공과} + \text{임차료} + \text{순금융비용}(\text{이자비용} - \text{이자수익}) + \\ & \text{감가상각비} \end{aligned}$$

이 방법은 한국은행의 기업경영분석에서 이용하는 방법으로 윤순석(1999)에서 사용한 “당기순이익+법인세+인건비+조세공과+임차료+순금융비용+감가상각비”와 특별손익의 포함여부에 있어서 차이를 보이고 있다. 본 연구에서는 비경상적인 특별손익을 제외하기 위하여 당기순이익+법인세 대신에 경상이익을 이용하는 방법으로 측정하였다.

라. 부가가치 정보의 이론적 유용성

정보도 경제재이기 때문에 부가가치 회계정보가 유용성을 갖기 위해서는 이를 추가로 제공하는데 따른 비용을 초과하는 효익을 가져야 한다. 부가가치계산서는 손익계산서의 변형이라고 할 수 있으며, 따라서 성과측정을 위하여 손익계산서만을 제공하는 현

3) B에는 외부에서 구입한 재료비와 서비스 외에 임차료를 포함하는 것으로 해석하면 된다. 또한 T에는 법인세비용과 함께 세금과 공과(지방세 등)이 포함되어 있는 것으로 해석하여야 한다. 한국은행에서 계산하는 기업경영분석에는 ‘임차료’와 ‘세금과 공과’를 별도의 부가가치 구성항목으로 구분하고 있다.

행 제도에 비하여 충분한 장점을 가져야 한다. 부가가치정보의 이론적인 유용성을 살펴보면 다음과 같다(윤순석 1999).

첫째, 종업원의 회사에 대한 태도를 개선하는 데 유용한 정보가 될 수 있다. 부가가치 개념 하에서는 모든 자원제공자를 부가가치 창출에 기여한 팀으로 인식한다. 종업원들은 스스로를 부가가치 창출에 기여한 자원제공자의 일원으로서 인식할 것이며, 근로의욕이 고취됨은 물론 회사에 대하여 보다 협조적일 것이고 일체감을 가질 것이라고 본다.

둘째, 부가가치는 성과급 도입을 보다 쉽게 만들어 준다. 노동소득분배율의 역수인 '부가가치/인건비'비율을 기준으로 성과급을 도입할 경우 자신들이 창출하는 부가가치를 인건비의 배수로 쉽게 파악할 수 있도록 함으로써 생산성 향상을 유도할 수 있기 때문이다.

셋째, 노동소득분배율과 같은 부가가치관련 비율은 산업 내 다른 회사와의 비교, 산업간 비교 및 국제적인 비교를 통하여 아주 유용하게 사용될 수 있기 때문에 기업 및 정부의 임금정책에 유용하게 활용될 수 있다. 부가가치율(부가가치/매출액)은 계열기업의 수직적 결합정도를 측정하는데 유용하게 사용될 수 있는 비율이다.

넷째, 부가가치는 회사 규모와 중요성을 측정하는 변수로 사용될 수 있다. 일반적으로 많이 이용되는 매출액에 근거한 기업서열의 측정은 기업에 대한 왜곡된 정보를 제공하기 쉬우며 외형 위주의 사고를 부추겨 국가경제에도 부정적으로 작용하기 쉽다.

다섯째, 부가가치는 국민소득을 파악하는데 직접적인 도움이 된다. 모든 경제주체가 창출한 부가가치의 합계는 국민소득이 된다.

여섯째, 해외자본의 직접투자가 국내 경제에 미치는 효과를 파악하는 데 도움이 된다. 특히 외국인 투자의 중요성을 평가할 때 외국 자본가에게 귀속되는 당기순이익만을 제공하는 것은 무의미하며, 외국인 자본이 국내에 기여한 부가가치를 측정하는 것이 훨씬 바람직한 재무보고 방향이라고 할 수 있다.

일곱째, 공기업 등과 같이 수익성뿐만 아니라 공익성을 중시하는 기업의 경우 특히 부가가치 정보가 유리하다. 공기업에 대해서는 부가가치를 공시하도록 함으로써 공기업의 사회적 책임에 대한 평가를 할 수 있어야 할 것이다.

3. 선행연구의 검토

경제적 부가가치와 회계이익의 주가와의 관련성을 분석한 외국논문으로는 Biddle et al.(1997)과 O'Byrne(1996)을 들 수 있다. Biddle et al.(1997)은 성과측정치로서 회계이익, 경제적 부가가치, 잔여이익, 영업현금흐름 등과 주가와의 관련성을 분석하였다. 실증분석의 결과, 주식수익률에 대한 각 성과측정치의 설명력은 회계이익이 9.0%, 잔여이익

(residual income)이 6.2%, 경제적 부가가치가 5.1%, 영업현금흐름이 2.4%인 것으로 나타났다. O'Byrne(1996)의 연구결과에서는 10년간의 경제적 부가가치 변화가 동 기간의 주식수익률 변화를 74%나 설명하는데 반하여, 전통적 회계이익은 64%를 설명하는 것으로 나타났다. 또한 5년간의 주식수익률 변화의 경우는 경제적 부가가치가 55%를 설명하는 데 반하여, 전통적 회계이익은 24%밖에 설명을 못하는 것으로 보고함으로써 회계이익에 비하여 경제적 부가가치의 상대적 유용성이 높음을 주장하였다.

김철중(1995)은 EVA가 기업 경영성과지표로서 의미가 있는지를 검토하기 위해 12월 결산 제조업에 속하는 기업 중 매년 45개 기업씩 6년간(1987년-1992년) 270개 기업을 표본으로 분석하였다. EVA가 산출되는 매년 2월말을 사건일로 하고, 사건일전 30일부터 사건일 후 60일까지를 분석기간으로 하여 주식평가모형에 의한 적정주가와 실제주가와 차이인 괴리율을 분석하였다. 그 결과 EVA를 기초로 한 경영성과는 사건일 30일부터 60일 사이에서 주가에 많이 반영되는 것으로 분석되었다. EVA가 일반적으로 기업의 회계적 이익이 결정된 후에 추정할 수 있는 보다 장기적인 개념의 기업 경영성과 지표이기 때문에 회계적 이익이 공표된 이후 시점인 사건일 이후부터 점진적으로 영향을 미치는 것으로 해석하고 있다. 특히, 경기가 좋지 않을 때 정상적인 영업활동으로부터의 이익에서 총자본조달비용을 공제한 후의 수익성을 나타내는 EVA가 주가에 더욱 밀접한 영향을 미치는 것으로 분석되었다.

김용한, 이재경, 김명균(1998)은 한국증권거래소에 상장된 570개의 비금융 상장기업을 표본으로 1992년부터 1996년까지 회계이익 및 EVA와 연간주식수익률의 관련성 분석하였다. 상관관계 및 단순회귀분석의 결과 비기대 EVA가 비기대 회계이익에 비하여 주식의 초과수익률에 대한 설명력이 큰 것으로 나타났다. 비기대 이익과 비기대 EVA를 설명변수로 하는 다중회귀분석에서는 비기대 이익의 계수 추정치가 음의 값을 가지는 반면, 비기대 EVA의 계수 추정치는 유의적인 양의 값을 가지면서 그 크기도 안정적이어서 비기대 EVA가 비기대 이익에 비하여 주식수익률에 대한 정보 가치가 더 큰 것으로 나타났다.

이대선, 이동훈(2001)은 세 개의 성과측정치인 회계이익, 잔여이익, 그리고 EVA의 정보효과를 비교 검증하였다. 자료는 277개 기업을 표본으로 1994년부터 1998년까지 분석하였다. 결과는 성과측정치인 회계이익, 잔여이익 그리고 EVA가 모두 누적초과수익률과 양(+)의 관련성을 가지는 것으로 나타났다. 독립변수가 수준변수인 경우에는 회계이익이 설명력이 가장 높게 나타났으며, 독립변수가 변동변수인 경우에는 EVA의 설명력이 가장 높게 나타났다. 또한 EVA의 구성요소인 자기자본비용과 회계조정액은 독립변수가 변동변수인 경우에 회계이익에 대하여 추가적인 정보효과를 가지는 것으로 나타나 간

접적으로 EVA가 회계이익에 대해서 추가적인 정보를 제공한다는 것이 검증되었다.

백원선 외(2001)는 기업의 각종 재무성과측정치로서 당기순이익, 초과이익, 경제적 부가가치, 영업현금흐름 및 잉여현금흐름 등과 주식수익률간의 관계를 분석하였다. 1991년부터 1998년까지 한국신용평가(주)의 KIS-FAS 데이터베이스에 수록된 금융업에 속하지 않는 217개 기업(1,578개 기업-년)을 대상으로 한 실증분석의 결과, 대체적인 성과측정치 중에서 주식수익률을 가장 잘 설명하는 것은 당기순이익인 것으로 나타났다. 주식수익률에 대한 당기순이익의 설명력(5.4%)이 초과이익의 설명력(3.3%), 경제적 부가가치의 설명력(1.9%), 영업현금흐름의 설명력(1.3%), 또는 잉여현금흐름의 설명력(0.0%)에 비하여 유의하게 높은 것으로 분석되었다.

윤순식(1999)은 부가가치 정보의 유용성을 검증하기 위하여 실증분석을 위하여 성과지표간의 상관관계분석과 기업특성변수를 설명변수로 성과지표를 종속변수로 한 회귀분석을 실시하였다. 세 가지 경영성과지표(부가가치, 회계이익 및 영업현금흐름)간의 상관관계분석을 통한 정보의 완전성을 검증한 결과는, 세 가지 성과지표가 상호 보완적인 정보를 제공하며 어느 한 성과지표에 의하여 다른 성과지표까지 제공할 수 있는 정보의 완전성은 결여된다는 것이다. 기업특성변수(내부거래비율, 원재료비율, 노동집약도, 자본집약도, 이자비율, 외주가공비율)를 설명변수로, 성과지표를 종속변수로 한 회귀분석 결과는 다음과 같다. 재료비율(재료비/총제조비용)과 노동집약도(인건비/총비용)는 회계이익과 영업현금흐름에 대한 설명력은 별로 없거나 비교적 약하지만, 부가가치에 대한 설명력은 아주 큰 것으로 나타났다. 자본집약도와 이자비용은 대체적으로 부가가치, 회계이익 및 영업현금흐름에 대하여 큰 설명력을 갖는 변수로 나타난 반면, 외주가공비는 부가가치, 회계이익 및 영업현금흐름 모두에 부정적인 영향을 미치는 것으로 나타났다.

선행연구가 EVA와 회계이익의 정보가치를 비교하였거나, 또는 부가가치 정보 자체의 유용성을 분석한데 반하여 본 연구에서는 EVA와 부가가치 정보의 유용성을 회계이익 정보와 함께 비교 분석하였다.

Ⅲ. 연구의 설계 및 실증분석

1. 연구가설 및 연구모형의 설정

본 연구의 목적은 부가가치 및 EVA 정보가 주식가격변동에 영향을 미치는지 그리고 전통적 경영성과 지표인 회계이익에서 제공하는 정보 이외의 추가적 정보효과가 있는

지의 여부를 검증하는데 있다.

가. 회계이익, 부가가치 및 EVA 정보의 주식가격변동과 관련성 검증

회계이익은 발생주의 회계원칙에 의하여 일정기간 동안 획득한 수익에서 관련비용을 차감한 순이익으로서, 기업의 경영성과를 나타내는 지표이다. 부가가치는 한 기업이 창출한 산출가치와 이를 위한 재화 및 용역의 투입가치의 차이이다. EVA는 기업의 세후 영업이익에서 투자자본에 대한 자본비용을 차감한 잔여이익으로서 영업활동을 통해 창출한 순가치의 증가분이다. 기업의 성과지표인 회계이익, 부가가치 및 EVA의 크기에 따라 주식가격이 영향을 받을 것이므로 회계이익, 부가가치 및 EVA는 주식가격변동과 관련성이 있을 것으로 판단된다. 그러므로 다음과 같이 연구가설 1을 설정한다.

연구가설 1 : 회계이익, 부가가치 및 EVA는 주식가격변동과 양(+)의 관련성이 있을 것이다.

가설 1은 회계이익, 부가가치 및 EVA가 추가수익률의 변화와 양(+)의 상관관계가 있는지의 여부를 검증하기 위한 가설이며, 다음과 같은 단순회귀모형을 사용하여 검증한다.

$$CAR_{i,t} = a_0 + bUE_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

$$CAR_{i,t} = a_0 + bUVA_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

$$CAR_{i,t} = a_0 + bUEVA_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

여기서, $CAR_{i,t}$: i 기업의 t 연도 4월부터 $t+1$ 연도 3월까지 누적초과수익률

$UE_{i,t}$: i 기업의(t 연도 비기대 회계이익)/($t-1$ 연도말 보통주시장가치)

$UVA_{i,t}$: i 기업의(t 연도 비기대 부가가치)/($t-1$ 연도말 보통주시장가치)

$UEVA_{i,t}$: i 기업의(t 연도 비기대 경제적부가가치)/($t-1$ 연도말 보통주시장가치)

$\varepsilon_{i,t}$: 오차항

초과수익률은 월별수익률을 이용하여 시장평균모형으로 추정한다. 누적초과수익률(CAR)은 누적기간을 당해연도 4월부터 그 다음연도 3월까지로 하여 12개월 동안 월별 초과수익률을 합계함으로써 계산된다. 따라서 2002년 i 기업의 누적초과수익률은 2002년 4월부터 2003년 3월까지의 기업 월별초과수익률을 합한 금액이 된다.

$$CAR_{i,t} = \sum_{k=1}^{12} AR_{i,k} \quad AR_{i,k} = R_{i,k} - R_{m,k}$$

$CAR_{i,t}$: i 연도 4월부터 $t+1$ 연도 3월까지 i 기업의 누적초과수익률

$AR_{i,k}$: k 월 i 기업의 초과수익률

$R_{i,k}$: k 월 i 기업의 주가수익률

$R_{m,k}$: k 월 종합주가지수에 의한 시장수익률

위의 회귀모형은 누적초과수익률(CAR)을 종속변수로 하고 각각의 성과측정치들의 비기대치를 독립변수로 하는 단순회귀식이다. 여기에서는 각각의 회귀계수의 t 값이 통계적 유의성이 있는지의 여부와 결정계수(R^2)의 설명력을 가지고 각 성과측정치들과 주식수익률 사이의 상관관계를 검증할 수 있다.

나. 부가가치와 EVA의 추가적 정보효과 여부 검증

부가가치와 EVA는 회계이익과는 다른 개념과 방법으로 산출된 경영성과지표이고 회계이익과 다르므로 부가가치 및 EVA는 회계이익에 대하여 추가적인 정보효과가 있을 것으로 판단된다. 따라서 다음과 같은 연구가설 2-1과 2-2를 설정한다.

연구가설 2-1: 부가가치 정보는 회계이익이 제공하는 정보이외의 추가적인 정보를 제공한다.

연구가설 2-2: 경제적부가가치 정보는 회계이익이 제공하는 정보이외의 추가적인 정보를 제공한다.

연구가설 2-1 및 2-2를 실증검증하기 위한 회귀모형은 다음과 같다.

$$CAR_{i,t} = \alpha_0 + b_1 UE_{i,t} + b_2 UVA_{i,t} + b_3 UEVA_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

여기서, $CAR_{i,t}$: i 기업의 t 연도 4월부터 $t+1$ 연도 3월까지 누적초과수익률

$UE_{i,t}$: i 기업의(t 연도 비기대 회계이익)/($t-1$ 연도말 보통주시장가치)

$UVA_{i,t}$: i 기업의(t 연도 비기대 부가가치)/($t-1$ 연도말 보통주시장가치)

$UEVA_{i,t}$: i 기업의(t 연도 비기대 경제적부가가치)/($t-1$ 연도말 보통주 시장가치)

$\varepsilon_{i,t}$: 오차항

위의 회귀식은 누적초과수익률(CAR)을 종속변수로 하고 회계이익, 부가가치 그리고 EVA의 비기대치를 독립변수로 하는 다중회귀식으로서 회계이익에 대하여 부가가치 및 EVA의 추가적 정보효과를 검증할 수 있다.

2. 표본기업의 선정 및 자료수집

가. 표본기업의 선정

본 연구의 실증분석을 위해서 2003년 10월 현재 한국증권거래소에 상장된 672개 기업 중, 결산일이 12월말이 아닌 기업, 금융기업, 2000년 1월 1일 이후에 상장된 기업, 관련 자료가 불완전한 기업을 제외한 462개 기업을 최종 표본기업으로 추출하였다. 검증의 대상이 된 연도는 2002년이며 변수의 측정을 위하여 2001년 및 2003년 자료를 포함하였다. 표본 기업의 추출과정은 <표 6>와 같다.

〈표 6〉 표본기업의 추출

구 분	기 업 수
• 2003년 10월 현재 한국신용정보 KIS-LINE DB 상의 한국증권거래소 상장기업수	672
• 제외된 기업	
1. 결산일이 12월 31일이 아닌 기업	101
2. 금융기업	59
3. 2000년 1월 1일 이후에 상장된 기업	85
4. EVA, CAR, F/S 자료가 불완전한 기업	22
• 최종 표본기업	462

나. 자료수집

본 연구의 2001년과 2002년의 부가가치 자료 및 재무자료는 KIS-FAS의 손익계산서와 제조원가명세서에서 추출하였고, EVA자료는 KIS-LINE의 데이터베이스 자료를 이용하였다. 수익률자료는 2002년 4월부터 2003년 3월까지 KIS-SMAT을 이용하여 추출하였으며, 주가 자료는 상장협데이터베이스 TS2000에서 추출하여 연구에 대한 분석을 실시하였다.

3. 실증분석 결과

가. 기술통계

표본의 기술통계량은 <표 7>과 같다. 표본의 기술통계량을 보면 직전연도 보통주 시장가치로 나눈 비기대회계이익(UE)의 평균은 1.473이며, 비기대부가가치(UVA)의 평균은 0.370이다. 그리고 비기대경제적부가가치(UEVA)의 평균은 0.249로 나타났다. 따라서 세 가지 성과측정치 중에서 비기대회계이익의 평균이 가장 높게 나타났으며 그 다음이 비기대부가가치이며, 비기대경제적부가가치의 평균이 가장 적게 나타났다.

<표 7> 관련 변수의 기술통계

변수명	평균	표준편차	Q1(25%)	Q3(75%)
CAR	0.03133	1.32712	-0.19498	0.05160
UE	1.47292	13.54618	-0.05104	0.24899
UVA	0.36968	3.36544	-0.07869	0.30648
UEVA	0.24931	1.63563	-0.05204	0.21577

나. 상관관계 분석

<표 8>는 누적초과수익률(CAR)과 비기대회계이익(UE), 비기대부가가치(UVA), 비기대경제적부가가치(UEVA)의 상관관계를 분석한 것이다. 분석결과에 의하면 누적초과수익률과 가장 상관관계가 높은 것은 비기대회계이익(0.136)이며, 그 다음으로 비기대부가가치(0.116), 비기대경제적부가가치(0.087) 순으로 나타났다. 이것은 주가에 영향을 미치는 다른 외부적인 영향을 고려하지 않는다면, 위 세 가지 항목들 중 회계이익이 주가변동과 상관관계가 가장 높다는 것을 보여주고 있다. 독립변수인 비기대회계이익과 비기대경제적부가가치의 상관계수는 0.4052로 높게 나타났다.⁴⁾ 비기대회계이익과 비기대부가가치의 상관계수는 0.141로, 비기대부가가치와 비기대경제적부가가치의 상관계수는 0.0515로 비교적 낮게 나타났다.

4) 독립변수간의 높은 상관관계는 다중회귀분석에 있어서 다중공선성 문제를 나타낼 가능성이 있으므로, 분산확대인자(VIF : variance inflation factor)와 상태지수(condition index)를 검토한 결과 다중공선성은 문제가 되지 않는 것으로 나타났다.

〈표 8〉 상관계수 행렬

구 분	CAR	UE	UVA
UE	0.1360		
UVA	0.1156	0.1410	
UEVA	0.0867	0.4052	0.0515

다. 회귀분석 결과

본 연구는 부가가치 및 EVA가 주식가격변동에 대하여 정보의 유용성이 있는지, 그리고 전통적 경영성과 지표인 회계이익에서 제공하는 정보 이외의 추가적 정보효과가 있는지 여부를 검증하는데 목적이 있다. 먼저 부가가치 및 EVA가 주가변동과 관련성이 있는지 검증하기 위하여 누적초과수익률을 종속변수로 하고 비기대회계이익, 비기대부가가치, 비기대경제적부가가치를 각각 독립변수로 하여 단순회귀분석을 실시하였다. 결과는 <표 9>의 모형 1, 모형 2 및 모형 3에 제시되어 있다. 예측한 바와 같이 각각의 성과지표는 누적초과수익률에 대하여 모두 통계적으로 유의한 양(+) 관련성을 보였다. 비기대경제적부가가치(UEVA)가 주가변동과 양의 관련성을 보인다는 결과는 이대선과 이동훈(2001)의 선행연구와 일치하는 결과이다.

〈표 9〉 회귀분석 결과

구 분	모형1	모형2	모형3	모형4	모형5	모형6	모형7
절편	0.0117 (t=0.19)	0.0144 (t=0.23)	0.0137 (t=0.22)	-0.0062 (t=-0.10)	-0.0006 (t=-0.01)	0.0062 (t=0.10)	0.0049 (t=0.39)
UE	0.0133 (t=2.94 ^{***})			0.0104 (t=2.10 ^{**})	0.0119 (t=2.63 ^{***})	0.0118 (t=2.39 ^{**})	
UVA		0.0456 (t=2.50 ^{**})		0.0389 (t=2.12 ^{**})	0.0388 (t=2.12 ^{**})		0.1559 (t=2.10 ^{**})
UEVA			0.0703 (t=1.87 [*])	0.0312 (t=0.76)		0.0306 (t=0.75)	0.0451 (t=1.27)
F값	8.67 ^{***}	6.23 ^{**}	3.48 [*]	4.60 ^{***}	6.61 ^{***}	4.61 ^{**}	5.72 ^{***}
수정R ²	0.0164	0.0112	0.0054	0.0229	0.0238	0.0154	0.0357

* 10% 유의수준에서 유의적임
 ** 5% 유의수준에서 유의적임
 *** 1% 유의수준에서 유의적임

회귀모형의 설명력을 의미하는 모형 1, 모형 2 및 모형 3의 수정 R^2 는 각각 1.64%, 1.12% 및 0.5%로 나타났다. 따라서 수정 R^2 는 비기대회계이익이 비기대부가가치 및 비기대경제적부가가치보다 높게 나타났으며, 비기대부가가치가 비기대경제적부가가치보다 높게 나타났다. 회귀모형의 적합도에 대한 유의검증의 F값은 모형 1, 모형 2, 및 모형 3에서 각각 8.67, 6.23 및 3.48로 각각 1%, 5% 및 10% 수준에서 통계적으로 유의하였다. 모형 1에서 비기대회계이익(UE)은 계수값이 0.0133이고 t값이 2.94로 1%수준에서 통계적으로 유의하였다. 모형 2에서 비기대부가가치(UVA)는 계수값이 0.0456이고 t값이 2.50으로 5% 수준에서 통계적으로 유의하였다. 모형 3에서 비기대부가가치(UEVA)는 계수값이 0.0703이고 t값이 1.87로 10%수준에서 통계적으로 유의하였다. 그러므로 단순 회귀분석 결과는 회계이익, 부가가치 및 EVA는 주가가격변동과 양(+)의 관련성이 있을 것이라는 연구가설 1을 지지하고 있다.

부가가치와 EVA가 회계이익을 통제하고도 추가적인 정보내용을 가지고 있는지에 대해 분석하였다. 즉 부가가치와 EVA가 투자자들에게 회계이익정보 이외에 추가적인 정보내용을 제공하는지를 검증하였다. 이를 검증하기 위하여 누적초과수익률(CAR)을 종속변수로 하고 비기대회계이익(UE)과 비기대부가가치(UVA), 그리고 비기대경제적부가가치(UEVA)를 독립변수로 하여 다중회귀분석을 실시하였다. 다중회귀분석 결과는 <표 9>의 모형 4, 모형 5, 모형 6 및 모형 7에서 제시되어 있다. 모형 4는 독립변수로서 비기대회계이익(UE), 비기대부가가치(UVA) 및 비기대경제적부가가치(UEVA) 모두를 설정한 모형이며, 모형 5는 비기대회계이익(UE)과 비기대부가가치(UVA)를, 모형 6은 비기대회계이익(UE)과 비기대경제적부가가치(UEVA)를 그리고 모형 7은 비기대부가가치(UVA)와 비기대경제적부가가치(UEVA)를 독립변수로 설정한 모형이다.

<표 9>를 살펴보면, 모형 4, 모형 5, 모형 6 및 모형 7에서 수정 R^2 는 각각 2.29%, 2.38%, 1.54% 및 3.57%로 나타났으며, F값은 각각 4.60, 6.61, 4.61 및 5.72로 1% 또는 5% 수준에서 통계적으로 유의하였다. 전반적으로 비기대회계이익(UE)은 1% 또는 5% 수준에서 통계적으로 유의하였으며 비기대부가가치(UVA)도 5% 또는 10% 수준에서 통계적으로 유의하였다. 그러나 비기대경제적부가가치(UEVA)는 모든 모형에서 통계적으로 유의하지 않게 나타났다. 특히 모형 4와 모형 5에서 비기대회계이익(UE)을 통제 한 후에도 비기대부가가치(UVA)의 계수값은 각각 0.0389(t값=2.12)와 0.0388(t값=2.12)로 5%수준에서 통계적으로 유의하였다. 모형 4와 모형 6에서 비기대회계이익(UE)을 통제 한 후 비기대경제적부가가치(UEVA)의 계수값은 각각 0.0312(t값=0.76)과 0.0306(t값=0.75)로 통계적으로 유의하지 않게 나타났다.

따라서 다중회귀분석결과에 의하면 부가가치는 회계이익이 제공하는 정보 이외의 추가적인 정보를 제공한다는 연구가설2-1을 지지하고 있으나, 경제적부가가치는 회계이익이 제공하는 정보 이외의 추가적인 정보를 제공한다는 연구가설2-2는 지지하지 않는 것으로 나타났다. 그러므로 본 연구를 통하여 경제적부가가치(EVA)는 투자자들에게 회계이익정보 이외에 추가적인 정보내용을 제공한다는 증거를 발견하지 못하였으나, 부가가치는 투자자들에게 회계이익정보 이외에 추가적인 정보내용을 제공한다고 해석할 수 있다.

참고적으로 누적초과수익률(CAR)을 종속변수로 하고 비기대부가가치(UVA)와 비기대경제적부가가치(UEVA)를 독립변수로 설정한 모형 7의 결과를 보면 비기대부가가치(UVA)의 계수값이 0.1559(t 값=2.10)으로 5%수준에서 통계적으로 유의하였으나 비기대경제적부가가치(UEVA)의 계수값은 0.0451(t =1.27)로 통계적으로 유의하지 않게 나타났다. 이는 부가가치정보가 경제적부가가치정보 보다 주식가격변동에 정보효과가 더 클 수 있음을 제시하는 간접적인 결과로 판단된다.

IV. 결 론

기업이 공시하는 회계정보는 투자자들이 기업의 가치를 평가하는 과정에서 사용하는 여러 가지 정보원천 중의 하나이다. 이러한 정보 중 가장 대표적이고 전통적인 측정치가 기업의 한 회계기간에 달성한 경영성과를 나타내는 회계이익이다. 하지만 손익계산서상에 공시하는 당기순이익은 타인자본비용, 즉 이자비용만을 반영한 수치이며 자기자본비용을 고려하지 못하는 문제점이 지적되고 있다.

이와 비하여 자기자본에 대한 기회비용을 고려한 EVA는 새로운 경영성과지표로서 관심의 대상이 되고 있다. 또한 부가가치 정보는 재무정보의 이용자를 주주로 국한하지 않고 다양한 이해관계자라는 사실에 바탕을 두고 있다. 주주를 주된 정보이용자로 보고 있는 전통적인 성과보고서인 손익계산서와는 달리 기업의 성과는 다양한 자원제공자가 기업에 가치 있는 자원을 제공한 결과로 이루어진 것으로 보는 것이다.

본 연구에서는 전통적 기업경영 성과지표인 회계이익과 EVA 및 부가가치로 측정된 경영성과의 관련성을 분석해보고, 주가변동 중 기존의 회계이익이 설명하고 있는 부분 이외에 EVA와 부가가치 정보가 추가적인 설명력이 있는지 실증적으로 분석하였다.

먼저 누적초과수익률과 비기대회계이익, 비기대부가가치, 비기대EVA의 상관관계 분

석을 실시한 결과 비기대회계이익이 누적초과수익률과 가장 유의적인 상관관계를 나타냈다. 즉, 세가지 성과지표 중 회계이익 정보가 주가변동을 가장 잘 설명하고 있다고 할 수 있다. 비기대회계이익 다음으로는 비기대부가가치, 비기대EVA 순으로 누적초과수익률과 유의적인 관계를 나타내고 있다. 또한 비기대회계이익과 비기대EVA는 상관계수 0.4의 높은 상관관계를 나타냈다.

다음으로 부가가치 및 EVA가 주가변동에 대한 설명력이 있는지를 검증하기 위하여 누적초과수익률을 종속변수로 하고 비기대회계이익, 비기대부가가치, 비기대EVA를 각각 독립변수로 하여 단순회귀분석을 실시한 결과 회계이익, 부가가치 및 EVA는 주식이 격변동과 양(+)의 관련성이 있음을 확인할 수 있었다. 또한 부가가치와 EVA가 투자자들에게 회계이익정보 이외에 추가적인 정보내용을 제공하는지를 검증하기 위해 누적초과수익률을 종속변수로 하고 비기대회계이익, 비기대부가가치, 비기대EVA를 독립변수로 하여 다중회귀분석을 실시한 결과 비기대EVA는 비기대회계이익에 대하여 추가적인 설명력을 가지지 않는 것으로 나타났으나, 비기대부가가치는 비기대회계이익에 대하여 추가적인 설명력을 가지는 것으로 나타났다. 따라서 회계이익이 제공하는 정보 외에 부가가치는 추가적인 정보내용이 있다는 결론을 내릴 수 있다.

본 연구는 재무정보의 이용자가 주주에게 국한되지 않고 다양한 이해관계자라는 사실에 바탕을 두고 있는 부가가치 정보를 기업이 구체적이고 적극적으로 공시하도록 관련제도를 개선할 필요성이 있음을 제시하였다는 점에서 시사하는 바가 크다. 선행연구가 EVA와 회계이익의 정보가치를 비교하였거나, 또는 부가가치 정보 자체의 유용성을 분석한데 반하여, 본 연구에서는 EVA와 부가가치 정보의 유용성을 회계이익 정보와 함께 비교 분석하고, 부가가치 정보가 회계이익이 제공하는 정보 이외에 추가적인 유용성이 있음을 검증하였다는 점에서 그 의미가 있다.

본 연구에서 사용된 모형의 수정 결정계수는 4% 미만으로 낮게 나타났다. 이점은 본 연구의 한계점으로, 향후의 연구에서는 통제변수의 추가 등으로 개선이 필요한 부분이다.

참고문헌

- 강효석 · 남명수, “투자성과지표로서 EVA의 유용성에 관한 실증 연구”, 『재무관리연구』 제14권 제3호, 1997, pp.1-21.
- 강효석 · 이원흠 · 조장연, 『기업가치평가론』, 홍문사, 1997.
- 김권중, “베타 및 시장위험프리미엄 측정과 시장수익률 대응치의 선택” 『회계학 연구』 제23호 제4권, 1998, pp.138-139.
- 김응한 · 김명균 · 이재경, 『상장기업 EVA분석 연구결과 보고서』, 한국증권거래소 조사자료 98-01, 1998.
- 김응한, 이재경, 김명균, “EVA와 회계이익의 정보내용 분석.” 『한국회계학회 하계학술발표회 논문자료집』, 1998, pp.1-23.
- 김철중, “경영성과 지표로서 경제적부가가치의 유용성.” 『재무관리 논총』 제2권 제1호, 1995, pp.101-126.
- 김철중, “경제적 부가이익의 공시효과와 방법.” 『상장협』 제37호, 1998, pp.84-101.
- 백원선 · 이건창 · 박연희, “주식수익률과 기업성과측정치간의 관계 : 영업현금흐름, 당기순이익, 초과이익, 잉여현금흐름 및 경제적 부가가치간의 상대적 정보내용 비교”, 『회계학연구』 제26권 2호, 2001, pp.67-87.
- 심병구, 송영출, “위험의 불안정성과 최적추정기간에 관한 실증연구.” 『증권학회지』 제11집, 1989, pp.313-337.
- 윤순석, “부가가치 정보의 유용성과 활용방향에 대한 연구.” 『회계저널』 제8권 제2호, 1999.12.
- 윤순석, 위준복, 『부가가치정보의 공시』, 한국회계학회 연구보고서 제6호, 2000. 12.
- 이대선, 이동훈, “경제적 부가가치(EVA) 정보 효과에 관한 연구”, 『서강경영논총』 12집 1호, 서강대학교 경영학연구소, 2001, pp 121-144.
- 조장연 · 강효석, “예측치 이익을 이용한 EVA 기업가치모형에 관한 연구”, 『재무관리논총』, 2000, pp.117-140.
- 한국상장회사협의회, 『상장기업과 EVA분석』, 상장협자료, 1998.
- 황선웅, 『상장기업 가치평가 적정화에 관한 연구』, 한국상장회사협의회 연구보고서, 2003.3.
- 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* 24 (December), 1997, pp.301–336.
- Black, B.S. and R.J. Gilson, "Venture Capital and the Structure of Capital Markets : Banks Versus Stock Markets," 「증권·금융연구소 국제심포지엄 발표논문집」, 서울대학교 증권·금융연구소, 1997.
- Copeland, T., T. Koller and J. Murrin, *Valuation—Measuring and Managing the Value of Companies*, 2nd ed., Wiley, New York, 1996.
- Kang, J. and R.M. Stulz, "Is Bank—Centered Corporate Governance Worth It?—A Cross—Sectional Analysis of the Performance of Japanese Firms During the Asset Price Deflation," 「증권·금융연구소 국제심포지엄 발표논문집」, 서울대학교 증권·금융연구소, 1997.
- Morley, M.F. "The Value Added Statement in Britain," *The Accounting Review*(July), 1979, 618–629.
- O'Byrne, S. F., "EVA and Market Value", *Journal of Applied Corporate Finance*, 1996, pp.116–125.
- Riahi—Belkaoui, A., *Value Added Reporting and Research—State of the Art*, Quorum Books, 1999, p.2.

Usefulness of Economic Value Added and Value Added Information

Kyu Eon Jung*

Su-Bong Jung**

Young Kyu Kim*

Hui-Young Chung***

〈 Abstract 〉

This study examines the relationship between accounting income, EVA and value added information. And we also examine incremental information contents of EVA and value added information compared to accounting information.

An empirical analysis is performed for non-banking firms listed on the Korean Stock Exchange over 2001-2003. We find that high positive correlation between unexpected accounting incomes and unexpected EVA. And we find that positive correlation between cumulative abnormal returns and unexpected accounting incomes, unexpected value added, unexpected EVA. We also test incremental information contents of EVA and value added information using the multiple regression model. And we find that value added information have incremental informational contents. But we can't find any incremental information contents of EVA compared to accounting information.

These results imply that the users of financial reporting are not only stockowners but also many other resources providers including creditors, employee and country. And these results also imply that we must consider the expansion of disclosure of value added information.

〈Key Words〉 value added information, economic value added, EVA, accounting income, performance measures

* Professor, Korea University

** Korea Agency for Digital Opportunity & Promotion

*** Senior Researcher, Institute for Business Research and Education, Korea University