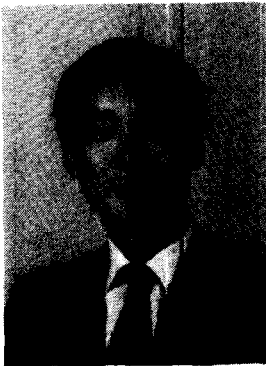


경영성과와 ROE 분석



송 영 출

〈광운대학교 경영학과 교수〉

■ 목 차 ■

1. ROE 분석의 의의
2. ROE의 구성요소
3. ROE 분석의 문제점
4. 사업부 평가

1. ROE 분석의 의의

1.1 경영자는 기업을 운전한다.

기업경영은 비행기나 자동차를 운전하는 것에 비유할 수 있다. 훌륭한 경영자는 올바른 의사결정을 상황에 맞게 내리므로써 기업을 원하는 목적지로 순탄하게 운전해 나가고, 열등한 경영자는 잘못된 의사결정을 내리므로써 고장을 내거나 엉뚱한 목적지로 가게 만든다. 비행기의 조정석을 보면 매우 복잡한 기계와 장치들로 꽉 차 있으며, 자동차의 운전석에도 여러가지의 계기판과 손잡이가 있다. 자동차의 장치가 비행기에 비하여 종류가 적고 조작방법도 단순하지만, 자동차를 운전하는 것과 비행기를 조정하는 것은 근본적으로 닮은 점이 많다. 방향을 바꾸기 위해서 핸들을 조정하고, 연료소비나 유압상태를 알기 위해서는 계기판을 판독하는 것은 동일하다.

일견해 보면 기업경영이 마치 비행기의 조정석처럼 매우 복잡다단해 보이지만, 경영자가 기업활동의 방향을 설정하고 운영하는데 이용하는 수단도 몇개의 기본적인 의사결정으로 단순화시켜 볼 수 있다. 자동차와 비행기에서 각종의 기계장치들은 서로 연관되어 있다. 가속 페달을 밟으면 속도계가 올라가고 연료는 소비되고 냉각팬이 작동한다. 마찬가지로 경영자가 어떤 의사결정을 내리고 행동에 옮기면, 그에 따른 각종의 연관된 결과가 나타난다. 가격정책, 재고관리방법, 신용판매기준 등에 대한 의사결정을 내리면, 매출액, 재고자산, 외상매출금 등의 크기가 변동을 한다. 즉 이러한 영업상의 의사결정은 기업의 재무적 성과를 원하는 방향으로 이끌기 위하여 경영자가 사용하는 페달 또는 핸들이라고 볼 수 있다.

경영자가 내린 의사결정의 결과가 표시되는 계기판이 재무제표이다. 운전자가 속도계를 보고서 언제 브레이크를 밟아야 하는지를 판단하고, 연료계를 보고서 언제 연료를 보충할지를 판단

하는 것과 마찬가지로, 경영자는 재무제표를 보고서 기업경영에 대한 필요한 대응조치를 강구한다. 재무제표를 이용하여 기업의 경영성과와 재무상태를 파악하는 대표적인 기법으로 ROE 분석이 있다.

1.2 ROE

기업의 경영성과를 총체적으로 측정하기 위한 지표로 널리 이용되는 재무비율이 자기자본순이익률(ROE : Return On Equity)이다. ROE는 당기순이익을 자기자본으로 나눈 비율로서, 주주들이 투자한 자본 1원이 당해 연도에 벌어들인 가치의 증식분을 의미한다.

$$ROE = \frac{\text{당기순이익}}{\text{자기자본}}$$

ROE는 기업의 경영성과를 측정하는 지표이며, 경영자의 능력을 평가하는 척도로도 사용된다. ROE를 낮게 만든 경영자는 질책을 받게 되고 심한 경우에 자리를 물러나야 하므로, 경영자는 ROE를 높이고자 노력을 하게 된다. ROE 계산식을 변형하면 다음과 같은 세가지의 재무비율로 분해된다.

$$\begin{aligned} ROE &= \frac{\text{당기순이익}}{\text{매출액}} \times \frac{\text{매출액}}{\text{총자산}} \times \frac{\text{총자산}}{\text{자기자본}} \\ &= \text{매출액순이익률} \times \text{자산회전율} \times \text{재무레버리지} \end{aligned}$$

ROE를 세가지 재무비율로 분해할 수 있다는 것은, 곧 경영자가 ROE를 통제하기 위하여 사용할 수 있는 수단이 세가지 있다는 의미이다. 경영자가 ROE라는 재무성과 지표를 높이기 위해서는 첫째로 매출액이 실현시키는 순이익의 크기를 높여야 하고, 둘째로 자산을 보다 활발하게 사용해야 하며, 셋째로 타인자본을 통한 레버리지 효과를 증대시켜야 한다.

이 세가지 통제수단은 재무제표와 밀접한 관계를 지니고 있다. 매출액순이익률은 손익계산서에서 측정되고, 재무레버리지는 대차대조표의 대변에서 측정된다. 자산회전율은 손익계산서와 대차대조표의 차변을 동시에 고려해서 측정된다. 경영자가 가격정책, 재고관리방법, 신용판매기준 등에 대한 어떤 의사결정을 내리면, 그 결과가 대차대조표와 손익계산서에 표시되며 이러한 의사결정의 재무적 성과가 ROE로 측정된다. 재무분석가는 ROE분석을 통하여 영업활동이나 재무활동에 대한 경영자의 의사결정이 올바르게 되었는지 총체적인 진단을 내릴 수 있다.

<표 1>

ROE의 산업별 비교

(단위 : %, 배)

산 업	매출액순이익률	총자산회전율	재무레버리지	ROE
어업	0.66	0.87	10.66	6.12
광업	-5.23	0.40	5.45	-11.39
제조업	1.97	0.97	4.03	7.69
전기·가스업	8.82	0.43	2.17	8.21
건설업	2.13	1.00	4.75	10.12
도소매업	0.44	2.57	6.24	7.06
운수·창고업	4.23	0.79	4.24	14.15

자료 : 한국은행, 『기업경영분석』, 1995

1.3 산업별 ROE 분석

우리나라의 주요산업에 대한 1994년의 ROE 자료가 <표 1>에 나와 있다. ROE가 음수인 광업을 제외하고 보면, 어업의 ROE가 6.12%로 가장 낮고 운수·창고업의 ROE가 14.15%로 가장 높게 나와 있다. ROE의 세가지 구성요소는 산업별로 서로 많은 차이가 나는데도 불구하고 ROE는 상대적으로 유사한 값을 보이고 있다. 산업간의 ROE값이 유사한 이유는 대부분의 산업이 경쟁적 시장이기 때문이다. 만일 어느 산업이 다른 산업보다 높은 ROE를 실현하고 있다면, 새로 사업을 시작하는 경쟁자가 계속 나타나서 ROE는 점차 떨어진다. 반대로 ROE가 낮은 산업의 경우에는 기존의 사업자는 빠져나가고 새로운 경쟁자도 나타나지 않으므로 시장의 경쟁성이 완화되고 ROE가 올라가게 된다. 결국 각 산업의 ROE는 서로 비슷한 수준을 유지하게 된다.

그러면 ROE를 구성하는 세가지 요소들의 값이 산업마다 많은 차이가 나는 이유는 무엇인가? 이는 각 산업이나 기업마다 제품의 특성, 생산방식, 영업정책, 경영철학 등이 서로 다르기 때문이다. 경영자가 특정한 ROE를 실현시키기 위해서 취하는 세가지 변수에 대한 의사결정은 기업의 특성이나 산업의 성격에 따라 많은 차이를 보인다. 다음 절에서는 ROE의 세가지 요소에 대한 경영상의 의미를 살펴보기로 한다.

2. ROE의 구성요소

2.1 매출액순이익률

ROE를 결정하는 첫째 요소는 매출액순이익률이다. 매출액순이익률은 당기순이익을 매출액으로 나눈 값으로 생산 및 판매활동에 따른 기업의 총체적인 수익성을 나타낸다.

$$\text{매출액순이익률} = \frac{\text{당기순이익}}{\text{매출액}}$$

매출액순이익률은 기업의 가격정책이나 영업

환경에 대한 정보를 제공한다. <표 1>을 보면 매출액순이익률이 산업마다 서로 크게 다른 것을 볼 수 있는데, 이는 제품의 특성이나 산업내에서 경쟁의 정도가 서로 다르기 때문이다. 이때 매출액순이익률 자체만을 대상으로 산업간의 특성을 비교하기보다는 자산회전율과 결부해서 비교하는 것이 더욱 의미가 있다. 매출액순이익률과 자산회전율은 대체로 역의 관계를 지닌다. 매출액순이익률이 높은 회사는 자산회전율이 낮고, 매출액순이익률이 낮은 회사는 자산회전율이 높은 경향을 보인다.

첨단기술을 이용해서 만드는 고가의 의료장비나 부가가치가 큰 보석가공제품의 경우에는 매출액순이익률이 높다. 하지만 이러한 제품을 만드는 과정에는 비싼 기계나 설비 등이 소요되므로 자산투자액이 증가해서 자산회전율은 낮아진다. 한편 원가가 저렴하고 별다른 부가가치가 추가되지도 않는 제품의 경우에는 매출액순이익률이 낮은 대신에 자산회전율은 매우 높다. <표 1>에서 전기가스업과 도소매업을 비교해보면 이 관계를 분명히 알 수 있다. 장치설비가 많이 소요되는 전기가스업의 매출액순이익률은 8.82%로 높은 반면에 총자산회전율은 0.43회로 매우 낮은 수준이다. 반대로 도소매업의 경우에는 매출액순이익률은 0.44%밖에 안되지만 총자산회전율은 2.57회로 박리다매의 전형을 보여 주고 있다.

경영성과의 평가에서 수익성과 활동성의 양면을 동시에 고려하는 측정수단이 총자산수익률(ROA : Return On Asset)이다. ROA는 매출액순이익률과 자산회전율을 곱한 것으로서 총자산에 대한 수익성을 측정한다. ROE가 주주의 지분에 대한 성과를 측정하는 것인 반면에, ROA는 주주와 채권자의 지분을 더한 총자본(총자산)에 대한 성과를 측정한다.

$$\text{ROA} = \frac{\text{당기순이익}}{\text{매출액}} \times \frac{\text{매출액}}{\text{총자산}}$$

$$= \text{매출액순이익률} \times \text{자산회전율}$$

2.2 자산회전율

ROE를 결정하는 둘째 요소는 자산의 회전율이다. 회전율은 매출액을 각종의 자산으로 나누었으므로 각 자산이 매출을 발생시키는데 얼마나 활발하게 이용되었는가를 나타내는 척도이다.

$$\text{총자산회전율} = \frac{\text{매출액}}{\text{총자산}}$$

자산회전율은 생산되는 제품의 특성이나 기업의 경쟁전략에 따라서 기업마다 많은 차이를 보인다. 자산회전율이 낮다는 것은 기업이 자산에 많은 투자를 해서 자본집약적인 생산방식을 취하고 있다는 의미이며, 자산회전율이 높다는 것은 자산을 활발하게 이용하고 있다는 의미이다. 자산의 이용도를 구체적으로 알기 위해서는 유동자산과 고정자산의 회전율을 별도로 측정하여야 한다. 고정자산회전율은 기업이 자본을 얼마나 효율적으로 활용하고 있는지를 측정한다. 이 비율이 낮다는 것은 주어진 고정자산을 비효율적으로 사용하고 있거나 고정자산을 과다하게 보유하고 있다는 의미이다.

고정자산회전율이 높다고 반드시 좋은 신호는 아니다. 감가상각이 거의 끝난 낙후된 설비를 가지고 있는 경우에도 고정자산회전율이 높게 나타난다. 업종별로는 도소매업은 건물이외에는 별다른 고정자산없이 박리다매 형태의 영업을 하므로 고정자산회전율이 높게 나오며, 제조기업은 기계설비 등의 고정자산에 대한 투자가 많으므로 고정자산회전율이 낮은 것이 일반적이다. 우리나라 산업의 자료를 보면 도소매업은 총자산회전율이 2.57회인데 고정자산회전율은 6.82회로 매우 높으며, 전기가스업은 고정자산회전율이 0.48회이어서 총자산회전율 0.43회와 별 차이가 없다.

옛말에 며느리가 시아버지에게 도시락을 싸드리면서 물 좋고 산 좋은 곳에서 드시라고 했더니, 그런 장소가 없어서 도시락을 못 먹고 그

냥 왔다는 이야기가 있다. 가장 이상적 사업은 매출액순이익률도 높고 자산회전율도 높아서 ROA가 크게 나오는 것이다. 하지만 이런 사업 기회는 찾기도 어렵지만 유지하기도 어렵다. 어떤 장소가 산수경계가 좋다고 한번 소문나면 수많은 유람객이 몰려들어서 더 이상 좋은 장소가 되지 못한다. 마찬가지로 어떤 사업이 ROA가 높다고 알려지면 많은 경쟁자가 몰려들고 결국 ROA는 평균수준으로 떨어진다. 반대로 매출액순이익률도 낮고 자산회전율도 낮다면 경쟁자가 아니라 빚쟁이만 몰려들고 결국 파산하게 될 것이다. 기업이 경영혁신을 통하여 신시장, 신제품, 신기술을 개발하는 이유가 바로 여기에 있다. 남들이 하기전에 먼저 시작해야 이윤을 획득할 수 있다.

2.3 재무레버리지

ROE에 영향을 미치는 셋째 변수는 재무레버리지이다. 재무레버리지는 총자산(총자본)을 자기자본으로 나누어 계산하는데, 기업이 타인자본을 많이 사용할수록 재무레버리지는 증가한다. 비율분석에서는 타인자본의존도를 측정하는 수단으로서 부채를 자기자본으로 나누는 부채비율을 많이 이용하는데 재무레버리지는 (1+부채비율)로 해석할 수 있다.

$$\text{재무레버리지} = \frac{\text{총자본}}{\text{자기자본}} = 1 + \text{부채비율}$$

경영자들이 매출액순이익률이나 자산회전율은 가능하면 높이려고 노력을 하지만 재무레버리지는 반드시 그렇지는 않다. 재무레버리지를 높이면 ROE가 증대되는 효과가 있지만, 반면에 위험이 증대된다는 부정적인 측면도 같이 존재한다. 자기자본의 경우에는 주주에게 배당금을 주지 않더라도 기업의 존속에는 아무런 영향이 없다. 다만 실망한 주주들이 주식을 매각하므로 주가가 떨어져서 기업가치가 하락할 것이다. 그러

나 부채에 대한 이자와 원금을 제때에 갚지 못하면 기업은 지급불능 상태가 되고 결국은 파산하게 된다. 부채를 사용하면 저렴한 이자율로 자본을 조달해서 이익을 많이 남긴다는 좋은 측면이 있는 반면에 파산위험이 증대된다는 나쁜 측면도 있다는 점을 명심하여야 한다.

일반적으로 기업의 미래상태에 대한 예측이 비교적 수월하고 현금 흐름이 안정적으로 발생하는 기업은 상대적으로 많은 부채를 사용할 수 있다. 반면에 미래가 불투명하거나 현금 흐름이 매우 큰 폭으로 변동하는 기업의 경우에는 지급불능의 위험 때문에 부채를 적게 사용한다. 이를 다시 설명하면 ROA와 부채비율이 서로 반대의 방향으로 움직이는 경향이 있다는 것이다. 보수적인 견지에서 안정적인 경영을 하는 기업은 ROA가 상대적으로 낮은 반면에 큰 위험없이 부채를 사용할 수 있다. 반면에 공격적이고 과감한 형태로 경영을 하는 기업은 경기변동이나 시장상황에 따라 ROA가 많이 변동하므로 부채사용에 소극적인 자세를 가진다.

부채 사용시에 기업이 느끼는 재무적 부담은 부채의 상대적 크기가 아니라 매년의 원리금을 지불할 수 있는 현금수준이 충분한가에 따라서 측정되어야 한다. 부채비율이 높더라도 원리금을 지불할 현금이 풍족하다면 재무적 부담은 없다. 반면에 부채가 아무리 적더라도 당장의 원리금을 지불하지 못할 때의 재무적 부담은 거의 치명적인 것이다. 원리금의 상환 능력을 측정하는

지표로 이자보상비율, 유동비율, 당좌비율 등이 추가로 이용된다.

〈표 2〉에는 음료산업의 ROE 비교자료가 나와 있다. 얼음 및 비알콜성 음료 산업의 재무레버리지가 13.45로 나와서, 이들 기업이 상대적으로 높은 수준의 부채를 사용하고 있음을 알 수 있다.

3. ROE 분석의 문제점

지금까지는 ROE가 경영성과를 측정하는 훌륭한 지표이며 경영자는 ROE를 증대시키기 위하여 노력한다고 가정하였다. 그러나 어떤 기업의 ROE가 다른 기업보다 높다고 하여서 그 기업의 경영성과나 경영자의 관리능력이 보다 우수하다고 단정할 수는 없다. 또 어떤 기업의 ROE가 전년도보다 증가하였다고 해서 반드시 그 기업의 가치가 증대되었다고 해석할 수도 없다. ROE를 경영성과에 대한 판단지표로 사용하거나 경영자의 최종목표로 인식하는 데에는 몇 가지 문제점이 있다.

3.1 단기와 장기

ROE는 현재의 재무자료를 이용해서 계산되므로 기업의 미래상황에 대하여는 충분한 정보를 제공하지 못한다. 어느 기업이 신제품 생산을 위하여 많은 자산을 구입했다고 하면, 이 신제품

〈표 2〉 음료산업의 ROE 비교

(단위 : %, 배)

산 업	매출액순이익률	총자산회전율	재무레버리지	ROE
음료산업 전체	-0.45	0.72	6.90	-2.24
증류주 및 합성주, 발효주	2.43	0.61	5.24	7.77
맥아 및 맥주	-6.20	0.51	6.26	-19.79
얼음 및 비알콜성 음료	0.65	1.06	13.45	9.27

자료 : 한국은행, 『기업경영분석』, 1995

이 본격적으로 생산되어서 매출될 때까지 ROE는 매우 낮은 값을 가질 것이다. 이 경우에 ROE가 낮다는 것은 경영이 잘못되어서가 아니라 미래에 보다 큰 수익이 발생할 것을 기대하면서 실시한 전략적 투자 때문에 나타난 현상이다. 미래 장기간에 걸쳐서 효과가 나타나는 자본투자를 평가할 때에는 ROE를 평가척도로 사용해서는 안된다. 미래 장기간에 대한 자본투자의 평가 기준으로는 순현재가(NPV : Net Present Value)가 이용된다. 만일 경영자의 능력을 ROE 값에만 의존해서 평가한다면, 경영자는 성공여부가 불확실한 신제품 개발이나 대규모 자본이 소요되는 투자는 결코 실시하지 않고 당장 눈앞의 이익만을 쟁기는 근시안적인 의사결정을 할 것이다.

3.2 수익성과 위험

경영자가 안고 있는 문제를 흔히 “잘 먹고, 잘 자기(eat well, sleep well)”의 딜레마라고 한다. 잘 먹기 위해서는 수익을 많이 발생시켜야 하고, 걱정없이 잘 자기 위해서는 위험이 없어야 한다. 하지만 경쟁사회에서 이런 황금 알을 낳는 사업 기회는 존재하지 않는다. 보다 많은 수익을 얻기 위해서는 보다 많은 위험을 부담해야 하며(no risk, no gain), 이를 수익과 위험의 교환관계라 한다. ROE는 수익성과 위험이 서로 교환관계(trade-off)에 있다는 점을 무시하고 있다.

ROE가 재무위험의 크기를 어느 정도 반영하고는 있지만 의사결정에 활용할 만큼 충분한 정보를 제공하지는 못한다. 온천개발을 하는 회사와 목욕탕을 운영하는 회사가 있는데 ROE가 같다고 하자. 이때 둘 중에 어느 회사를 더 가치가 있다고 볼 것인가? 온천개발은 성공하면 큰 이익을 내지만 성공확률이 매우 낮아서 위험이 큰 사업이다. 반면에 목욕탕은 위험이 거의 없는 안정적인 사업이다. ROE라는 수익성이 같다면 위험이 적은 목욕탕사업이 보다 투자 가치가 크다. ROE는 위험이라는 요소를 고려하지 않고 수익

성만으로 경영성과를 측정하므로 사업계획에 대한 평가나 경영자의 능력측정시에 문제를 일으킬 수 있다.

3.3 장부가치와 시장가치

ROE 계산시에 자기자본은 대차대조표에 표시된 장부가치를 이용한다. 그러나 장부상의 자기자본액은 주주지분의 현재가치를 제대로 반영하지 못하는 역사적 금액이다. 현재 시점에서 경영성과를 판단하는 의사결정에 도움을 받기 위해서는 자기자본을 현재시의 시장가치로 계산하여야 한다. 장부가치와 시장가치의 차이에서 나타나는 문제점을 보완하기 위하여 주가수익률을 재무성과의 지표로 사용하기도 한다.

$$\text{주가수익률} = \frac{\text{주당이익}}{\text{현재주가}}$$

그러나 주가수익률을 사용하는 경우에도 문제점은 있다. 주가는 투자자들이 미래에 대한 예측을 하고 그 전망에 따라서 지불하는 값이므로, 만일 기업의 전망이 밝게 예측되면 주가가 높게 형성되고 따라서 주가수익률은 낮게 나온다. 전망이 밝은 기업일수록 주가수익률이 낮게 나오므로 해석에 어려움이 생긴다. 주가수익률이 높다고 해서 경영성과가 우수하다는 판단을 내릴 수 없으며 오히려 그 반대일 가능성이 더 크다. 이것은 주당이익은 현재의 실현된 값이고 주가는 미래예상에 대한 기대값이라는 차이 때문에 나타나는 현상이다. 또한 주가는 매우 민감하게 움직이므로 어느 시점의 주가를 사용하느냐에 따라서 주가 수익률이 크게 차이난다.

3.4 ROE와 주가

경영성과를 평가하는 척도로서 ROE와 주가 중에서 무엇이 좋은가에 대하여는 학계와 실무계의 의견이 갈리고 있다. 학계에서는 ROE가 안고 있는 문제점들을 지적하고 주가와 평가척

도가 되어야 한다고 주장한다. 또 경영의 목표도 ROE의 극대화가 아니라 기업가치 즉, 주가의 극대화이어야 된다고 말한다. 이러한 주장이 논리적으로 옳으며 모든 재무이론과 재무의사결정 기법이 가치의 극대화를 목표로 하여 전개되고 있다. 실무계에서도 주가를 기업목표로 사용해야 하는 논리적 타당성을 인정하고는 있지만, 그 실질적 이용가능성에 대하여는 다음과 같은 이유로 회의론을 보이고 있다.

첫째, 경영자의 의사결정이 주가에 어떠한 경로를 통하여 얼마나 영향을 미치는지 구체적으로 알 수 없다. 예를 들어서 신용판매조건을 변경하거나 부채비율을 변경할 때 ROE의 값이 변하는 정도는 측정할 수 있지만, 이들이 주가에 미치는 영향은 측정할 수 없다. 주가는 여러가지 요인이 작용해서 나타난 결과만을 의미하는데 반하여 ROE는 각 요소별 영향도를 보여 준다. 둘째, 주가는 경영자가 통제할 수 없는 요인들에 의하여 많은 영향을 받는다. 국내의 정치적 상황이나 국제원자재 가격동향, 물가상승률 등과 같은 요인은 경영자가 통제할 수 없는 요인들이다. 경영자의 성과는 경영자가 실질적으로 통제하고 관리한 범위에 대하여만 책임을 묻고 평가받아야 한다. 단순히 주가를 판단기준으로 사용하면 운이 좋은 경영자를 능력있는 경영자로 평가하는 오류를 범할 수 있다.

4. 사업부 평가

4.1 ROI 분석

대규모 기업은 여러개의 사업부를 두고 있으며, 이들 사업부들이 기업 공동의 목표를 달성하는데 노력하도록 관리를 한다. 그러나 최고경영진이 말단의 직원들에게 자신들의 지시와 명령을 효과적으로 전달하는 것이 쉬운 일이 아니다. 최고경영자의 의사를 하위부서에 효과적으로 전

달하기 위하여 개발된 경영기법으로 권한의 위양 또는 분권화가 있다. 이는 기업조직을 몇 개의 준독립적인 사업부로 편성하여 자주적인 영업활동을 허용한 뒤에, 개별사업부의 성과를 독립적으로 평가하는 것이다.

사업부제가 도입되면서 경영자는 사업부에 대한 성과를 평가하고 사업부 활동을 통제하기 위한 재무분석에 보다 많은 시간을 빼앗기게 되었다. 최고경영자가 각 사업부에서 보고되는 자료를 검토하고 평가하기에도 바빠서 본연의 임무인 전략적 의사결정에 전념하지 못하게 되는 문제가 발생하고 있다. 기업규모가 크고 사업부가 많을수록 각 사업부의 성과를 보다 효과적으로 평가하는 분석수단의 개발이 절실해지고 있는데, 사업부의 평가시에는 사업부 조직이 지니는 다음과 같은 특성을 고려해야 한다.

첫째, 사업부의 성과는 사업부가 이용한 자산을 기준으로 측정되어야 한다. 외부에서의 자본조달은 사업부가 하는 것이 아니라 기업 전체적 차원에서 이루어지므로, 사업부에는 부채가 없으며 사업부에 대하여는 ROE를 정의할 수 없다. 둘째, 사업부를 올바르게 평가하기 위해서는 사업부간의 내부거래 가격을 공정하게 책정하여야 한다. 사업부간에 원재료나 제품의 내부거래가 있을때, 내부거래 가격을 얼마로 하느냐에 따라서 각 사업부의 성과가 크게 달라진다. 셋째, 사업부 평가는 사업부의 활동을 활성화시키고 생산성을 높이려는 동기유발의 목적에 부합되도록 진행하여야 한다.

사업부의 이러한 특성을 고려하는 성과지표로 많이 사용되는 것이 총자산수익률(ROI : Return On Investment)이다.

$$ROI = \frac{\text{사업부순이익}}{\text{사업부총자산}}$$

영업활동을 통하여 이익을 발생시키고 자산을

효율적으로 사용하는 권한과 책임은 각 부서장에게 있는 반면에, 투자를 위한 자본조달결정은 최고경영자가 책임질 분야이다. 재무레버리지에 대한 결정은 최고경영층에서 내리므로 사업부는 매출액순이율과 자산회전율에 대하여만 책임을 진다. 이처럼 권한과 책임이 분화되어 있으므로 사업부에 대한 평가는 수익성과 활동성의 두가지 요소에 대하여만 이루어져야 한다. 물론 기업마다의 현실에 따라서 적절한 조정이 필요할 것이다. 사업부의 자산 중에서도 어떤 자산(예를 들어서 현금)은 최고경영층에서 직접 관리하고 통제한다면, 사업부 평가시에 이러한 자산은 사업부의 자산에 포함시키지 말고 계산해야 한다. 사업부의 성과는 사업부가 권한을 가지고 있는 부분에 한하여 측정되어야 한다.

4.2 ROI 분석의 문제점

내부거래 가격

내부거래 가격은 사업부간의 거래에 적용되므로 그 가격이 얼마가 되더라도 기업 전체의 성과와는 무관하다. 그러나 내부거래 가격이 잘못 책정되면 사업부에 대한 평가가 왜곡된다. 더 큰 문제는 수익성이 없는 사업부를 전망이 좋은 것으로 판단하여 시설을 확장하고 신규투자를 하면 기업의 자원을 낭비하고 경쟁력을 상실하는 결과를 초래한다는 것이다. 내부거래 가격을 산정할때 물자를 구입하는 사업부에서는 가능한 낮추려하고 판매하는 사업부는 가능한 높이려고 한다. 만일 시장에서 그 재화가 거래되고 공정한 가격이 형성되어 있다면 갈등이 쉽게 해소되겠지만, 공정한 시장가격이 없는 경우에는 마찰이 생긴다. 경영자는 이러한 갈등을 방지하기 위해서 사업부간의 내부거래 가격을 객관적으로 제시해 주어야 한다.

근시안적 관리

ROI를 이용해서 사업부를 평가하는 경우에도 ROE 분석과 마찬가지로 문제들이 나타난다. 이 중에서 ROI의 측정기간이 단기이기 때문에 나타나는 문제는 특히 매우 심각하다. 만일 ROI 값에만 의존해서 사업부를 평가한다면 사업부의 책임자는 눈 앞의 이익만을 추구하는 근시안적인 행동을 하게 된다. 사업부의 성과가 사업부 책임자의 승진이나 보수와 직결되는 상황에서, 기업의 전체적인 성장발전을 위하여 장기적인 투자를 하거나 모험적인 신제품을 개발하는 책임자는 없을 것이다. 경영자는 사업부를 평가함에 있어서 장기적인 경영계획에 따른 성과부분을 별도로 측정하는 수단을 마련하고 있어야 한다.

내일 지구가 멸망하더라도 한 그루의 사과나무를 심겠다는 어느 철학자의 말은 기업현실에서는 통하지 않는다. 내일 사표를 쓰게 되더라도 10년후의 이익을 위하여 오늘의 이익을 포기하겠다는 경영자는 아마 내일이 되기도 전에 사표를 쓰게 될 것이다. 주식회사제도의 발전에 따라 소유와 경영이 분리되므로써, 대다수의 주주들은 구체적인 경영내용에는 관심이 없고 배당금과 주가에 따라 주식을 사고 판다. 당장의 실적이 미진한 경영자는 주주총회에서 지탄을 받고 자리를 물러나게 되는데, 이러한 현상은 자본주의 체제가 가장 발달한 미국에서 특히 심하다. 크라이슬러 자동차의 아이아코카 사장이 포드 자동차에 근무할때 실적이 부진하다는 이유로 비서도 없는 창고 방으로 쫓겨난 이야기는 너무도 유명하다. 하지만 80년대 이후에 미국기업이 일본기업에 비하여 신제품 개발이나 설비투자에서 뒤쳐지게 된 이유중의 하나로 이러한 근시안적인 관리방법이 거론된다. 경영성과에 대한 올바른 평가기준을 설정하는 것이 중요하다는 것은 분명한데 과연 그 구체적인 기준이 무엇인가는 답하기 어려운 문제이다.