

건설 기업의 재무 상태와 경영 성과 전망

김병일*
Kim, Byungil*

Financial Status and Business Performance Outlook of Construction Companies

ABSTRACT

Characterized by boom-and-bust cycles, low entry barriers, and an almost perfectly competitive structure, the construction industry presents a unique challenge for the survival and growth of its constituent companies. A crucial aspect of this challenge is the ongoing monitoring of their financial health and business performance. To understand the typical financial and operational status of construction companies, this study analyzes the financial statements of 6,252 such companies, all of which have undergone at least one external audit between 2000 and 2019. These statements were used to develop combined financial profiles and derive industry averages. The findings indicate that the construction industry experiences limited growth in sales and profitability. High leverage ratios can jeopardize financial stability, pushing companies to seek production efficiency, such as enhancing gross asset turnover. This tendency has been particularly noticeable in the aftermath of the global financial crisis in 2008.

Keywords : Financial statements, Business performance, Global financial crisis, DuPont analysis

초 록

건설업은 경기민감하게 반응하며 완전 경쟁에 가까운 산업 구조를 갖기 때문에 재무 상태가 취약한 기업은 불황기에 손쉽게 도태될 수 있다. 건설 기업의 지속적 생존과 성장을 도모하기 위해서는 재무 상태와 경영 성과를 반복적으로 측정할 필요성이 있다. 이에 본 연구는 2000년부터 2019년까지 최소한 한 번 이상 외부감사를 받은 건설 기업 6,252개의 재무제표를 사용하여 합산 재무제표를 생성하였고, 이 재무제표를 기준으로 건설 기업의 평균적인 재무 상태와 경영 현황을 파악하였다. 이 과정을 통하여 건설업은 매출액 성장과 이익률 개선에 한계가 있으며 높은 레버리지비율은 재무적 안정성을 해할 수 있으므로 총자산회전율 개선과 같은 생산효율을 추구하는 경향을 발견하였다. 이 경향은 2008년 세계금융위기 이후에 더 선명하게 나타났다.

검색어 : 재무제표, 경영 성과, 세계금융위기, 듀퐁 분석

1. 서론

재무제표는 영업 활동을 비롯하여 투자와 재무 활동의 결과로써 기업의 경영 성과를 평가할 수 있는 다양한 정보를 담고 있다. 이 정보의 시간에 따른 변화를 추적함으로써 기업의 자산이 손익에 영향을 미치고 이 손익이 다시 자산의 구성을 변화시키는 순환적

과정을 이해할 수 있다. 기업이 처한 경영 환경과 이에 대한 기업의 대응 전략도 파악해볼 수 있으며 향후 경영 성과를 가늠해 볼 수 있다.

건설업은 자체적 수요 창출이 제한적이어서 업황이 경기민감하게 반응하며 경기 순환에 따라 호황과 불황이 뚜렷한 특성을 지닌다. 기술적 해지(mcoat)가 분명한 건설 기업은 드물며 유형

* 종신회원 · 교신저자 · 안동대학교 건설시스템공학과 교수 (Corresponding Author · Andong National University · bkim@anu.ac.kr)

Received May 10, 2023/ revised June 16, 2023/ accepted June 26, 2023

자산에 대한 의존도가 높은 중후장대형 산업도 아니어서 진입장벽이 낮은 편이다. 결과적으로 시장 참여자들은 많으며 이익률은 낮은 완전경쟁에 가까운 산업구조를 지니므로 재무 상태가 취약한 기업은 불황기에 손쉽게 도태될 수 있다. 따라서 건설 기업들의 존속과 성장을 위해서는 재무 상태와 경영 성과를 지속적으로 점검하는 노력이 경주되어야 한다.

건설 기업들의 재무 상태를 점검하기 위해서는 건설업의 특성을 고려한 비교 기준이 정립되어야 한다. 산업별 업종별 특성은 천차만별이므로 재무적 특성 또한 상이하기 때문이다. 이때 합산 재무제표는 평균적인 비교 기준으로 훌륭한 대안이 될 수 있다. 개별 기업에서는 합산 재무제표와 해당 기업의 그것을 비교함으로써 그 기업의 성과가 경기 변동의 수혜인 것인지 고유 역량에 기인한 것인지 판단할 수 있으며 경영 전략 수립에도 활용이 가능하다. 발주처에서는 합산 재무제표를 사용해 재무 상태가 취약한 기업을 입찰자에서 배제함으로써 낙찰자 결정에 앞서 수주 산업이 갖는 리스크를 경감시킬 수 있다. 투자자 입장에서 합산 재무제표는 유망 산업을 선별하거나 시장 평균 수익률을 상회할 것으로 기대되는 기업을 결정하는 데 도움이 된다.

본 연구는 건설 기업들의 합산 재무제표를 생성하여 평균적 재무 상태와 그 변화를 파악하고 이를 통하여 건설 기업들의 경영 현황을 점검하고자 한다. 이 목적을 달성하기 위하여 한국표준산업분류에 따라 건설업에 속하는 기업 중 외부회계감사법인의 2000년부터 2019년까지 재무제표를 이용하여 합산 재무제표를 생성한다. 본 연구의 구성은 다음과 같다. 2장에서는 본 연구에서 활용할 재무제표의 일반론과 주요 계정과목을 제시하고, 재무제표를 사용한 관련 연구의 동향을 고찰한다. 3장에서는 재무제표를 수집한 기준과 결과에 대해 상술하고 합산 방법을 제시한다. 4장에서는 합산 재무제표를 분석한 결과를 도출하고, 5장에서는 건설 기업들의 성과를 전망한다. 최종적으로 6장에서는 결론과 향후 계획을 제시하고 본 연구를 마친다.

2. 이론적 배경

2.1 재무제표

재무제표는 양대 재무제표인 재무상태표와 손익계산서를 필두로 현금흐름표, 자본변동표, 재무제표에 대한 주석 등으로 구성된다. 재무상태표는 특정 시점에 기업이 보유한 무유형의 생산수단(자산) 및 이에 대한 책임(부채)과 권한(자본)을 나타낸다. 자산은 유동성(1년 또는 정상영업주기 이내에 현금화 가능 여부)을 기준으로 유동자산과 비유동자산으로 구분된다. 유동자산은 현금, 채고(원자재, 재공품 및 완제품) 및 외상매출금 등으로 구성되며 순환적 구조를 갖기 때문에 운전자산이라고도 불린다. 즉 현금으로 원자재

를 사서 재공품을 거쳐 완제품을 생산하고, 이 제품이 팔리면 외상매출금이 되며, 이 매출금은 대금을 받음으로써 현금으로 순환된다. 특히 주택 사업을 영위하는 건설 기업들에게 준공 후 미분양 아파트는 도산을 야기하는 치명적인 재고가 될 수 있기 때문에 채고 관리는 기업의 핵심적인 역량이다.

비유동자산은 특허권 및 상표권 등과 같은 무형자산과 유형자산으로 대별된다. 후자는 경제적 생산을 위한 자원으로, 판매를 목적으로 보유하지 않으며, 제품의 생산, 적재 및 운송 과정에 반복적으로 활용되는 자산이다. 토지와 건물, 기계와 장비 및 자동차 등이 이와 같은 유형자산으로 분류된다. 유형자산은 그 규모가 클수록 초과 이윤이 발생하는 시장에 참여하고자 하는 후발주자들에게 진입장벽 역할을 한다. 건설업은 하도급이 일반적인 중층적 시장구조이며 중후장대형 산업도 아니므로 유형자산의 절대적 크기가 작아서, 즉 진입장벽이 낮아서 경쟁이 매우 치열한 산업구조를 갖는다.

부채는 채권자, 공급업체 및 직원 등에게 빚진 금액으로 기업의 경제적 책임 성격을 띠며 유동자산과 마찬가지로 변제기간에 따라 유동과 비유동 부채로 구분된다. 부채의 총계를 총자산에서 차감하면 기업의 주주에게 귀속되는 가치가 남게 되며 이것이 자본(주주자본, 자본총계, 순자산, 장부가치)이다. 주주자본은 자본금과 이익잉여금으로 구성되며 이를 증가시키는 것이 기업의 존립 목적이다.

손익계산서는 일정 기간 동안 기업의 영업 성과를 보여주는 표로 수익, 원가와 비용, 손익 사이의 관계를 설명한다. 즉 수익에서 원가와 비용을 차감함으로써 손익을 구한다. 손익계산서와 재무상태표는 서로 밀접하게 연결된다. 만약 손익계산서에서 이익이 발생하면 재무상태표의 이익잉여금은 증가하게 되며 재무상태표의 자산이 증가하거나 부채가 감소하게 된다.

2.2 선행 연구 고찰

본 연구와 마찬가지로 재무제표를 사용하는 연구가 건설 분야를 비롯해 여러 분야에서 다양하게 수행되었다. 재무 변수를 사용하여 부도를 사전에 예측하는 연구가 수행되었다(Shin et al., 2005; Tsai, 2009; Alaka et al., 2018). 재무제표를 사용해 재무적 건전성을 평가하는 연구도 수행되었다(Cheng and Hoang, 2015; Im and Choi, 2015). 자본구조가 경영 성과에 미치는 순환적 영향을 분석하는 연구도 수행되었다(Michaelas et al., 1999; Zeitun and Tian, 2007; Feidakis and Rovolis, 2007). Heikal et al.(2014)는 재무 상태가 기업의 이익 성장에 미치는 영향을 분석하였다.

이 연구들은 본 연구와 재무제표를 활용하였다는 공통점을 가지지만 대부분은 선행 연구들은 개별 기업 단위의 재무제표에 초점을 맞추었고 전체 건설업에 초점을 맞추지는 않았다. 일부 연구들은

합산 재무제표를 사용하지는 않았으나 소수의 기업들을 활용하여 건설업 단위의 재무를 연구하였지만 특정 시점의 재무에 국한될 뿐 통시적인 변화에 주목하지 않았다. 또한 선행 연구들은 일부 재무 비율을 사용하였을 뿐 재무제표 전체에 포괄적인 관심을 두지 않았다.

3. 재무제표의 수집과 합산

본 연구에서는 합산 재무제표를 생성하고자 에프앤가이드(FnGuide)의 데이터가이드(DataGuide)를 사용하여 지난 20년(2000년부터 2019년까지) 동안 최소한 한 번 이상 외부감사를 받은 건설 기업들의 재무제표를 다운로드 받았다. 총 6,252개의 기업이 이 기준에 해당되고 첫째와 마지막해 대상 기업은 818개와 2,569개이며 해마다 서서히 증가하였다. 20번 모두 재무제표를 제출한 기업은 327개로 전체의 5.2% 수준이며 1번만 제출한 기업도 비슷한 수준(374개, 6.0%)이다. 4회 이하로 제출한 기업이 차지하는 비중은 약 50%이며 11회 이상 제출한 기업의 비중은 약 20%이다. 2017년부터 시행되고 있는 제10차 한국표준산업분류 중분류를 기준으로 2,919개 기업은 종합 건설업에, 892개 기업은 전문직별 공사업에 해당되며 나머지 기업은 해당 정보가 기재되어 있지 않았다.

2019년 매출액 기준으로 상위 30개 기업이 차지하는 비중은 약 45%(104.6조)이며 매출액이 1조 이상인 기업이 33개, 1조 미만 1천 억 이상인 기업이 331개, 나머지 기업은 1천 억 미만이다. 같은 해에 총자산 기준 상위 30개 기업이 차지하는 비중도 약 45%(147.4조)이며 총자산 1조 이상인 기업이 41개, 1조 미만 1천 억 이상인 기업이 370개, 나머지 기업은 1천 억 미만이다.

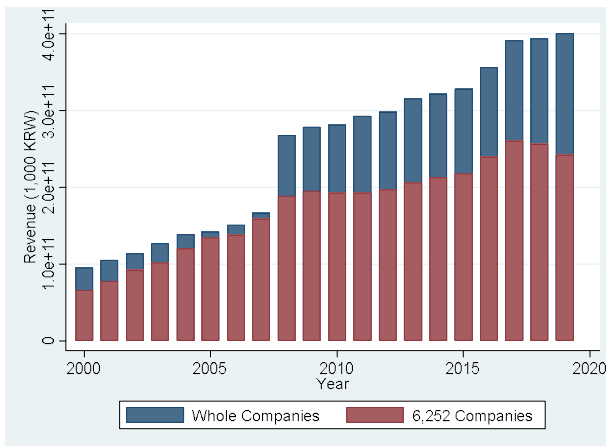


Fig. 1. Comparison of Revenues from Whole Companies and 6,252 Companies

각각의 중위수는 156.6억과 272.1억이다.

전술한 과정을 통하여 도출되는 6,252개 기업의 재무제표 계정 과목을 연도별로 단순 합산하였다. 이 합산값의 산업에 대한 대표성을 확인하기 위하여 연도별 합산 매출액과 우리나라 전체 건설 매출액을 비교하였다(Fig. 1). 이 정보는 국가통계포털(Korean Statistical Information Service)에서 건설투자, 수주액, 기성액 및 매출액 등과 함께 확인이 가능하다. 평균적으로 합산 매출액은 전체 매출액의 73%에 해당되며 이 결과는 두 지표 사이의 집계 방식 차이보다는 대상 기업의 숫자 차이에 기인한 것으로 사료된다. 예를 들어, 우리나라 전체 건설 매출액을 구성하는 2000년도 대상 기업의 수는 51,203개이며 2019년은 78,849개이다. 이 값은 동기간의 합산 재무제표를 구성하는 기업의 숫자 818개 및 2,569개와 차이가 크다. 하지만 전반적인 증감 추세가 유사하며 합산 매출액이 전체 매출액의 과반을 상당히 초과(약 34)하므로 합산 재무제표가 비록 6,252개 기업에 국한되지만 우리나라 건설 기업들 전체를 대변하는 데 큰 무리가 없어 보인다.

4. 분석 결과

4.1 손익계산서 분석 결과

손익계산서는 수익과 비용을 세분화하여 상단부터 하단까지 여러 단계로 구분 손익을 제공함으로써 기업의 수익성과 성장성에 대한 다양한 정보를 제공한다. 본 연구는 손익계산서의 최상단부터 분석하였다.

연도별 합산 매출액은 대부분 증가하였으나 직전 2년은 감소하였다(Fig. 2). 이 감소 추세는 해외건설 수주가 급감한 기간과 부분적으로 겹친다. 합산 매출액은 크게 보아서 전반적으로 증가하였으나 전년 대비(year-on-year, YoY) 증가율이 감소 추세라는

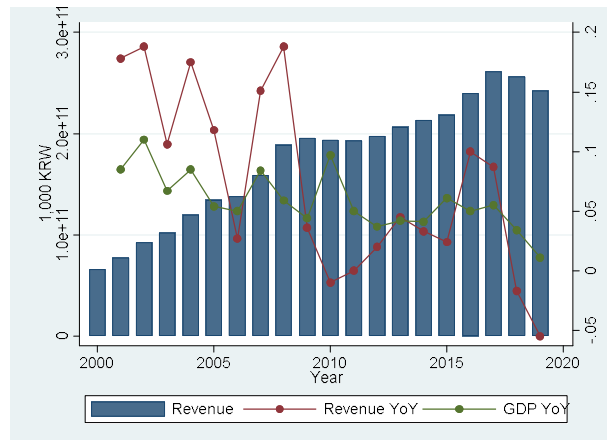


Fig. 2. Revenue and Its YoY Growth

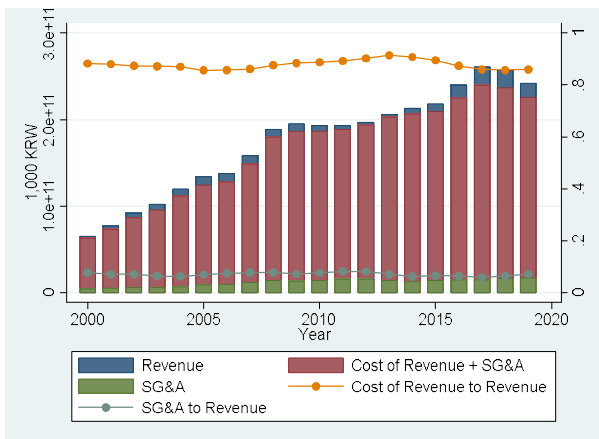


Fig. 3. Cost of Revenue and SG&A

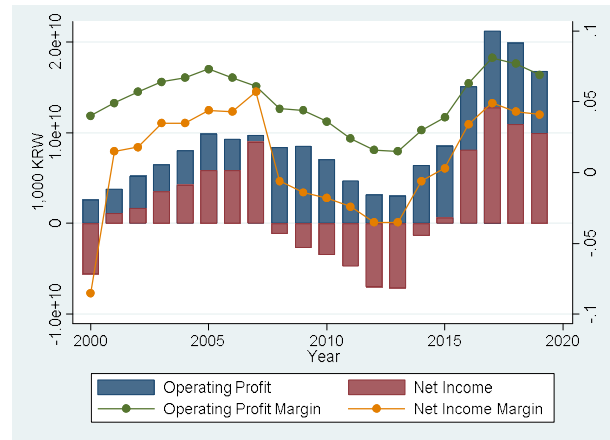


Fig. 4. Profit and Loss

점이 문제이다. 국내총생산(gross domestic product, GDP)의 YoY 증가율과 비교하면 이 문제가 더 극명해진다. 2008년까지는 2006년만 제외하고 합산 매출액의 YoY 증가율이 항상 GDP의 그것을 상회하였으나 2009년부터는 대부분 하회하였다. 이처럼 매출액의 성장이 제약적인 상황에서 이익이 성장하기 위해서는 이익률이 개선되어야 한다.

수익에서 비용이 차감되고 손익이 발생하는 단계적인 과정을 이해하기 위하여 비용을 매출원가(cost of revenue)와 판매비와 관리비(판매비, selling, general & administrative expenses, SG&A)로 구분하였고 각각의 매출액 대비 비율을 계산하였다(Fig 3). 매출액에서 변동비 성격의 매출원가가 차지하는 비중은 매우 높은 수준(평균 87.8%)이며 고정비 성격의 판매비는 낮은 비중(평균 7.1%)을 점한다. 상대적으로 전자가 낮고 후자가 높아야 매출액이 증가함에 따라 매출액 대비 고정비의 비율이 낮아짐으로써 영업이익이 개선되는 운영레버리지(영업레버리지, operating leverage) 효과가 나타난다. 하지만 전술한 바와 같이 매출액의 성장이 정체 국면이며 변동비가 높고 고정비가 낮은 상태에서 건설 기업들의 이익률 개선은 한계가 있을 수밖에 없다.

전체 분석 기간 동안 영업이익과 당기순이익은 추세의 지속성이 단기적이었다(Fig 4). 외환위기 이후 이익은 성장하였으나 2008년 세계금융위기(global financial crisis)부터는 감소 추세에 접어들었다. 2014년부터 한동안 증가하다가 다시 감소하고 있는 중이다. 영업적자가 발생한 해는 없었지만 당기순손실을 입은 해는 8개년이나 되었다. 영업이익률과 당기순이익률의 평균은 9%와 1% 수준에 불과하다. 각각의 최대값은 2017년에 발생하였는데 그 값이 8.1%와 4.9%에 그친다. 결론적으로 지금까지와 같이 매출액 성장이 정체 혹은 감소 국면이고 이익률 개선도 발생하지 않으며 경기 변동과 위기에 취약한 구조로는 건설 기업들은 수익성과 성장성 모두를 확보하기 어렵다고 할 수밖에 없다. 이런 상황을 건설 기업들

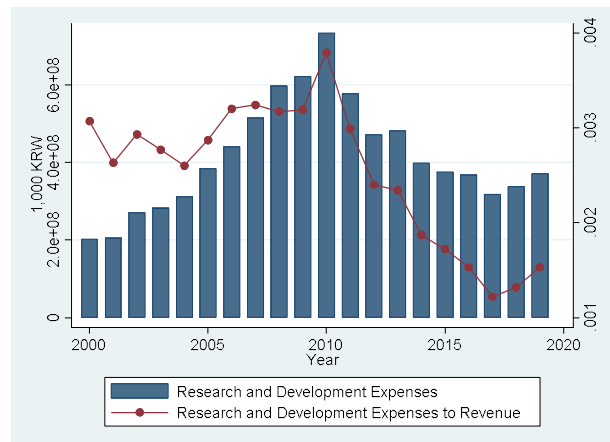


Fig. 5. Research and Development Expenses

도 인식하고 있다는 방증이 지분법이익의 추세적 증가이다. 경기 변동에 취약한 손익 구조를 보완하기 위하여 비건설 혹은 본업 외적 투자(예, 고속도로 휴게소, 폐기물 처리 업체, 골프장 등 인수와 운영)를 늘려왔고 이 결과가 바로 지분법이익이 당기순이익에 기여하는 비중의 증가이다. 실제로 지난 20년 동안 지분법이익의 연평균 성장률(compound annual growth rate, CAGR)은 27.3%인 데 반하여 영업이익의 CAGR은 10.2%에 불과하다. 하지만 여전히 당기순이익에서 차지하는 비중은 높지 않다.

건설 기업들이 연구개발(research and development)에 투자하는 비용은 매출액 대비 미미한 수준이었고 그 절대값마저 해마다 감소하고 있다(Fig 5). 이 추세는 연구개발을 수익성 향상을 위한 투자로 인식하기 보다는 비용 그 자체로 인식하고 있다는 방증이다.

4.2 재무상태표 분석 결과

손익계산서가 기업의 수익성과 성장성을 보여주는 표라면 재무상태표는 안정성과 효율성을 보여주는 표이다. 재무상태표의 대변

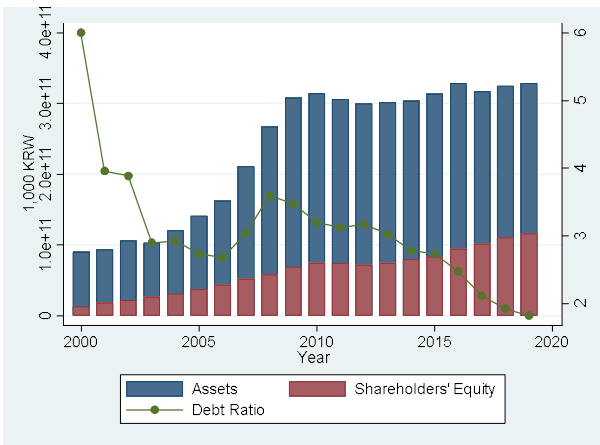


Fig. 6. Assets and Shareholders' Equity

에 가입된 자기자본(shareholders' equity)과 부채(liabilities)를 비교함으로써 재무적 안정성을 평가할 수 있다. 또한 재무상태표 차변에 가입된 자산(assets)의 세부적인 구성을 분석함으로써 기업의 생산효율을 평가할 수 있다. 본 연구는 재무상태표를 이용하여 안정성을 분석한 뒤 효율성을 평가하였다.

기업의 재무적 안정성을 평가하기 위하여 부채를 자기자본으로 나누어서 부채비율을 구하였다. 외환위기 직후에는 부채비율이 매우 높았으나 2000년대 중반까지 급감하였다(Fig. 6). 이후 주택경기가 호황을 맞으면서 일시적으로 부채비율이 증가하였으나 세계금융위기 직후부터 추세적으로 감소하고 있다. 이 기간에 자산은 다소 증가하였으나 부채는 감소하였고 결과적으로 2018년에는 부채비율 200% 미만을 달성하였다. 이런 재무적 건전성 강화를 통하여 부채 때문에 훼손되는 이익의 크기를 줄일 수 있었고 기업들의 안정성은 점차 높아졌다.

부채비율과 더불어 기업의 안정성을 판단할 때 사용하는 지표로써 유동자산을 유동부채로 나눈 값인 유동비율이 있다.

부채비율과 마찬가지로 유동비율도 해마다 재무적 안정성이 강화되는 쪽으로 추세가 형성되었다(Fig. 7). 세계금융위기 발생 시점에 일시적으로 급감하였으나 이후 추세적으로 증가하고 있다. 비록 자산의 양적 성장은 정체되고 있으나(Fig. 6) 총부채와 유동부채를 줄여가며 질적 성장을 추구하고 있는 것으로 보인다.

유동자산은 매출채권(accounts receivable)과 재고자산(inventory assets) 등으로 구성된다. 이 요소들은 정상영업주기 이내에 현금화가 안 되면 상각해야 하므로 현금화되는 속도를 측정하여 관리한다. 즉 매출액을 매출채권과 재고자산으로 각각 나누어 매출채권회전율(accounts receivable turnover ratio)과 재고자산회전율(inventory turnover ratio)을 측정한다. 한편 매출액을 매입채무(accounts payable)로 나누어 매입채무회전율(accounts

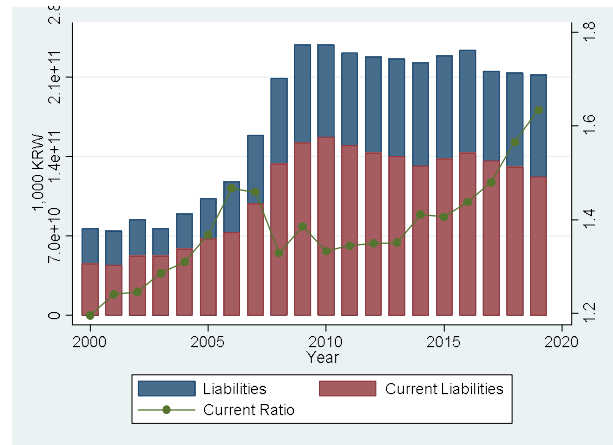


Fig. 7. Liabilities and Current Liabilities

payable turnover ratio)도 측정하여 기업의 지급/변제 능력도 관리한다.

세 지표 모두 유사한 증감 형태를 보여준다(Fig. 8). 외환위기 이후에 일종의 기저효과(base effect)로 급등했다가 회복 후 세계금융위기 이후에 준공 후 미분양 물량으로 인하여 감소했다가 2010년대 들어서 지속적으로 증가하였다. 부채비율 감소 및 유동비율 증가와 같은 맥락으로 세계금융위기는 기업 경영진에게 꼬리위험(tail risk)에 대한 관리 역량 강화를 요구하였고 그 결과 세 지표의 개선이 뚜렷하게 발생하였다. 매출액 성장과 영업이익률 향상이 어려운 상황에서 생산효율 추구 및 위험관리역량 강화는 필수적인 선택으로 보인다.

매출채권에 재고자산을 가하고 매입채무를 감하면 순운전자본(net working capital)을 구할 수 있다. 이 값은 기업의 일상적인 생산활동에 필요한 자금을 뜻하므로 매출액 변화와 궤를 함께 하지만 일반적으로 적을수록 좋다. 전기 10년 동안은 지속적으로

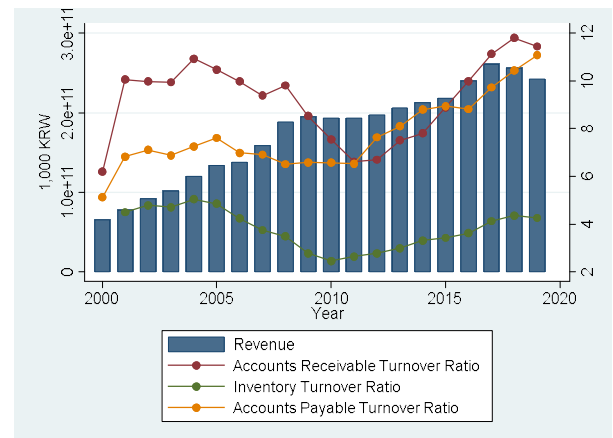


Fig. 8. Accounts Receivable, Inventory Assets, and Accounts Payable

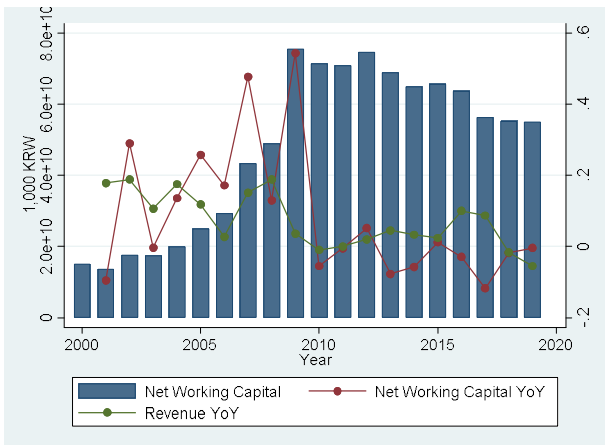


Fig. 9. Net Working Capital and Its YoY Growth

순운전자본이 증가하였으나 후기 10년 동안은 서서히 감소하고 있다(Fig 9). 초기 10년은 매출액보다 YoY 증가율이 전반적으로 더 컸으나 후기 10년은 값이 더 작았다. 이 점 역시 생산효율 추구의 일환으로 볼 수 있다.

생산수단으로써 유무형 자산에 대한 기업의 상대적 의존도를 파악하기 위하여 유형자산과 무형자산의 증감과 상대비율을 구하였다. 건설업은 전술한 바와 같이 연구개발에 투자하는 금액이 크지 않아서 무형자산의 규모가 미미한 수준일 수밖에 없다. 하지만 무형자산의 절대값은 여전히 낮은 수준이나 꾸준히 증가하는 추세이며 유형자산 대비 무형자산의 상대비율도 같은 추세이다(Fig. 10). 이 같은 추세는 영업권의 증가에 힘입은 바가 크며 연구개발의 성과가 무형자산이 된 결과는 아니다. 이 추세 역시 경기 변동에 취약한 매출구조를 보완하고 이익의 변동성을 낮추기 위하여 본업 외적 혹은 비건설 투자를 집행한 결과이다.

마지막으로 건설 기업들의 성과를 분석적으로 이해하기 위하여 자기자본이익률(return on equity, ROE)과 이를 세분화한 값들을

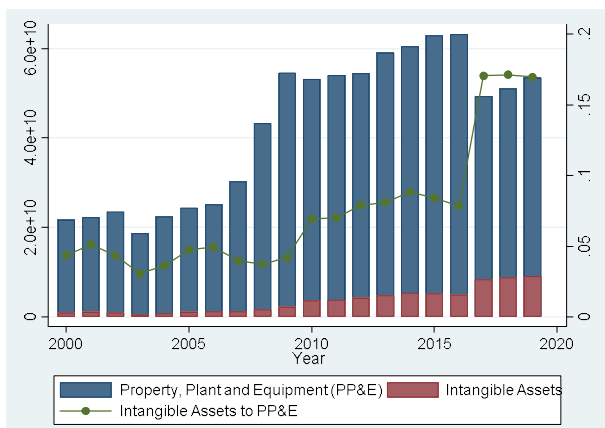


Fig. 10. PP&E and Intangible Assets

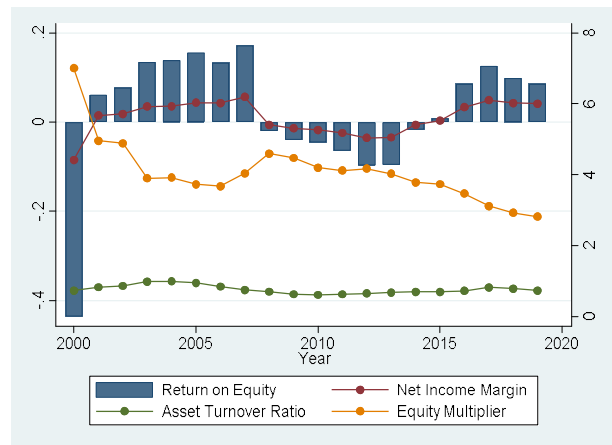


Fig. 11. Return on Equity and DuPont Analysis

구하였다(Fig. 11). ROE를 순이익률, 총자산회전율(Asset Turnover Ratio) 및 레버리지비율(Equity Multiplier)로 구분하여 분석하는 기법을 듀퐁 분석(DuPont analysis)이라고 하며 화학 업체 듀퐁에서 이를 고안해 붙여진 이름이다. 여기서 순이익률은 원가 통제의 효율성, 총자산회전율은 자산 이용의 적절성, 레버리지 비율은 자본 조달의 안전성을 나타낸다. 이 ROE 구성 요소들을 통하여 해당 기업 ROE의 성격을 이해할 수 있다. ROE와 순이익률은 분석 기간 내내 연동되는 모습을 보였고, 레버리지비율은 세계금융위기 이후부터 지속적으로 감소하였다. 반면에 총자산회전율만 세계금융위기 이후부터 서서히 증가하는 양상을 보였다. 이 결과를 바탕으로 다음과 같은 시사점을 얻을 수 있다. 건설업은 이익률 개선에 한계가 있으며 높은 레버리지비율은 재무적 안정성을 해할 수 있으므로 총자산회전율 개선과 같은 생산효율 추구가 ROE 성장을 위한 합리적인 선택이다.

5. 건설 기업의 성과 전망

5.1 건설 기업들의 주가 수준

전장에서 확인한 바와 같이 건설 기업들은 이익 증대를 위하여 다양한 시도를 하고 있다. 순운전자본 절감, 총자산회전율 개선 등과 같은 생산효율 향상을 통하여 제한적인 범위 내에서 이익 성장을 꾀하고 있다. 동시에 건설업황과 상관관계가 낮은 분야의 영업권을 획득함으로써 이익의 변동성을 감소시키려는 노력도 경주하고 있다. 하지만 매출액 증가는 정체 상태이며 높은 변동비와 낮은 고정비 비중으로 인하여 이익률 개선이 쉽지 않은 상황에서 건설업의 전망이 밝다고 할 수는 없다.

상장 건설 기업들에 대한 주식시장의 평가 역시 크게 다르지 않다. 일반적으로 주가가(주가)는 기업의 미래 이익에 대한 시장의 기대를 반영한다. 이익의 지속적인 성장이 기대되면 높은 주가를

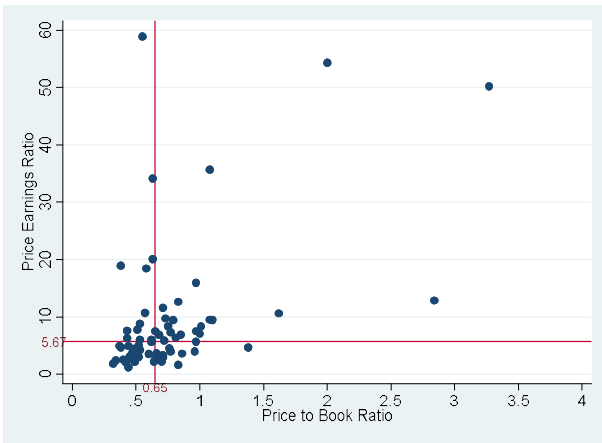


Fig. 12. PBR and PER

부여받고 현재 이익 시현이 탁월하더라도 일시적이라고 판단될 경우에는 높은 주가를 부여받기 어렵다. 또한 이익의 역성장이 예상되면 주가 수준이 격하된다. 따라서 주가수익률(price earnings ratio, PER)이나 주가순자산비율(price to book ratio, PBR)을 확인하면 해당 기업의 미래 이익에 대한 시장의 평가를 가늠할 수 있다. 이에 본 연구는 2019년 기준 종합건설업자 사공능력평가액 40위 이내의 상장 건설 기업들의 2016년부터 2020년까지 PER과 PBR 값을 조사하였다. 절반 이상의 기업들이 성장되어 있지 않았으며 일부 상장 기업은 비건설 부문의 매출이 너무 컸고 소수의 기업은 최근에 분할되어 관련 자료를 획득하기 어려웠다. 최종적으로 15개 기업의 5개년치 PBR(X축)과 PER(Y축) 값들을 2차원상에 도시하였다(Fig. 12).

대부분의 점들이 좌측 하단에 위치하며 중위수가 PBR은 0.65 수준이며 PER은 5.67 수준이다. 동기간 KOSPI의 PBR이 0.87~1.16이었으며 PER이 9.58~29.47이었다는 점을 고려하면 건설 기업들은 낮은 PBR과 낮은 PER을 주식시장에서 부여받았다고 할 수 있다. 달리 말해 건설 기업들의 성장성에 대해 주식시장은 회의적이라고 할 수 있다.

5.2 국내건축 및 해외플랜트공사 관련 성과 전망

지금까지 살펴본 바와 같이 이익률 개선에 구조적 한계가 있는 건설 기업들의 향후 이익 성장이 가능해지며 상장 기업들의 주가 수준이 격상되기 위해서는 매출액 증가가 선행되어야 한다. 이에 본 연구는 매출액 증가 가능성을 위주로 향후 성과를 전망하였다. 건설 매출액은 토목, 건축 및 산업설비플랜트 등 공종별로 구분이 가능하며 국내와 해외로 지역별 구분도 가능하다. 이 구분 기준들을 조합하면 국내건축(특히 주택)사업과 해외플랜트공사가 매출액 성장에 대한 기여도가 가장 크기 때문에 이후의 논의는 두 요인을 중심으로 진행한다. 해외건설협회의 통계에 따르면 해외건설공사

는 2014년 660억불 수주를 고점으로 찍고 지속적으로 하락하고 있으며 이 기간은 유가가 하락한 기간과 대부분 겹친다. 실제로 유가는 2014년 중순을 기점으로 배럴당 100불 수준에서 큰 폭으로 하락하였고 일부 시기에는 50불을 하회하였다. 유가는 잘 알려진 바와 같이 해외플랜트 발주금액과 매우 강한 상관관계를 갖고 있기 때문에 향후 해외플랜트공사의 수주금액이 증가하려면 유가가 올라야 한다. 유가는 단순히 수요에 의해 결정되는 것이 아니고 주요 공급자들 간의 협의와 대립 구도, 셰일 오일(shale oil)과 재생에너지 등과 같은 경쟁 에너지원의 기술 개발과 원가 수준, ESG(environmental, social, and governance)가 유발하는 규제 등 다양한 요인들과 이들의 복잡한 상호작용에 의해 결정된다. 따라서 유가를 전망하는 일은 본 연구의 범위를 벗어나며 다만 현재 유가의 수준이 과거 대비 절대적으로 높은 수준보다는 낮은 쪽에 가까우므로 향후 방향성은 아래쪽보다는 위쪽일 수 있다. 또한 2014년 이후 해외플랜트공사의 발주금액이 급감했다는 점은 이연되는 물량이 쌓이고 있다고 해석할 수 있어서 향후 해외플랜트공사의 수주금액의 증가 여력은 커지고 있다고 볼 수 있다.

해외플랜트공사와 마찬가지로 금액 변동성이 클 뿐만 아니라 매출액과 이익 기여도까지 큰 공종이 국내주택사업이다. 주택사업은 토지 매입, 인허가, 분양, 착공을 거쳐 준공에 이르기까지의 일련의 과정을 따라 추진되며 3년 전후의 시간이 소요된다. 회계적으로 매출액을 인식하는 시점은 사업의 후반부이지만 인허가 물량을 통하여 향후 2-3년 후의 매출액을 가늠해볼 수 있고 착공 물량을 이용해 상대적으로 단기적인 실적을 예상 가능하다.

인허가 물량은 2015년까지 지속적으로 증가해 왔으나 이후 감소하였고 2021년 4월 현재 분석기간 안에서 최저 수준을 보이고 있다(Fig. 13). 여기서 2021년 물량은 4월까지의 물량을 연간화한 값이다. 준공 물량 역시 시차를 두고 비슷한 추세를 보이고 있다. 하지만 착공 물량은 증가하고 있으므로 국내주택사업 매출액은

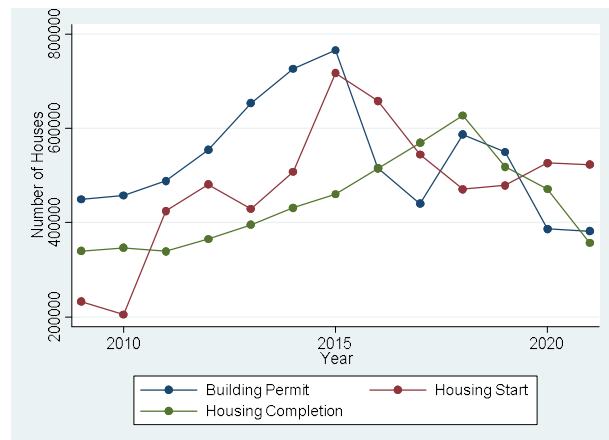


Fig. 13. Building Permit, Housing Start, and Housing Completion

한동안 증가할 것이다. 비록 인허가 물량은 적은 편이지만 현재 공사완료 후 미분양 물량이 전국적으로 1만 호 이하로 매우 낮은 수준이고 감소 추세에 있어서 향후 인허가 물량은 증가할 여지가 있다.

6. 결론

건설업은 경기에 민감하고 호황과 불황이 반복되는 특징이 있으며, 진입 장벽이 낮고 완전 경쟁에 가까운 산업 구조가 특징이므로 재무 상태가 취약한 기업은 불황기에 손쉽게 도태될 수 있다. 건설 기업의 생존과 성장을 위해서는 재무 상태와 경영 성과를 지속적으로 평가하는 것이 중요하다. 합산 재무제표는 건설 기업의 재무상태를 평가할 수 있는 기준이 될 수 있다. 이에 본 연구는 지난 20년(2000년부터 2019년까지) 동안 최소한 한 번 이상 외부감사를 받은 건설 기업 6252개의 재무제표를 사용하여 합산 재무제표를 생성하고 건설 기업의 평균적인 재무 상태와 경영 현황을 파악하였다.

합산 재무제표 분석을 통하여 몇 가지 시사점들을 도출할 수 있었다. 전체 분석 기간 동안 연도별 합산 매출액은 대부분 증가하였으나 매출액 증가율이 국내총생산 증가율을 점차적으로 하회하고 있었다. 매출액이 증가함에 따라 매출액 대비 고정비의 비율이 낮아짐으로써 영업이익이 개선되는 운영레버리지 효과가 나타나지 않고 있었다. 즉 변동비 비중이 높은 원가 구조로 인하여 이익률 개선이 쉽지 않은 상황이었다.

영업이익과 당기순이익은 추세의 지속성이 단기적이었다. 당기순손실을 입은 해는 8개년이나 되었다. 영업이익률과 당기순이익률의 평균은 9%와 1% 수준에 불과하였다. 이 문제를 해소하기 위하여 건설 외적 이익을 확대하고 있으며 지분법이익의 추세적 증가를 확인하였다.

세계금융위기 직후부터 재무적 안정성을 추구하는 경향이 뚜렷하게 나타나고 있었다. 부채비율과 마찬가지로 유동비율도 해마다 재무적 안정성이 강화되는 쪽으로 추세가 형성되었다. 즉 총부채와 유동부채를 줄여가며 질적 성장을 추구하였다. 듀퐁 분석을 통하여서도 건설업은 이익률 개선에 한계가 있으며 높은 레버리지비율은 재무적 안정성을 해할 수 있으므로 총자산회전율 개선과 같은 생산효율 추구하는 경향을 확인할 수 있었다. 이 경향은 2008년 세계금융위기 이후에 더 선명하게 나타났다.

본 연구는 건설기업들이 성과 증대를 위하여 생산효율 개선에 매진하고 있는 추세적인 변화를 보여주었다. 하지만 건설업의 특성상 생산효율 개선에 한계가 있을 수밖에 없으므로 매출액 성장이 수반되어야 한다.

감사의 글

이 논문은 2022학년도 안동대학교 해외과연연구보조금에 의하여 연구되었음.

References

- Alaka, H. A., Oyedele, L. O., Owolabi, H. A., Kumar, V., Ajayi, S. O., Akinade, O. O. and Bilal, M. (2018). "Systematic review of bankruptcy prediction models: Towards a framework for tool selection." *Expert Systems with Applications*, Elsevier, Vol. 94, pp. 164-184, <https://doi.org/10.1016/j.eswa.2017.10.040>.
- Cheng, M. and Hoang, N. (2015). "Evaluating contractor financial status using a hybrid fuzzy instance based classifier?: Case study in the construction industry." *IEEE Transactions on Engineering Management*, IEEE, Vol. 62, No. 2, pp. 184-192, <https://doi.org/10.1109/TEM.2014.2384513>.
- Feidakis, A. and Rovolis, A. (2007). "Capital structure choice in european union: Evidence from the construction industry." *Applied Financial Economics*, Taylor & Francis, Vol. 17, No. 12, pp. 989-1002, <https://doi.org/10.1080/09603100600749311>.
- Heikal, M., Khaddafi, M. and Ummah, A. (2014). "Influence analysis of return on assets (ROA), return on equity (ROE), net profit margin (NPM), debt to equity ratio (DER), and current ratio (CR), against corporate profit growth in automotive in indonesia stock exchange." *International Journal of Academic Research in Business and Social Sciences*, HRMARS, Vol. 4, No. 12, pp. 101-114, <https://dx.doi.org/10.6007/IJARBS/v4-i12/1331>.
- Im, H. and Choi, J. (2015). "Identifying the key financial ratios to evaluate Korean construction firms' soundness." *Journal of the architectural Institute of Korea*, AIK, Vol. 31, No. 7, pp. 117-126, https://doi.org/10.5659/JAIK_SC.2015.31.7.117 (in Korean).
- Michaelas, N., Chittenden, F. and Poutziouris, P. (1999). "Financial policy and capital structure choice in U.K. SMEs: Empirical evidence from company panel data." *Small Business Economics*, Springer, Vol. 12, No. 2, pp. 113-130, <https://doi.org/10.1023/A:1008010724051>.
- Shin, K. S., Lee, T. S. and Kim, H. J. (2005). "An application of support vector machines in bankruptcy prediction model." *Expert Systems with Applications*, Elsevier, Vol. 28, No. 1, pp. 127-135, <https://doi.org/10.1016/j.eswa.2004.08.009>.
- Tsai, C. F. (2009). "Feature selection in bankruptcy prediction." *Knowledge-Based Systems*, Elsevier, Vol. 22, No. 2, pp. 120-127, <https://doi.org/10.1016/j.knosys.2008.08.002>.
- Zeitun, R. and Tian, G. (2007). "Capital structure and corporate performance: evidence from Jordan." *Australasian Accounting, Business and Finance Journal*, Vol. 1, No. 4, pp. 40-61, <http://dx.doi.org/10.14453/aabfj.v1i4.3>.