

# 건설업 외부자금 조달시장 여건 점검

2017. 5

이지혜

■ 서론 .....	4
■ 건설업 주식시장 자금조달 여건 .....	9
■ 건설업 채권시장 자금조달 여건 .....	24
■ 건설업 간접 금융시장 자금조달 여건 .....	31
■ 결론 및 시사점 .....	36



- 최근 부동산의 과잉 공급 우려, SOC 예산 축소, 미국의 금리인상 등에 기인하여 건설기업 경영 활동의 불확실성이 증대되고 있으며, 이는 사업의 성공적 수행과 밀접한 연관성을 갖는 외부자금 조달 여건을 악화시키는 요인으로 작용할 수 있음.
- 본고에서는 다양한 건설업 자본시장 지수들의 크기와 변동 방향을 파악함으로써 건설기업의 외부자금 조달 여건을 판단하고, 동 지수들의 정보 가치를 바탕으로 미래 경영 활동 예측에 대한 시사점을 제공하고자 함.
  - 건설기업의 자금조달에 있어 금융기관 차입, 채권 발행, 주식 증자 등 외부적 경로를 통한 자금조달에 대한 관심이 높아지고 있으므로, 외부자금 조달시장에 대한 동향 파악이 필요함.
- 건설업 주가지수는 지속적으로 하락하는 추세임. 이는 건설기업의 수익성 및 성장성 악화에 기인하기보다는 부동산시장의 불확실성 확대, 해외 수주에 대한 기대감 하락, 그리고 경기 변동에 민감한 산업의 특성 때문으로 이해됨.
  - 건설기업의 수주 실적과 재무적 성과가 개선되어 온 상황을 고려할 때, 건설업 주가지수의 하락세는 기업 내부 경영 활동의 비효율성에 기인하기보다는 외부적 요인에 민감하게 반응하는 건설업의 특성 때문인 것으로 유추할 수 있음.
  - 미국과 일본의 경우 건설업 주가지수가 시장 주가지수를 상회하는 패턴을 보이고 있는데, 이는 경제 활성화의 일환으로 SOC 투자 확대 등을 실행하여 건설기업 경영상의 불확실성이 완화되었기 때문으로 풀이됨.
- 건설기업은 채권시장에서 상대적으로 높은 스프레드를 부담하는 것으로 나타났는데, 이 역시도 신용등급 하락 등 개별 기업의 내부적 요인보다는 산업 고유의 특성에 기인한 것으로 판단됨.
  - 건설기업의 신용등급 분포는 여타 산업과 큰 차이를 발견할 수 없었지만, 채권 발행의 위험 프리미엄에 해당하는 스프레드는 건설업이 타 산업에 비해 높은 수준임.
- 간접 금융시장에서 금융기관 차입시 건설기업에 적용되는 가중평균금리 또한 비교적 높은 것으로 나타남.
  - 건설업의 외부자금 조달에서 가장 큰 비중을 차지하는 금융기관 차입의 경우에도 타 산업 대비 높은 차입 비용을 지불하고 있음.
- 정리하자면, 건설기업은 산업 고유의 특성으로 인해 타 산업에 비해 높은 외부자금 조달 비용을 지불하고 있으며, 외부자금 조달의 규모 또한 감소하는 추세임.
  - 건설기업은 외부자금 조달시장 동향에 대한 꾸준한 모니터링을 통하여 효율적이고 안정적인 자금조달 방안을 모색할 필요가 있음.

# I 서론

## 1. 건설업 외부자금 조달 여건 변화

■ 최근 부동산경기 둔화와 금융기관의 건설업 여신 규모 축소 등에 기인하여 국내 건설 기업의 외부자금 조달(external financing) 여건의 악화가 우려됨.

- 기업의 자금조달 경로는 내부자금을 통한 자금조달과 외부자금을 통한 자금조달로 구분할 수 있음 (〈표 1〉 참조).
- 기업의 외부자금 조달은 주식, 채권의 발행 등을 통한 직접금융 방식과 금융기관 차입을 통한 간접 금융 방식으로 이루어짐.

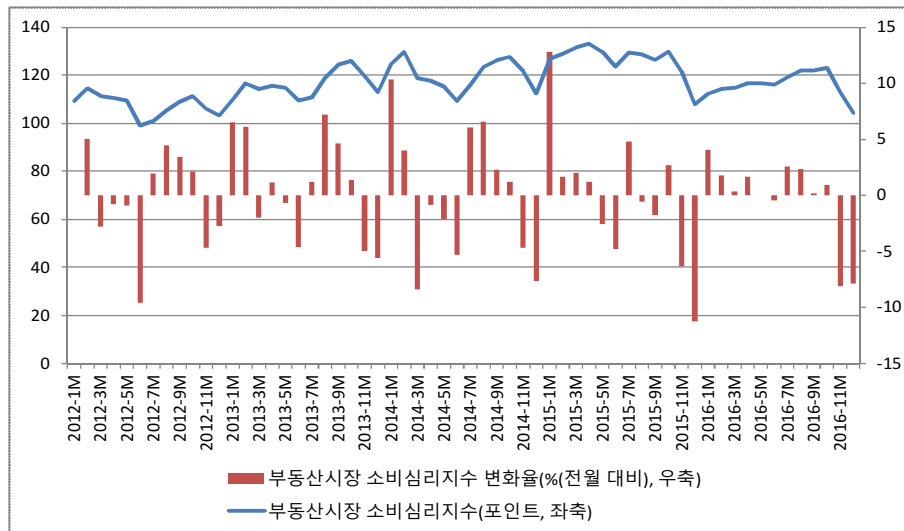
〈표 1〉 기업의 자금조달 경로

구분	내용		
내부자금	사내 유보금, 준비금 및 총당금		
외부자금	직접금융	주식	기업공개, 유상증자 등
		채권	회사채 및 기업어음 발행 등
	간접금융	금융기관 차입	시중 금융기관 또는 공제조합을 통한 대출 등

■ 경기 하락에 따른 외부자금 조달 여건의 악화는 기업의 경영 위험 확대로 이어질 수 있음.

- 국민경제의 저성장 기조에도 불구하고 국내 건설산업은 비교적 안정적인 성장세를 유지하였으나, 최근 정부의 SOC 예산 축소, 부동산시장의 공급 과잉 우려 등으로 인하여 향후 건설경기의 하락이 예상됨.
- 부동산 경기 변동 가능성을 간접적으로 가늠할 수 있는 부동산시장 소비심리지수는 2012년 1월 이후 일정한 방향성 없이 등락이 지속되고 있으며(〈그림 1〉 참조), 이러한 불안정성으로 인해 건설기업의 경영 위험이 확대될 우려가 제기됨.
- 경영 위험의 확대는 불확실성에 기초한 투자자의 요구수익률(required return) 수준을 상승시킴으로써 건설기업의 외부 자본 조달의 제약과 비용을 가중시킬 수 있음.

〈그림 1〉 부동산시장 소비심리지수 추이



자료 : 국토연구원.

■ 경기 변동에 구조적 취약성을 갖는 부동산 PF(project financing)를 통한 건설기업의 외부자금 조달 역시 어려움이 가중되고 있는 추세임(〈표 2〉 참조).

- 국내 건설기업의 부동산 PF ABS 발행 실적은 그 규모 면에서 2016년에 전년 대비 약 29% 가량 급감하였는데, 이러한 감소세는 2011년 이후 가장 큰 것으로 확인됨.
- 전체 ABS 시장에서 부동산 PF가 차지하는 비중 역시 눈에 띄게 감소하는 추세로, 2011년 약 61.2%의 비중을 보였으나 2016년에는 약 35.5%로서 1/2 수준으로 급감함.

〈표 2〉 국내 건설기업의 부동산 PF ABS 발행 실적

구분		2011년	2012년	2013년	2014년	2015년	2016년
발행 금액	규모(억원)	112,698	109,940	161,028	169,741	328,077	233,007
	변화율 (%, 전기 대비)	-	-2.45	46.47	5.41	93.28	-28.98
	부동산 PF의 ABS 시장 비중(%)	31.4	20.8	16.2	15.9	16.2	11.7
거래 건수	규모(건)	178	165	323	395	484	456
	부동산 PF의 ABS 시장 비중(%)	61.2	49.1	32.8	38.3	41.2	35.5

자료 : 한국기업평가(2017), “2016년 ABS 발행시장 분석”.

## 2. 건설업 외부자금 조달의 중요성

■ 성공적인 사업 수행을 위해서는 외부자금 조달이 원활히 이루어져야 하며, 외부자금 조달에는 통상적으로 상당한 비용이 소요됨. 따라서 효율적인 외부자금 조달 방안을 모색하는 것은 지속 가능한 경영 활동을 위한 핵심적 의사결정임.

- 낮은 비용에 안정적으로 외부자금을 조달할 수 있는 방안을 사전에 수립하는 것은 경영 성과 증대 뿐만 아니라 미래 성장동력 확보로 이어져 기업의 내재가치를 극대화하는 데 기여할 수 있음.

■ 건설산업은 고유한 특성으로 인하여 외부자금 조달의 중요성이 높음과 동시에, 외부자금 조달의 어려움 또한 가중될 수 있음.

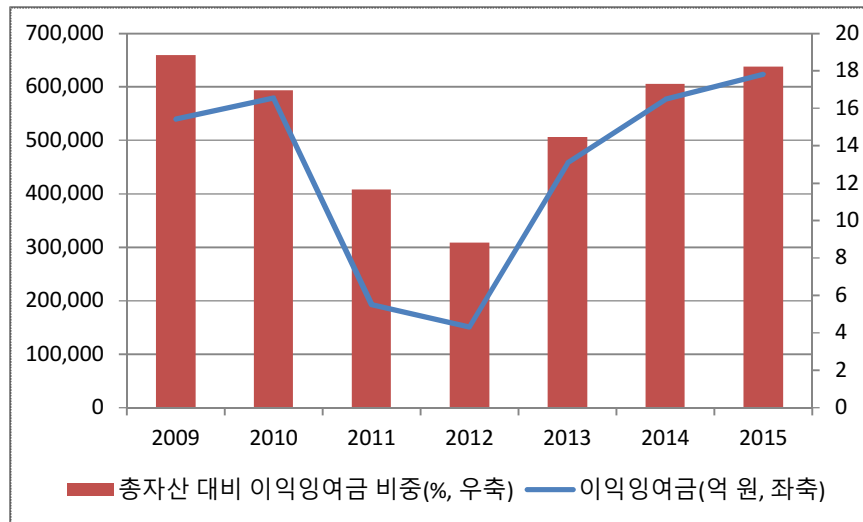
- 첫째, 건설산업은 내수 경기와 밀접한 연관성을 가지므로 국가 경제 전반의 불확실성 확대에 대한 민감도가 매우 높음. 따라서 산업 고유 위험이 크지 않더라도 시장 전체의 위험이 확대될 경우 자본시장 투자자들이 체감하는 건설업 경영 위험 수준이 증폭될 가능성이 높음.
- 둘째, 건설산업은 여타 산업에 비해 부동산시장 활성화, 가계대출 총량 조절, SOC 예산 변화 등과 같은 정부 정책의 방향성에 따라 미래 경영 활동의 안정성이 크게 변화될 수 있으므로,<sup>1)</sup> 외부자금 조달 여건 역시 이러한 외생적 요인들의 변화(또는 변화 가능성)에 영향을 받음.
- 셋째, 건설산업은 사업 수행에 대규모의 투자 자금이 요구되며, 긴 시간에 걸쳐 많은 불확실성을 마주해야 한다는 측면에서 충분한 자금 여력 확보가 선행되어야 함.
- 넷째, 건설산업은 여러 하도급업체와 사업 구조가 연관되어 미지급 공사대금 등과 같은 유동부채의 비중이 높은 특성을 보이므로, 적극적인 유동성 위험(liquidity risk) 관리 방안의 일환으로 안정적인 자금조달 방안의 마련이 필요함.

■ 건설기업의 총자산에서 이익잉여금이 차지하는 비중이 타 산업 대비 낮은 수준이므로, 외부자금 조달에 대한 고려 및 여건 분석이 필요함.

- 건설기업의 총자산에서 이익잉여금이 차지하는 비중은 2009년 18.86%였으나 2012년 8.84%까지 하락한 이후, 2015년에는 18.23%까지 상승함(〈그림 2〉 참조).
- 건설기업의 총자산에서 이익잉여금이 차지하는 비중이 3년 연속 상승하여 2015년 18.23%에 이르렀음에도 불구하고, 여전히 이는 전 산업(22.75%)과 제조업(36.65%)의 비중에 비하여 낮은 수준임(〈표 3〉 참조).

1) 가령, 정부가 내수경기 활성화 정책의 일환으로 건설투자 확대와 확장적 통화정책(금리 조정 등) 등을 시행한다면, 건설기업의 수익성과 성장성이 개선되고 자금조달 여건이 개선될 수 있음. 반면, 경기 축소 시에는 경영 활동이 전반적으로 위축됨과 동시에 높은 외부자금 조달 비용을 부담해야 하므로 경영 위험이 커질 우려가 있음. 이와 같이 정부의 정책적 방향성에 따라 건설기업 경영 활동의 불확실성이 커질 수 있음.

〈그림 2〉 건설기업 이익잉여금 비중 및 금액 추이



자료 : 한국은행 기업경영분석.

〈표 3〉 건설업 자본조달 구조와 여타 산업 간 비교(2015년 기준)

(단위 : %)

구분	전 산업	제조업	건설업
유동부채	31.40	30.33	38.42
매입채무	6.60	7.82	9.09
단기차입금	9.36	9.79	8.91
유동성 장기부채	3.80	2.87	4.04
기타 유동부채	11.64	9.85	16.38
비유동부채	24.83	15.77	20.72
회사채	7.51	3.60	2.43
장기차입금	10.81	8.47	10.90
기타 비유동부채	6.52	3.70	7.40
자본	43.76	53.90	40.86
자본금	11.66	6.70	14.14
자본잉여금	9.27	11.02	7.82
자본조정	-1.46	-2.18	-0.25
기타 포괄손익누계액	1.54	1.72	0.93
이익잉여금	22.75	36.65	18.23

자료 : 한국은행 기업경영분석.

#### ■ 건설기업의 외부적 경로를 통한 자금조달 비중이 증가함.

- 건설산업 자금조달 구조 동향 분석에 따르면 2007년 상반기 29.4%였던 국내 건설기업의 외부자금 조달 비중은 2008년 41.4%로 증가한 이후, 2013년에는 평균 51.5% 수준(금융기관 차입 : 41.5%, 회사채 발행 : 5.8%, 공모/증자/출자 : 2.5%, 사채 : 1.7%)으로 상승하였음.<sup>2)</sup>
- 이러한 변화는 건설기업의 외부자금 조달 여건을 사전에 파악하고 이를 효율화하기 위한 경영 전략 도출의 중요성이 증가하였음을 의미함.

### 3. 건설업 외부자금 조달 여건 점검의 의미

#### ■ 주식가격, 회사채 프리미엄 등의 자본시장 지수들은 일종의 선행지표로서 기업의 미래 경영 성과, 성장 기회, 효율성 등을 사전에 판단할 수 있는 중요한 정보를 제공함.

- 전통적 재무이론의 기반인 효율적 시장 가설(efficient market hypothesis)에 따르면, 모든 기업의 내부 정보는 자본시장 가격에 반영되는 것으로 알려져 있음.
- 회계 정보에 기초한 재무지표를 바탕으로 경영 여건을 판단할 경우 과거 자료만을 근거로 한다는 제한적 측면이 있는 반면, 자본시장 지수를 활용할 경우 자본시장 참여자의 요구와 기대를 반영한 미래 지향적인(forward looking) 정보도 동시에 고려할 수 있음.
- 회계 정보의 경우 생산과 확산에 있어 일정 수준의 시차(time lag)를 갖는 반면, 시장 지수의 경우 가격과 거래량 변화에 대한 정보를 즉각적으로 확보할 수 있으므로 활용성이 우수함.

#### ■ 본고에서는 다양한 자본시장 지수를 바탕으로 건설업 외부자금 조달 여건을 점검하고, 미래 경영 활동에 대한 시사점을 도출하고자 함.

- 건설업 자본시장 지수의 크기, 움직임 등을 시장 전체 또는 여타 산업과 비교함으로써 현재 건설기업의 외부자금 조달 여건을 파악함.
- 다양한 자본시장 지수의 의미를 바탕으로 향후 건설기업이 효율적인 경영 활동과 외부자금 조달 계획을 세우기 위하여 주목해야 하는 항목들을 제시함.

2) 빈재익(2013), “국내 건설기업의 자금조달 구조 분석 및 시사점”, 한국건설산업연구원.



## Ⅱ 건설업 주식시장 자금조달 여건

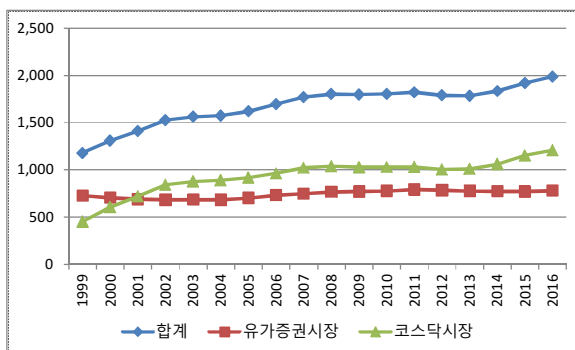
### 1. 국내 주식시장 규모와 건설업의 비중

■ 국내 주식시장은 상장 기업 수와 시가총액 면에서 모두 성장하는 추세를 보임.

- 과거 IMF 경제위기 이후를 기점으로 국내 주식시장의 상장 기업 수는 1999년 1,178개에서 2016년 1,987개로 큰 폭으로 증가하였으며, 시가총액은 동 기간 동안 약 236.9% 가량 증가함(〈그림 3〉, 〈그림 4〉 참조).
- 코스닥시장으로의 꾸준한 기업 진입으로 인해 상장 기업 수의 증가세가 나타나고 있으며, 시가총액의 증가는 유가증권시장 상장 기업의 성장세에 기인한 것으로 판단됨.
- 시가총액의 증가는 주식시장이 자본시장에서 차지하는 비중이 상승하고, 자연히 국가 경제 전체에서도 그 영향력이 커짐을 의미함. 따라서 이에 대한 모니터링을 강화할 필요성이 높음.

〈그림 3〉 국내 주식시장 상장 기업 수 추이

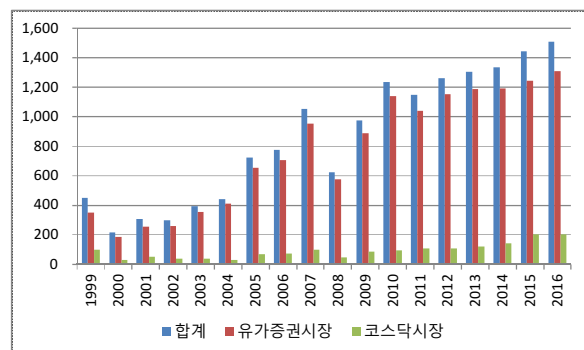
(단위 : 개)



자료 : e나라지표/한국거래소.

〈그림 4〉 국내 주식시장 시가총액 추이

(단위 : 조 원)



자료 : e나라지표/한국거래소.

■ KOSPI 유가증권시장과 KOSDAQ 시장<sup>3)4)</sup>의 상장 주식 수에서 건설업이 차지하는 비중은 2016년을 기준으로 각각 약 3.74%와 3.24%임(〈표 4〉 참조).

- KOSPI 유가증권시장 상장 주식 수에서 건설업이 차지하는 비중은 2009년 이후 상승하다가 2014

3) KOSPI 유가증권시장의 경우 비교적 규모가 큰 대기업이나 중견기업이 상장되어 있으며, KOSDAQ 시장의 경우 규모가 상대적으로 작은 중·소기업이 상장되어 있음. 이는 한국거래소가 규정하는 상장 요건이 KOSPI 유가증권시장의 경우 자기 자본 300억원 이상, KOSDAQ 시장의 경우 일반기업은 자기자본 30억원, 벤처기업은 15억원, 기술성장기업은 10억원 이상으로 명시하고 있기 때문임. KOSDAQ 시장은 2000년대 초 기술 집약적 벤처(venture) 기업의 자금조달 용이성을 개선할 목적으로 설립되었음.

4) 한편, 2013년 7월에는 초기 중소기업과 벤처기업의 원활한 자금조달을 위하여 새로운 시장인 KONEX(Korea New Exchange)가 개장되었음.

년부터는 비교적 큰 폭으로 감소하였음.

- KOSDAQ 시장 건설기업 상장 주식 수의 비중은 지속적으로 상승하는 추세이며, 이는 중·소 규모의 건설업체가 직접금융 수단으로 기업공개 및 유상증자에 활발히 나서고 있음을 의미함.

〈표 4〉 건설업 상장 주식 수 및 비중

(단위 : 백만 주, %)

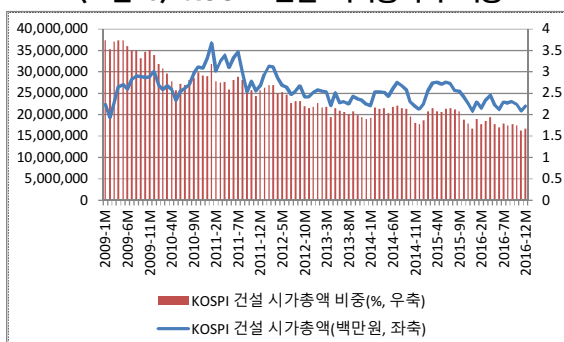
구분	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
KOSPI	31,278	33,569	35,403	35,823	35,217	36,143	38,278	41,032
KOSPI 건설	1,564	1,945	2,112	2,004	1,850	1,321	1,599	1,533
비중	5.00	5.80	5.97	5.59	5.25	3.66	4.18	3.74
KOSDAQ	23,421	22,806	21,440	21,012	21,335	22,787	24,913	28,891
KOSDAQ 건설	438	454	500	667	688	773	874	936
비중	1.87	1.99	2.33	3.17	3.22	3.39	3.51	3.24

자료 : 한국거래소.

■ KOSPI 시장의 건설업 시가총액과 비중은 점진적으로 하락하는 추세인데, 이는 상장 주식 수와 주시가격 하락에 기인한 것임(〈그림 5〉 참조).

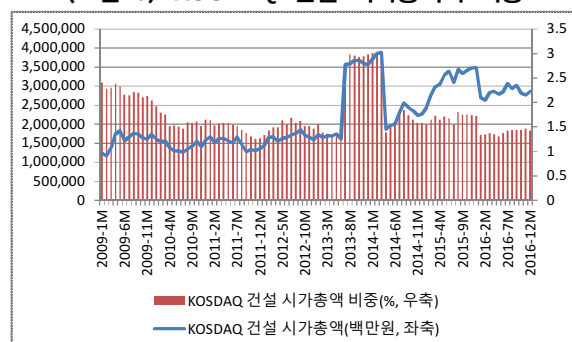
- KOSPI 건설업 시가총액은 2009년 약 30조원에서 2016년 약 22조원으로 감소세를 보임.
- KOSPI 유가증권시장의 건설기업 상장 주식 비중은 2010년 상승세를 보였으나 2011년부터 전반적으로 감소하는 추세임.
- 이와 달리 KOSDAQ 건설업 시가총액은 2013년 큰 폭으로 증가하였다가 2014년에 다시 하락한 이후 2016년에는 완만한 상승 추이가 관찰됨(〈그림 6〉 참조).
- KOSPI 시장에 상장된 대형 건설기업의 경영 활동 여건이 KOSDAQ 시장에 상장된 중·소형 건설기업의 여건에 비해 악화될 가능성이 높은 것으로 주식시장 참여자들이 판단하고 있음을 의미함.

〈그림 5〉 KOSPI 건설 시가총액과 비중



자료 : 한국거래소.

〈그림 6〉 KOSDAQ 건설 시가총액과 비중



자료 : 한국거래소.

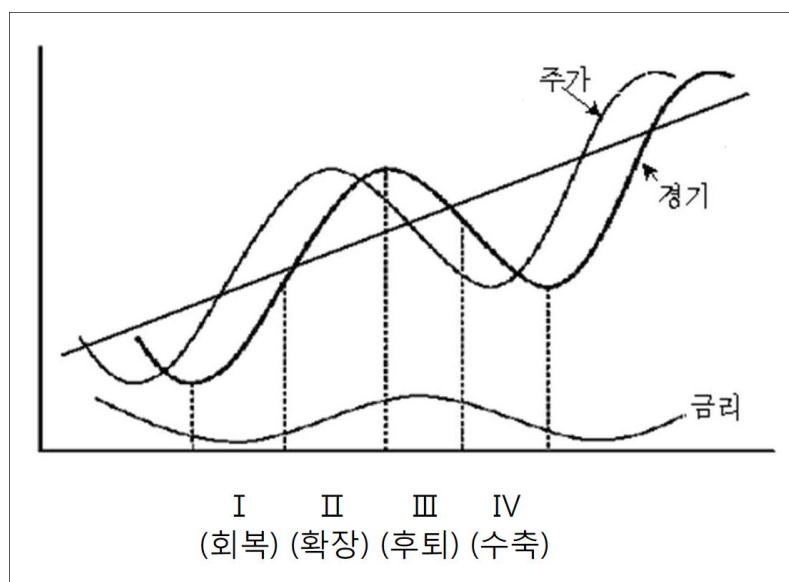
## 2. 주가지수 변화 추이와 수익률

### (1) 주가지수 변화 추이

■ 주식시장 가격지수는 기업의 미래 현금흐름 창출 능력, 성장 가능성, 위험 등을 바탕으로 형성된 투자자들의 요구 수익률을 반영함으로써, 기업의 자금조달 여건뿐만 아니라 경영 활동의 불확실성에 대한 시장 참여자들의 평가 수준에 대한 정보도 제공한다.

- 주가지수(stock price index)는 개별 종목에 따라 변동하는 주식시장 전체 주가의 움직임을 종합적으로 파악하기 위해 작성하는 지수임.
- 회사채, 금융기관 대출 등의 금융 수단은 자금 수요자와 공급자 간의 개별적 거래(private negotiation)를 통해 성립될 뿐만 아니라 종류도 매우 다양하므로 그 가치를 판단하기가 쉽지 않음.
- 이에 반해 주가지수는 모든 자본시장 참여자가 일관되게 관찰 가능하며, 실제 거래에도 적용되는 명시적인 1개의 시장 가격을 통하여 산출되므로 투자자의 기대를 한눈에 파악하기가 용이하다는 장점을 가짐.
- 이론적으로 주가지수는 <그림 7>에서 나타난 바와 같이 경기 변동을 선행하는 특성을 갖는 것으로 알려져 있는데, 이러한 특성으로 인해 정부나 금융당국 등은 동 지수를 주기적으로 분석하여 향후 정책적 방향성 모색의 기초 자료로 활용하고 있음.

〈그림 7〉 주가지수 변화와 경기 변동

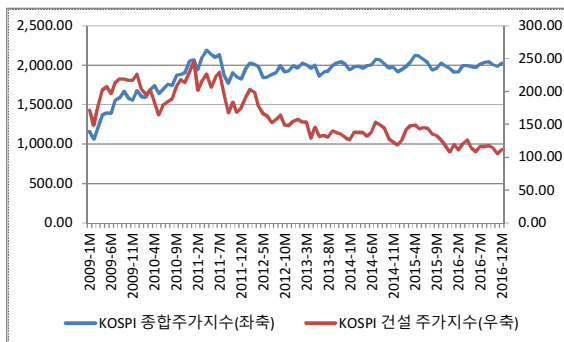


자료 : 한국은행(2014), “최근 주식시장 동향 및 주요 이슈”.

- 주가지수는 상장된 기업의 가격을 시가총액(market capitalization)으로 가중 평균한 값으로 산출되며, 각 시장 내 업종별 별도의 가격지수가 구축되어 제공됨.
  - 건설업종에 관련된 지수는 KOSPI 건설지수와 KOSDAQ 건설지수가 대표적임.
- 시장지수(종합주가지수)는 큰 변화 없이 다소 정체되어 있는 반면, 건설업 주가지수의 경우 점진적으로 하락하는 추이가 관찰됨(〈그림 8〉, 〈그림 9〉 참조).
  - KOSPI 종합주가지수는 2009년 글로벌 금융위기 이후 다소 상승하였다가 2011년 이후에는 2,000 선 전후로 정체되어 있는 상태이며, KOSDAQ 지수는 2015년 들어 상승하였다가 다시 하락하는 추이가 관찰됨.
  - 반면, KOSPI 건설 지수는 눈에 띄는 하락세를 보이고 있으며, KOSDAQ 건설 지수는 종합주가지수를 하회하다가 2015년 상승한 이후 다시 하락함.
  - 건설 지수들의 이러한 움직임은 국내 건설경기기의 하락 우려가 주식시장 참여자들의 기대에 반영된 결과로 이해될 수 있으며, SOC 투자 감소와 부동산 과잉 공급 우려 등은 시장 상황을 더욱 악화시키는 요인으로 작용됨.

〈그림 8〉 KOSPI 종합주가지수와  
KOSPI 건설 주가지수

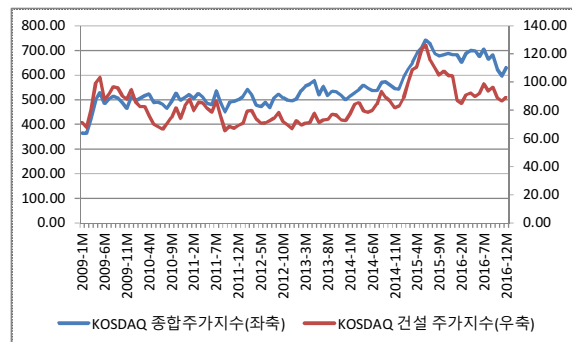
(단위 : 포인트)



자료 : 한국거래소.

〈그림 9〉 KOSDAQ 종합주가지수와  
KOSDAQ 건설 주가지수

(단위 : 포인트)



자료 : 한국거래소.

## (2) 주식 수익률

- 상장 건설기업의 주식 수익률(월평균 연간 주식수익률)은 시장지수의 수익률뿐만 아니라 여타 산업의 수익률에 비해서도 상대적으로 낮은 수준임(〈표 5〉 참조).
  - 2009년부터 2016년까지 8년의 기간 동안 건설업의 평균 주식수익률이 시장 수익률에 비해 낮은 수준임. 이에 반해 제조업과 서비스업 상장 기업은 시장 초과 주식수익률을 보임.

- 건설기업이 시장지수 및 여타 산업에 비해 평균적으로 낮은 주식 수익률을 보이는 것은 건설기업 경영 여건의 변동성 및 불확실성을 확대시키는 다양한 대내·외적 요인으로 인해 주식시장 참여자의 투자 매력이 상대적으로 낮기 때문인 것으로 해석됨.

〈표 5〉 주식시장 업종별 주식수익률 추이

(단위 : %)

구분	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	평균
KOSPI	3.65	1.75	-0.80	0.82	0.10	-0.38	0.23	0.29	0.71
KOSPI 건설	3.03	0.35	-1.67	-0.84	-1.22	-0.57	-0.63	0.50	-0.13
KOSPI 제조	4.37	2.22	-0.21	1.02	-0.18	-0.65	0.37	0.88	0.98
KOSPI 서비스	3.53	2.30	-0.74	0.84	0.77	-0.07	1.24	-1.01	0.86
KOSDAQ	4.01	0.04	0.00	0.04	0.18	0.73	2.00	-0.54	0.81
KOSDAQ 건설	2.66	-0.84	-1.20	-0.13	0.80	1.28	2.15	-1.07	0.46
KOSDAQ 제조	3.27	0.83	0.84	-0.32	0.08	0.77	3.21	-0.03	1.08
KOSDAQ IT종합	5.43	-0.11	-0.53	0.08	0.10	0.50	0.84	-0.56	0.72

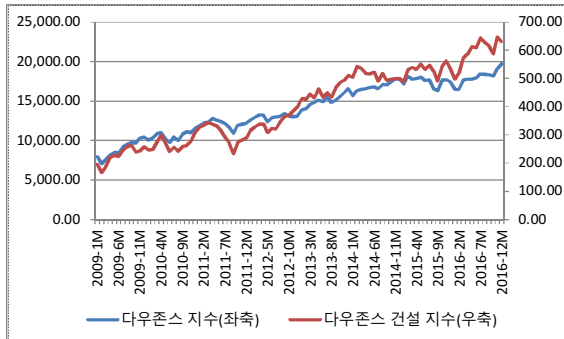
자료 : 한국거래소.

### (3) 미국과 일본의 주가지수와 수익률

- 미국과 일본의 대표적 시장 주가지수로서 다우존스(dow jones)지수와 니케이(nikkei) 225지수는 2009년 이후 상승 추이에 있으며, 건설업 시장지수 역시 이와 유사한 추이를 보임(〈그림 10〉, 〈그림 11〉 참조).

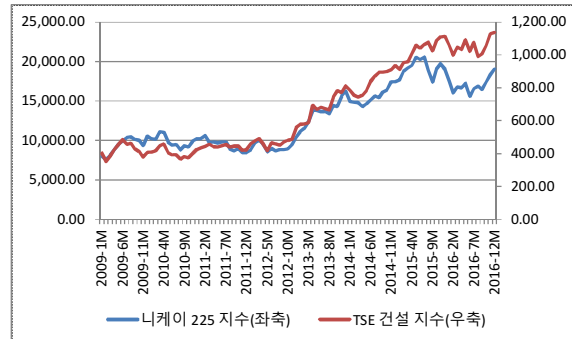
- 다우존스 산업지수는 2009년 초 8,000포인트에서 2016년 말 19,763포인트로 2배 이상 증가했으며, 다우존스 건설지수는 동 기간 동안 3배 이상(2009년 초 : 197 → 2016년 말 : 631) 상승함.
- 이러한 행태는 미국의 경제 여건 개선을 건설산업이 주도하고 있음을 시사함. 최근 트럼프 정부가 들어서면서 SOC 투자 확대에 대한 기대감으로 다우존스 건설지수가 더욱 상승한 것으로 판단됨.
- 니케이255지수 역시 이와 유사하게 2009년 초 7,994포인트에서 2016년 말에는 19,114포인트로 증가하였으며, TSE(tokyo stock exchange) 건설 지수도 동 기간 동안 2.8배 이상(2009년 초 : 404 → 2016년 말 : 1,138) 상승하는 추이를 보임.
- 일본의 경우도 아베노믹스의 일환으로 건설 투자가 확대되자 이에 따라 경기 회복이 진행된 것으로 유추할 수 있음.

〈그림 10〉 미국의 시장 주가지수와 건설 주가지수  
(단위 : 포인트)



자료 : NAVER 증권.

〈그림 11〉 일본의 시장 주가지수와 건설 주가지수  
(단위 : 포인트)



자료 : NAVER 증권.

■ 미국과 일본의 건설업 주가지수 수익률은 평균적으로 시장 주가지수의 수익률을 초과함(〈표 6〉 참조).

- 2009년부터 2016년까지 다우존스 건설지수의 평균 수익률은 동 기간 동안의 평균 시장수익률인 0.93%를 약 0.3% 가량 상회하는 1.26%임.
- TSE 건설지수 역시 2009년부터 2016년까지 평균 주식수익률이 1.14%로 동 기간의 평균 시장수익률보다 높음.

〈표 6〉 미국과 일본의 시장 수익률 및 건설업 주식 수익률 비교

(단위 : %)

구분		2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	평균
미국	다우존스지수	1.64	0.99	0.53	0.62	2.01	0.63	-0.12	1.10	0.93
	다우존스 건설지수	1.41	1.79	-0.29	2.86	2.19	-0.13	0.70	1.53	1.26
일본	니케이255지수	1.69	-0.07	-1.49	1.91	3.91	0.65	0.86	0.20	0.96
	TSE 건설지수	-0.35	0.49	-0.01	2.57	3.33	1.24	1.52	0.31	1.14

자료 : NAVER 증권.

■ 미국과 일본의 건설업 주식 수익률은 시장 수익률에 비해 높은 데 반해, 우리나라의 건설업 주식 수익률은 시장 수익률에 비해 낮음.

- 우리나라 건설업 주가지수는 시장 주가지수에 비해 하락하고 있는 추세이나, 미국과 일본의 경우 건설업 주가지수가 지속적인 상승세를 그리며 시장 주가지수를 끌어당기는 역할을 수행함.

### 3. 주가지수 변동성과 시장베타

#### (1) 주가지수 변동성

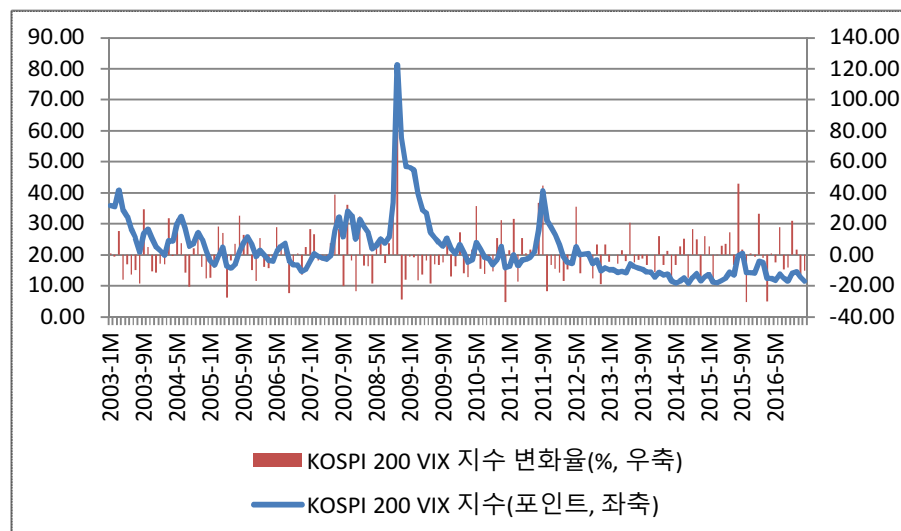
■ 주가지수는 그 절대적 수준뿐만 아니라 변동성이 매우 중요한 정보를 제공하는데, 이론적으로 변동성의 확대는 자본시장 참여자들이 기업의 경영 활동에 높은 불확실성이 내재하는 것으로 판단한다는 것을 의미함.

- 주식시장 지수의 변동성이 위험을 계측할 수 있는 수단으로 활용될 수 있다면, 기업은 사전에 관련 정보를 파악하여 경영 활동의 위기 신호를 인식할 수 있으며, 위험을 반영하는 적절한 보상 수준을 결정하여 안정적인 외부자금 조달을 수행할 수 있음.

■ 국내 주가지수는 글로벌 금융위기 전후에 높은 변동성을 보인 이후 비교적 안정화됨 (〈그림 12〉 참조).

- 국내 주식시장 전반의 변동성을 계측하는 지표로서 KOSPI VIX(volatility) 지수는 글로벌 금융위기 전후로 크게 확대되고 있는 것으로 관찰됨. 주가지수의 변동성 확대가 일종의 위기 경보로서 작동될 수 있는 것을 보여줌.

〈그림 12〉 KOSPI VIX(변동성) 지수 추이



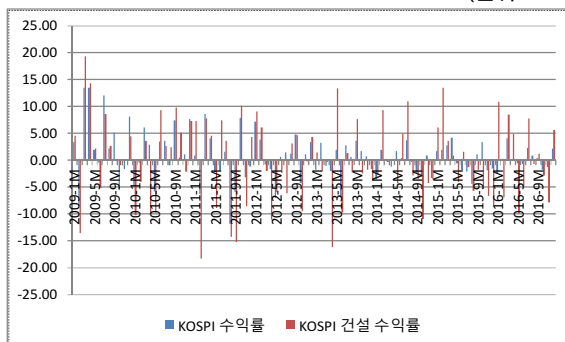
자료 : 한국거래소.

■ 건설업 주가지수의 등락폭은 대체적으로 시장지수 진폭에 비해 큰 것으로 확인되고 있음. 이는 거시 경제적 요인의 변화, 대내·외 여건의 불확실성 증가 등에 기인한 경기

변동성에 대한 민감도가 상대적으로 높기 때문으로 이해될 수 있음(〈그림 13〉, 〈그림 14〉 참조).

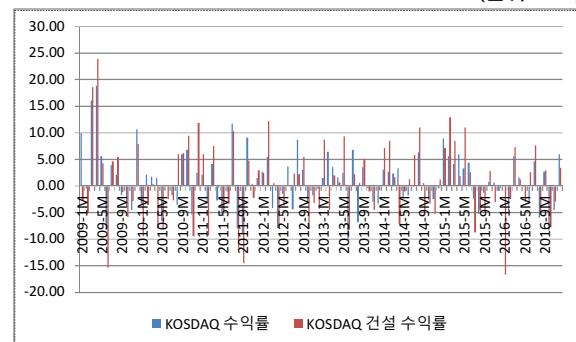
- 건설산업은 내수 산업으로 국가 경제의 침체 가능성에 대한 시장 전반의 불안 심리에 큰 영향을 받으며, 정부의 정책적 방향성에 따라 경영 활동의 불안정성이 커지는 특성을 보임.
- 건설업 주시가격 하락이나 변동성 확대는 금리 조정, 부동산 관련 정책의 변동, 내수 시장 침체에 따른 소비심리 위축 등과 같은 외부적 요인의 불확실성 확대에 기인하였을 가능성이 큼.

〈그림 13〉 KOSPI 건설 주가지수 추이와 등락폭  
(단위 : %)



자료 : 한국거래소.

〈그림 14〉 KOSDAQ 건설 주가지수 추이와 등락폭  
(단위 : %)



자료 : 한국거래소.

#### ■ 건설업 주가지수의 변동성은 타 산업에 비해서도 높은 수준임(〈표 7〉 참조).

- 과거 3년 월말 주가지수의 표준편차로 계산된 KOSPI 시장 업종별 주가지수의 변동성은 건설업 0.21, 제조업 0.10, 서비스업 0.11 수준으로 건설업이 가장 높은 수치를 보임.
- 과거 1년 일별 주가지수의 표준편차로 계산된 KOSPI 시장 업종별 주가지수의 변동성 역시 건설업 약 0.25, 제조업 약 0.14, 서비스업 약 0.15로 건설업이 가장 높음.
- KOSDAQ 시장 내 업종별 주가지수의 변동성 역시 건설업이 가장 높은 수치를 보임.

〈표 7〉 주식시장 업종별 주가지수 변동성 비교(2016년 말 기준)

구분	KOSPI			KOSDAQ		
	건설	제조	서비스	건설	제조	IT 종합
과거 3년 월별 주가지수 변동성	0.21	0.10	0.11	0.22	0.17	0.12
과거 1년 일별 주가지수 변동성	0.25	0.14	0.15	0.41	0.20	0.18

자료 : 한국거래소 자료를 바탕으로 재가공.



## (2) 시장베타

■ 주식가격에 기초한 위험을 평가하기 위한 지표로서 주가지수 변동성과 더불어 외생적 충격에 대한 민감도를 의미하는 시장베타(beta)가 활용됨.

- 업종별 시장베타는 시장 수익률의 변동에 대한 업종별 주식 수익률 변동의 민감도로 측정함.
- 예를 들어, 건설업 시장베타가 1이라면, 외생적 충격에 의해 전체 시장의 주식 수익률이 변동한 것과 동일한 수준으로 건설업 주식 수익률이 변동했다는 것을 의미함. 건설업 시장베타가 1보다 높을 경우에는 건설기업 주식 수익률이 외생적 충격에 더 민감하게 반응하여 전체 시장의 주식 수익률보다 더 큰 변동 폭을 보였다는 것을 의미함. 반대로 1보다 낮을 경우에는 전체 시장의 주식 수익률보다 덜 민감한 변동 폭을 보였다는 것을 의미함.

■ 주식시장 업종별 시장 베타는 건설업이 다른 산업에 비하여 비교적 높은 수준임(〈표 8〉 참조).

- 과거 3년 월별 주식 수익률을 바탕으로 측정된 KOSPI 시장 업종별 시장베타는 건설업 약 1.38, 제조업 약 1.16, 서비스업 약 0.67 수준으로 건설업이 가장 높은 수치를 보임.
- 과거 1년 일별 주식 수익률을 바탕으로 측정된 KOSPI 시장 업종별 시장베타 역시 건설업이 1.31로 제조업 1.09, 서비스업 0.94에 비해 높은 수치를 나타냄.
- 건설업의 높은 시장베타는 건설업 주식 수익률이 외생적 충격에 반응하는 정도가 시장 전체의 주식 수익률이나 타 산업의 주식 수익률이 반응하는 정도에 비해 크다는 것을 의미함.

〈표 8〉 주식시장 업종별 시장베타 비교(2016년 말 기준)

구분	KOSPI			KOSDAQ		
	건설	제조	서비스	건설	제조	IT 종합
과거 3년 월별 주식 수익률로 측정한 시장베타	1.38	1.16	0.67	1.04	1.17	0.79
과거 1년 일별 주식 수익률로 측정한 시장베타	1.31	1.09	0.94	0.69	1.08	0.94

자료 : 한국거래소 자료를 바탕으로 재가공.

■ 건설업의 높은 시장베타는 정부의 정책 변화 및 경기 변동에 민감한 건설산업의 특성을 반영하는 결과로 해석됨.

- 건설업 주식 수익률의 변동성이 크다는 것은 건설업 주식 투자에 높은 불확실성과 위험이 내재되어 있다는 것을 의미함.

■ 건설산업은 타 산업에 비하여 외생적 충격에 민감하게 반응하므로, 건설업과 관련한 정책 수행시 신중하고 조심스러운 접근이 요구됨.

- 건설산업은 타 산업에 비해 정부의 정책 변화 등 외부적 환경 변화에 큰 영향을 받으므로, 건설산업 내 불확실성과 위험을 경감시키기 위해서는 신중한 정책 수행 등이 필요함.

#### 4. 주식시장 거래량과 거래 대금

■ 주식시장의 거래량(또는 거래 대금)은 가격 지수와 맞물려 투자자들의 expectations을 반영하는 정보를 제공함과 동시에 해당 기업 주식의 수요를 계측하는 데 활용됨.

- 거래량은 투자자들의 해당 기업 주식에 대한 선호도를 판단하기 위한 지표로 활용될 수 있으며, 통상 주가지수의 변화를 선행하는 특성을 가짐.
- 거래량이 증가한다는 것은 주가지수가 상승 추세에 있다는 것을 신호하므로, 양자 간에는 정(+)의 상관관계가 성립함.

■ KOSPI 유가증권시장의 연간 주식 거래량은 1,000억 주 내외로 유지되는 반면, 건설업 주식 거래량의 경우 전반적으로 하락하는 추세임(〈표 9〉 참조).

〈표 9〉 주식시장 업종별 거래량 및 거래 대금 추이 비교

(단위 : 거래량=억 주, 거래 대금=조 원)

구분		2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
KOSPI	거래량	1,229	956	877	1,206	811	681	1,129	927
	거래대금	1,466	1,411	1,702	1,196	986	976	1,327	1,113
KOSPI 건설	거래량	63	34	68	22	22	20	25	17
	거래대금	79	51	61	32	33	33	40	28
KOSPI 제조	거래량	726	636	552	848	475	376	751	539
	거래대금	884	888	1,128	803	616	561	770	692
KOSPI 서비스	거래량	64	64	62	71	51	61	62	71
	거래대금	96	112	166	123	116	147	196	144
KOSDAQ	거래량	1,968	1,614	1,348	1,465	976	869	1,499	1,708
	거래대금	531	483	558	528	450	483	874	835
KOSDAQ 건설	거래량	37	15	31	53	29	30	94	72
	거래대금	13	5	6	7	5	6	13	10
KOSDAQ 제조	거래량	573	434	544	542	347	276	473	606
	거래대금	186	163	230	183	161	144	340	361
KOSDAQ IT종합	거래량	831	760	487	589	401	363	605	698
	거래대금	245	257	238	252	218	243	348	324

자료 : 한국거래소.

- KOSPI 제조, 서비스 업종의 주식 거래량은 시장 전체의 거래량과 유사한 추이를 보이는 반면, 건설업만 하락세를 나타냄. 이는 투자자의 투자 포트폴리오 선정에 있어 건설업 주식에 대한 선호도가 감소하고 있음을 의미함.
- 반면, KOSDAQ 시장의 주식 거래량은 2015년 급증하였으며, 건설업 주식 거래량의 경우에도 이와 유사한 행태를 보임.
- KOSDAQ 제조, IT종합 업종의 주식 거래량도 대체로 시장의 전체적 흐름과 동일한 추세를 보임.

#### ■ 거래 대금의 경우에도 거래량과 유사한 추이를 나타냄.

- 2016년 기준으로 KOSPI 유가증권시장의 연간 주식 거래 대금은 약 1,113조원인 데 비하여 건설업의 경우 약 28조원에 불과해 투자 규모 면에서도 건설기업 주식에 대한 선호도가 낮은 것을 확인할 수 있음.

## 5. 주식시장 내 가치평가 수준과 배당 성향

### (1) 가치평가 수준

#### ■ PBR(price-to-book ratio)은 주식시장 내 해당 기업 주식의 평가 수준을 가늠할 수 있는 지표로, 기업이 보유한 자산 대비 투자자들이 평가하는 기업 내재 가치의 수준을 의미함.

- PBR은 해당 기업의 주가를 1주당 순자산(자본금, 자본잉여금과 이익잉여금의 합계)으로 나눈 값으로 계산되며, 기업이 보유한 장부상 자기자본이 주식시장에서 몇 배로 평가되고 있는지를 의미함.
- PBR이 높다는 것은 기업의 보유 자산에 비하여 주식 가격이 상대적으로 높게 평가되고 있다는 것을 말하며, 투자자들이 해당 기업의 성장 가능성과 미래의 현금흐름 창출 능력을 높게 평가한다는 것을 의미함.

#### ■ KOSPI 유가증권시장 주가지수와 KOSPI 건설업 주가지수의 PBR은 2009년부터 2015년까지 감소하는 추세임(〈표 10〉 참조).

- KOSPI 유가증권시장 주가지수의 PBR은 2009년 1.23이었으나, 2015년 0.96를 기록함.
- KOSPI 건설업 주가지수의 PBR은 2009년 1.24에서 2015년 0.79까지 하락함.

〈표 10〉 주식시장 업종별 PBR 비교

구분	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
KOSPI	1.23	1.26	1.07	1.10	1.06	0.98	0.96
KOSPI 건설	1.24	1.22	1.01	0.99	0.89	0.86	0.79
KOSPI 제조	1.39	1.46	1.28	1.32	1.18	1.04	1.02
KOSPI 서비스	1.47	1.49	1.21	1.28	1.37	1.50	1.66
KOSDAQ	1.50	1.45	1.46	1.45	1.49	1.58	2.00
KOSDAQ 건설	0.85	0.69	0.61	0.75	2.44	1.06	1.45
KOSDAQ 제조	1.38	1.40	1.48	1.38	1.35	1.42	2.13
KOSDAQ IT종합	1.74	1.73	1.61	1.55	1.54	1.68	1.84

자료 : 한국거래소 자료를 바탕으로 재가공.

#### ■ 여타 산업과 비교하였을 때, 건설업 주가지수의 저평가 현상이 두드러짐.

- KOSPI 건설업 주가지수의 PBR은 2012년 이후에는 1 미만으로 하락하여 저평가 현상이 나타남.
- KOSPI 제조업 주가지수의 PBR은 시장의 흐름에 따라 전반적으로 감소하는 추세이나 1 이상의 값을 유지하고 있으며, KOSPI 서비스업 주가지수는 2009년 이후 일시적으로 감소하였다가 2011년 이후 점차 증가하는 추세임.
- 여타 산업들과 비교할 때 KOSPI 건설 주가지수의 저평가 현상이 눈에 띄며, 이는 중·장기적으로 오히려 건설기업 주식 투자를 통한 투자 이익의 실현 가능성이 내재된 것으로도 이해될 수 있음.

#### ■ KOSDAQ 시장의 경우 PBR이 전반적으로 상승하는 추이에 있으며, KOSDAQ 건설업 주가지수의 PBR은 2013년 크게 상승한 이후 이듬해 다소 감소하였다가 2015년에는 다시 반등하는 행태를 보임.

- KOSDAQ 주가지수의 PBR은 2012년 1.45였으나 2013년 1.49, 2014년 1.58, 그리고 2015년에는 2.00까지 상승함.
- KOSDAQ 건설업 주가지수의 PBR은 2012년 0.75에서 2013년 2.44로 급격히 상승한 이후 2014년 1.06으로 하락함. 이후 2015년에는 반등하여 1.45를 기록함.
- 다만, 이러한 행태와 수치는 여타 산업에서도 유사하게 관찰되어 KOSDAQ 시장의 여건이 전반적으로 개선된 것일 뿐, 건설업에 국한된 것은 아님을 확인할 수 있음.

## (2) 배당 성향

#### ■ 배당 성향은 투자자들에게 직접적, 단기적으로 환원되는 자금 흐름의 양을 의미함.

- 배당 수준은 당기순이익에서 배당 규모가 차지하는 비중으로 측정됨.
- 당기순이익에서 배당을 제외한 나머지는 내부 유보를 통해 재투자에 활용됨.

■ 기업은 배당 성향을 안정적으로 유지함으로써 주식 투자자의 재투자 가능성을 높이고 기업의 내재 가치를 신호할 수 있음.

- 채권 투자자와 달리 자금 투자에 대한 보상이 불확실한 주식 투자자는 배당을 지급받음으로써 보상을 실현할 수 있으며, 자연히 이들의 투자 의사결정에는 기업 또는 산업 간 배당 수준이 중요한 요소로 고려됨.
- 기업은 배당을 통해 미래에도 안정적으로 현금 흐름을 창출할 성장 동력을 보유하고 있다는 것을 신호함으로써 주식 투자자들로부터의 평가를 개선시킬 수 있음.

■ 건설산업의 배당 성향은 전체 산업 평균 및 타 산업에 비해 낮은 수준을 유지하고 있는데, 이는 건설기업이 경영 환경의 불확실성에 대비하여 잉여 자금을 배당으로 지급하기보다는 내부유보 자금으로 보유하기를 선호하기 때문인 것으로 판단됨(〈표 11〉참조).

- 2015년을 기준으로 전 산업 기준 배당 성향은 24.00임에 반해, 건설업의 경우 그 절반에도 미치지 못하는 11.67을 기록함.
- 2009년부터 2015년까지 전 기간에 걸쳐 건설업 배당 성향은 제조업에 비해 낮은 수준을 유지하고 있으며, 두 산업 간 차이는 2008년에는 약 10% 가량이었던 것이 2015년에는 약 17% 수준으로 확대됨.
- 최근 건설경기 침체에 대한 우려뿐만 아니라 외부자금 조달에 어려움을 겪고 있는 건설기업들이 재 투자를 위한 자금 원천 확보와 불확실성 증가에 대한 대비를 위해 잉여 자금을 내부 유보하고 있기 때문으로 해석됨.

〈표 11〉 건설업과 여타 산업의 배당 성향 비교

구분	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
전 산업	15.28	16.13	20.50	18.16	21.27	23.22	24.00
건설업	5.75	6.65	10.56	9.31	10.03	12.08	11.67
제조업	16.44	16.78	21.09	16.92	21.71	23.70	28.55

자료 : 한국은행, 기업경영분석.

## 6. 소결

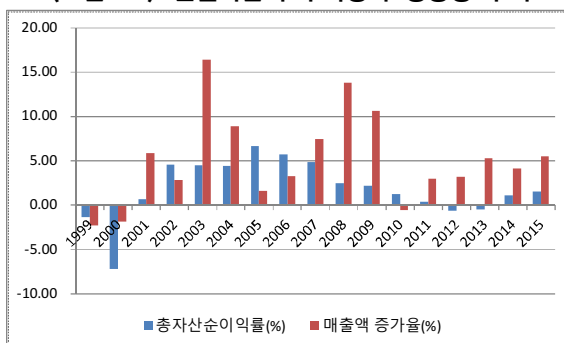
### ■ 주식시장에서의 건설기업 자금조달 여건은 어려운 상황인 것으로 파악됨.

- 건설업 주가지수의 하락, 낮은 수익률과 높은 위험(변동성), 주식 거래량과 거래 대금 하락, 주식 저평가와 낮은 배당 성향은 모두 주식시장에서 건설기업의 어려운 자금조달 여건을 반영하고 있음.

### ■ 최근 건설기업의 수익성과 성장성이 개선되고 건설 수주액도 높은 증가세를 보였음에도 불구하고 주식시장에서의 어려운 자금조달 여건이 지속됨.

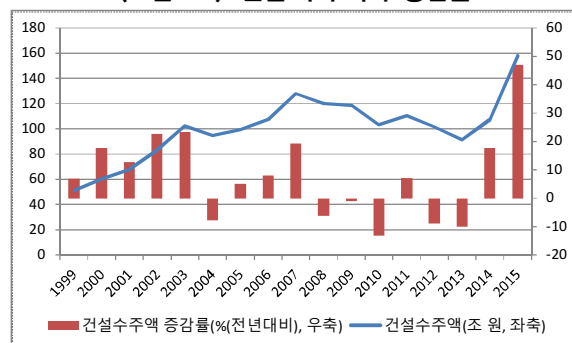
- 건설기업의 수익성 관련 재무 지표인 총자산순이익률과 성장성 관련 재무 지표인 매출액 성장률 모두 글로벌 금융위기로 악화된 이후 개선되는 추세임(〈그림 15〉 참조).
- 건설기업의 미래 현금흐름 유입 가능성에 기초하여 수익성과 성장성을 선제적으로 가늠해볼 수 있는 건설 수주액의 경우에도 2013년에는 약 91조원 규모였던 것이 2015년에는 약 158조원 규모로 증가하였음(〈그림 16〉 참조).

〈그림 15〉 건설기업의 수익성과 성장성 추이



자료 : 한국은행, 기업경영분석.

〈그림 16〉 건설 수주액과 증감률



자료 : e나라지표.

### ■ 건설업 주가 하락이나 변동성 확대는 기업 내부적 경영 성과에 기인하기보다는 외부적 요인에 대한 불확실성 증대로 인한 것으로 판단됨.

- 경기 변동에 민감하게 반응하고, 정부의 정책 등 대내외적 환경 변화에 큰 영향을 받는 건설산업의 특성상 기업의 외부자금 조달에 어려움이 가중될 수 있음.

### ■ 건설산업은 다른 산업에 비해 외생적 충격에 더욱 민감하게 반응하므로, 관련 정책을 수행함에 있어 신중하고 조심스러운 접근이 필요함.

〈표 12〉 건설업 주식시장 자금조달 여건 요약

구분	전체 시장 동향	건설업	
		동향	의미
상장 기업 수	- 전체 시장 상장 기업 수 성장세	- 코스피 건설업 주식 수 비중은 2016년 감소 - 코스닥의 경우 2009년부터 완만한 증가세	- 대규모보다는 중·소 규모의 건설업체가 기업공개 및 유상증자에 비교적 활발
시가 총액	- 코스피, 코스닥 시장 모두 꾸준한 증가세	- 코스피 건설업 시가총액과 비중은 하락세 - 코스닥의 경우 2013년 증가 이후 하락하였다가 다시 완만한 상승 추이	- 코스피 상장 기업 수와 주가의 하락으로 시가총액 역시 감소 - 주식시장 참여자들이 코스피 상장 건설기업의 경영 활동 여건이 좋지 않은 것으로 판단
주가지수	- 큰 변화 없이 정체	- 코스피, 코스닥 모두 하락세	- 국내 건설경기 하락 우려가 주식시장 참여자들의 기대에 반영된 결과
주식 수익률	- 코스피 주식수익률은 2009년부터 평균 0.71% - 코스닥의 경우 평균 0.81%	- 코스피 건설 주식수익률은 2009년부터 평균 -0.13% - 코스닥 건설 주식수익률은 평균 0.46%	- 시장지수 및 여타 비교 산업에 비해 낮은 수익률 - 다양한 대내외적 여건으로 인해 건설업 주식 투자 매력 감소
주가지수 변동성	- 글로벌 금융위기 전후 높은 변동성을 보인 이후 안정화	- 시장지수에 비해 큰 진폭	- 경기 변동, 거시 경제적 요인의 변화, 대내외적 경영 환경의 불확실성 증대 등에 민감한 건설산업의 특징 반영
시장베타	(해당 사항 없음)	- 비교적 높은 수준	- 신중하고 조심스러운 정책 수행 필요
거래량	- 코스피 주식 거래량 일정 수준 유지 - 코스닥의 경우 2015년 거래량 급증	- 코스피 건설업 주식 거래량 하락 추이 - 코스닥의 경우 시장 전체 거래량과 유사한 행태	- 주식시장 참여자들에게 건설업 주식에 대한 선호도 감소
거래 대금	- 일정한 추세 없이 등락	- 2016년 전체 시장에 비해 큰 폭으로 하락	
가치평가 수준	- 코스피 PBR은 2009년부터 감소세 - 코스닥 PBR은 2012년부터 상승세	- 코스피 건설 PBR은 2009년부터 감소세, 다른 산업에 비해 저평가 - 코스닥 건설 PBR은 등락 거듭	- 건설업 주식 저평가, 건설업 주식에 대한 선호도 감소
배당 성향	- 2012년부터 상승세	- 전 산업 평균 대비 크게 낮은 수준	- 재투자를 위한 자금 확보와 불확실성 증가에 대한 대비를 위한 잉여자금의 내부유보 현상

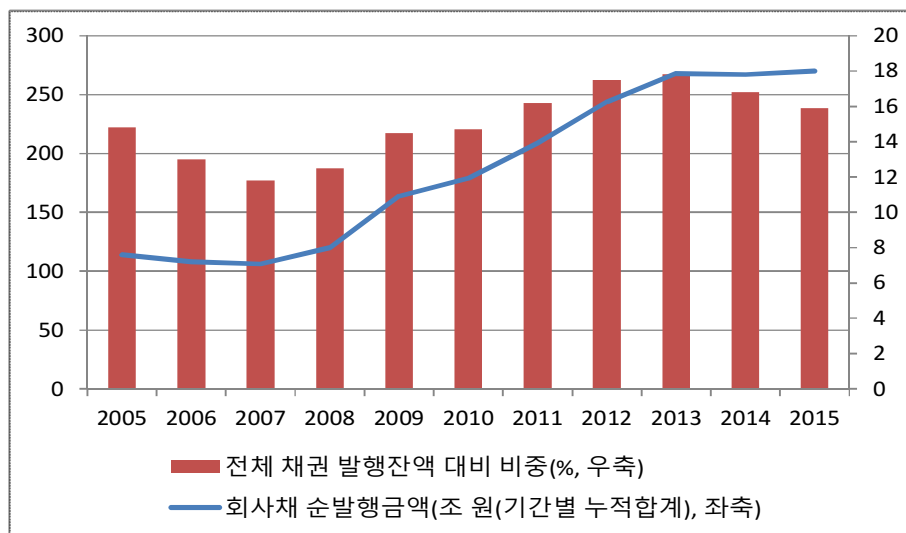
### Ⅲ 건설업 채권시장 자금조달 여건

#### 1. 국내 채권시장 규모

■ 국내 기업의 회사채 순발행 금액은 글로벌 금융위기 이후 꾸준히 증가하고 있는 추세이며, 회사채가 전체 채권시장에서 차지하는 비중은 2013년까지 성장세를 보이다가 다시 하락하고 있음(〈그림 17〉 참조).

- 회사채 순발행 금액은 2005년 약 114조원에서 2015년 약 270조원 규모로 2배 이상 증가함.
- 전체 채권시장에서 회사채의 비중은 2013년 이후 소폭 하락<sup>5)</sup>하였으나, 절대적인 규모는 채권시장의 외연 확대에 비례하여 점진적으로 확대되고 있음.

〈그림 17〉 국내 회사채 발행 추이



자료 : e나라지표.

#### 2. 채권시장 가격지수와 발행 잔액

■ 채권시장 가격지수의 변화와 규모는 기업의 재무 곤경 위험 수준에 대한 정보를 제공함.

- 채권의 경우 기업이 부도나는 상황을 제외하고는 이자와 원리금이 보장되는 성격을 가지므로, 동 금

5) 이는 상대적으로 국채, 특수채의 발행 규모가 확대되었기 때문임.



용 수단의 수익률은 기업의 지불 불능 위험(credit risk)을 반영하게 됨.

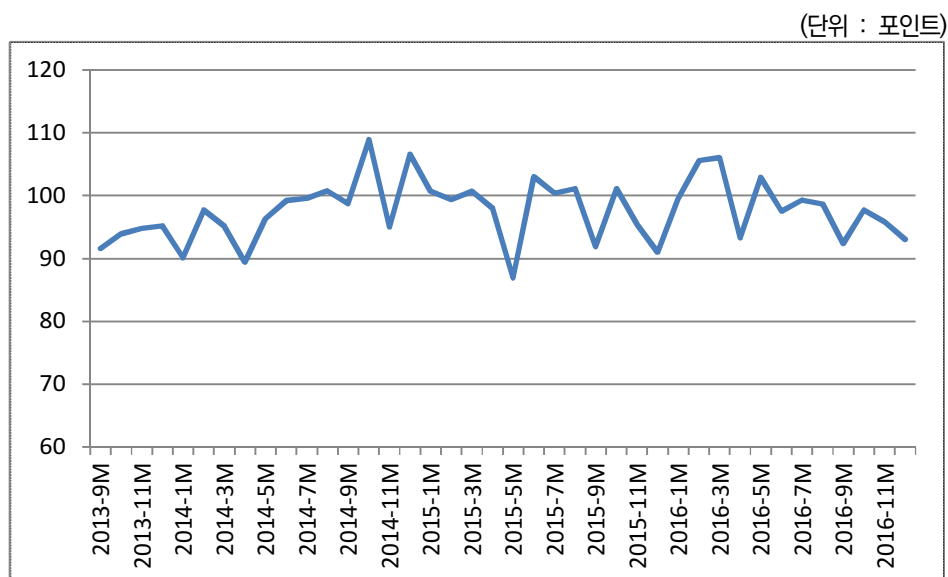
- 다만, 지불 불능 위험이 기업의 미래 수익성과 성장성 등과 같은 다양한 재무적 특징들을 종합적으로 고려하여 예측될 수 있음을 전제할 때, 채권시장 지수 역시 경영 전반의 위험에 대한 정보를 제공하는 것으로 판단할 수 있음.

■ 대표적인 채권시장 가격지수로 금융투자협회가 공표하는 채권시장 체감 지표(BMSI : bond market survey index)는 채권 보유 및 운용 관련 종사자(펀드 매니저, 브로커, 애널리스트 등)를 대상으로 매달 실시되는 설문조사를 바탕으로 작성됨.

- BMSI지수는 설문조사의 긍정적인 응답(Good) 숫자에서 부정적인 응답 숫자를 차감한 값을 전체 응답자 수로 나눈 값에 100을 곱한 후 100을 더해서 산출함.
- 동 지수가 100을 넘을 경우, 대체적으로 금리가 하락하여 채권 가격이 상승할 것으로 응답자들이 기대한다는 것을 의미함. 채권시장 심리가 양호하다는 것을 뜻함.
- 반대로 100 이하일 경우, 응답자들은 금리가 상승하여 채권 가격이 하락할 것으로 기대하며 채권시장의 심리는 위축되어 있음을 의미함.

■ BMSI지수는 2013년 9월 이후 등락을 지속하면서 불안정적인 추이를 보이고 있으며, 2016년 6월부터는 100 이하로 하락함(<그림 18> 참조).

〈그림 18〉 BMSI지수 추이



자료 : 금융투자협회.

- 과거에는 경제 활성화를 위한 정책 당국의 저금리 기조 채택, 인구의 고령화에 따른 안전 자산 선호 등에 기인하여 채권시장 가격지수의 상승에 대한 기대가 높았음.
- 그러나 국내 경제의 저금리 현상에도 불구하고, 최근 미국의 금리 인상, 가계대출 급증 등으로 인해 국내 금리 인상이 실현될 가능성이 고조되고 있어 채권시장 가격지수가 하락세로 전환된 것으로 해석됨. 금리 인상은 채권 가격의 하락을 야기함에 따라 투자 대안으로서의 채권 선호도를 하락시키는 요인으로 작용함.

■ **채권시장 동향에 대한 추가적인 지표로서 발행 잔액은 전체 산업에서 전반적으로 상승하는 추세이나, 건설업의 경우 지속적으로 감소하는 추이가 관찰되고 있음(〈표 13〉참조).**

- 저금리로 인해 자금조달이 용이해진 경제 상황과 달리 건설업 채권 발행 잔액은 2010년 말 약 13.9조원에서 2017년 1월 기준 약 7.6조원 규모로 감소함.
- 전체 채권 발행 시장에서 건설업이 차지하는 비중 역시 감소하는 추세임.

■ **부동산의 과잉 공급 우려와 건설정책 변화의 가능성 등 시장에 불확실성이 잔존한 가운데, 건설경기 악화 우려로 인하여 건설업 회사채 시장이 활기를 찾지 못하는 것으로 판단됨.**

〈표 13〉 건설업 채권 발행 잔액 및 비중 추이

(단위 : 십억 원, %)

구분	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016 <sup>주)</sup>
전체	366,061	384,460	396,244	423,712	442,139	513,056	528,660
건설업	13,900	14,207	13,981	11,742	10,246	8,895	7,643
비중	3.80	3.70	3.53	2.77	2.32	1.73	1.45

주 : 2016년 12월 자료가 제공되지 않아 2017년 1월 수치를 활용함.

자료 : 금융투자협회.

### 3. 채권시장 수익률과 스프레드

❖ 채권 수익률(yield)과 스프레드(spread)는 채권을 통한 자금조달 비용을 의미함.

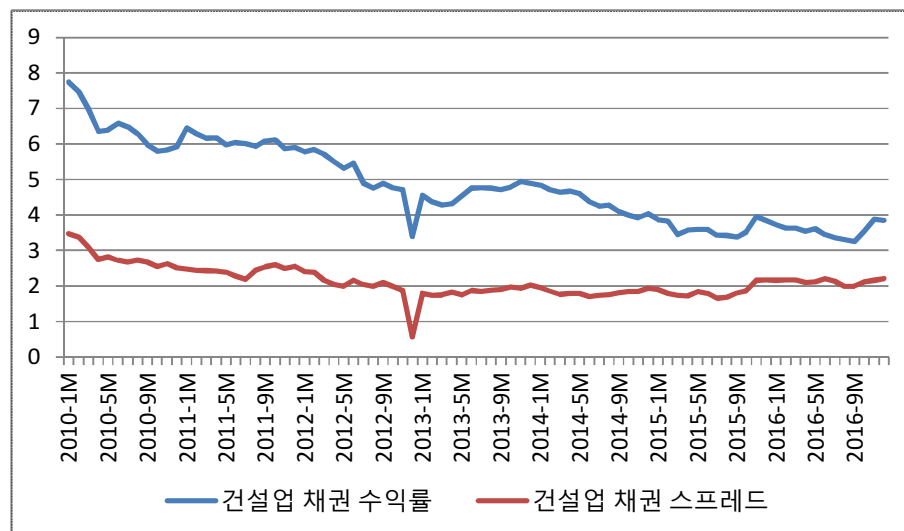
- 채권 스프레드는 무위험 수익률로 이해되는 국고채 3년물의 채권 수익률과의 괴리율을 의미함. 이는 건설업 채권의 위험 프리미엄(risk premium)을 가늠하기 위해 활용됨. 동 수치가 높다는 것은 상대적으로 경영 활동에 대한 불확실성이 높아 채권 투자자에게 더 많은 보상(reward)을 제공하고 있음을 의미함.

❖ 건설업 채권 수익률은 저금리 기조와 맞물려 점차 감소하는 추세인 반면, 건설업 채권 스프레드는 2013년부터 일정한 수준을 유지하고 있음(〈그림 19〉 참조).

- 건설업 채권 수익률은 2010년 초부터 2016년 말까지 전반적으로 감소하는 추세를 나타냄.
- 건설업 채권 스프레드는 2013년부터 약 3.5% 내외로 유지되고 있음.

〈그림 19〉 건설업 채권 수익률과 스프레드 추이

(단위 : %)



자료 : 금융투자협회.

❖ 건설업 채권 수익률과 스프레드는 여타 산업에 비해 높은 편임(〈표 14〉 참조).

- 건설업 채권 수익률과 스프레드는 2016년 말 기준으로 각각 약 3.85%와 약 2.21%임.
- 업종별로 살펴보면, 운수업의 경우 채권 수익률과 스프레드가 약 5.70%와 약 4.06%로 가장 높았으며, 정부의 규제와 보조 하에 있는 은행 및 저축기관이 약 1.83%와 약 0.19%로 가장 낮았음.

- 정부의 정책 변화와 부동산 경기 변동에 민감한 산업 고유의 특성상 건설업의 채권 수익률과 스프레드가 비교적 높게 관찰되고 있지만, 이는 역으로 건설업 채권이 채권 투자자에게 수익을 확대를 위한 좋은 투자처임을 의미하기도 함.

〈표 14〉 업종별 채권 수익률과 스프레드

(2016년 말 기준, 단위 : %)

산업	채권 수익률	채권 스프레드
음·식료품 제조업	2.22	0.58
섬유, 펄프, 종이 및 종이제품 제조업	2.63	0.99
코크스, 연탄 및 석유 정제품	2.07	0.43
화학물질 및 화학제품 제조업	2.60	0.96
고무제품 및 플라스틱제품 제조업	3.08	1.44
비금속광물 제품 제조업	3.84	2.20
제1차 금속제조업	2.13	0.49
전자부품, 컴퓨터, 영상, 음향 및 통신장비 제조업	2.16	0.52
전기장비 제조업, 기타 기계 및 장비 제조업	4.12	2.48
자동차 및 트레일러 제조업	2.13	0.49
기타 운송장비 제조업	3.50	1.86
은행 및 저축 기관	1.83	0.19
투자기관, 보험업, 기타 금융업(여신)	2.57	0.93
금융지원 서비스업(증권, 선물)	1.99	0.35
전기, 가스 및 수도사업	1.98	0.34
건설업	3.85	2.21
도매 및 소매업	2.17	0.53
운수업	5.70	4.06
정보서비스 및 출판영상업	1.98	0.34
부동산업 및 임대업	2.47	0.83
전문, 과학 및 기술 서비스업	2.18	0.54

자료 : 금융투자협회.

- 여타 산업에 비해 높은 건설업 채권 수익률과 스프레드는 채권시장에서 건설업의 자금조달 여건이 타 산업에 비하여 어려울 수 있음을 의미함.

## 4. 신용등급

■ 건설업 신용등급은 대부분 BBB 이상으로 투자 등급(investment grade)에 다수의 기업이 포함되어 있으며, 우려할 만큼 신용 위험이 높지는 않음을 확인할 수 있음(〈표 15〉 참조).

- 2017년 2월 한국기업평가가 공표한 건설업 신용등급은 총 31개의 평가 대상 기업 중 3개의 기업만이 투기 등급(investable grade)에 포함되고 나머지 약 90%의 기업은 투자 등급으로 판정받음.
- 전체 산업의 신용평가 대상 기업의 투자 등급 분포 역시 90% 수준으로, 건설업과 유사한 수치를 보여 건설기업의 신용 위험이 크지 않음이 확인됨.
- 대부분의 투자등급 채권 발행 기업이 금융/보험업에 집중되어 있다는 점을 감안할 때, 건설업은 여타 제조업에 비해 안정성을 인정받고 있음을 유추할 수 있음.

〈표 15〉 건설업 신용등급

등급	2016. 5. 10	2016. 12. 7	2017. 2. 7
AAA	3	2	2
AA	9	10	10
A	9	10	10
BBB	5	5	6
BB	3	3	3
B	0	0	0
CCC 이하	0	0	0
합계	29	30	31

자료 : 한국기업평가.

## 5. 소결

■ 채권시장을 통한 건설업의 자금조달은 감소하는 추세임.

- 건설업 채권 발행 잔액이 2011년 이후 가파른 감소세를 보이고 있고, 이에 따라 전체 채권시장에서 건설업 채권이 차지하는 비중 역시 감소하고 있음.

■ 건설기업의 신용등급은 안정적인 수준을 유지하고 있음에도 불구하고, 채권 수익률과 스프레드는 여타 산업에 비해 높음.

- 건설업 채권은 대내외적 환경 변화에 민감하게 반응하는 산업 특성으로 인해 타 산업 대비 높은 수익률과 스프레드를 보임.

■ 높은 채권 수익률과 스프레드로 인해 건설업의 채권시장에서의 자금조달 여건이 타 산업에 비해 어려울 수 있음.

- 국내 금리 인상시 채권시장에서의 자금조달 여건은 더욱 어려워질 가능성이 높음.

〈표 16〉 건설업 채권시장 자금조달 여건 요약

구분	동향	의미
가격지수	- 2013년 이후 등락 지속, 2016년 11월 이후 하락세	- 국내 금리 인상 가능성으로 인해 채권가격 하락세 예상
발행 잔액	- 건설업 채권 발행 잔액은 2011년 이후 가파른 감소세 - 전체 회사채 시장에서 건설업 채권 발행 잔액의 비중 역시 감소	- 회사채를 통한 건설업 자금조달 감소세
수익률 및 스프레드	- 수익률 감소세 - 스프레드는 일정 수준 유지 - 여타 산업에 비해 높은 수준	- 지속적인 저금리 현상으로 인해 수익률 감소 - 정부 정책 변화 및 경기 변동에 민감한 건설업의 특성으로 인해 여타 산업에 비해 수익률과 스프레드가 높은 편
신용등급	- 대부분의 건설기업이 투자 등급에 포함됨.	- 상대적으로 안정적인 신용등급 보유

## IV 건설업 간접금융시장 자금조달 여건

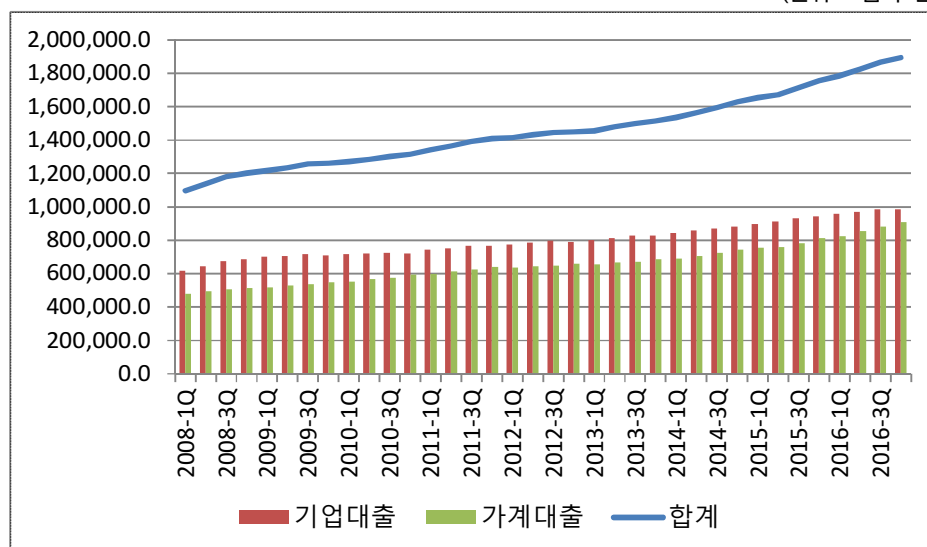
### 1. 국내 간접 금융시장 규모와 금리 동향

■ 금융기관의 전체적인 대출 규모는 국가 경제의 저금리 기조에 따라 기업대출과 가계 대출 모두 지속적으로 확대되는 추세임(〈그림 20〉 참조).

- 금융기관 대출 규모는 2016년 말 기준으로 약 1,894조원이며, 기업대출이 가계대출보다 높은 비중을 차지함.
- 2008년 1분기부터 2016년 4분기에 걸쳐 기업대출의 경우 59.6%의 상승폭을 보인 데 반해, 가계 대출의 경우 89.1% 상승함.

〈그림 20〉 국내 금융기관 차입 추이

(단위 : 십억 원)



자료 : 한국은행, 경제통계시스템.

■ 금융기관 대출을 통한 자금조달 비용을 의미하는 가중평균금리는 2008년 글로벌 금융 위기 이후 지속적으로 하락함(〈표 17〉 참조).

- 가중평균금리는 금융기관에서 취급하는 금융 상품의 금리를 금액 비중으로 가중치를 두어 평균한 금리로, 한국은행에서 발표하고 있음.
- 금융기관 차입 가중평균금리는 2008년 7.5%였으나 2016년 말 기준 약 3.35%로 하락함.

- 이러한 추이는 정부가 저성장 단계에 진입한 국내 경제를 활성화시킬 목적으로 저금리 기조를 채택한 것이 주된 요인이며, 국내 기업의 간접금융을 통한 자금조달 여건이 개선된 것을 시사함.

〈표 17〉 금융기관 차입 가중평균금리

(단위 : %)

구분	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
총대출	7.50	5.86	5.70	6.01	5.31	4.72	4.21	3.54	3.35
기업대출	7.69	6.24	6.02	6.20	5.43	4.87	4.37	3.70	3.53
대기업	7.08	5.72	5.57	5.80	5.16	4.73	4.24	3.58	3.33
중소기업	7.81	6.33	6.12	6.31	5.52	4.91	4.41	3.74	3.58
운전자금	7.79	6.37	6.14	6.34	5.56	5.00	4.52	3.91	3.78
시설자금	7.36	5.85	5.70	5.87	5.17	4.61	4.11	3.40	3.21

자료 : 한국은행, 경제통계시스템.

■ 금융기관의 차입 금리 수준은 간접금융 자금조달의 규모와 가능성을 가늠하는 주요한 척도로 활용될 수 있음.

- 영미권 국가에 비해 자본시장 발전 수준이 취약한 국내의 경우 기업의 자금 조달원이 주식, 채권 등 직접금융 수단보다는 금융기관을 통한 간접금융 수단에 더 큰 비중을 두고 있는 것으로 알려져 있음.<sup>6)</sup>
- 금융기관과의 거래에 있어 대출금리 수준은 기업의 자금조달 비용을 결정짓는 매우 중요한 요소임.
- 금융기관은 기준금리와 더불어 거래기업의 신용 상태 등 내부적 재무 특성을 종합적으로 고려하여 대출 금리를 결정하므로,<sup>7)</sup> 대출금리 수준은 기업의 자금조달 여건뿐만 아니라 경영 활동의 유지 가능성, 경영 불확실성 등의 정보를 반영함.

■ 정책 금리 지표로 국고채 금리는 2001년 이후 지속적인 하락세에 있는 반면, 회사채 금리의 경우 글로벌 금융위기 전후로 급등한 이후 다시 하락함(〈그림 21〉 참조).

- 낮은 신용 위험으로 인하여 투자 가치가 높은 회사채 3년물 AA- 등급의 금리는 글로벌 금융위기 기간을 제외하고 국고채 금리와 거의 유사한 수치를 보임.

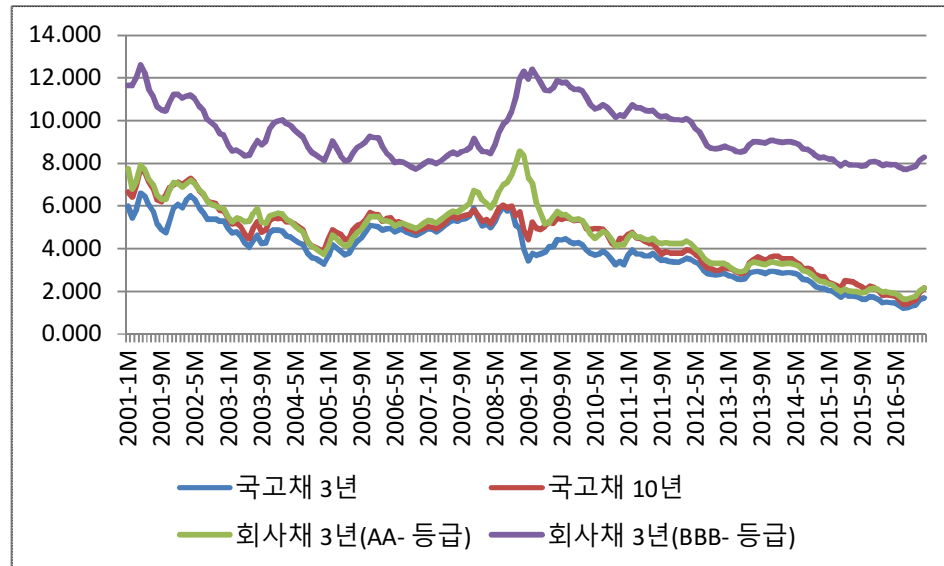
6) 이러한 이유로 영미권 국가의 경우 자본시장 중심 금융제도가 활성화되었으며, 일본과 독일, 우리나라의 경우 은행 중심 금융제도가 형성되어 있음.

7) 금융기관은 대출금리 결정시 기준금리, 신용 상태뿐만 아니라 자체적인 내부 이전금리, 기타 가산금리 등도 추가적으로 고려하며, 이는 흔히 관계 금융(relationship banking)으로 지칭되는 경영 행태로 이해될 수 있음.



〈그림 21〉 주요 금리 지표 추이

(단위 : %)



자료 : 한국은행, 경제통계시스템.

## 2. 금융기관 차입 규모와 가중평균금리

### ■ 건설기업의 외부자금 조달 방안 중 금융기관 차입이 가장 높은 비중을 차지함.

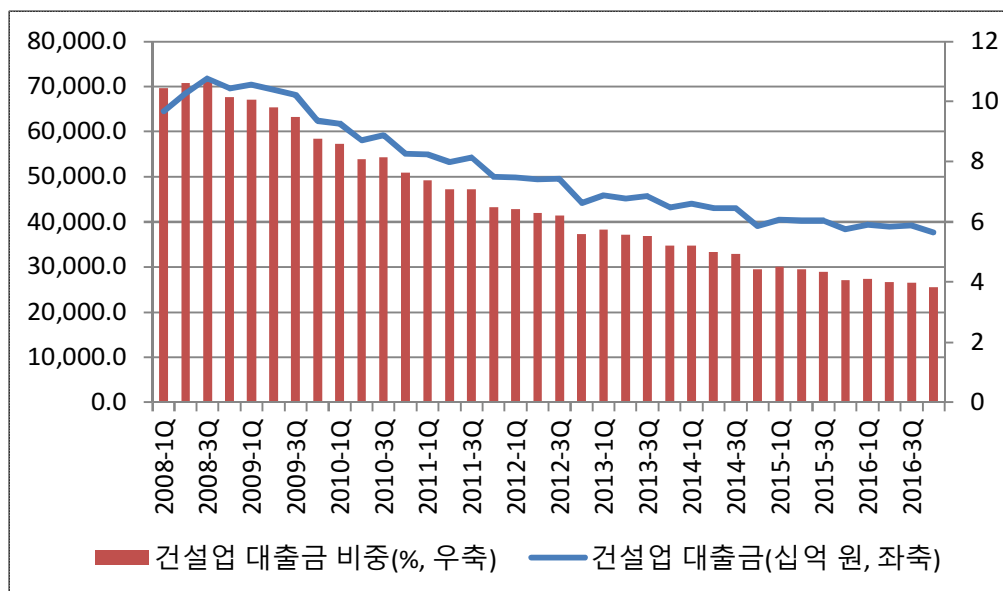
- 2015년 기준 건설기업의 총자산에서 회사채가 차지하는 비중은 2.43%인 반면, 차입금이 차지하는 비중은 단기차입금 8.91%와 장기차입금 10.90%를 합한 19.81%임(앞의 <표 3> 참조).

### ■ 금리의 하락세에도 불구하고 건설업의 금융기관 차입 규모는 지속적으로 감소하고 있으며, 전체 대출금에서 건설업 대출금이 차지하는 비중 역시 눈에 띄는 하락세를 보임(〈그림 22〉 참조).

- 건설업 대출금은 지난 2008년 약 70조원 수준에 이르렀으나 2016년에는 약 25조원 규모까지 하락한 것으로 나타남.<sup>8)</sup>
- 경기 변동 민감도가 높은 건설산업의 특성에 따른 위험과 불확실성을 회피하기 위해 금융기관이 대출금을 감소시킨 것으로 이해됨.

8) 건설기업 이익잉여금 수준의 변동과는 상관없이 금융기관 차입 규모는 꾸준한 감소세를 보임.

〈그림 22〉 건설업 금융기관 차입 추이



자료 : 한국은행, 경제통계시스템.

■ 금융기관 차입에 수반되는 건설업 가중평균금리는 2009년을 제외하고 여타 산업에 비해 지속적으로 높은 수치를 보임(〈표 18〉 참조).

- 금융기관 차입에 수반되는 가중평균금리에 있어 건설업과 제조업의 괴리율은 2009년 약 -0.09%p로 건설업이 오히려 낮은 수치를 보였으나, 2015년에는 약 0.6%p로 반전되었음.
- 2015년과 2009년 가중평균금리의 차이는 전 산업 약 2.45%p, 제조업 약 2.43%p임에 반해 건설업은 약 1.74%p에 불과함. 이는 저금리 기조에 의한 건설업 금융기관 차입 금리의 하락 폭이 낮았음을 의미하며, 경기 침체와 맞물려 건설기업의 경영 활동에서 불확실성이 확대되었기 때문으로 해석됨.

〈표 18〉 건설업과 여타 산업의 가중평균금리 비교

(단위 : %)

구분	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
전 산업	6.00	5.74	4.79	4.69	4.24	3.92	3.55
제조업	6.05	5.52	5.34	4.98	4.41	4.14	3.62
건설업	5.96	7.05	6.38	5.91	5.18	4.55	4.22

자료 : 한국은행, 기업경영분석.

### 3. 소결

- 건설업의 경우, 금융기관 차입에 적용되는 가중평균금리가 다른 산업에 비하여 상대적으로 높음.
  - 이는 경기 변동에 민감도가 높은 건설산업의 특성이 반영되었기 때문인 것으로 해석됨.
  - 건설업은 타 산업에 비해 간접 금융시장에서의 자금조달 여건이 어려울 수 있음.
- 국가 경제의 저금리 기조로 인하여 금융기관의 전체적인 대출 규모는 증가하였으나, 건설업 대출금의 규모와 비중은 지속적으로 감소하였음.
  - 차입 금리의 하락에도 불구하고 간접 금융시장에서의 건설기업 자금조달 규모는 감소하는 추세임.
- 미국의 금리 인상에 따라 국내 대출 금리도 높아질 경우, 건설업의 간접 금융시장을 통한 자금조달 여건은 더욱 어려워질 가능성이 높음.

〈표 19〉 건설업의 간접 금융시장 자금조달 여건 요약

구분	동향	의미
금리	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 건설업 가중평균금리는 저금리 기조로 인해 하락하는 추세</li> <li>- 타 산업 대비 높은 수준</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 경기 변동 민감도가 높은 건설산업 특성상 금융기관이 높은 금리 적용</li> </ul>
대출금	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 금융기관 차입 규모 지속적 감소세</li> <li>- 건설업 대출금 비중 또한 감소세</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 불확실성을 회피하고자 하는 금융기관이 대출금을 감소시킨 것에 따른 결과</li> </ul>

## V 결론 및 시사점

### 1. 결론

- 주식시장, 채권시장, 간접 금융시장을 통한 건설기업의 외부자금 조달 규모가 감소하고 있는 상황인 것으로 파악됨.
  - 내부 유보자금인 이익잉여금의 변동과는 상관없이 외부자금 조달 규모가 꾸준히 감소하는 추세임.
- 건설기업의 수익성 및 성장성의 확대에도 불구하고 주가지수가 하락하는 추세이고, 타 산업 대비 낮은 주식 수익률과 높은 주가 변동성을 보임.
  - 거래량 및 거래 대금 또한 하락하는 추세이며 PBR로 측정한 건설업 주식 가치평가 수준은 저평가 되어 있는 것으로 나타남.
- 국내 채권시장 규모의 확대에도 불구하고 건설업 채권 발행 잔액은 가파른 감소세를 보이고 있으며, 전체 채권시장에서 건설업 채권이 차지하는 비중 역시 감소함.
  - 건설업 채권 수익률과 스프레드는 타 산업 대비 높은 수준을 보임.
  - 반면, 신용등급은 상대적으로 안정적인 것으로 파악됨.
- 지속되는 저금리 기조로 인해 회사채 금리가 하락하는 추세를 보였음에도 불구하고 건설업 대출금 규모와 비중은 지속적인 감소세를 나타냄.
  - 건설업에 적용되는 가중평균금리는 타 산업 대비 높은 수준임.
- 건설기업의 경영 성과 개선, 전체 자금조달 시장의 성장, 금리 하락 등 유리한 환경 조성에도 불구하고 건설업 자금조달 여건이 어려운 것은 건설기업의 경영 활동에 기초한 내부적 요인이 아닌 대내외적 환경 변화에 민감한 건설업 고유의 특성 때문임.
  - 건설업 주가지수의 하락, 높은 변동성, 채권시장에서의 비중 감소, 높은 건설업 가중평균금리 등은 모두 정부의 정책 변화와 경기 변동에 대한 민감한 건설산업의 불확실성 증대에 기인한 것임.
  - 건설기업이 원활한 경영 활동을 하는 데 있어 이러한 특성은 부정적인 요인이 될 수 있음.
  - 외부 환경 변화에 민감하게 반응하는 건설산업의 특성상, 관련 정책 수행에 있어 신중하고 조심스러운 접근이 요구됨.

## 2. 시사점

■ 건설기업의 경영 활동은 경기 및 정부 정책 변동과 같은 대내외적 환경 변화에 민감하게 반응하는 특성을 가지므로 외부자금 조달에 어려움이 가중될 수 있음.

- 건설기업의 안정적인 경영 성과에도 불구하고 정책 변화에 대한 투자자의 불안 심리가 건설업의 외부자금 조달 비용 증가를 불러올 수 있음.
- 최근 미국의 금리 인상으로 인해 건설업 외부자금 조달 여건이 더욱 악화될 여지가 큼.

■ 건설산업은 국가 기반산업이자 내수경기 활성화와 밀접한 연관을 가지므로 안정적인 자금조달 환경을 조성하는 것이 중요함.

- 국내 건설기업의 해외 수주가 감소하고 있는 상황에서 해외 건설기업과의 경쟁에서 우위를 점하기 위해서는 사전에 낮은 비용의 안정적인 외부자금 조달원의 확보가 요구됨.
- 건설산업의 외부자금 조달상의 한계를 사전에 인식하여 다양한 구조화 금융 수단을 활용할 필요가 있음.

■ 건설기업은 자본시장 지수를 상시 모니터링함으로써 효율적인 외부자금 조달 방안을 모색하고, 향후 경영 계획 수립의 참고 자료로 활용할 수 있을 것임.

- 외부자금 조달 여건을 분석함으로써 어떠한 경로로 자금을 조달하는 것이 가장 효율적인지에 대한 판단을 내릴 수 있음.
- 미래 지향적 정보를 내포하는 자본시장 지수의 특성상 이를 산업 내 불확실성에 대한 일종의 조기 경보(early warning) 신호로서 활용이 가능함.
- 자본시장 지수에는 기업이 보유한 위험 수준, 성장 가능성과 미래 유입될 현금흐름의 양에 대한 투자자들의 기대가 반영되어 있으므로, 이에 대한 정보를 사전에 파악하여 경영 전략의 기초 자료로 활용할 수 있을 것임.

〈표 19〉 자본시장의 상시 모니터링 지표

구분		세부 지표
주식시장	가격지수	KOSPI 및 KOSDAQ 주가지수 등
	거래 동향	KOSPI 및 KOSDAQ 거래량 및 거래 대금, 투자자별 거래 동향 등
	변동성	주가지수의 변동성, 시장베타 등
채권시장	금리	국고채 금리(3년물, 10년물), 회사채 금리 등
	채권수익률	채권 수익률 및 스프레드 등
	신용등급	신용등급 변화 등
간접 금융시장		금융기관 대출액, 가중평균금리 등

이지혜(부연구위원·jihyelee@cerik.re.kr)