

건설업 수익성 기여요인 분석 및 활용 방안

2020. 6

이지혜

한국건설산업연구원

Construction & Economy Research Institute of Korea

<차 례>

요 약	i
제1장 서 론	1
1. 연구 배경	1
(1) 건설업 경영여건의 변화	1
(2) 건설업 경영의 특수성	5
2. 연구 목적	6
3. 연구의 의의 및 구성	8
(1) 연구 의의	8
(2) 연구 구성	10
제2장 재무분석과 듀퐁 재무분석 시스템	11
1. 재무분석의 의의	11
2. 듀퐁 재무분석 시스템의 구조	12
3. 재무지표와 구성요인의 의미와 해석	14
4. 경영전략 수립 및 위험 관리와의 연계성	16
5. 듀퐁 재무분석 시스템 활용의 장단점	20
제3장 건설업 수익성 변화 동향 및 제조업과의 비교	23
1. 건설업 수익성 변화	23
(1) 수익성의 변화	23
(2) 수익성 기여요인의 변화	24
2. 건설업과 제조업의 비교	37
(1) 수익성의 차이	37
(2) 수익성 기여요인의 차이	39
3. 소결	48
제4장 건설기업 특성에 따른 수익성 기여요인	51
1. 건설기업의 수익성 기여요인 도출	51

(1) 분석표본의 설정과 분석 방법론	51
(2) 재무지표와 수익성의 관계	53
(3) 재무지표 구성요인 및 세부항목과 수익성의 관계	59
2. 건설기업 규모별 수익성 기여요인 도출	62
(1) 대규모 건설기업과 중소 건설기업의 차이	62
(2) 건설기업 규모별 재무지표와 수익성의 관계	65
(3) 건설기업 규모별 재무지표 구성요인 및 세부항목과 수익성의 관계	67
3. 건설기업 업역별 수익성 기여요인 도출	72
(1) 종합건설기업과 전문건설기업의 차이	72
(2) 건설기업 업역별 재무지표와 수익성의 관계	74
(3) 건설기업 업역별 재무지표 세부 구성항목과 수익성의 관계	76
4. 소결	81
제5장 결론 및 시사점	85
1. 건설기업의 듀폰 재무분석 시스템 활용 방안	85
2. 경영전략 수립의 시사점	87
(1) 영업효율성	87
(2) 자산효율성	88
(3) 재무레버리지	88
3. 정부 정책 수립의 시사점	89
참고문헌	93
Abstract	95

〈표 차례〉

<표 I-1> KOSPI 산업 지수별 수익률 변동성	4
<표 I-2> 거시경제요인과 건설기업의 경영여건	4
<표 I-3> 건설업의 특수성에 따른 경영전략	6
<표 II-1> 듀퐁 재무분석 시스템 재무지표와 의미	15
<표 II-2> 듀퐁 재무분석 시스템의 재무지표 구성요인과 세부항목	16
<표 II-3> 매출액순이익률 변화와 경영전략	18
<표 II-4> 총자산회전율 변화와 경영전략	19
<표 II-5> 자기자본승수 변화와 경영전략	20
<표 III-1> 건설업 재무지표의 변화	25
<표 III-2> 건설업 매출액순이익률 구성요인의 변화	29
<표 III-3> 건설업 재무지표 및 세부항목 분석과 제조업과의 비교 결과 요약	49
<표 IV-1> 수익성 그룹별 재무지표의 차이	54
<표 IV-2> 재무지표 간 상관관계수	57
<표 IV-3> 재무지표와 수익성 간 회귀분석	58
<표 IV-4> 수익성 그룹별 매출액순이익률 세부항목의 차이	60
<표 IV-5> 수익성 그룹별 총자산회전율 세부항목의 차이	61
<표 IV-6> 수익성 그룹별 자기자본승수 세부항목의 차이	62
<표 IV-7> 건설기업 규모별 수익성에 따른 재무지표의 차이	65
<표 IV-8> 건설기업 규모별 재무지표와 수익성 간 회귀분석	67
<표 IV-9> 건설기업 규모별 수익성에 따른 매출액순이익률 세부항목의 차이	68
<표 IV-10> 건설기업 규모별 수익성에 따른 총자산회전율 세부항목의 차이	70
<표 IV-11> 건설기업 규모별 수익성에 따른 자기자본승수 세부항목의 차이	71
<표 IV-12> 건설기업 업역별 수익성에 따른 재무지표의 차이	75
<표 IV-13> 건설기업 업역별 재무지표와 수익성 간 회귀분석	76
<표 IV-14> 건설기업 업역별 수익성에 따른 매출액순이익률 세부항목의 차이	77
<표 IV-15> 건설기업 업역별 수익성에 따른 총자산회전율 세부항목의 차이	79
<표 IV-16> 건설기업 업역별 수익성에 따른 자기자본승수 세부항목의 차이	80
<표 IV-17> 건설기업 특성에 따른 분석 결과 요약	82
<표 V-1> 듀퐁 재무분석 결과에 따른 경영전략	89

〈그림 차례〉

〈그림 I-1〉 국내 건설수주와 건설투자	2
〈그림 I-2〉 SOC 예산과 해외건설 수주	2
〈그림 I-3〉 산업별 KOSPI 주식이격 지수	3
〈그림 I-4〉 듀퐁 재무분석 시스템의 개요	7
〈그림 I-5〉 연구 구성	10
〈그림 II-1〉 듀퐁 재무분석 시스템의 구조	13
〈그림 III-1〉 건설업 자기자본순이익률의 변화	24
〈그림 III-2〉 건설업 재무지표의 변화	26
〈그림 III-3〉 건설업 자기자본순이익률과 재무지표의 상관성	27
〈그림 III-4〉 건설업 주요 재무제표 항목의 변화	28
〈그림 III-5〉 건설업 매출원가 세부항목의 변화	31
〈그림 III-6〉 건설업 판매비 및 관리비 세부항목의 변화	32
〈그림 III-7〉 건설업 비유동자산 세부항목의 변화	33
〈그림 III-8〉 건설업 유동자산 세부항목의 변화	34
〈그림 III-9〉 건설업 유동부채 세부항목의 변화	35
〈그림 III-10〉 건설업 비유동부채 세부항목의 변화	36
〈그림 III-11〉 건설업과 제조업 자기자본순이익률의 변화	37
〈그림 III-12〉 건설업과 제조업 자기자본순이익률의 차이	38
〈그림 III-13〉 건설업과 제조업 재무지표의 변화	39
〈그림 III-14〉 건설업과 제조업 재무지표의 차이	40
〈그림 III-15〉 건설업과 제조업 주요 재무제표 항목의 변화	41
〈그림 III-16〉 건설업과 제조업 매출액순이익률 구성요인 비중의 차이	43
〈그림 III-17〉 건설업과 제조업 매출원가와 판매비 및 관리비 세부항목 비중의 차이	44
〈그림 III-18〉 건설업과 제조업 자산 세부항목 비중의 차이	46
〈그림 III-19〉 건설업과 제조업 부채 세부항목 비중의 차이	47
〈그림 IV-1〉 건설기업 간 횡단면 비교를 위한 표본 설정 기준	52
〈그림 IV-2〉 수익성 그룹별 재무지표의 변화	55
〈그림 IV-3〉 건설기업 규모별 재무지표의 차이	64

<그림 IV-4> 건설기업 업역별 재무지표의 차이	73
<그림 V-1> 듀퐁 재무분석 시스템 활용 방안	86

요 약

제1장 서론

1. 연구 배경

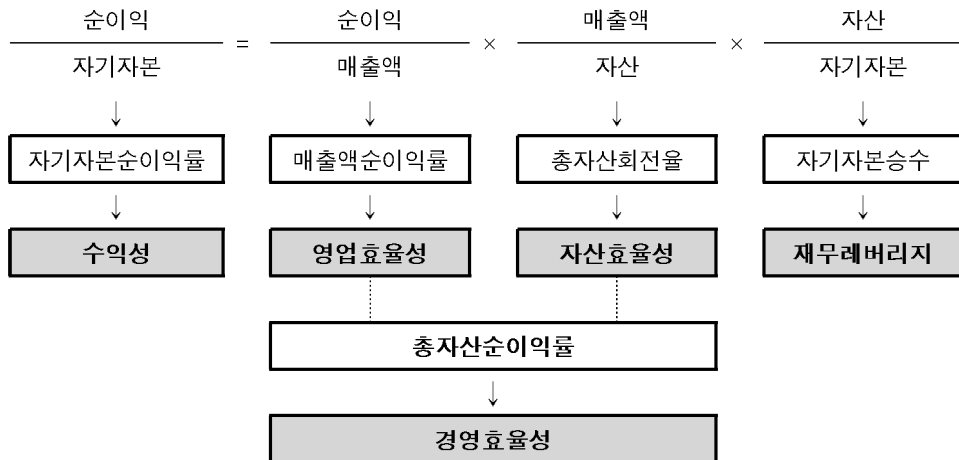
- 국내외 경제성장 둔화와 건설경기 하락으로 건설업의 경영여건이 어려움.
 - 국내 건설투자는 2017년을 정점으로 지속해서 하락하는 추이인데, 코로나19로 인해 2020년 건설투자는 전년 대비 큰 폭으로 감소할 것으로 추정됨.
 - KOSPI 제조업, 서비스업 지수는 2009년부터 점진적으로 상승하고 있으나, KOSPI 건설업 지수는 하락하는 추이를 보임.
 - 지수별 수익률 변동성도 KOSPI 건설업 지수가 KOSPI 제조업, 서비스업 지수보다 크게 나타나며 외생적 요인들의 변화에 민감하게 반응함.
- 건설산업은 타 산업과 다른 여러 가지 특성이 있으므로, 건설업에 적합한 분석을 바탕으로 건설업 수익성 개선요인을 도출하고, 경영전략을 수립해야 함.
 - 건설업은 수주산업으로, 경기 변동에 따른 주문자 수요의 가변성이 높으므로 경영상의 불확실성이 크며, 입찰에 성공하기 위한 개별 기업의 영업력, 비용 관리, 기술력 등이 사업의 수주에 영향을 미치는 경쟁우위로 작용할 수 있음.
 - 건설업은 프로젝트 단위로 제품 생산이 이루어지므로 프로젝트별 주문자의 요구에 대응할 수 있는 다각화된 사업 포트폴리오가 필요함.
 - 건설업은 단위 제품의 생산 규모가 크며, 생산되기까지 오랜 기간이 소요되므로, 제품의 성공적인 생산을 위한 체계적인 비용 관리 노력이 요구됨.
 - 건설업은 다양한 재료, 제품, 기술과 공정의 결합을 통해 구현되는 종합산업이므로 전체 결합요소를 효율적으로 활용하기 위한 포괄적인 관리 목표와 과정의 설정이 필요함.
 - 건설업은 실물경제를 뒷받침하는 기반산업으로 국가 경제에 미치는 파급효과

가 크므로, 이러한 중요성을 고려해 정책적으로 건설기업의 경영 활동 안정성을 담보할 수 있는 제도적 노력이 필요함.

2. 연구 목적

- 본 연구는 건설업 수익성 기여요인 분석을 목적으로 함.
- 건설기업의 현황과 역량을 파악하기 위한 구조화된 분석의 틀을 구축하고, 이를 바탕으로 어떤 요인이 건설기업의 수익성 개선에 가장 많은 영향을 미치는지를 파악함.
- 건설기업의 내부 역량을 객관적이고 일관성 있게 파악하기 위한 체계적인 분석의 틀로 듀폰 재무분석 시스템을 적용함. 수익성을 ① 영업효율성, ② 자산 효율성, ③ 재무레버리지 요인으로 구분하고, 보다 세부적으로 각 요인의 변화에 영향을 미치는 재무제표 항목을 분석하여 경쟁우위 요소를 도출함.

<그림 1> 듀폰 재무분석 시스템의 개요



3. 연구의 의의 및 구성

- 본 연구는 건설기업의 경영전략 도출과 정책 마련에 시사점을 제공함.
 - 건설기업이 내부 역량을 확인하고 취약한 부분을 도출할 수 있는 재무적 관점에서의 분석 툴(tool)을 제공함. 건설기업은 이러한 분석 툴을 바탕으로 경영전략의 방향성을 도출함으로써 어려운 경영여건에 대응할 수 있는 효과적인 대안을 모색할 수 있을 것이며, 거시경제의 변화에 기초한 위험요인에 대응하는 방안 모색에도 본 연구를 활용할 수 있을 것임.
 - 또한 건설업의 수익성 개선요인 도출 연구는 경기여건의 악화로 인해 발생할 수 있는 부실기업을 관리·예방하기 위한 정책 모색의 기초자료로 활용할 수 있을 것임.
- 본 연구는 다음 그림과 같이 5장으로 구성됨.

<그림 2> 연구 구성



제2장 재무분석과 듀퐁 재무분석 시스템

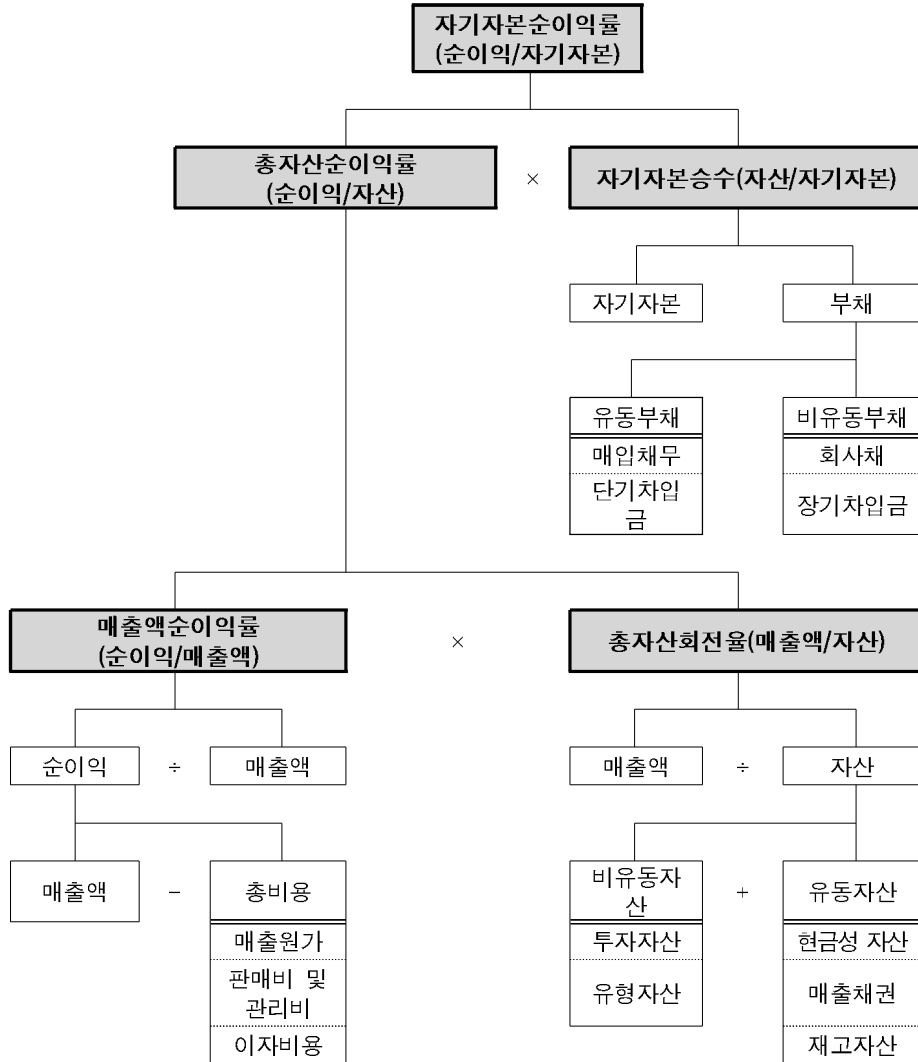
1. 재무분석의 의의

- 재무분석은 기업의 재정 상태나 경영 내용을 정확히 파악하기 위하여 재무제표를 토대로 시행하는 분석을 의미함.
 - 재무분석은 일정 기간의 경영 성과와 일정 시점에서의 재무상태를 파악하고, 이에 대한 원인 분석을 통해 합리적인 개선 방안을 도출하기 위한 작업임.
 - 재무분석을 통해 해당 기업의 성장성, 수익성, 안정성 등을 파악할 수 있음.
- 재무제표는 기업의 경영 활동과 성과를 파악하는 기본적이고 객관적인 자료로 활용됨.
 - 재무분석은 정부의 다양한 정책과 기업의 경영전략 수립 과정에서 기초자료로 활용됨.
 - 이해관계자에 따라 구분해보면, 주주나 투자자는 좋은 투자처를 모색하여 수익을 극대화하기 위해, 금융기관을 비롯한 채권자는 원금 및 이자의 원활한 회수를 위해, 협력업체는 지속적이고 안정적인 사업 진행을 위해, 소비자는 기업으로부터 제공받은 제품 및 서비스의 품질 보증을 위해 재무분석을 통해 특정 기업의 경영 상태를 파악할 수 있음.

2. 듀퐁 재무분석 시스템의 구조

- 듀퐁 재무분석 시스템에서는 수익성의 분해를 통해 경쟁우위 요소를 도출함.
 - 수익성을 대리하는 재무지표로 자기자본순이익률(ROE, return on equity)을 활용함.
 - 자기자본순이익률은 총자산순이익률과 자기자본승수로 분해할 수 있으며, 총자산순이익률은 다시 매출액순이익률과 총자산회전율로 분해할 수 있음.

<그림 3> 듀퐁 재무분석 시스템의 구조



3. 재무지표와 구성요인의 의미와 해석

- 자기자본순이익률은 주주의 투자자금 대비 이익 수준을 나타내는 지표로, 기업

소유자의 투자수익률을 뜻하므로 수익성 지표로 매우 중요한 의미가 있음.

- 자기자본순이익률을 분해하여 얻을 수 있는 매출액순이익률은 영업효율성을, 총자산회전율은 자산효율성을, 자기자본승수는 재무레버리지를 의미함.
- 영업효율성은 영업비용을 절감함으로써, 자산효율성은 자산을 축소하거나 매출액을 확대함으로써, 재무레버리지 효과는 부채 규모를 확대함으로써 높일 수 있음.

- 본 연구에서 정의 및 활용하고 있는 수익성, 재무지표, 재무지표 구성요인, 세부항목은 다음 표와 같이 정리됨.

<표 1> 듀폰 재무분석 시스템의 재무지표 구성요인과 세부항목

수익성	자기자본순이익률		
재무지표	총자산순이익률		자기자본승수
	매출액순이익률	총자산회전율	
재무지표 구성요인	순이익, 매출액	매출액, 자산	자산, 자기자본, 부채(자산-자기자본)
세부항목	매출원가, 판매비 및 관리비 (인건비, 광고선전비, 연구개발비, 대손상각비), 이자비용	유동자산 (현금/단기금융자산, 매출채권, 재고자산), 비유동자산 (장기금융자산, 유형자산)	유동부채 (매입채무, 단기차입금), 비유동부채 (회사채, 장기차입금)

4. 경영전략 수립 및 위험 관리와의 연계성

- 수익성(자기자본순이익률)을 높이기 위해서는 이를 구성하는 각 요인과 관련된 경영전략 수립 및 위험 관리가 필요함.
- 매출액순이익률을 높이기 위해서는 매출원가나 판매비 및 관리비와 같은 비용 관리 능력의 개선과, 이자비용 감소를 위한 외부 자금조달의 효율성 개선

이 필요함.

- 총자산회전율을 높이기 위해서는 유형자산, 현금 및 현금성 자산, 매출채권, 재고자산 등을 효율적으로 보유해야 하며, 판매량 증가를 위한 영업력 증대가 필요함.
- 자기자본승수와 관련해서는 유동부채와 비유동부채에 대한 관리가 필요함.

5. 듀퐁 재무분석 시스템 활용의 장단점

- 듀퐁 재무분석 시스템을 활용하면 명확한 논리 구조로 수익성을 분해하여 수익성에 미치는 요인을 분석할 수 있음.
 - 자기자본순이익률을 매출액순이익률, 총자산회전율, 자기자본승수로 분해하는 것은 직관적이고 이해하기 쉬우며, 자기자본순이익률이 높아졌을 때 자기자본순이익률을 분해한 각각의 재무지표 중 어떤 항목이 수익성 개선에 많은 영향을 미쳤는지를 명확히 파악할 수 있음.
 - 정량적 수치인 재무지표를 활용하므로 객관적이고, 산업 간 혹은 기업 간 신뢰성 있는 비교를 가능하게 함.
- 듀퐁 재무분석 시스템 활용의 한계점은 다음과 같음.
 - 기업의 성과를 수익성으로만 측정한다는 한계가 있으나, 본 연구에서는 분석 대상을 기업의 수익성으로 한정하고 이에 대한 보완은 추후 연구 과제로 남김.
 - 수익성을 측정하는 지표로 자기자본순이익률만을 활용하는 것도 단점으로 지적될 수 있으나, 총자산순이익률에 대한 분석뿐 아니라 듀퐁 재무분석 시스템의 각 재무지표 구성요인의 세부항목으로 매출액, 매출원가, 판매비 및 관리비, 이자비용, 당기순이익에 대한 분석을 시행함으로써 이러한 단점을 보완함.
 - 듀퐁 재무분석 시스템은 회계적 수치를 바탕으로 분석하기 때문에 화폐의 시간 가치를 고려하지 못하거나 정성적 분석이 부족한 한계가 있음.

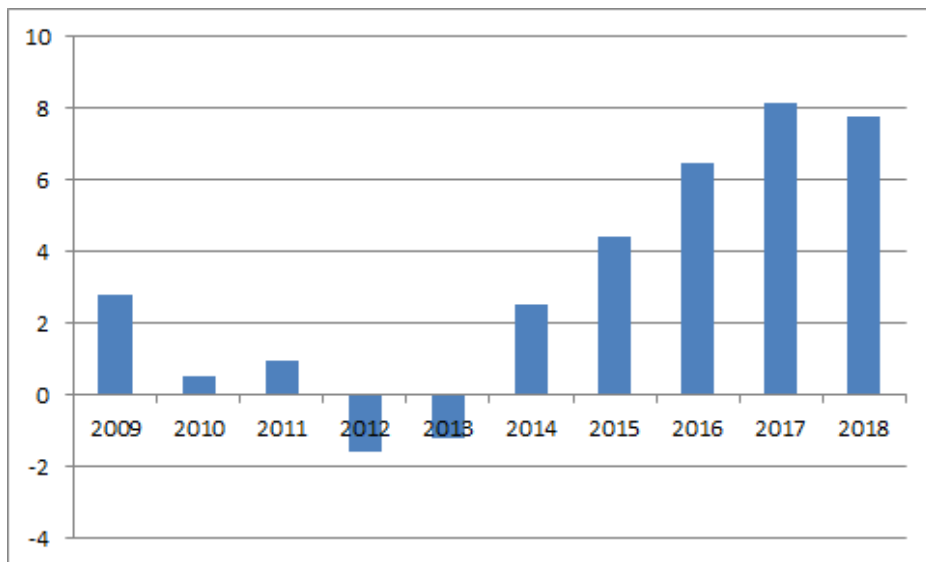
제3장 건설업 수익성 변화 동향 및 제조업과의 비교

1. 건설업 수익성 변화

- 한국은행 기업경영분석 자료를 통해 분석한 결과, 건설업 자기자본순이익률은 2009년 2.79%에서 2012년 -1.60%까지 하락하였다가 2017년 8.16%로 상승함.
- 총자산순이익률과 매출액순이익률도 2012년 최저점을 찍은 이후 개선되는 비슷한 추이를 보임.
- 총자산회전율은 2010년과 2011년 0.97로 최저 수준을 보인 후 2017년 1.11까지 상승함. 자기자본승수는 2009년부터 2018년까지 지속해서 낮아짐.

<그림 4> 건설업 자기자본순이익률의 변화

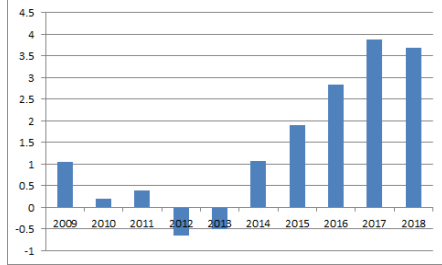
(단위 : %)



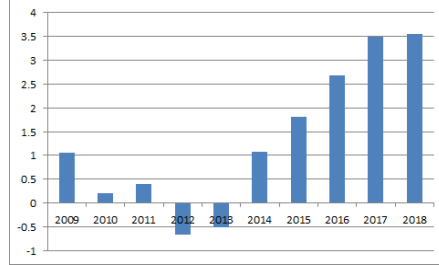
자료 : 한국은행 기업경영분석 자료 재가공.

<그림 5> 건설업 재무지표의 변화

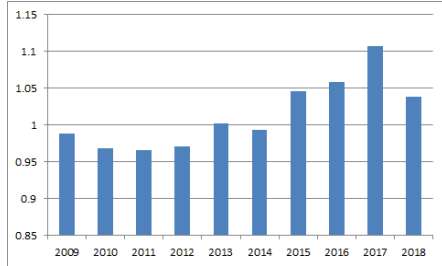
Panel A : 총자산순이익률(단위 : %)



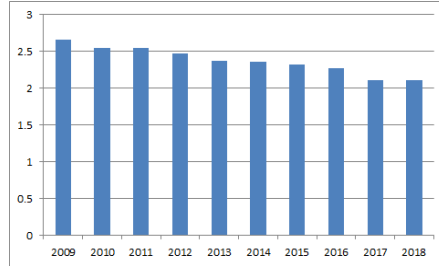
Panel B : 매출액순이익률(단위 : %)



Panel C : 총자산회전율(단위 : 포인트)



Panel D : 자기자본승수(단위 : 포인트)



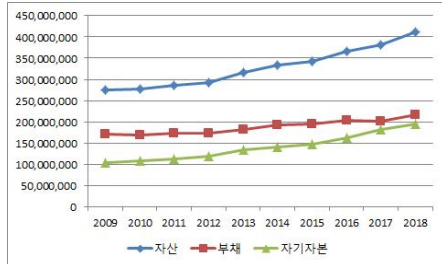
자료 : 한국은행 기업경영분석 자료 재가공.

- 여타 재무지표와 달리 건설업 당기순이익의 변동성이 크게 나타남.

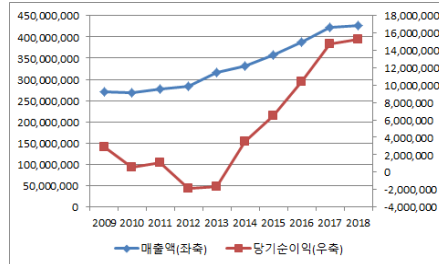
<그림 6> 건설업 주요 재무제표 항목의 변화

(단위 : 백만원)

Panel A : 재무상태표 항목



Panel B : 손익계산서 항목



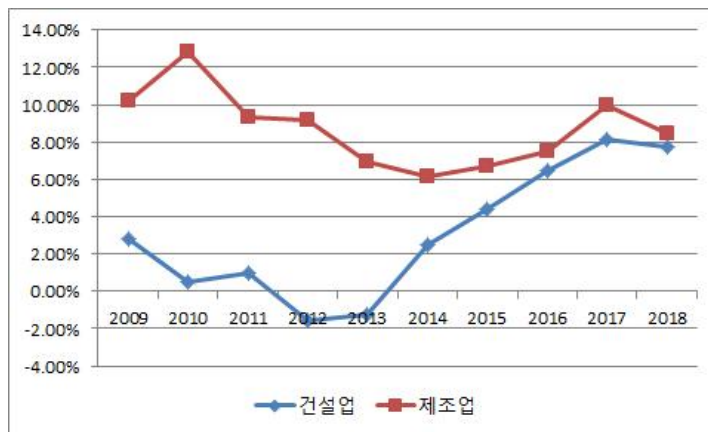
자료 : 한국은행 기업경영분석 자료 재가공.

2. 건설업과 제조업의 비교

- 건설업과 제조업의 자기자본순이익률 차이(건설업 - 제조업)는 음(-)의 값으로, 2010년 급격히 확대됨.
- 건설업과 제조업 간의 수익성 괴리는 글로벌 금융위기의 여파가 남았던 2009년부터 2012년까지 크게 나타나고, 주택경기가 활성화된 2014년 이후 점진적으로 축소됨. 건설업의 수익성이 대내·외 경제여건에 대한 민감도가 높다는 것을 보여줌.
- 건설업의 수익성이 크게 높아졌음에도 불구하고 최근까지도 제조업에 미치지 못하고 있다는 것은, 최근 건설업의 수익성 개선 현상이 전반적인 경기여건의 호조에 기인한 것이지, 건설업 자체의 경영여건이 회복된 것으로 보기 어렵다는 것을 의미함.

<그림 7> 건설업과 제조업 자기자본순이익률의 변화

(단위 : %)

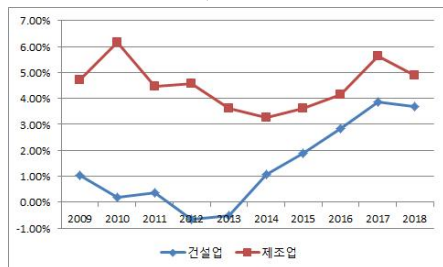


- 건설업과 제조업의 재무지표를 비교하여 어떤 재무지표의 변화가 수익성의 변화를 주도하였는지에 대한 구체적인 경로를 파악함.

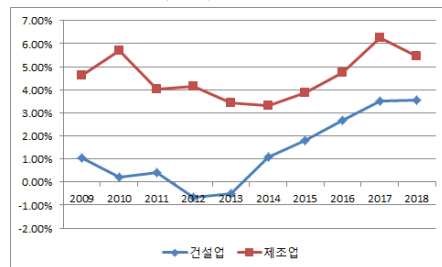
- 총자산순이익률과 매출액순이익률의 차이는 자기자본순이익률의 차이와 매우 유사함. 두 산업 간 수익성 차이가 주로 영업효율성의 차이에 기인한다는 것을 유추해볼 수 있음. 제조업과 비교하였을 때 경기가 침체되는 시기에 건설기업의 비용부담이 가중되어 수익성이 더욱 낮아지는 것으로 풀이됨.
- 총자산회전율의 경우 총자산순이익률이나 매출액순이익률에 비해 두 산업 간 차이나 차이의 변화가 크지 않음. 자산효율성 측면에서 최근에는 건설업이 더 우수한 행태를 보임.
- 자기자본승수의 차이는 모든 연도에서 양(+)의 값으로, 건설업이 제조업보다 자산 중 부채의 구성 비중이 높음. 다만 최근 건설기업의 부채 감축을 통한 재무건전성 개선 노력으로 두 산업 간 차이가 조금씩 줄어들고 있음.

<그림 8> 건설업과 제조업 재무지표의 변화

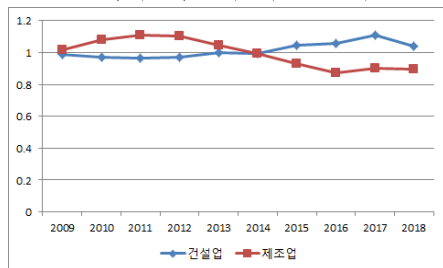
Panel A : 총자산순이익률(단위 : %)



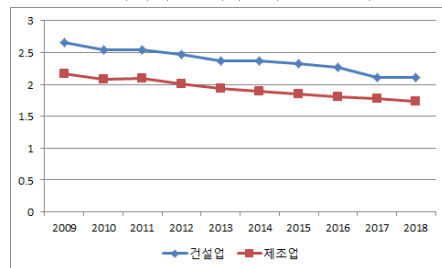
Panel B : 매출액순이익률(단위 : %)



Panel C : 총자산회전율(단위 : 포인트)



Panel D : 자기자본승수(단위 : 포인트)



자료 : 기업별 개별 재무제표 자료 재가공.

3. 소결

- 건설업의 수익성은 2009년부터 2012년까지 하락한 이후 2017년까지 상승하는 움직임을 보이며, 제조업과의 비교에서도 제조업보다 수익이 크게 낮았다가 점차 그 격차가 줄어드는 모습을 보임.
 - 이는 경기에 민감한 건설업의 특성을 나타냄. 특히, 경기 침체기에 건설업 매출액은 큰 변동 없이 유지되었던 반면 당기순이익의 하락 폭이 크게 나타난 점은, 해당 시기에 건설기업이 부담해야 하는 다양한 비용 요인이 증가했다는 것을 뜻함.
 - 한편, 최근 건설업의 수익성이 개선되었지만, 비교 산업인 제조업에 비해 여전히 낮은 수준으로, 건설업의 경영여건이 개선되었다고 보기 어려운 측면이 있음.
- 건설업 수익성 변동의 내부적 원인으로 영업효율성, 그중에서도 특히 비용 관리에 주목할 필요가 있음.
 - 제조업에 비해 건설업에서 비용이 많이 발생하는 주된 이유는 노무비와 같이 생산 활동에 직접적으로 연계되는 비용과 비교적 경직적 구조를 갖는 급여 때문으로 확인됨.
 - 또한, 경기 불안에 대한 민감도가 높은 건설업의 특수성에 따라 대손 위험 증가가 대손상각비 상승으로 이어짐.
- 건설업 자산효율성은 제조업과 비슷한 수준이며, 재무레버리지는 제조업보다 다소 높음.
 - 건설업의 자산효율성은 최근 들어 개선되어 제조업보다 약간 나아짐.
 - 재무레버리지는 제조업에 비해 높은 수준으로 파산 위험이 비교적 큰 특성이 있음.

<표 2> 건설업 재무지표 및 세부항목 분석과 제조업과의 비교 결과 요약

재무적 특성	재무지표		시계열 추이	제조업 대비 성과	시사점
수익성	자기자본 순이익률		하락 → 상승	낮음	<ul style="list-style-type: none"> 경기 침체시 건설업의 영업효율성 감소가 수익성 악화의 주된 원인 수익성은 제조업보다 여전히 낮은 수준
영업 효율성	총자산순 이익률	매출액 순이익률	하락 → 상승	낮음	<ul style="list-style-type: none"> 제조업에 비해 낮은 영업효율성은 노무비, 급여 등 비용 상승에 기인 경기불안에 대한 높은 민감도로 인해 대손상각비 증가
자산 효율성		총자산 회전율	하락 → 상승	비슷	<ul style="list-style-type: none"> 최근 건설업 자산효율성이 제조업보다 개선
재무 레버리지	자기자본승수		하락	다소 높음	<ul style="list-style-type: none"> 최근 건설업 부채 감축 제조업 대비 높은 부채 비중은 경기 침체시 파산 위험을 가중

제4장 건설기업 특성에 따른 수익성 기여요인

1. 건설기업 수익성 기여요인 도출

- 건설기업 간의 수익성 차이가 어떤 재무적 요인에 의한 것인지 외부감사 대상 법인 자료를 바탕으로 분석함.
- 건설기업 중에서도 높은 수익성을 창출하는 기업과 그렇지 않은 기업은 서로 다른 특성이 있을 것이며, 그에 따라 차별화된 경영전략이 필요할 것임.
- 분석 기간은 2003년부터 2017년까지이며, 분석에 활용된 표본은 총 6,135개임.
- 차이값 분석과 그래프 추이 비교, 상관분석, 회귀분석을 시행함.

- 고수익성 건설기업과 저수익성 건설기업 간 재무지표 차이를 분석한 결과, 총자산순이익률과 매출액순이익률, 총자산회전율의 차이가 큰 것으로 나타남.

<표 3> 수익성 그룹별 재무지표의 차이

변수	전체 [N=6,135]	고수익성 (A) [N=3,075]	저수익성 (B) [N=3,060]	차이 (A-B)	통계적 유의성 (p-value)
자기자본순이익률(%)	7.941	19.592	-3.766	23.358	0.000***
총자산순이익률(%)	4.453	9.056	0.174	8.882	0.000***
매출액순이익률(%)	-1.332	12.699	-15.31	28.130	0.000***
총자산회전율(포인트)	1.165	1.363	0.966	0.397	0.000***
자기자본승수(포인트)	2.824	2.833	2.815	0.018	0.825

주 : ***, **, *은 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 통계적으로 유의미함을 의미함.

자료 : 에프앤가이드.

- 회귀분석 결과에서도 총자산순이익률, 매출액순이익률, 총자산회전율의 추정계수가 유의한 양(+)의 값을 가짐.

<표 4> 재무지표와 수익성 간 회귀분석

종속변수 : 자기자본순이익률	모형 (1)	모형 (2)
상수항	-2.465*** [-4.605]	5.590*** [6.248]
총자산순이익률	2.266*** [36.560]	
매출액순이익률		0.087*** [7.999]
총자산회전율		3.959*** [9.236]
자기자본승수	0.112 [0.544]	-0.760*** [-2.820]
관측치	6,135	6,135
R ²	0.648	0.130

주 : ***, **, *은 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 통계적으로 유의미함을 의미함.

자료 : 에프앤가이드.

2. 건설기업 특성에 따른 수익성 기여요인 도출

- 건설기업의 수익성 개선은 영업효율성(매출액순이익률)과 자산효율성(총자산회전율)의 개선에 기인한 것으로 판단됨.
 - 비교적 높은 수익성을 가진 건설기업의 경우 인건비, 대손상각비 등 고정비 성격의 비용과 이자비용이 낮은 특성을 보임. 고정비에 대한 효율적인 관리 방안이 요구됨.
 - 자산효율성은 유동자산의 비중이 높은 기업에서 좋게 나타남. 유형자산을 줄이면 유형자산 유지·관리 비용을 낮춤으로써 수익성을 개선할 수 있으며, 레버리지가 수익성에 음(-)의 영향을 미치므로 이자비용 부담이 큰 만기가 긴 비유동부채 비중을 낮추는 방안이 바람직함.
- 기업 규모에 따른 차이를 살펴보면, 대기업과 중소기업군 모두 영업력 개선, 대손 위험 및 이자율 위험 관리가 수익성 향상에 기여함.
 - 대기업의 경우 변동비인 매출원가가, 중소기업의 경우 고정비인 판매비 및 관리비가 저수익성 그룹에서 높게 나타나며 수익성에 영향을 미치므로 기업 특성에 따라 차별적인 비용 절감 방안이 요구됨.
 - 중소기업의 경우 이자비용 부담이 대기업에 비해 높을 뿐 아니라 수익성에 미치는 영향력이 크므로 이자비용 축소를 위한 방안 모색이 필요함.
 - 자산효율성 개선의 측면에서 두 기업군 모두 유형자산 축소가 주된 경로로 보이며, 수익성이 높은 대기업의 경우 매출채권 감소를 통해 잠재적 대손 위험을 낮추고 있음.
 - 재무레버리지의 측면에서 대기업은 단기차입금 및 회사채 비중이 낮을수록, 중소기업은 장·단기차입금이 낮을수록 높은 수익성을 보임.
- 종합건설기업은 인건비, 대손상각비와 이자비용의 감축이, 전문건설기업은 인건비와 매출원가의 감소가 수익성 개선에 주로 영향을 미침.

- 종합과 전문건설기업 모두 유형자산 비중을 줄임으로써 자산효율성을 높이는 것으로 분석되었으나, 전문건설기업의 경우 영업 경쟁력 확보를 통한 매출액 증대도 중요함.
- 두 기업군 모두 차입금 축소를 통한 이자비용 감축이 수익성 개선에 영향을 미침.

<표 5> 건설기업 특성에 따른 분석 결과 요약

재무지표	수익성에 따른 차이			주요 경로
	수익성과 의 관계	통계적 유의성	경제적 의미	
전체 표본				
매출액 순이익률	(+)	높음	높음	<ul style="list-style-type: none">• 고정비(인건비, 대손상각비)에 연 관된 영업효율성 확보• 낮은 자금조달비용(이자비용)
총자산회전율	(+)	높음	높음	<ul style="list-style-type: none">• 현금/단기투자자산 등 유동자산 확대• 유형자산 축소를 통한 자산구조 유연화
자기자본승수	(-)	중간	중간	<ul style="list-style-type: none">• 낮은 비유동부채 비중• 차입금 축소
대기업				
매출액 순이익률	(+)	높음	중간	<ul style="list-style-type: none">• 영업경쟁력 확보• 낮은 매출원가• 대손 위험 관리 및 이자비용 축소
총자산회전율	(+)	높음	낮음	<ul style="list-style-type: none">• 유형자산 축소• 현금/단기금융자산 및 재고자산 확대• 매출채권 축소
자기자본승수	(-)	중간	중간	<ul style="list-style-type: none">• 부채 축소• 단기차입금 및 회사채 축소
중소기업				
매출액 순이익률	(+)	높음	높음	<ul style="list-style-type: none">• 영업경쟁력 확보• 인건비(고정비) 축소• 대손 위험 관리 및 이자비용 축소
총자산회전율	(+)	높음	높음	<ul style="list-style-type: none">• 유형자산 등 비유동자산 축소
자기자본승수	(-)	중간	중간	<ul style="list-style-type: none">• 장·단기차입금 축소

종합건설기업

매출액 순이익률	(+)	높음	높음	• 인건비 축소 • 대손상각비 및 이자비용 축소
총자산회전율	(+)	높음	높음	• 유형자산 등 비유동자산 축소
자기자본승수	(-)	높음	낮음	• 장·단기차입금 축소

전문건설기업

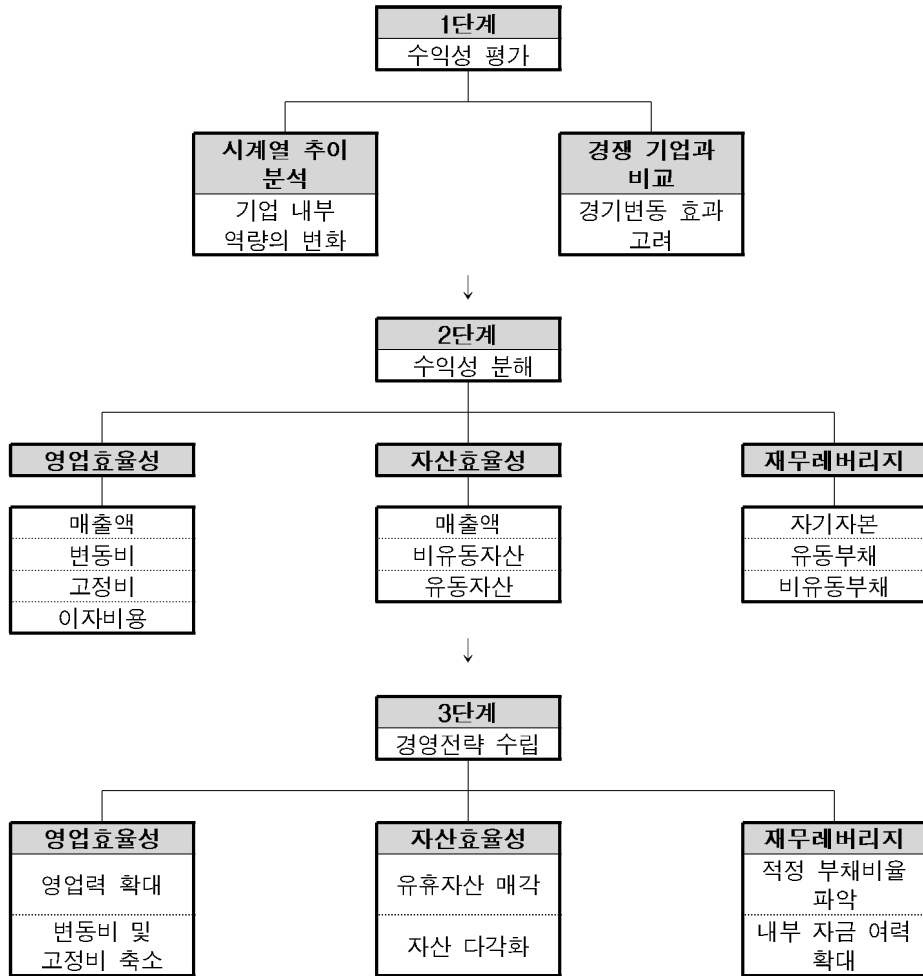
매출액 순이익률	(+)	높음	높음	• 매출원가 축소 • 인건비(고정비) 축소
총자산회전율	(+)	높음	낮음	• 영업 경쟁력 확보 • 유형자산 축소 및 현금/단기금융자 산 확대
자기자본승수	(-)	높음	높음	• 단기차입금 축소

제5장 결론 및 시사점

1. 건설기업의 듀퐁 재무분석 시스템 활용 방안

- 전사적 측면의 수익성 개선요인 도출과 체계적인 경영 성과 관리를 위한 듀퐁 재무분석 시스템 활용 방안을 제안함.
- 첫 번째 단계는 수익성 평가로, 시계열 추이 분석은 재무지표의 추세를 그려 보고 정체 또는 하락 국면에 있는 재무지표를 파악하는 방법이고, 경쟁 기업과의 비교는 경기변동 효과를 배제하고 현재 기업의 상황을 파악하는 방법임.
- 두 번째 단계는 수익성 분해로, 수익성을 영업효율성, 자산효율성, 재무레버리지로 분해하고, 각 요인은 다시 세부항목으로 구분하여 추이와 횡단면 비교를 통해 분석을 시행하는 절차임.
- 세 번째 단계에서는 두 번째 단계에서 도출된 수익성 기여요인과 연계한 경영 전략을 수립함.

<그림 9> 듀폰 재무분석 시스템 활용 방안



2. 경영전략 수립의 시사점

- 영업효율성, 자산효율성, 재무레버리지와 관련된 경영전략은 다음 표와 같이 정리할 수 있음.

<표 6> 듀퐁 재무분석 결과에 따른 경영전략

구분	경영전략	재무적 요소
영업효율성	<ul style="list-style-type: none"> • 원자재 비용의 전사적 관리 <ul style="list-style-type: none"> - 수급 여건, 계절적 요소 등 위험요인을 종합적으로 고려한 구매계획 수립 • 노동생산성 향상 <ul style="list-style-type: none"> - 종업원 교육 시스템 마련 - 스마트 기술 도입을 통한 생산성 향상 - 고령화에 대비한 인력 재배치 및 재활용 • 하도급 업체 관리를 통한 대손 위험 관리 • 외부 자금조달의 효율성 제고 <ul style="list-style-type: none"> - 주거래은행을 통한 관계금융 활용 - 신용 위험 관리를 통한 자금조달금리 조정 	<ul style="list-style-type: none"> • 매출원가(재료비, 노무비, 외주가공비 등) • 판매비 및 관리비(급여, 광고선전비, 연구개발비, 대손상각비 등) • 이자비용
자산효율성	<ul style="list-style-type: none"> • 유희자산 매각을 통한 비용 절감 및 투자재원 마련 • 금융투자자산 보유를 통한 수익원 다각화 	<ul style="list-style-type: none"> • 비유동자산(투자자산, 유형자산 등)
재무레버리지	<ul style="list-style-type: none"> • 비유동부채 축소를 통한 이자비용 감소 • 재무구조 개선을 통한 신용 위험 관리와 자금조달비용 축소 	<ul style="list-style-type: none"> • 비유동부채(회사채, 장기차입금 등) • 자기자본(이익잉여금 등)

3. 정부 정책 수립의 시사점

- 건설기업의 경영여건에 미치는 정부의 영향력은 매우 크고 중요함.
- 건설경기 하락으로 인한 건설기업의 부실을 예방하고 경영여건을 개선하기 위한 정부의 역할이 필요함.
- 건설경기 하락이 가져올 충격에 대한 완충 역할과 선제적 구조조정을 필요로 하는 기업에 대한 지원이 필요함.
- 적정 공사비 지급, 기업이 통제할 수 없는 문제로 인한 비용 지원, 노동생산성 향상을 위한 교육이나 생산성 향상을 위한 신기술도입 지원, 인프라 펀드 도입 등과 같은 자금조달 지원 등 기업의 영업효율성을 높이는 방안도 필요함.
- 끝으로, 기업 특성에 따른 맞춤형 지원이 정책의 효과를 높일 수 있을 것임.

1. 연구 배경

(1) 건설업 경영여건의 변화

건설기업의 경영여건이 어렵다. 글로벌 경제 성장이 둔화되었고, 미국과 중국 간 무역 분쟁과 우리나라와 일본과의 경제 갈등이 심화되었던 작년에 이어, 올해는 코로나바이러스감염증-19(코로나19)로 인해 국내외 실물경제가 꺾여 얼어붙었다. 세계 경제는 거대한 위기에 직면하였고 각국에서는 지금까지 한 번도 본 적 없는 대규모의 경기 부양 정책을 쏟아내고 있다. 이러한 경제 위기는 건설경기에도 직접적인 영향을 미친다.

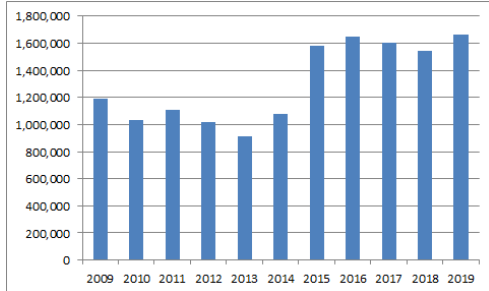
건설기업의 경영여건은 건설경기에 크게 좌우된다. 국내 건설수주는 2016년 164조 8,757억원까지 증가하였으나, 이후 2018년까지 154조 5,277억원까지 점차 하락하는 추이를 보였다. 2019년 국내 건설수주액은 166조 352억원으로 다시 늘어났는데, 이는 하반기에 경기 부양을 위한 공공부문의 발주 증가와 분양가상한제 등 올해부터 시행되는 정부의 정책을 피하기 위한 민간건축 수주가 증가했기 때문이다. 하지만 건설투자는 지속해서 감소하고 있다. 국내 건설투자는 2017년 282조 9,251억원까지 증가하였으나, 2018년에는 270조 8,589억원으로 감소세로 전환된 이후, 2019년 262조 4,032억원으로 전년보다 더욱 줄어들었다. 건설투자는 올해 더 줄어들 것으로 예상되는데, 한국건설산업연구원¹⁾은 코로나19로 인해 2020년 건설투자 증감률이 0.7~3.7% 추가 하락할 것으로 추정했다. 한국건설산업연구원은 지난해 말 2020년 건설투자가 전년 대비 2.5% 감소할 것으로 전망하였는데, 동 전망치에 코로나19 사태 발생으로 인한 건설투자 증감률 추가 하락 효과를 더하면, 2020년 건설투자는 비관적일 경우 전년 대비 6% 이상 감소할 것으로 예상된다.

한편, 2020년 SOC 예산이 전년 대비 증가하였지만, 정부의 부동산 규제는 강화되고 있으며, 해외건설 수주는 2019년 224억 달러로 주저앉으며 부진을 벗어나지 못하고 있다.

1) 이승우, 이홍일, 김정주, 엄근용, 박철환(2020), 「코로나19 사태의 건설경기 파급효과 및 대응 방안」, 한국건설산업연구원.

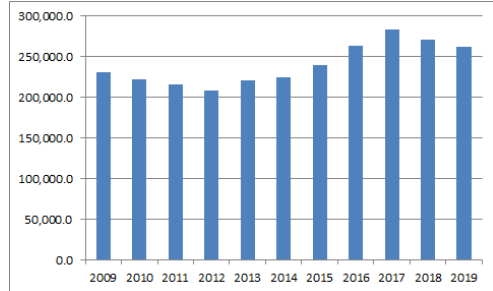
<그림 I-1> 국내 건설수주와 건설투자

Panel A : 국내 건설수주(단위 : 억원)



자료 : 대한건설협회.

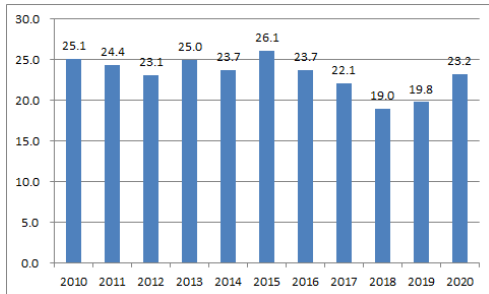
Panel B : 국내 건설투자(단위 : 십억원)



자료 : 한국은행.

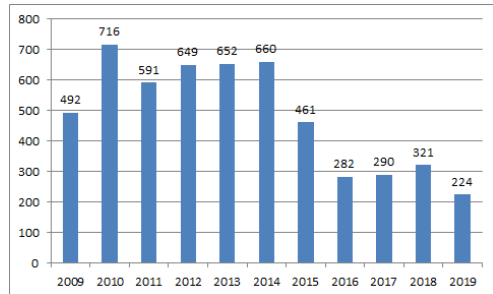
<그림 I-2> SOC 예산과 해외건설 수주

Panel A : SOC 예산(단위 : 조원)



주 : 추정예산 포함.
자료 : 기획재정부.

Panel B : 해외건설 수주(단위 : 억달러)

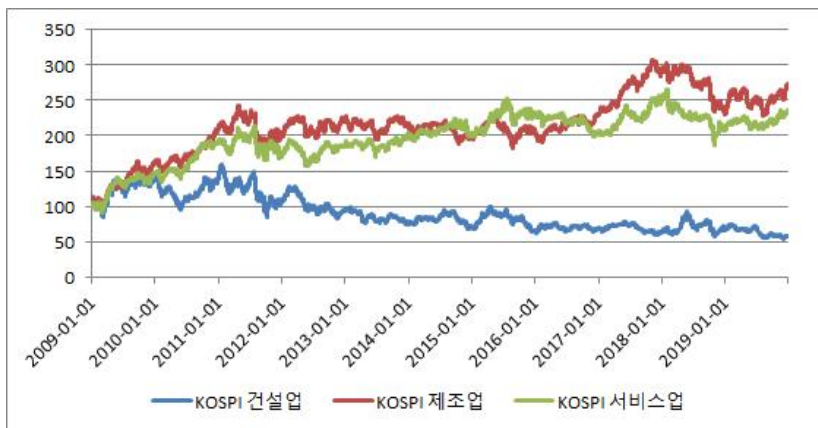


자료 : 해외건설협회.

경영여건을 제조업, 서비스업과 비교해보아도 건설업의 상황이 어렵다는 것을 알 수 있다. 일반적으로 기업의 위험, 미래 현금흐름 창출 가능성, 성장성 등은 주식가격의 움직임을 통해 추정할 수 있다. <그림 I-3>은 KOSPI(Korea Composite Stock Price Index) 건설업 지수, 제조업 지수, 서비스업 지수의 시계열 추이를 비교한 결과이다. 2008년 글로벌 금융위기 이후인 2009년 1월 1일의 각 지수를 100으로 보았을 때, 2019년 12월 말일까지의 지수 추이를 그래프로 나타냈다. KOSPI 건설업 지수의 경우 2009년부터 2019년까지 점진적으로 하락하는 추이를 보인다. 2009년 1월 1일의 지수를 100이라 한다면, 2019년 12월 31일의 지수는 57.14에 불과하다. 반면, KOSPI 제조업 지수와 서비스업 지수는 점진적으로 상승하는 추이를 보이는데, 2009년 초 100을 기준으로, KOSPI

제조업 지수와 서비스업 지수는 2019년 말 각각 271.72, 236.28이다. 2019년 말 건설업 지수와 제조업 지수와의 차이는 약 4.75배, 서비스업 지수와의 차이는 약 4.13배다. 이는 건설업 경기가 제조업과 서비스업보다 최소 4배 이상 둔화되었다는 것을 의미한다. 정부의 확장적 재정 지출, 금리 인하 등 경기부양책으로 제조업 및 서비스업 경기는 점차 개선된 반면, 건설업은 큰 혜택을 받지 못했다는 것을 유추해 볼 수 있다.

<그림 1-3> 산업별 KOSPI 주식가격 지수



주 : 2009년 1월 2일을 100으로 보았을 때, 각 지수의 일별 변화 추이를 제시함.
자료 : 에프앤가이드.

건설업은 경기변동에 대한 민감도가 타 산업보다 높아 경영 활동의 불확실성이 크므로 이에 대한 위험 관리가 필요하다. 특정 산업의 위험 수준은 증시의 불안정성, 즉, 해당 산업 주식가격 지수의 변동성으로 측정할 수 있다. 지수의 등락이 반복된다는 것은 다양한 대내·외적 요인의 변화에 해당 산업의 경영여건이 민감하게 영향을 받는다는 것을 의미한다. <표 1-1>은 2009년 1월 1일부터 2019년 12월 31일까지 매년 KOSPI 건설업, 제조업, 서비스업 지수의 일별 수익률의 표준편차를 측정한 결과이다. 모든 연도에 걸쳐 KOSPI 건설업 지수의 변동성(표준편차)은 제조업과 서비스업 지수의 변동성에 비해 크다. 이는 같은 경기변동 상황을 겪더라도 제조업이나 서비스업보다 건설업의 주가 수익률이 경기변동에 더 민감하게 반응한다는 것을 뜻한다. 2009년 1월 1일부터 2019년 12월 31일까지 전체 기간을 대상으로 측정한 일별 수익률의 표준편차는 KOSPI 건설업 지수가 1.76, 제조업 지수가 1.36, 서비스업 지수가 1.14이다.

<표 I -1> KOSPI 산업 지수별 수익률 변동성

구분	KOSPI 건설업	KOSPI 제조업	KOSPI 서비스업
2009년	2.27	1.57	1.40
2010년	1.58	1.06	1.00
2011년	2.63	1.88	1.78
2012년	1.58	1.19	0.99
2013년	1.20	0.92	0.83
2014년	1.32	0.76	0.83
2015년	1.67	0.85	1.05
2016년	1.54	0.85	0.94
2017년	1.10	0.74	0.86
2018년	2.38	1.10	1.22
2019년	1.28	0.96	0.84
전체	1.76	1.36	1.14

주 : 매년 산업별 주시가격 지수(종가지수)의 일별 수익률을 바탕으로 표준편차를 측정함.
자료 : 에프앤가이드.

건설업의 증시 불안정성이 높은 이유는 정부의 정책 기조 또는 규제의 변화, 부동산 투자 심리와 같이 사전에 예측하기 힘든 요인들에 의해 건설기업의 경영여건이 크게 변화하기 때문으로 이해할 수 있다. 이와 더불어, 금리, 환율, 유가 등 건설기업이 자체적으로 통제할 수 없는 외생적 요인들의 변화 역시 경영여건에 많은 영향을 미친다. 이러한 효과의 예시는 아래 <표 I -2>에 요약하였다. 최근 내수 경기 침체의 장기화, 글로벌 보호무역주의의 확대 등은 건설업 경영여건에 부정적인 영향을 미칠 수 있다. 따라서, 이러한 위험을 최소화할 대응 방안 마련이 요구된다.

<표 I -2> 거시경제 요인과 건설기업의 경영여건

위험요인	효과(예시)
금리	금리 상승 → 외부 자금조달 비용 증가 → 비용 효율성 약화
환율	환율의 평가 절상 → 수출 가격 상승 → 수익 감소
유가	유가 하락 → 중동 지역의 발주 감소 → 수익 감소
정책 및 규제	건축 정책 및 규제 강화 → 총수요 감소 → 수익 감소
부동산 투자심리	투자심리 위축 → 사업 실현의 불확실성 확대 → 사업 위험 증가

(2) 건설업 경영의 특수성

건설산업은 타 산업과 다른 여러 가지 특성이 있으므로, 건설기업의 경영여건 분석 시 제조업 등 여타 산업과 같은 평가 기법과 기준을 적용하는 것은 현실적이지 않다. 건설업에 적합한 분석을 바탕으로 건설업 수익성 개선요인을 도출하고, 경영전략을 수립하는 과정이 필요하다. 건설업이 가진 특수성은 다음과 같다.

건설업의 첫 번째 특수성으로는 수주산업으로서 주문 생산 방식으로 사업이 이루어지는 점을 들 수 있다. 이로 인해 입찰에 성공하기 위한 개별 기업의 영업력, 비용 관리, 기술력 등이 사업의 수주에 영향을 미치는 경쟁우위로 작용할 수 있다. 수주산업의 특성상 경기변동에 따른 주문자 수요의 가변성이 높으므로 경영상의 불확실성이 크다. 이로 인해, 정책당국은 건설업을 대표적인 경기민감업종으로 분류한다.

두 번째 특수성으로, 건설업은 프로젝트 단위로 제품 생산이 이루어진다. 이러한 특성으로 인한 경영전략 수립에의 영향으로는 먼저, 프로젝트별 주문자의 요구에 대응할 수 있는 다각화된 사업 포트폴리오와 이를 안정적으로 뒷받침할 수 있는 견고한 경영구조가 필요하다. 또한, 제품의 표준화나 재고 관리가 어려울 수 있으므로 유연한 사업구조의 필요성이 높다. 제품 생산시 단일화된 원가 관리가 이루어지기 힘든 구조이므로 개별 프로젝트별 비용 절감을 통해 경영효율성을 높이는 것이 중요하다.

세 번째 특수성으로, 건설업은 단위 제품의 생산 규모가 크며, 생산되기까지 걸리는 시간이 길다. 이러한 특수성으로 인해, 제품의 성공적인 생산을 위한 체계적인 비용 관리 노력이 요구된다. 특히, 수주산업인 건설업은 그 특성상 계약액이 초기에 정해지기 때문에 비용 관리를 통해 경영 성과를 개선할 수 있다. 건설 사업에는 대규모 자본이 투입되기 때문에 자금관리 노력이 필요하며 자금 부족에 대비한 다양한 경로의 외부 자금 조달 수단을 마련해야 한다. 또한, 여러 생산요소가 동시에 투입되는 특성으로 인해 이들의 수급여건에 기초한 가격변동이 제품 생산의 비용에 미치는 영향력이 크므로, 이들에 대한 효과적인 통제 또는 예측 능력을 갖추어야 한다. 장기간에 걸친 생산 활동으로 인해 다양한 대내·외 여건의 변화로 제품 생산의 불확실성이 커질 수 있으므로 다양한 외생적 변화에 대한 사전 관리 노력이 필요하다.

네 번째 특수성으로, 건설업은 다양한 재료, 제품, 기술과 공정의 결합을 통해 구현되는 종합산업이다. 따라서, 개별 요소의 선택, 개발 및 혁신에 따라 경영효율성의 개선이

유도될 수 있기도 하지만, 특정 요소에 문제가 발생할 때는 제품 생산에 어려움이 따를 수 있다. 전체 결합요소를 효율적으로 활용하기 위한 포괄적인 관리 목표와 과정의 설정이 필요하다. 또한, 모든 요소를 하나의 기업이 갖추는 것은 사실상 어려우므로 협력업체 또는 하도급 업체에 대한 의존도가 높다. 그러므로, 이들 업체의 안정성, 효율성 등을 효과적으로 통제 및 관리해야 한다.

마지막 특수성으로, 건설업은 실물경제를 뒷받침하는 기반산업으로 국가 경제에 미치는 파급효과가 크다. 이러한 특성은 건설기업의 경영전략 측면의 함의보다는 정책당국의 지원 필요성을 제기한다. 건설업은 경제 발전의 인프라로 산업의 발전이 여타 산업의 발전을 뒷받침함으로써 국가 경제에 높은 파급력을 갖는 기반산업이다. 특히, SOC 등 건설투자는 경기조절 수단으로서 중요한 역할을 하는데, 이는 건설산업의 생산유발효과, 부가가치유발효과 및 고용유발효과 등과 같은 산업 고유의 파급효과가 커서 경제 성장의 원동력으로 작용할 수 있기 때문이다. 그러므로, 이러한 중요성을 고려해 건설기업의 경영 활동의 안정성을 담보할 수 있는 정책·제도적 노력이 필요하다.

<표 1-3> 건설업의 특수성에 따른 경영전략

특수성	경영전략
주문 생산 방식	<ul style="list-style-type: none"> 기업의 영업력, 비용 관리, 기술력 등이 중요 경기변동에 따른 건설 수요의 가변성으로 인해 경영상의 불확실성이 높음
프로젝트 단위의 제품 생산	<ul style="list-style-type: none"> 수요 변화에 대응할 수 있는 다각화된 사업 포트폴리오와 견고한 경영구조 필요 사업구조의 유연화 필요 개별 프로젝트별 비용 절감 노력 필요
대규모의 생산과 긴 생산 기간	<ul style="list-style-type: none"> 비용 효율성 개선을 위한 체계적 관리 필요 외부자금 조달을 포함한 효율적인 자금관리 노력이 필요 생산요소의 가격 변동 위험에 대한 통제·예측 능력이 필요 대내·외 여건 변화의 대응 방안 마련 필요
종합산업	<ul style="list-style-type: none"> 다양한 생산요소를 아우르는 포괄적인 관리 필요 협력 업체 또는 하도급 업체의 효과적인 관리 필요
국가기반산업	<ul style="list-style-type: none"> 국가 경제에 미치는 높은 파급력을 고려, 정책적 지원 필요

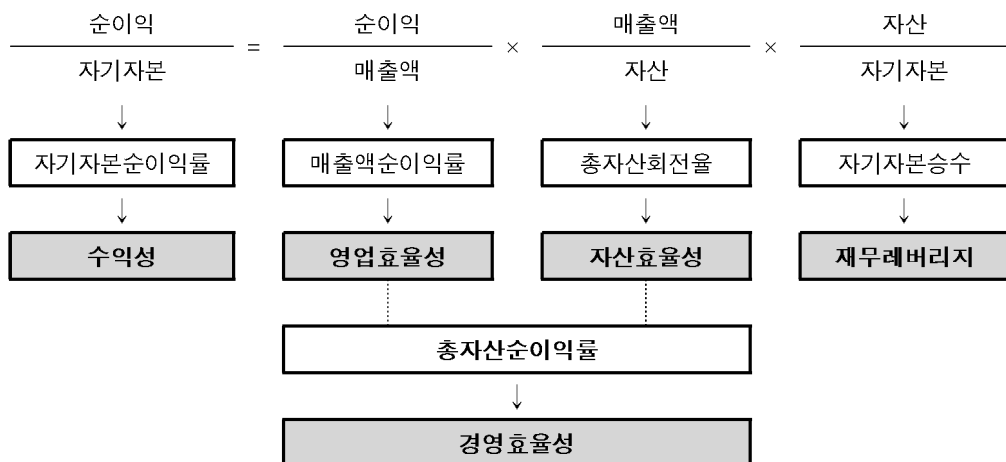
2. 연구 목적

본 연구는 건설업 수익성 기여요인 분석을 목적으로 한다. 경기변동에 민감한 건설업

의 특성을 고려할 때, 건설경기가 하락하는 현재와 같은 시점에서 건설기업의 생산성 개선, 비용 및 위험 관리의 체계화 등의 경영전략이 요구된다. 본 연구에서는 이를 위한 기초작업으로 건설기업의 현황과 역량을 파악하기 위한 구조화된 분석의 틀을 구축하고, 이를 바탕으로 어떤 요인이 건설기업의 수익성 개선에 가장 많은 영향을 미치는지를 파악한다. 높은 경기 민감도에 대비한 위험 관리를 위해서 외생적 위험요인의 변화에 따른 경영지표의 변화를 살펴보고, 앞으로의 위험 관리에 대한 시사점을 도출하고자 한다. 본 연구의 결과는 건설기업의 내부 역량 강화와 경영전략 수립에 활용될 수 있을 것이며, 건설기업 경영 활동의 지속 가능성을 높일 수 있을 것이다.

본 연구에서는 건설기업의 내부 역량을 객관적이고 일관성 있게 파악하기 위한 체계적인 분석의 틀로 듀퐁 재무분석 시스템을 적용한다.²⁾ 이 분석 방법은 듀퐁(DuPont)사의 이익 관리를 위해 고안된 기법으로, 재무제표인 재무상태표와 손익계산서의 주요 항목을 활용하여 수익성의 분해를 통해 어떤 재무적 요인이 경영 성과 개선에 기여하였는지를 사후적으로 판단한다. 구체적으로 수익성을 ① 영업효율성, ② 자산효율성, ③ 재무레버리지 요인으로 구분하고, 보다 세부적으로 각 요인의 변화에 영향을 미치는 재무제표 항목을 분석하여 경쟁우위 요소를 도출하는 방식이다.

<그림 1-4> 듀퐁 재무분석 시스템의 개요



2) 듀퐁 재무분석 시스템에 관련한 내용은 Stephen A. Ross, Randolph W. Westerfield와, Bradford D. Jordan의 Fundamentals of Corporate Finance의 내용을 참고함.

듀퐁 재무분석기법은 명확한 논리 구조가 있으며³⁾, 직관적으로 이해하기 쉽다. 또한, 정성적 분석과 달리 정량적 수치를 활용하기 때문에 기업의 내부 역량을 객관적으로 파악할 수 있으며, 경쟁 기업과도 비교하기가 쉽다는 장점이 있다. 듀퐁 재무분석 시스템의 구조와 해석에 대한 자세한 설명은 다음 장에서 다룬다.

본 연구는 듀퐁 재무분석 시스템을 바탕으로 시계열 분석과 횡단면 비교를 시행한다. 시계열 분석을 통해 과거로부터 현재까지 건설업 재무지표의 변화를 살펴보고 어떤 요인의 변동으로 인해 수익성이 개선 또는 악화되었는지 파악한다. 경기변동에 민감한 건설업의 특수성을 고려할 때, 경영환경의 악화가 어떤 요인에 많은 영향을 미쳤는지 분석함으로써 향후 건설기업의 경영전략 도출에 있어 시사점을 도출할 수 있을 것이다.

횡단면 분석은 특정 시점 또는 특정 기간에 경쟁 기업과의 재무비율 비교를 통해 현재 기업의 경쟁우위 요소와 문제점을 인식하기 위한 접근방식이다. 일반적으로 횡단면 분석은 동종 산업 내 경쟁 기업 간의 비교에 활용되지만, 본 연구에서는 재무적 측면에서 건설업의 특수성을 객관적으로 도출하기 위해 여타 산업(제조업)과의 비교도 시행한다. 또한, 건설기업을 대기업과 중소기업, 종합건설기업과 전문건설기업으로 나누어 각각의 기업군에 대한 분석도 시행한다.

3. 연구의 의의 및 구성

(1) 연구 의의

본 연구는 건설기업의 경영전략 도출에 시사점을 제공한다. 기업 경영전략 수립의 핵심은 기업 내부 특성과 외부 환경적 요인을 분석하여 기업이 가진 강점을 극대화하는 한편, 약점을 보완하기 위한 대안을 모색하는 것이다. 본 연구는 건설기업이 내부 역량을 확인하고 취약한 부분을 도출할 수 있는 재무적 관점에서의 분석 툴(tool)을 제공한다. 건설기업은 이러한 분석 툴을 바탕으로 경영전략의 방향성을 도출함으로써 어려운 경영여건에 대응할 수 있는 효과적인 대안을 모색할 수 있을 것이다. 또한, 거시경제의

3) 명확한 논리 구조에 기초하여 듀퐁 항등식(DuPont Identity)으로 불리기도 함.

변화에 기초한 위험요인에 대응하는 방안 모색에도 본 연구를 활용할 수 있을 것이다. 코로나19 사태로 인한 경제적 파장이 큰 현재와 같은 시점에서, 동 사태가 건설기업 경영에 미치는 영향을 분석하고 이에 대한 적절한 대응책을 모색하는 데 도움이 될 것이다. 최근 불거지고 있는 기업 경영상의 이슈들, 예를 들면, 유동성 확보를 위한 자산 매각, 자금조달상의 어려움, 사업비용 상승에 따른 수익 감소 등은 모두 듀퐁 재무분석 시스템의 자기자본승수, 매출액순이익률, 총자산회전율과 밀접히 관련되는 것으로 본 연구의 분석 방법을 활용하여 각각 대한 영향력을 측정할 수 있다.

이와 더불어, 본 연구는 정책적 시사점도 제공한다. 건설업의 수익성 개선요인 도출을 통해 경기여건의 악화로 인해 발생할 수 있는 부실기업을 관리·예방하기 위한 정책 모색에 도움을 줄 수 있다. 경기 침체로 인한 부실기업 발생은 구조조정의 필요성을 제기한다. 대표적 경기민감업종인 건설업 역시 구조조정의 대상으로 정책적 관심이 높아질 수 있다.

2015년 말 정부는 ‘경제관계장관회의’에서 5대 경기민감업종으로 조선업, 해운업, 석유화학업, 철강업, 건설업을 지정하고, 구조조정 방향에 대한 논의를 진행한 바 있다. 이후 건설경기 활성화로 구조조정의 필요성이 약해졌으나, 건설경기 하락 국면에 진입하는 지금, 앞으로의 구조조정 논의에 대한 선제적인 대응이 필요하다. 구조조정에는 정부의 자금 지원 등 명시적 손실뿐만 아니라, 부가가치 및 고용 감소로 인해 경제여건이 위축되는 부정적 효과도 수반된다. 이 때문에 정책당국은 건설업의 구조조정 방향으로 ‘시장원리에 따른 상시적 구조조정과 함께 정상기업의 부실화 방지를 위한 정책적 지원 대책을 차질없이 진행’하는 것으로 설정했었다.

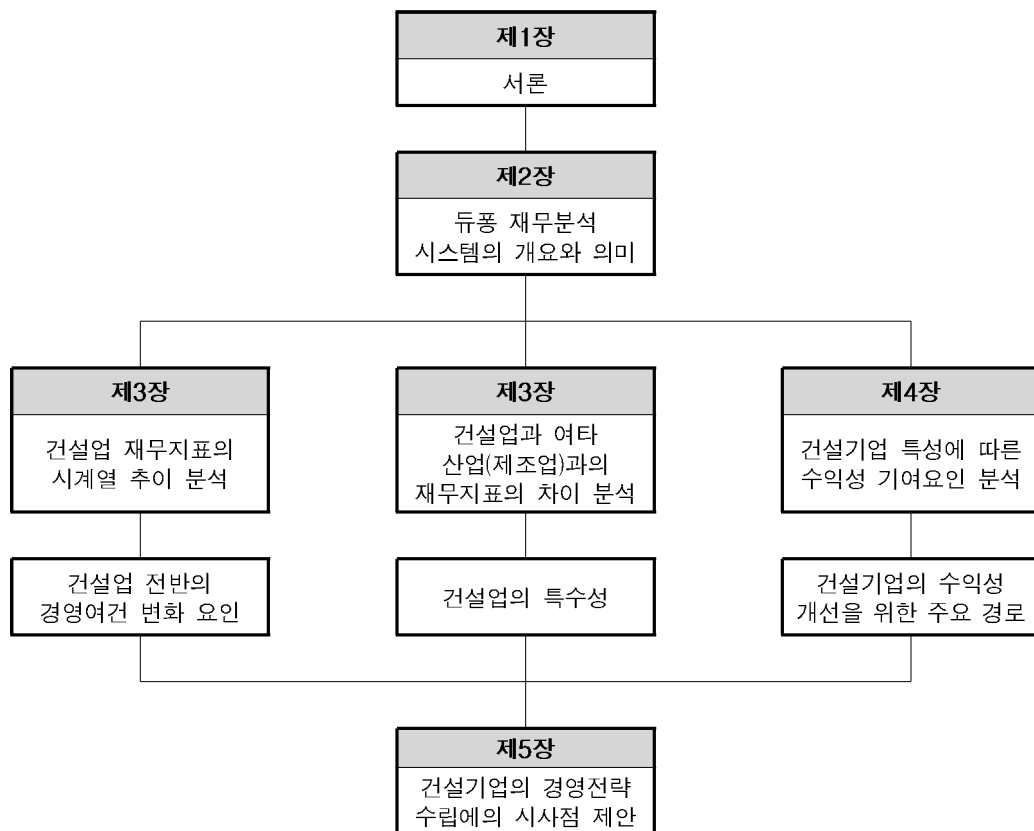
건설업이 국가 경제에 미치는 파급효과를 고려했을 때, 건설기업의 부실화를 예방하기 위한 정책적 노력은 매우 중요하다. 따라서, 본 연구는 건설기업의 수익성 개선요인을 사전에 판별하고, 침체된 경기여건으로 인한 부실화를 예방하기 위해 어떤 자구적인 노력이 요구되는지를 제시함으로써 앞선 정책적 목표를 달성하기 위한 기초자료 및 방향성을 제공하고자 한다.

건설업에 대한 분석뿐 아니라 제조업과의 비교를 통해 건설업의 특수성을 파악하고, 건설기업을 대기업과 중소기업, 종합건설업과 전문건설업으로 구분하여 분석함으로써 건설기업 특성에 따른 시사점을 도출한다.

(2) 연구 구성

본 연구의 구성은 다음과 같다. 2장에서는 재무분석의 의의와 듀퐁 재무분석 시스템의 구조 및 의미에 대해 논의한다. 3장에서는 건설업 재무지표의 변화(시계열 추이)를 분석함으로써 건설업 전반의 경영여건 변화 양상을 살펴본다. 또한, 건설업과 여타 산업(제조업)과의 재무지표의 차이를 분석해 건설업의 특성을 도출한다. 4장에서는 건설기업을 대기업과 중소기업, 종합건설업과 전문건설업으로 구분하여 각 그룹 간 차이를 비교함으로써 기업 특성에 따른 수익성 기여요인을 도출한다. 이를 바탕으로 건설기업의 수익성 개선을 위한 주요 경로를 파악한다. 마지막으로, 5장에서는 앞선 3장과 4장의 결과를 종합적으로 검토하여, 건설기업의 경영전략 수립에의 시사점을 제안한다.

<그림 1-5> 연구 구성



1. 재무분석의 의의

재무분석은 기업의 재정 상태나 경영 내용을 정확히 파악하기 위하여 재무제표를 토대로 시행하는 분석을 의미한다. 일정 기간의 경영 성과와 일정 시점에서의 재무상태를 파악하고, 이에 대한 원인 분석을 통해 합리적인 개선 방안을 도출하기 위한 작업이다. 대표적인 재무제표로는 재무상태표(대차대조표), 손익계산서, 현금흐름표가 있는데, 재무상태표는 결산 시점을 기준으로 해당 기업의 회계적 가치를 보여주고, 손익계산서는 특정 기간 동안 기업이 달성한 성과를 요약하여 보여준다. 현금흐름표는 특정 기간 동안 현금의 원천과 현금의 사용을 요약하여 보여준다. 이러한 재무제표는 기업의 경영 활동과 성과를 파악하는 기본적이고 객관적인 자료로 활용된다.

재무분석을 통해 해당 기업의 성장성, 수익성, 안정성 등을 파악할 수 있다. 성장성 지표로는 매출액증가율과 총자산증가율 등이, 수익성 지표로는 매출액영업이익률, 매출액(세전)순이익률, 총자산(세전)순이익률, 이자보상비율 등이, 안정성 지표로는 자기자본비율, 부채비율, 차입금의존도 등이, 활동성 지표로는 총자산회전율이 활용된다.

한국은행에서는 매년, 분기마다 우리나라 기업들에 대한 기업경영분석 자료를 제공하고 있는데, 이는 기업의 경영실태를 계수적으로 파악하여 정부의 산업정책, 중앙은행의 통화신용정책과 금융기관의 여신관리 및 기업의 경영합리화 추진에 필요한 기초 통계 자료를 제공하기 위함이다. 이를 통해 알 수 있듯이, 재무분석은 정부의 다양한 정책과 기업의 경영전략 수립에 기초자료로 활용된다.

이해관계자에 따라 구분해보면, 주주나 투자자는 좋은 투자처를 모색하여 수익을 극대화하기 위해, 금융기관을 비롯한 채권자는 원금 및 이자의 원활한 회수를 위해, 협력업체는 지속적이고 안정적인 사업 진행을 위해, 소비자는 기업으로부터 제공받은 제품 및 서비스의 품질 보증을 위해 재무분석을 통해 특정 기업의 경영 상태를 파악할 수 있다.

2. 듀퐁 재무분석 시스템의 구조

듀퐁 재무분석 시스템은 수익성을 영업효율성, 자산효율성, 재무레버리지로 분해하여 어떤 항목이 수익성 개선에 가장 많은 영향을 미쳤는지를 분석하는 실용적이며 객관적인 분석 방법이다. 본 연구에서는 수익성을 분해한 각각의 재무지표뿐 아니라 재무지표를 구성하는 세부항목에 대한 분석도 시행한다. 분석에 활용되는 회계 정보는 그 기업의 자산 규모와 부채 수준, 수익과 지출 등을 보여주는 자료로, 이를 잘 관리하여 경영의 효율을 높이는 것은 매우 중요하다. 이번 장에서는 본 연구의 주요 분석 방법론인 듀퐁 재무분석 시스템의 구조와 장점, 의미와 해석, 경영전략과의 연계성에 관해 설명한다.

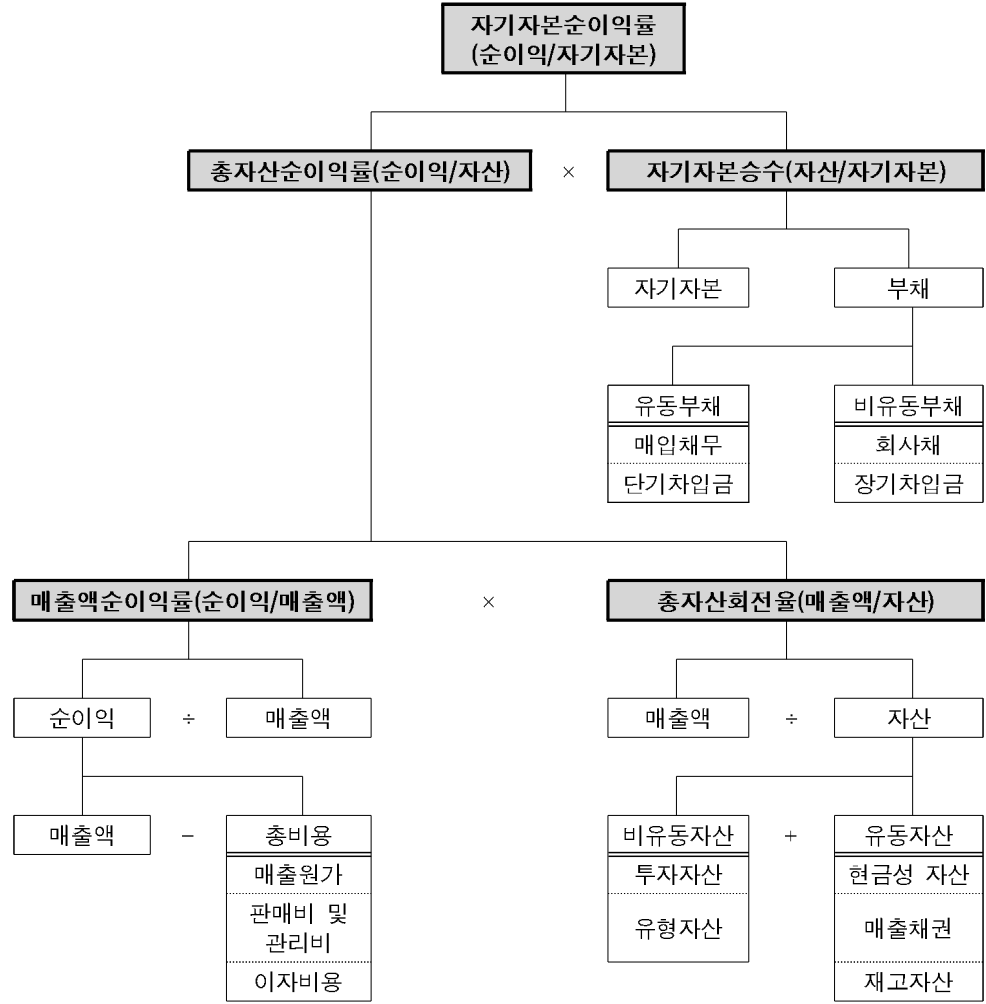
수익성은 기업의 지속적인 발전을 위해 가장 중요한 요소이다. 기업의 수익성이 개선되면 미래 성장성을 확보할 수 있으며, 파산확률을 낮출 수 있다. 기업의 누적된 수익⁴⁾은 성장을 위한 투자자금에 활용될 수 있다. 은행 대출, 회사채 및 주식 발행 등 외부 자금조달에는 상당 수준의 비용이 발생하는 것에 반해, 누적된 수익(이익잉여금)은 내부 자금으로 조달비용이 들지 않는다. 따라서, 안정적인 수익성을 보유한 기업은 투자가 필요한 시점에 낮은 비용으로 투자할 수 있으므로 기업 성장성을 높일 수 있다. 한편, 누적된 수익은 기업의 자기자본을 늘려 잠재적 파산위험을 낮추는 효과도 있다. 일반적으로 기업의 파산은 타인자본(부채)의 청구권을 이행하지 못하는 경우 발생하므로, 파산확률은 부채의 규모에 비례한다. 기업이 이익잉여금을 많이 보유하고 있는 경우 자기자본이 늘어나고, 이는 전체 자산에서 부채의 비중을 낮춘다. 자기자본의 증가는 외부적 충격을 완충하는 수단으로도 활용되므로 그 중요성이 높다.

듀퐁 재무분석 시스템에서는 수익성의 분해를 통해 경쟁우위 요소를 도출한다. 기업의 수익성은 영업 경쟁력, 비용 관리, 생산성 등 다양한 요인에 영향을 받는다. 따라서 기업의 수익성이 어떠한 요소에 가장 많은 영향을 받는지 분석해볼 필요가 있다. 듀퐁 재무분석 시스템은 수익성을 대리하는 재무지표로 자기자본순이익률(ROE, return on equity)을 활용한다. 이는 당기순이익을 자기자본으로 나눈 값으로 정의되므로, 당기순이익의 상승 또는 자기자본의 감소는 자기자본순이익률의 증가로 이어진다. 당기순이익 상승의 효과는 총자산순이익률(ROA, return on asset)을 통해, 자기자본 감소의 효과는

4) 기업의 수익(당기순이익)은 주주들에게 배당되거나 내부 유보를 통해 향후 투자지출에 대비하기 위한 자금으로 활용됨.

자기자본승수를 통해 분해하여 분석한다. 총자산순이익률은 당기순이익을 총자산으로 나누어 계산하고, 자기자본승수는 자산을 자기자본으로 나누어 산출하며, 두 지표의 곱은 자기자본순이익률이다.

<그림 II-1> 듀폰 재무분석 시스템의 구조



총자산순이익률은 매출액순이익률과 총자산회전율로 분해할 수 있다. 매출액순이익률은 순이익을 매출액으로 나누어 계산하며, 총자산회전율은 매출액을 자산으로 나누어

산출한다. 매출액의 상승은 순이익의 증가로 이어지지만, 다양한 비용의 지출 수준에 따라 이익 증가 폭이 달라질 수 있다. 순이익은 영업 활동과 비영업 활동에 수반되는 비용을 매출액에서 차감한 값이므로, 전체 비용을 매출원가, 판매비 및 관리비, 이자비용 등으로 분해하면 어떤 부분의 비용 절감(또는 증가)이 수익성 향상(또는 감소)에 영향을 미쳤는지 판단할 수 있다.

총자산회전율은 자산이 증가하는 경우 감소한다. 매출액을 창출하기 위해 영업 활동에 투입되는 자산의 규모가 상승할 경우 매출액 역시 비례적으로 증가해야 효율적인 자원 활용이 이루어진 것으로 보기 때문이다. 많은 자산을 보유하였음에도 불구하고 매출액이 낮다면 이는 자원이 비효율적으로 활용된다는 것을 의미한다. 자산은 고정자산과 유동자산으로 구분하는데, 고정자산은 대표적으로 유형자산을 포함하며, 유동자산은 현금 및 현금성 자산, 매출채권과 재고자산 등을 포함한다. 이들 중 어떤 세부항목의 변화로 인해 총자산회전율이 변동하였는지 파악할 수 있다. 자산의 변동 없이, 매출액 증가로 인해 총자산회전율이 증가할 수도 있다.

자기자본증수는 자산이 자기자본에 비해 몇 배 수준인지를 의미하며, 이의 역수를 1에서 차감하면 기업의 부채비율이 된다. 자기자본이 상승한다는 것은 자기자본보다는 타인자본, 부채를 통해 더 많은 자본이 조달되었다는 것을 의미한다. 부채비율이 높아지면 파산확률이 높아지며, 이자비용도 증가하게 된다.

3. 재무지표와 구성요인의 의미와 해석

자기자본순이익률은 주주의 투자자금 대비 이익 수준을 나타내는 지표이다. 일반적으로 주주는 기업의 주요 의사결정에 대한 의결권을 가지며, 기업에 대한 소유권을 보유한다. 따라서, 자기자본순이익률은 기업 소유자의 투자수익률로 볼 수 있으므로 수익성 지표로 매우 중요한 의미가 있다. 기업 경영의 궁극적 목적이 주주 부(wealth)의 극대화인 점을 고려할 때, 자기자본순이익률은 주주 부의 변화와 밀접한 연관성을 가질 뿐 아니라 주주는 이를 확대하는 방향으로 경영 의사결정에 대한 의결권을 행사할 것이기 때문에 그 중요성이 더욱 높다.

앞선 분해한 각 재무지표의 의미는 다음과 같다. 먼저, 매출액순이익률은 영업효율성

을 의미하는데, 기업의 영업 활동에 수반되는 비용을 관리하는 능력을 반영한다. 순이익은 매출액에서 비용을 차감하여 계산하는데, 비용이 절감되는 경우 매출액이 변화하지 않더라도 순이익이 상승하는 효과를 얻게 된다. 총자산회전율은 보유한 자산을 바탕으로 어느 정도의 수익을 창출할 수 있는지를 가늠하는 지표로, 자산효율성을 의미한다. 자산효율성은 자산이 감소하거나 매출액이 증가하는 경우 높아진다. 자기자본승수는 레버리지의 확대를 의미한다. 주목해야 할 점은, 자기자본순이익률의 확대는 수익개선과 비용 축소뿐만 아니라, 부채의 증가에 의해서도 나타날 수 있다는 점이다. 부채의 확대를 통한 수익성 개선은 향후 파산 위험을 높이고 이자비용 부담도 증가시킬 수 있다.

<표 II-1> 듀퐁 재무분석 시스템 재무지표와 의미

재무지표	의미/개선 경로	
자기자본순이익률		
총자산순이익률		
매출액순이익률	영업효율성	• 영업비용의 절감
총자산회전율	자산효율성	• 자산의 축소 • 매출액의 확대
자기자본승수	레버리지 효과	• 부채 규모의 확대

각 재무지표에 영향을 미치는 경로는 개별 지표를 세부적인 회계 계정과목으로 분해함으로써 구체화할 수 있다(<표 II-2> 참조). 영업비용의 절감은 매출원가, 판매비 및 관리비, 이자비용, 세금으로 분해할 수 있다. 이러한 구성요인들을 세부항목으로 구분하면, 먼저, 매출원가는 상품이나 제품의 매입원가 또는 제조원가를 의미하며, 원자재 비용, 노무비, 외주가공비 등이 가장 큰 비중을 차지한다. 매출원가는 상품 및 제품 판매 단위당 추가되는 비용으로, 대표적인 변동비이다. 판매비 및 관리비는 경영 및 영업 활동의 유지·관리에서 발생하는 비용으로 인건비(급여 및 상여금 등), 연구개발비, 광고홍보비, 대손상각비 등을 포함한다. 판매비 및 관리는 상품 및 제품이 판매되지 않더라도 경영 활동 유지에 소요되는 비용으로, 고정비에 속한다. 이자비용은 타인자본을 통한 자금조달에 수반되는 자본비용이다. 차입금 또는 회사채에 대한 이자가 이에 해당한다.

자산은 유형자산, 현금 및 현금성 자산, 매출채권, 재고자산 등으로 이루어진다. 유형

자산은 경영 활동에 반복적으로 사용되며, 물리적 형태를 갖춘 자산이다. 토지, 건물, 기계장치, 구축물, 차량운반구, 공구와 기구, 비품 등이 포함된다. 유동자산은 1년 이내에 현금화될 수 있는 자산으로, 현금 및 현금성 자산이 대표적이다. 현금은 미래 투자기회를 실현하기 위한 기업 내부의 잉여자금이고, 현금성 자산은 단기적 운용을 통해 투자이익을 얻기 위한 자산으로 유가증권, 단기금융상품 등이 포함된다. 매출채권은 영업 활동을 통해 발생하는 채권으로 일종의 외상 판매대금(외상매출금, 받을어음 등)을 의미한다. 또 다른 유형의 유동자산인 재고자산은 영업 활동에 활용되기 위해 보유하는 자산이나 제조과정에 있는 자산이다. 상품, 제품, 반제품, 재공품 등이 포함된다.

부채는 유동부채와 비유동부채로 구분된다. 유동부채는 1년 이내에 상환해야 하는 채무를 의미하며, 외상매입금, 지급어음, 금전채무, 단기차입금 등이 이에 해당한다. 비유동부채는 고정부채로 부채 중 만기가 1년 이후에 도래하는 것들을 의미한다. 회사채, 장기차입금, 임대보증금, 장기매입채무, 퇴직급여충당부채 등이 포함된다.

본 연구에서 정의 및 활용하고 있는 수익성, 재무지표, 재무지표 구성요인, 세부항목은 다음 표와 같이 정리할 수 있다.

<표 II-2> 듀퐁 재무분석 시스템의 재무지표 구성요인과 세부항목

수익성	자기자본순이익률		
재무지표	총자산순이익률		자기자본승수
	매출액순이익률	총자산회전율	
재무지표 구성요인	순이익, 매출액	매출액, 자산	자산, 자기자본, 부채(자산-자기자본)
세부항목	매출원가, 판매비 및 관리비 (인건비, 광고선전비, 연구개발비, 대손상각비), 이자비용	유동자산 (현금/단기금융자산, 매출채권, 재고자산), 비유동자산 (장기금융자산, 유형자산),	유동부채 (매입채무, 단기차입금), 비유동부채 (회사채, 장기차입금)

4. 경영전략 수립 및 위험 관리와의 연계성

수익성(자기자본순이익률)을 높이기 위해서는 이를 구성하는 각 요인과 관련된 경영

전략 수립 및 위험 관리가 필요하다. 듀퐁 재무분석 시스템을 활용하면 어떤 요인에 대한 역량 개선이 필요한지를 객관적으로 파악할 수 있다. 이를 통해 기업 역량 강화를 위한 세부적인 경영전략을 마련할 수 있을 것이다.

매출액순이익률의 증가가 요구되는 기업이라면, 매출원가, 판매비 및 관리비, 이자비용의 변화를 파악하여 구체적인 경영전략 수립의 방향성을 모색할 수 있다. 매출원가를 줄이기 위해서는 원자재 비용 절감이 이루어져야 한다. 동일한 상품 또는 제품을 산출하는 데 더 적은 원자재가 활용된다면 영업효율성 개선을 통해 수익성을 높일 수 있을 것이다. 기업의 영업효율성 개선 외에 유가 하락, 생산요소 시장으로부터의 공급량 증가 등으로 인한 원자재 가격 하락시에도 매출원가가 낮아질 수 있다. 이는 기업이 내부적으로 통제할 수 있는 역량이라기보다는 대외 여건의 개선에 따른 이익으로 볼 수 있다. 다만, 이러한 대외 여건의 변화를 사전에 예측하는 능력도 기업이 갖추어야 하는 필수적 경영전략이 될 수 있다.

판매비 및 관리비의 감소를 위해서는 영업비용의 효과적인 관리능력이 필요하다. 먼저, 인건비 감소를 위한 예방적 구조조정의 목적으로 인력 감축, 인건비 조정 등을 할 수 있다. 하지만, 인력 구조조정에는 여러 가지 고려해야 할 요소가 많으므로 주어진 인력구조하에서 생산성을 개선하는 방안을 마련해야 할 것이다. 다음으로, 연구개발비 지출의 효율성을 개선하는 방안이 있는데, 연구개발비는 미래 성장기회 모색의 기반이 되기 때문에 지출 규모를 줄이기보다는 지출 단위당 성과를 개선하는 방향이 적절할 것이다. 광고홍보비 지출은 인지도 개선, 영업력 개선의 기반이 된다는 측면에서 기업의 성장 단계에서 필수적이라 할 수 있다. 하지만, 어느 정도 영업 기반이 마련된 이후에는 수익에 대한 기여도가 감소할 수 있으므로 성장 단계별로 선별적인 활용이 필요할 것이다. 마지막으로, 신용거래에 수반되는 대손 위험의 통제를 통해 대손상각비를 줄일 수 있다. 이를 위해서는 사전에 거래기업에 대한 정보를 누적하여 기업 건전성 여부를 판단하는 데 활용할 필요가 있다.

이자비용의 감소는 외부 자금조달의 효율성을 높임으로써 달성할 수 있다. 기업의 재무건전성을 개선함으로써 신용등급에 기초한 자금조달 금리를 낮추는 방향이 바람직하다. 재무건전성 개선을 위해서는 수익성 확대, 부채 감소 등이 요구되므로, 이자비용의 감소는 결국 여타 재무제표 항목들과 높은 관련이 있다. 정부의 저금리 기조는 이자비용의 감소와 적극적인 투자기출을 통한 경기 부양을 위한 확장적 통화정책의 하나이므

로 이러한 정책적 기조를 고려하여 경영전략을 수립할 수 있다.

<표 II-3> 매출액순이익률 변화와 경영전략

구분	경영전략	실행경로
매출원가 감소	원자재 비용 절감	<ul style="list-style-type: none"> • 영업효율성 개선 • 대외 여건(유가, 생산요소 시장 등) 변동 예측 및 대응전략 마련
판매비 및 관리비 감소	영업비용 관리능력 개선	<ul style="list-style-type: none"> • 노동생산성 개선 • 연구개발의 효율성 개선 • 과도한 광고홍보비 지출 축소 • 대손 위험 관리
이자비용 감소	외부 자금조달의 효율성 제고	<ul style="list-style-type: none"> • 재무건전성 개선을 통한 자금조달금리 감소

총자산회전율의 개선이 필요한 기업이라면 유형자산, 현금 및 현금성 자산, 매출채권, 재고자산, 판매량의 변화를 구체적으로 파악하여 경영전략 수립의 방향성을 모색할 수 있다. 영업 활동에 수반되는 고정적 자산인 유형자산의 감소는 자산 재조정과 연관된다. 자산의 재배치와 매각, 그리고 투자 및 부채 감축에 활용될 유동자금의 확보를 통해 유형자산 비중을 줄일 수 있다. 현금 및 현금성 자산의 축소는 단기자금의 효율성 확대와 연관된다. 현금은 보유에 따른 투자수익이 발생하지 않으므로 효율성 측면에서 잉여자산은 투자수익이 높은 자본적 지출에 활용할 수 있다. 하지만 현금 및 현금성 자산은 유동성 위험에 대응하기 위한 수단으로도 활용되기 때문에 유동부채의 크기를 고려하여 일정 수준 이상은 보유해야 한다.

매출채권의 감소는 신용거래 관리능력의 개선과 연관이 있다. 매출액이 일정하다는 가정에서 매출채권의 감소는 관계사의 부도 위험을 회피함으로써 수익 실현의 불확실성을 낮춘다. 재고의 예측과 통제를 통한 재고자산의 효과적인 관리는 잠재적 재고 손실을 낮춤으로써 영업효율성을 높일 수 있다.

판매량의 증가는 영업력의 확대와 연관될 수 있다. 경쟁우위 확보를 통해 판매량을 높일 수 있으며, 이는 영업 활동에 있어 가장 핵심적인 역량이다. 기업의 경쟁력과는 상관없이 외부적 요인으로 정부의 규제, 부동산 경기, 유가, 환율 등에 따라 판매량이 변하기도 한다.

<표 II-4> 총자산회전율 변화와 경영전략

구분	경영전략	실행경로
유형자산 감소	자산 재조정	• 자산 활용능력 및 투자자금 확보
현금 및 현금성 자산 감소	단기자금 활용의 효율성 확대	• 단기적 잉여자산 축소
매출채권 감소	신용거래 관리능력 개선	• 관계사의 부도 위험 관리
재고자산 감소	재고의 효과적 예측과 관리	• 재고 손실 가능성 축소
판매량 증가	영업력 확대	• 경쟁우위 요소 선점 • 경영환경 여건 개선

앞서 언급한 바와 같이, 자기자본승수가 증가할 경우, 즉, 부채의 양이 늘어날 때도 자기자본순이익률이 개선될 수 있다. 같은 크기의 자산과 당기순이익 규모를 갖는 두 개의 기업이 있다고 가정할 때, 당기순이익이 일정 규모 이상이라면 자기자본의 규모가 적은 기업일수록 자기자본순이익률이 더 높다. 이는 비교적 적은 자기자본금액을 갖는 기업에서 부채가 당기순이익 창출의 레버리지 역할을 하기 때문이다. 레버리지 효과는 적은 자기자본을 보유하고도 사업 수행에 필요한 비용들을 부채의 발행을 통해 충당할 수 있다는 측면에서 긍정적이지만, 당기순이익이 적으면 레버리지 효과가 더 낮은 자기자본순이익률을 가져온다. 예를 들어, 분자인 당기순이익이 음(-)의 값을 갖는 경우 분모인 자기자본이 낮아질수록 자기자본순이익률은 더 낮을 것이다. 이러한 위험성으로 인해 레버리지 효과에 기초한 수익성 확대는 반드시 긍정적이라고 하기는 어렵다.

한편, 고전적인 재무이론에 따르면 부채 규모의 확대는 두 가지 상반된 효과가 있다. 긍정적인 측면에서는 절세효과를 가져올 수 있다. 손익계산서에서 이자비용은 법인세를 결정하기 이전에 부과되므로 법인세 결정의 과세표준을 감소시키는 절세효과를 가진다. 부채 증가의 부정적인 효과는 파산 위험의 확대다. 부채의 규모가 상승하는 경우 상환해야 하는 원금과 이자비용이 커지므로, 기업이 제때 이러한 채무를 상환하지 못하면 파산에 이르는 상황에 직면할 수 있다. 따라서, 부채의 확대는 단순한 레버리지 효과뿐 아니라 기업의 지속 가능성, 재무건전성과도 직접적으로 연관되기 때문에 과도할 경우 오히려 기업 경영에 부정적인 효과를 가져올 수 있다.

부채는 크게 유동부채와 비유동부채로 구분하는데, 유동부채는 1년 이내에 상환되어야 하는 채무를, 비유동부채는 1년 이후에 상환되어야 하는 채무를 의미한다. 유동부채

의 상승은 유동성 위험을 높이므로, 이에 대응해서 충분한 규모의 유동자산을 보유해야 한다. 유동부채는 매입채무(외상매입금), 단기차입금 등을 통해 확대된다. 비유동부채는 비교적 중·장기의 만기를 갖는 채무로 레버리지 효과의 동인으로 이해될 수 있지만, 지나친 경우 파산 위험을 높인다.

<표 II-5> 자기자본승수 변화와 경영전략

구분	경영전략	실행경로
유동부채 증가	유동성 위험 확대 우려	• 외상매입금, 단기차입금의 확대
비유동부채 증가	파산 위험 및 이자비용 상승 우려	• 타인자본의 확대를 통한 자산 규모 상승

5. 듀폰 재무분석 시스템 활용의 장단점

본 연구의 주요 분석 방법론인 듀폰 재무분석 시스템의 장점을 정리하면 크게 두 가지로 정리할 수 있다.

첫째, 명확한 논리 구조로 수익성을 분해하여 수익성에 미치는 요인을 분석할 수 있다. 자기자본순이익률을 매출액순이익률, 총자산회전율, 자기자본승수로 분해하는 것은 직관적이고 이해하기 쉽다. 듀폰 재무분석 시스템을 활용하면 자기자본순이익률이 높아졌을 때 자기자본순이익률을 분해한 각각의 재무지표 중 어떤 항목이 수익성 개선에 많은 영향을 미쳤는지를 명확히 파악할 수 있다.

둘째, 듀폰 재무분석 시스템은 정량적 수치인 재무지표를 활용하므로 객관적이고, 산업 간 혹은 기업 간 비교가 쉽다. 자기자본순이익률, 매출액순이익률, 총자산회전율, 자기자본승수 모두 기업의 재무상태표와 손익계산서의 주요 항목을 활용하여 계산하는 재무지표이다. 따라서 일관적이고 객관적인 수치를 도출할 수 있으며, 도출된 수치를 바탕으로 산업 간, 그리고 기업 간에 신뢰성 있는 비교를 할 수 있다.

명확하고 객관적인 듀폰 재무분석 방법론을 활용한 본 연구에도 한계점이 있다. 우선, 근본적으로 수익성이 기업의 성과를 대표할 수 있는가? 하는 물음을 던질 수 있다. 기업의 성과는 수익성을 바탕으로 측정할 수도 있지만, 주주의 부(wealth)인 기업가치, 즉,

주식의 시장가치로도 측정할 수 있다. 하지만 주가는 상장기업에 한해서만 얻을 수 있는 자료이며, 비상장기업이 많은 건설업 전체에 대해 주가 분석을 하기에는 산업 전체의 특성을 반영하지 못하는 한계가 있다. 따라서 본 연구에서는 건설업의 수익성에만 초점을 맞추어 분석을 시행한다.

그다음으로, 수익성을 측정하는 지표로 자기자본순이익률이 가장 핵심적이고 중요한 지표인가? 라는 질문을 할 수 있다. 자기자본순이익률은 자기자본 대비 이익률을 계산한 것이므로, 기업의 주인이라 할 수 있는 주주들의 투자수익률이라는 점에서 의미가 있다. 자기자본순이익률은 수익성을 측정하는 중요한 지표임에는 틀림이 없다. 그렇다면 수익성을 나타내는 다른 지표들은 어떠한가? 총자산순이익률도 수익성을 나타내는 지표로 사용될 수 있으며, 매출액순이익률, 매출액영업이익률 등도 수익성 지표로 활용된다. 본 연구는 총자산순이익률에 대한 분석을 포함하고 있으며, 매출액순이익률과 매출액영업이익률을 직접적으로 활용하지는 않지만, 재무지표 구성요인의 세부항목으로 매출액, 매출원가, 판매비 및 관리비, 이자비용, 당기순이익에 대한 분석을 시행한다. 세부항목들의 규모 및 비중 추이, 이에 대한 산업 간 및 기업 간 비교를 시행하므로 여타 수익성 지수들의 움직임을 그려볼 수 있다. 참고로, 수익성 지표들은 계산 방식에 따라 약간의 차이가 있긴 하지만 일관적인 변화 양상을 보인다.

끝으로, 듀폰 재무분석 시스템은 회계적 수치를 바탕으로 분석하기 때문에 객관적이고 일관적인 장점이 있지만, 화폐의 시간가치를 고려하지 못한다는 한계점이 있다. 또한, 정량적 지표의 활용으로 인해 명확한 수치적 분석이 가능하지만, 기업의 질적 요인에 대한 정성적 분석이 부족하다는 한계점도 있다. 본 연구는 듀폰 재무분석 시스템을 활용하여 건설업의 수익성 변화와 기여요인을 도출하며, 분석 방법으로부터 발생하는 연구의 한계점에 대한 보완은 추후 연구 과제로 남긴다.

1. 건설업 수익성 변화

(1) 수익성의 변화

본 장에서는 건설업의 경영 성과 또는 경영 행태가 어떻게 변화해왔는지 시계열 추이를 분석한다. 이를 바탕으로 건설업의 특성을 이해하고, 경영 성과의 시계열 변화에 영향을 미치는 재무적 요인을 파악함으로써 효과적인 경영전략 수립의 기초자료로 활용하고자 한다. 건설업 전체에 대한 분석 자료로는 한국은행이 매년 조사·공표하는 ‘기업경영분석’을 활용한다.

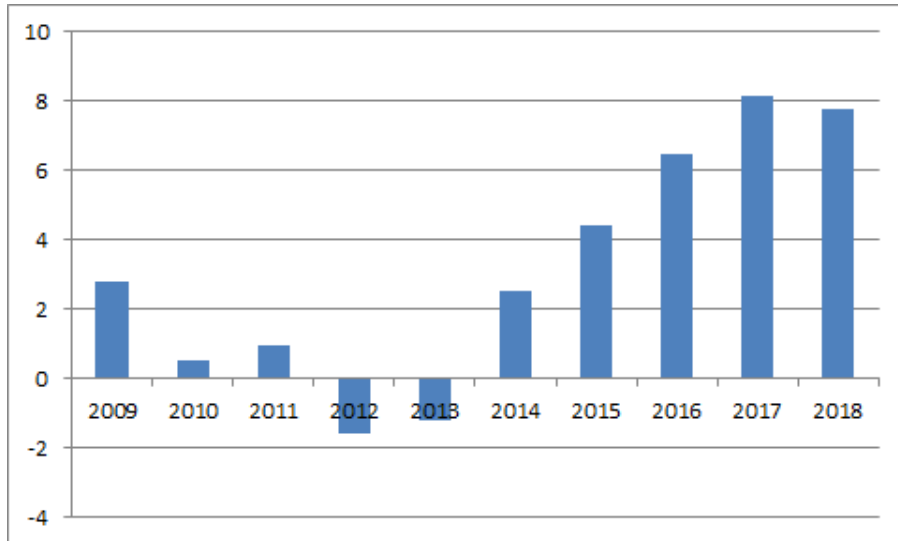
‘기업경영분석’에서는 건설업을 포함하여 산업별로 재무제표 주요 항목을 제공하고 있어 듀폰 재무분석 시스템을 구현하는 데 충분한 정보를 얻을 수 있다. 다만 한국은행에서 제공하는 자료는 2009년 자료부터 개정된 한국표준산업분류를 사용함에 따라 이전 년도 자료와는 시계열 단층이 발생하여 일관적인 관점에서의 비교가 어렵다. 이에 본 연구는 한국은행 경제통계시스템을 통해 2009년부터 제공하는 제10차 한국표준산업분류에 따른 전수조사 자료를 활용하며, 따라서 분석 기간은 2009년부터 2018년도까지이다.

<그림 III-1>은 건설업의 자기자본순이익률의 시계열 추이를 제시한다. 자기자본순이익률은 2009년 2.79%였으나 2012년에는 마이너스(-) 값인 -1.60%까지 하락했다. 2012년 저점을 찍은 후, 2017년까지 상승하는 추이다. 이는 2008년 글로벌 금융위기 이후 건설경기가 크게 하락해 어려웠던 건설업의 경영여건이 국내 주택경기 회복을 통해 개선되었기 때문으로 풀이된다.

그러나 2017년 이후 자기자본순이익률은 다시 하락세를 보인다. 2017년 자기자본순이익률은 약 8.16%이고, 2018년에는 전년 대비 0.39%p 하락한 7.77%를 기록했다. 이러한 수익성 악화는 부동산 규제 강화, 건설투자 감소, 해외 건설수주 부진 등 건설경기 하락에 따른 경영여건 악화의 결과이다.

<그림 III-1> 건설업 자기자본순이익률의 변화

(단위 : %)



자료 : 한국은행 기업경영분석 자료 재가공.

(2) 수익성 기여요인의 변화

1) 재무지표의 변화

앞장에서 설명한 바와 같이 듀퐁 재무분석 시스템에서 자기자본순이익률은 총자산순이익률과 자기자본승수, 두 가지 요인으로 구분할 수 있으며, 총자산순이익률은 매출액순이익률과 총자산회전율로 분류할 수 있다.⁵⁾ <표 III-1>은 연도별 상기 다섯 가지 재무지표의 시계열 자료를 제시한다. 2018년 자기자본순이익률은 약 7.77%인데, 이는 총자산순이익률 3.69%와 자기자본승수 2.10의 곱과 일치한다. 경영효율성을 의미하는 총자산순이익률은 2009년 1.05%에서 점진적으로 하락하였다가 2012년을 기점으로 반등하여 2017년 3.87%까지 상승했다. 2018년에는 3.69%로 전년 대비 다소 하락했다. 이러한 추이는 자기자본순이익률의 추이와 매우 유사하다.

매출액순이익률 역시 자기자본순이익률, 총자산순이익률과 매우 유사하게 점진적으

5) 총자산회전율과 자기자본승수의 단위로 “배” 또는 “회”를 사용하기도 함. 본 연구에서는 “포인트”를 사용함.

로 하락하였다가 2012년 이후 다시 반등하는 추이를 보인다. 총자산회전율도 마찬가지로 비슷한 추이를 보인다. 한편, 두 재무지표의 전년 대비 변화를 살펴보면 매출액순이익률의 변화 추이가 총자산순이익률, 자기자본순이익률의 변화 추이와 매우 유사하다. 이는 매출액순이익률이 건설업 수익성의 시계열 변화를 견인하는 핵심적 요인으로 고려될 수 있다는 것을 시사한다.

타인자본의 활용을 통한 재무레버리지를 의미하는 자기자본승수는 점차 낮아지는 추이이다. 부채비율을 줄이려는 건설업의 꾸준한 노력이 반영되어 자기자본승수가 경기변동과 상관없이 점차 낮아지고 있는 것으로 보인다. 이는 자기자본승수와 자기자본순이익률 간에는 명확한 인과관계의 성립 가능성이 비교적 낮다는 것을 시사한다. 종합하면, 건설업 수익성의 변화는 기업의 내부적인 경영효율성의 변화에 기인할 가능성이 높은 반면, 재무구조의 변화와는 크게 연관되지 않으리라고 예측할 수 있다.

<표 III-1> 건설업 재무지표의 변화

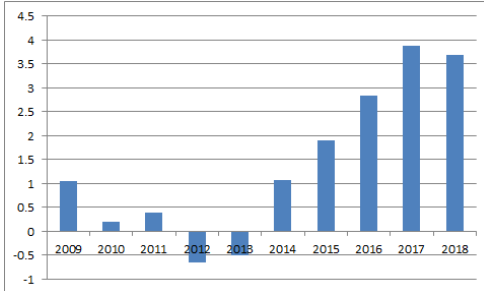
구분	자기자본 순이익률 (단위 : %)		총자산 순이익률 (단위 : %)		매출액 순이익률 (단위 : %)		총자산 회전율 (단위 : 포인트)		자기자본승수 (단위 : 포인트)	
	지표	전년 대비	지표	전년 대비	지표	전년 대비	지표	전년 대비	지표	전년 대비
2009년	2.79		1.05		1.06		0.99		2.66	
2010년	0.49	-2.29	0.19	-0.85	0.20	-0.86	0.97	-0.02	2.54	-0.12
2011년	0.96	0.47	0.38	0.18	0.39	0.19	0.97	0.00	2.55	0.00
2012년	-1.60	-2.57	-0.65	-1.03	-0.67	-1.06	0.97	0.01	2.47	-0.08
2013년	-1.21	0.39	-0.51	0.14	-0.51	0.16	1.00	0.03	2.37	-0.10
2014년	2.53	3.74	1.07	1.58	1.08	1.59	0.99	-0.01	2.36	0.00
2015년	4.40	1.88	1.90	0.83	1.82	0.74	1.05	0.05	2.32	-0.05
2016년	6.45	2.04	2.84	0.94	2.69	0.87	1.06	0.01	2.27	-0.05
2017년	8.16	1.71	3.87	1.03	3.50	0.81	1.11	0.05	2.11	-0.16
2018년	7.77	-0.39	3.69	-0.18	3.56	0.06	1.04	-0.07	2.10	0.00

자료 : 한국은행 기업경영분석 자료 재가공.

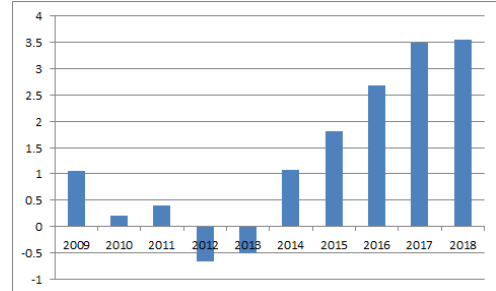
<그림 III-2>는 <표 III-1>의 수치 중 총자산순이익률, 매출액순이익률, 총자산회전율, 자기자본승수의 시계열 추이를 그래프로 나타낸 것이다.

<그림 III-2> 건설업 재무지표의 변화

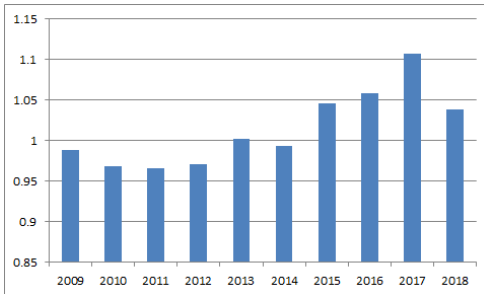
Panel A : 총자산순이익률(단위 : %)



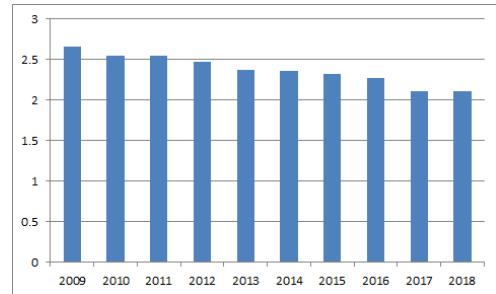
Panel B : 매출액순이익률(단위 : %)



Panel C : 총자산회전율(단위 : 포인트)



Panel D : 자기자본승수(단위 : 포인트)



자료 : 한국은행 기업경영분석 자료 재가공.

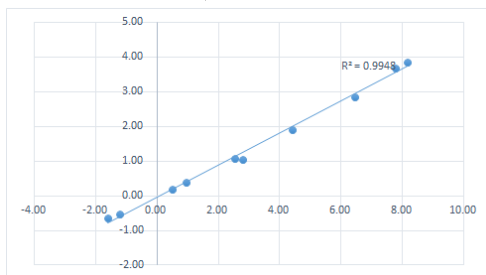
<그림 III-3>은 자기자본순이익률과 각 재무지표 간의 관계를 조금 더 엄밀히 검토하기 위해 양자 간 산포도를 제시한다. Panel A는 총자산순이익률, Panel B는 매출액순이익률, Panel C는 총자산회전율, Panel D는 자기자본승수와 자기자본순이익률 간의 산포도를 제시한다. 자기자본순이익률과 강력한 선형관계가 성립하는 재무지표는 건설업 수익성의 시계열 변화에 대한 높은 설명력을 가질 것이다.

총자산순이익률, 매출액순이익률, 총자산회전율과 자기자본순이익률 간의 산포도가 비교적 높은 선형관계 성립 가능성을 보인다. 특히, Panel A의 총자산순이익률과 Panel B의 매출액순이익률 두 지표의 산포도에 기초한 추세선(회귀선)의 기울기(slope)가 매우 가파르는데, 이는 각 지표의 한 단위 변화에 따른 자기자본순이익률의 변화가 매우 민감하게 변화한다는 것을 의미한다. 특히, 이들 지표에 대한 추세선들의 결정계수(R-square d)⁶⁾는 모두 0.99 이상으로, 강력한 선형관계가 성립되고 있다는 것을 확인할 수 있다. 두

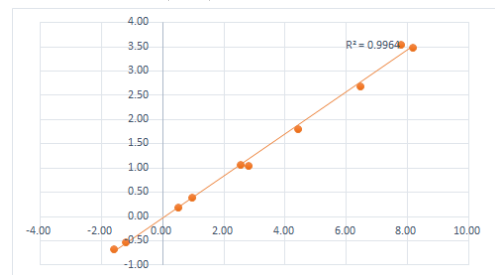
지표 모두 추세선이 우상향하는데, 이는 총자산순이익률 또는 매출액순이익률이 상승할 수록 자기자본순이익률이 증가한다는 것을 의미한다. 건설업의 영업효율성, 특히 비용 관리가 수익성을 결정짓는 핵심적 요인임을 다시 한번 확인할 수 있다.

<그림 III-3> 건설업 자기자본순이익률과 재무지표의 상관성

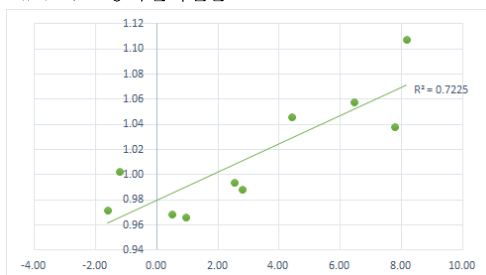
Panel A : 총자산순이익률



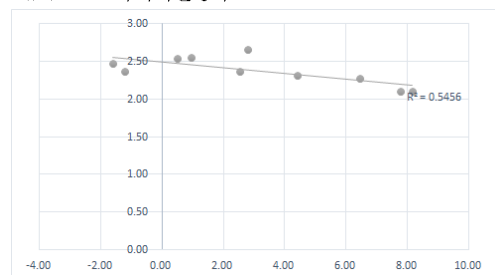
Panel B : 매출액순이익률



Panel C : 총자산회전율



Panel D : 자기자본승수



자료 : 한국은행 기업경영분석 자료 재가공.

한편, Panel C의 총자산회전율과 자기자본순이익률 간의 산포도에 기초한 추세선 역시 우상향한다. 이는 보유한 자산을 바탕으로 더 많은 매출액을 창출하는 능력을 의미하는 운영효율성의 개선이 건설기업의 수익성 상승을 견인할 수 있다는 것을 시사한다. 다만, 그 효과는 앞선 총자산순이익률과 매출액순이익률에 비해 다소 낮다. 추세선의 기울기가 상대적으로 평평하며(flat), 결정계수는 약 0.72이다.

Panel D의 자기자본승수와 자기자본순이익률 간 산포도의 추세선은 기울기가 비교적

6) 0에서 1사이의 값을 가지며, 이 값이 0.5라는 것은 전체 변동의 약 50%를 예측된 추세(선형함수)로 설명할 수 있다는 것을 의미함.

평평하며, 우하향하는 모습을 보인다. 자기자본승수의 변화가 자기자본순이익률의 변화에 거의 영향을 미치지 않는다고 볼 수 있다. 추세선의 결정계수는 약 0.55로, 두 지표가 같은 방향으로 움직일 가능성이 매우 낮은 것으로 해석할 수 있다. 따라서, 일시적 재무구조 개편이 단기 수익성 개선에 의미 있는 효과를 미치지 않는다는 것을 알 수 있다.

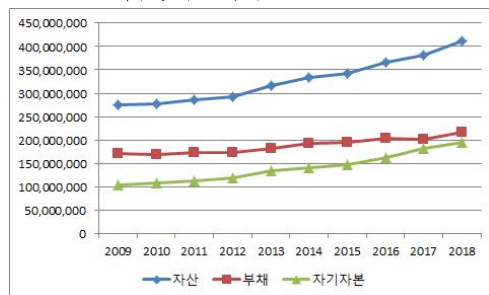
2) 재무지표의 구성요인과 세부항목의 변화

<그림 III-4>는 자기자본순이익률을 구성하는 네 가지 재무비율의 계산에 활용되는 각 재무지표 구성요인의 시계열 추이를 제시한다. 매출액순이익률은 당기순이익과 매출액, 총자산회전율은 매출액과 자산, 자기자본승수는 자산과 자기자본 항목이 계산에 활용된다. 이러한 구성요인의 시계열 추이를 확인함으로써 어떤 요인이 재무비율의 변화를 주도했는지 확인할 수 있을 것이다.

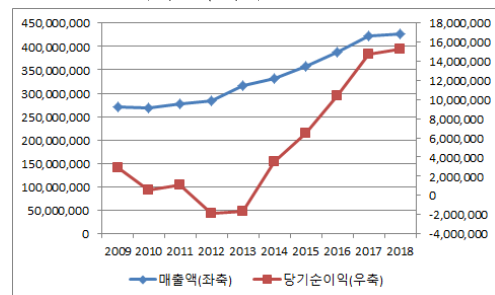
<그림 III-4> 건설업 주요 재무제표 항목의 변화

(단위 : 백만원)

Panel A : 재무상태표 항목



Panel B : 손익계산서 항목



자료 : 한국은행 기업경영분석 자료 재가공.

Panel A는 재무상태표 항목으로 자산, 부채와 자기자본의 시계열 추이를 제시한다. 대체로 모든 항목의 시계열 추이가 점진적으로 우상향하는 추이를 보인다. 부채와 자기자본 항목 간의 차이가 점차 좁혀지는 것은 건설업이 부채비율을 줄이려는 노력을 지속하고 있다는 것을 보여준다.

Panel B는 손익계산서 항목으로 매출액과 당기순이익의 시계열 추이를 제시한다. 매출액의 경우 앞선 재무상태표 항목들과 유사하게 점진적으로 우상향하는 추이다. 반면,

당기순이익의 움직임은 다른데, 2012년까지 큰 폭으로 하락하였다가 다시 큰 폭으로 반등하는 추이로, 높은 변동성을 보인다. 당기순이익의 변화는 영업 활동에 투입된 자산과 그 결과물인 매출액과도 연관되지만, 다양한 비용의 규모에도 큰 영향을 받는다. 따라서, 여타 항목들이 시계열적으로 유사한 움직임을 보이는 데 반해 당기순이익의 변동 폭이 높은 점은 비용 관리가 수익성에 중요한 영향을 미친다는 앞선 결과와 일맥상통한다. 다시 말해, 매출액의 변화 폭에 비해 당기순이익의 변화 폭이 더 크다는 점은 비용 관리를 통한 영업효율성 개선 노력이 수익성의 변화를 견인하는 주요한 요인으로 고려될 수 있다는 것을 의미한다.

가. 매출액순이익률

매출액순이익률은 경영 활동(영업 활동과 비영업 활동)에 수반되는 다양한 비용들로 구성된다. <표 III-2>는 건설업의 비용요인을 세분화하고, 각 지표의 시계열 추이를 제시한다. 각 지표는 매출액에서 차지하는 비중을 의미한다. 매출원가 비중은 2009년 87.27%에서 2013년 89.49%까지 상승한 후, 2018년 86.30%까지 다시 하락한다. 일반적으로 매출원가는 원자재, 노무비 등 경기여건에 영향을 받는 요소들로 구성된다. 이 때문에 안정적인 추세를 보이기보다는 경기여건에 따라 변동하는 모습을 보인다.

<표 III-2> 건설업 매출액순이익률 구성요인의 변화

(단위 : %)

매출액 대비 비중	매출원가	판매비 및 관리비	이자비용
2009년	87.27	8.91	1.88
2010년	87.71	9.65	1.89
2011년	87.81	9.70	1.82
2012년	88.32	9.72	1.66
2013년	89.49	8.86	1.29
2014년	88.67	8.51	1.18
2015년	88.29	9.00	0.99
2016년	87.28	8.57	0.85
2017년	86.92	8.16	0.77
2018년	86.30	8.75	0.92

자료 : 한국은행 기업경영분석 자료 재가공.

판매비 및 관리비 비중은 2012년까지 점진적으로 상승하였다가 이후 소폭으로 등락하며 하락하는 추이를 보인다. 판매비 및 관리비가 비교적 경직적인 고정비적 특성을 가진다는 점을 고려할 때, 비중이 소폭 하락한 점은 매출액의 증가 때문으로 유추할 수 있다. 이는 반대로, 판매비 및 관리비의 수준이 일정 수준 유지된다는 가정하에 건설업 경영여건 악화로 인해 매출액의 감소가 발생하는 경우 고정비 부담이 더욱 높아진다는 것을 의미하기도 한다.

외부 자금조달 비용인 이자비용 비중은 2017년까지 점진적으로 하락하였다가 2018년 다시 상승한다. 2009년에 이자비용이 높았던 것은 글로벌 금융위기의 여파로 국가 경제 전반에 위기감이 고조되어 파산 위험이 확대된 결과로 해석할 수 있다. 반면, 최근 2017년까지는 주택경기 회복과 저금리 기조로 인해 이자비용 부담이 줄어든 것으로 보이며, 매출액이 상승함에 따라 이자비용의 비중이 하락한 효과도 있을 것이다.

주목해야 할 부분은, 경기 침체가 우려되는 시기에 잠재적 파산 위험 확대로 인해 건설업의 이자비용 부담이 확대될 수 있다는 점이다. 따라서, 국내 경기 침체 가능성이 큰 시기에는, 낮은 자본비용으로 적시에 자금을 조달할 수 있는 경영전략도 필요할 것이다.

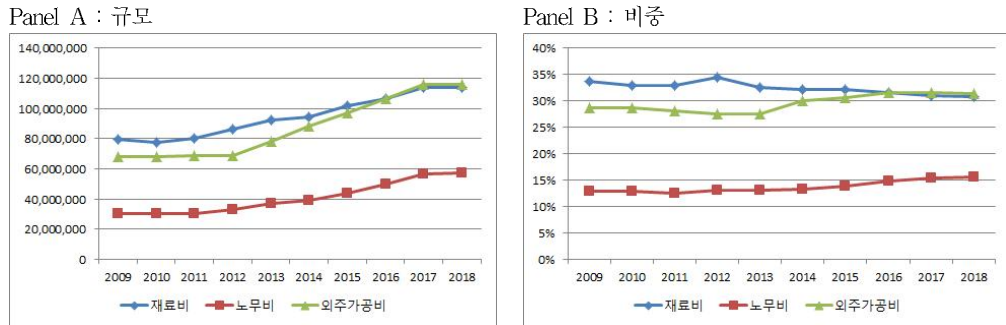
매출원가와 판매비 및 관리비는 기업의 경영 활동에 필요한 핵심적인 비용으로 고려될 수 있다. 두 비용이 매출액에서 차지하는 비중은 95% 이상에 달한다. 따라서 이 비용에 대한 효과적인 관리능력은 수익성 향상에 큰 영향을 미칠 수 있다. 다만, 이 비용들은 단순히 하나의 요소만으로 구성되지 않기 때문에 종합적인 접근이 요구된다.

<그림 III-5>는 매출원가를 구성하는 다양한 세부항목 중 비교적 높은 비중을 차지하는 재료비(원자재 비용), 노무비, 외주가공비의 시계열 추이를 제시한다. Panel A는 세부항목의 금액 규모를, Panel B는 매출액에서 세부항목이 차지하는 비중을 나타낸다. Panel A의 금액 규모는 대체로 매출액의 변동 모습(<그림 III-4> 참조)과 비슷하게 2017년까지 점진적으로 증가하는 모습을 보인다.

Panel B에서 매출액 대비 각 항목의 비중 변동을 살펴보면, 재료비 비중은 2012년 34.44%까지 증가한 이후 2018년 30.82%까지 완만하게 감소한다. 원자재 가격에는 하방경직성이 존재하므로, 대외적 요인에 의한 건설자재 비용의 상승에 대한 대비와 관리가 중요하다.

<그림 III-5> 건설업 매출원가 세부항목의 변화

(단위 : 백만원, %)



자료 : 한국은행 기업경영분석 자료 재가공.

노무비 비중은 13%대 전후를 유지하며 점진적으로 높아지다가 2016년 14.73%, 2017년 15.34%, 2018년에는 15.57%까지 상승한다. 물가 상승에 연동되고 있는 임금 상승 압력이 노동집약적 산업인 건설업의 노무비 비중을 지속적으로 상승시키는 요인으로 작용한 결과로 해석된다. 최근 우려되고 있는 최저임금의 급격한 상승은 노무비 비중을 더욱 높일 수 있고, 노동시간 단축으로 인한 생산성 약화에 대비하기 위해 추가 인력을 고용하게 될 경우도 노무비 비중을 상승시키는 요인으로 작용할 수 있으므로 적극적인 관리가 필요하다.

종합산업의 특성을 갖는 건설업은 다양한 협력 업체 또는 하도급 업체를 통해 공사를 진행하기 때문에 외주가공비의 비중이 비교적 높다. 외주가공비는 매출액의 27% 이상의 높은 비중을 차지한다. 외주가공비 비중은 2013년 27.55%에서 2017년 31.53%까지 완만히 상승하는 추이이다.

<그림 III-6>은 판매비 및 관리비 세부항목의 시계열 추이를 보여준다. 판매비 및 관리비를 급여, 광고선전비, 경상개발비·연구비, 대손상각비로 구분하여 Panel A에서는 세부항목별 금액 규모의 시계열 추이를, Panel B에서는 판매비 및 관리비에서 세부항목이 차지하는 비중의 시계열 추이를 제시한다.

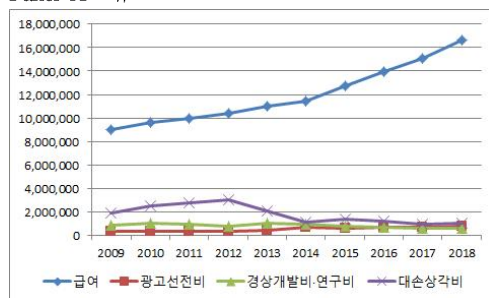
Panel A를 보면 급여 규모의 증가가 눈에 띈다. 광고선전비, 경상개발비·연구비는 큰 변동성이 보이지 않고, 대손상각비는 2012년까지 높아졌다가 다시 감소하는 추이를 보인다. Panel B를 보면, 판매비 및 관리비 중 급여의 비중이 가장 큰데 2010년 36.90%에

서 2018년 44.37%까지 점진적으로 상승한다. 이는 노무비와 마찬가지로 임금 상승의 효과로 이해될 수 있다. 특히, 노무비에 비해 고정비적 성격이 강한 급여는 매출액의 변화에 따라 크게 변동하지 않는다. 이 때문에, 경영여건이 악화될 경우 그 부담이 가중될 수 있으므로 건설업의 전망을 고려한 적극적인 관리 노력이 필요하다.

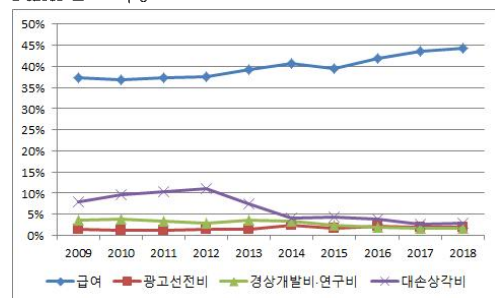
<그림 III-6> 건설업 판매비 및 관리비 세부항목의 변화

(단위 : 백만원, %)

Panel A : 규모



Panel B : 비중 (Ratio)



자료 : 한국은행 기업경영분석 자료 재가공.

광고선전비 비중은 2% 내외로 유지되고 있다. 2018년 광고선전비 비중은 2.04%이다. 여타 산업과 달리 건설업은 수주산업으로 생산보다 판매가 먼저 이루어지는 특징을 가진다. 더불어, 경쟁 입찰을 거쳐 수주가 이루어지기 때문에, 마케팅 활동보다는 시공능력, 가격경쟁력 등 기초역량이 더 중요하게 고려된다. 이 때문에 광고선전비의 확대가 영업력과의 연관성이 여타 산업에 비해 낮다.

경상공발비·연구비 비중은 완만하게 하락하고 있다. 2010년 3.93%였던 것이 2018년 1.64%까지 하락했다. 이는 자본과 노동 중심으로 생산이 이루어지는 건설업의 특수성으로 인해 연구개발의 필요성이 여타 산업에 비해 크지 않기 때문으로 설명될 수 있으나, 최근 4차 산업혁명 시대를 맞이하여 건설산업 생산성 혁신 방안에 대한 논의가 활발히 진행되고 있으므로, 연구개발에 대한 투자가 필요하겠다.

마지막으로 대손상각비는 2012년 10.96%까지 증가하였다가 2018년 2.83%까지 감소하는 추이는 보여준다. 일반적으로 건설기업은 주택의 완공 시점까지는 예정된 원가율에 따라 수익을 인식하였다가 미분양이 발생하는 경우 할인분양 등을 하며 대손이 집중

된다. 따라서, 이러한 추이는 글로벌 금융위기 이후 경기불안으로 인해 부동산 투자심리가 위축되자 대손 위험이 확대된 결과로 볼 수 있다. 역으로, 주택경기 호조로 인해 2013년 이후에는 대손 발생 사례가 감소하는 추세다. 향후 여러 대내·외 여건상 주택경기 침체가 전망되므로 사전적인 대손 위험 관리 노력이 이행되어야 할 것이다.

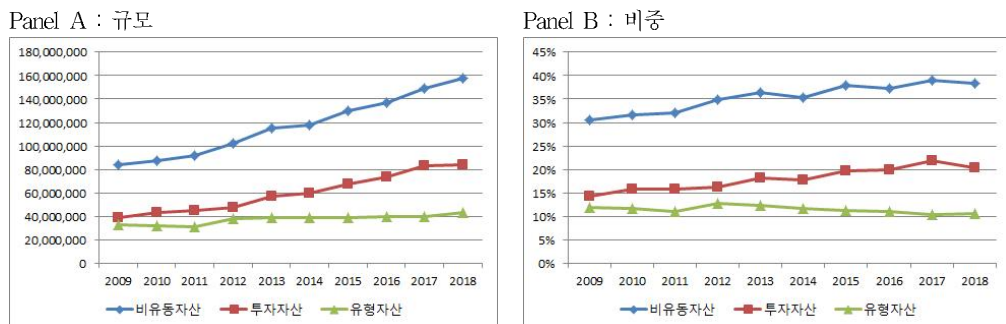
나. 총자산회전율

총자산회전율은 자산 대비 매출액으로 계산된다. 매출액의 변화는 건설기업의 수주능력에 기초한 영업력과 밀접히 연관된다. 하지만, 건설업의 특성상 국내 경제여건, SOC 예산 등 외생적 요인에 의해 결정되는 부분이 더 크다. 이러한 관점에서 정부 정책 등에 대한 논의를 일단 뒤로하고, 건설기업이 경영전략을 통해 자구적으로 총자산회전율을 변화시킬 수 있는 요인은 자산의 규모 및 구성의 변화로 볼 수 있다. 내부적으로 자산의 효율적인 활용능력을 높임으로써 총자산회전율을 개선하고, 이를 통해 수익성을 높이는 전략이 유효할 것이다.

<그림 III-7>은 건설업 비유동자산과 비유동자산을 구성하는 투자자산과 유형자산의 시계열 추이를 나타낸다. Panel A는 규모의 추이를, Panel B는 각각의 세부항목의 자산 내 비중 추이를 제시한다. Panel A에서 비유동자산은 점차 상승하는 형태를 보이며, 이에 따라 투자자산과 유형자산도 그 규모가 커지고 있다. Panel B를 보면, 비유동자산이 전체 자산에서 차지하는 비중은 2009년 30.51%에서 2018년에는 38.36%까지 상승한다.

<그림 III-7> 건설업 비유동자산 세부항목의 변화

(단위 : 백만원, %)



자료 : 한국은행 기업경영분석 자료 재가공.

비유동자산 중 투자자산이 총자산에서 차지하는 비중은 2009년 14.32%에서 2017년 21.87%까지 증가했다가, 2018년에 20.46%로 다소 감소했다. 투자자산의 규모는 잉여자금을 비교적 중·장기의 금융상품에 투자하는 행태를 반영한다. 건설기업들이 영업 외 대안적 수익원을 모색하는 차원에서 투자자산을 늘리고 있는 것으로 풀이된다.

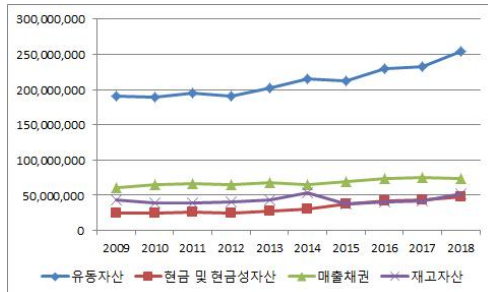
유형자산은 토지, 건축물 등 물리적 자산으로 영업 활동을 뒷받침하는 핵심자원이다. 하지만, 유형자산은 유동성이 낮을 뿐만 아니라 상당한 유지관리 비용이 수반된다. 유형자산의 비중은 점진적으로 하락하는 추이를 보이다 2017년에는 10.40%로 최저점을 기록한다. 이는 건설업의 수익성 하락이 예상되는 가운데, 기업들이 비용 절감과 여유자금 확보를 통해 영업 위험에 대비하고 있는 것으로 이해될 수 있다.

<그림 III-8>은 유동자산과 유동자산을 구성하는 현금/단기투자자산, 매출채권과 재고자산의 시계열 추이를 제시한다. Panel A는 규모의 추이를, Panel B는 각각이 자산에서 차지하는 비중 추이를 제시한다. Panel A에서 볼 수 있는 유동자산 규모 추이는 자산 및 매출액의 추이와 비슷하게 점진적으로 증가한다. 다만 Panel B를 보면, 유동자산이 전체 자산에서 차지하고 있는 비중은 점진적으로 줄어드는 것을 볼 수 있다. 2009년 69.49%에서 2017년 60.96%까지 하락한다.

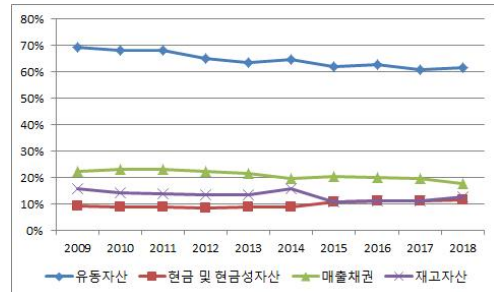
<그림 III-8> 건설업 유동자산 세부항목의 변화

(단위 : 백만원, %)

Panel A : 규모



Panel B : 비중



자료 : 한국은행 기업경영분석 자료 재가공.

Panel B에서 세부항목의 비중을 살펴보면, 현금 및 현금성 자산의 비중은 2009년 9.14%에서 2012년 8.53%까지 하락한 이후, 2018년 11.42%까지 상승한다. 동 자산은 현

금화가 쉽고 만기가 짧아 투자 위험이 크지 않다. 최근까지 수익성 회복으로 인해 건설 기업의 현금 보유량이 증가하였고, 건설경기 하락을 우려한 기업들이 잠재적 영업 위험을 대비하기 위해 신규 투자보다는 일종의 완충장치로 현금의 보유 성향을 더욱 높인 것으로 풀이된다. 매출채권의 비중은 점진적으로 하락했는데 2014년부터는 20% 이하로 내려왔다. 매출채권은 부실화될 경우 건설기업에 직접적인 손실을 발생시키며, 기업의 여유자금에 대손충당금 적립에 활용되어야 하므로 경영 활동의 유연성도 떨어뜨린다. 따라서 이러한 위험을 관리하기 위하여 매출액 증가세와 상반되게 매출채권 비중을 축소하고 있는 것으로 해석된다.

재고자산 비중은 점진적으로 하락하는 추이다. 2009년 15.93%에서 2017년 11.05%까지 하락했다. 이는 주택경기 활성화로 건설자재의 회전율이 상승하였으며, 미분양주택이 감소하였기 때문으로 풀이된다. 특히, 최근까지 매출액이 증가세인 반면, 재고자산이 감소하였다는 점으로 미뤄보면 재고자산회전율은 상승하였을 것으로 유추할 수 있다. 이는 효율적인 재고자산 관리가 수익성 개선의 방안이 될 수 있다는 것을 시사한다.

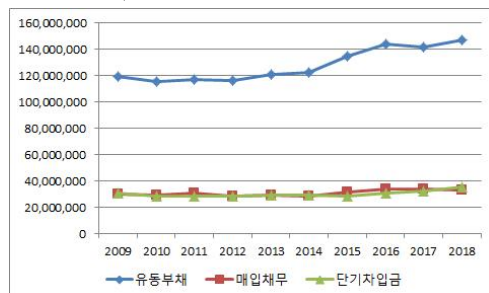
다. 자기자본증수

자기자본의 증가는 주로 누적된 경영 성과에 기인한 효과로 유추할 수 있다. 하지만, 부채의 증가는 어떤 구성요인의 변화로 인한 것인지 자세히 살펴볼 필요가 있다. <그림 III-9>는 유동부채와 유동부채를 구성하는 주요 항목인 매입채무, 단기차입금의 시계열 추이를 보여준다.

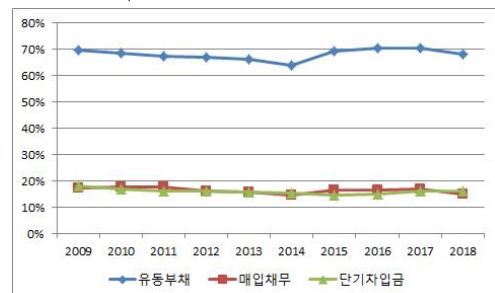
<그림 III-9> 건설업 유동부채 세부항목의 변화

(단위 : 백만원, %)

Panel A : 규모



Panel B : 비중



자료 : 한국은행 기업경영분석 자료 재가공.

Panel A는 규모의 추이를, Panel B는 각 항목의 부채 내 비중 추이를 제시한다. Panel A에서 유동부채 규모의 변화 추이는 유동자산의 추이와 마찬가지로 자산과 매출액의 변화 추이와 유사한 형태를 보인다. 하지만 Panel B에서 유동부채가 전체 부채에서 차지하는 비중은 70%대 이하로 유지되고 있다.

Panel B에서 세부항목의 부채 내 비중을 살펴보면, 매입채무의 비중은 2011년까지 17%대를 보였으나 2018년 15.13%까지 점진적으로 하락한다. 매출액이 증가한 시기에도 매입채무는 점진적으로 하락한 것은, 매입채무의 조정을 통해 유동부채를 감소시킴으로써 잠재적 유동성 위험에 대비하기 위한 건설기업의 행태로 풀이될 수 있다.

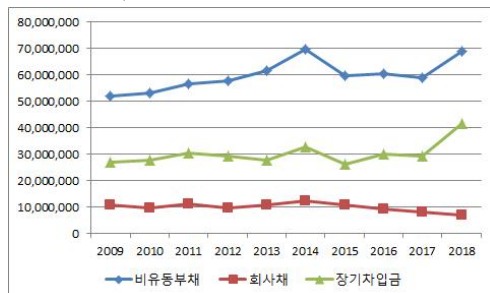
단기차입금의 비중은 2009년부터 점진적으로 하락하는 추이를 보여주고 있다. 2018년 단기차입금의 부채 내 비중은 16.21%이다. 건설기업의 수익성이 개선되면서 단기적인 자금조달 부담이 크지 않았던 점을 원인으로 볼 수 있다. 또한, 단기차입금의 축소는 이자비용 부담을 줄임으로써 경영 성과를 높일 수 있으므로 재무구조 개선을 통한 건설기업의 비용 관리 노력으로도 해석할 수 있다.

<그림 III-10>은 비유동부채와 비유동부채를 구성하는 주요 항목인 회사채, 장기차입금의 시계열 추이를 제시한다. Panel A는 규모의 추이를, Panel B는 부채 내 비중의 추이를 제시한다. Panel A의 비유동부채 규모는 2014년까지 상승하다가, 2015년 다시 낮아져 2017년까지 정체되어 있었다. 그러다 2018년에 다시 상승하는 모습이다. 다만 비유동부채는 유동부채와 비교했을 때 전체 부채에서 차지하고 있는 비중이 상대적으로 작아 전체 부채의 변화에 미치는 영향이 더 적다.

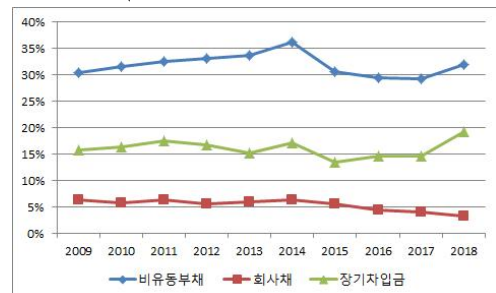
<그림 III-10> 건설업 비유동부채 세부항목의 변화

(단위 : 백만원, %)

Panel A : 규모



Panel B : 비중



자료 : 한국은행 기업경영분석 자료 재가공.

Panel B에서 세부항목의 비중 변화를 살펴보면, 주요 세부항목으로 회사채는 그 비중이 2009년 6.28%에서 2018년 3.20%까지 점차 하락하는 반면, 장기차입금은 일정한 추이 없이 상승과 하락이 반복된다.

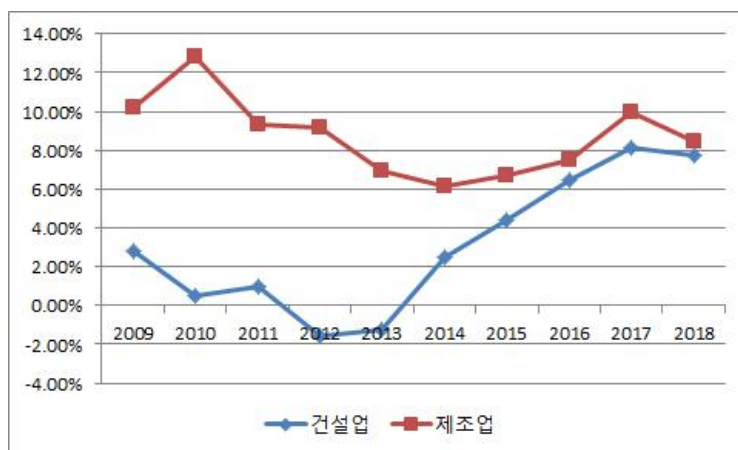
2. 건설업과 제조업의 비교

(1) 수익성의 차이

본 절에서는 같은 국내 경기변동을 거치면서 건설업과 타 산업(제조업)의 수익성이 얼마나, 또 어떻게 다르게 변화해왔는지를 비교하고, 이를 통해 건설업의 경영 현실을 보다 명확하게 알아보고자 한다. 최근 들어 건설업의 수익성이 점차 개선되고 있는데, 여타 산업의 상황은 어떠한지 비교하고자 한다. 건설업이 국가 기반산업으로서의 중요도가 높고, 경기확장의 경로로 활용된다는 측면에서 정책적 관심이 높다는 특수성을 고려할 때, 여타 산업과의 비교를 바탕으로 건설업의 경영여건 개선을 위해 어떤 제도적 지원이 필요하며, 어떠한 방안이 효과적일지를 파악해야 할 것이다.

<그림 III-11> 건설업과 제조업 자기자본순이익률의 변화

(단위 : %)



자료 : 한국은행 기업경영분석 자료 재가공.

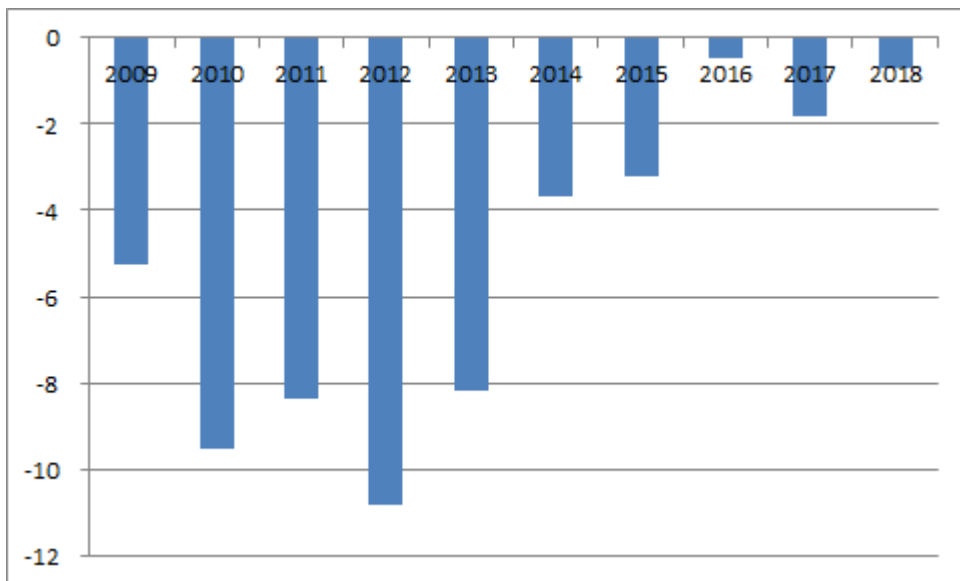
<그림 III-11>은 건설업과 제조업 자기자본순이익률의 시계열 추이를 보여주며, 둘 간의 차이(건설업 - 제조업)의 시계열 추이는 <그림 III-12>에서 제시한다.

건설업과 제조업의 자기자본순이익률 차이는 음(-)의 값으로, 2010년 급격히 확대되었다. 2010년 건설업의 자기자본순이익률은 제조업에 비해 12.35%p 낮다. 건설업과 제조업 간의 수익성의 괴리는 글로벌 금융위기의 여파가 남았던 2009년부터 2012년까지 크게 나타나고, 주택경기가 활성화된 2014년 이후 점진적으로 축소되고 있다. 이는 건설업의 수익성이 대내·외 경제여건에 대한 민감도가 높고 부동산 투자자의 심리 등 큰 불확실성이 내재한 요인에도 영향을 많이 받는 특징을 반영한다.

한편, 건설업의 수익성이 크게 높아졌음에도 불구하고 최근까지도 제조업에 미치지 못하고 있다는 것은, 최근 건설업의 수익성 개선 현상이 전반적인 경기여건의 호조에 기인한 것이지, 건설업 자체의 경영여건이 회복된 것으로 보기 어렵다는 것을 의미한다.

<그림 III-12> 건설업과 제조업 자기자본순이익률의 차이

(단위 : %p)



자료 : 한국은행 기업경영분석 자료 재가공.

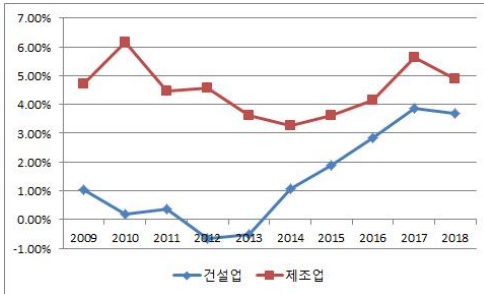
(2) 수익성 기여요인의 차이

1) 재무지표의 차이

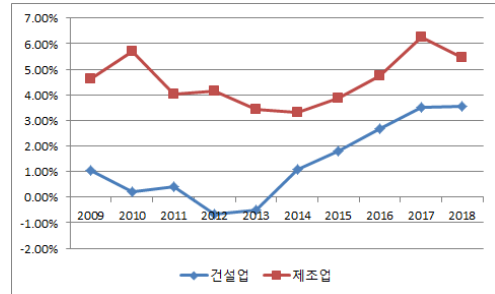
<그림 III-13>은 건설업과 제조업 재무지표의 시계열 추이를, <그림 III-14>는 두 산업 간 각 지표의 차이(건설업 - 제조업)를 제시한다. 이를 바탕으로 어떤 재무지표의 변화가 수익성의 변화를 주도하였는지에 대한 구체적인 경로를 판단할 수 있을 것이다. 대체로, 총자산순이익률과 매출액순이익률의 차이는 큰 폭으로 나타나다가 점진적으로 줄어드는 추이를 보인다. 이는 앞서 살펴본 자기자본순이익률의 차이와 매우 유사한 추이이며, 두 산업 간 수익성 차이가 주로 영업효율성의 차이에 기인한다는 것을 유추해 볼 수 있다. 제조업과 비교하였을 때, 경기가 침체되는 시기에 건설기업의 비용부담이 가중되어 수익성이 더욱 낮아지는 것으로 풀이된다.

<그림 III-13> 건설업과 제조업 재무지표의 변화

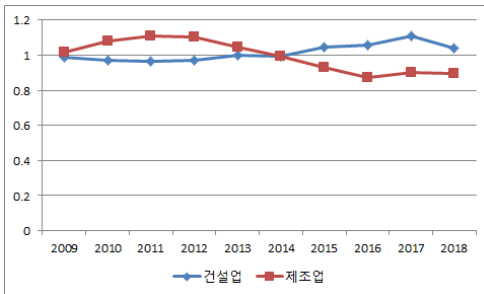
Panel A : 총자산순이익률(단위 : %)



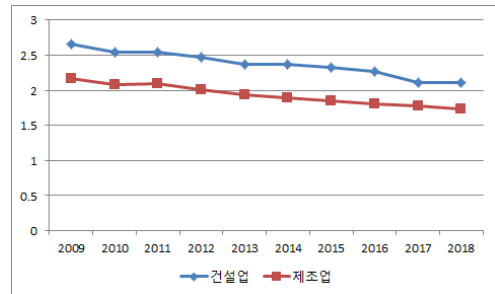
Panel B : 매출액순이익률(단위 : %)



Panel C : 총자산회전율(단위 : 포인트)

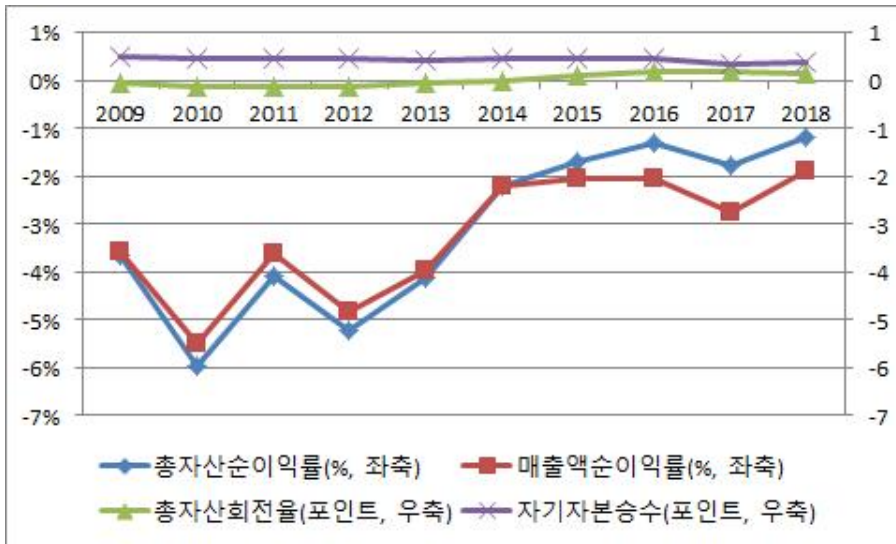


Panel D : 자기자본증수(단위 : 포인트)



자료 : 기업별 개별 재무제표 자료 재가공.

<그림 III-14> 건설업과 제조업 재무지표의 차이



자료 : 한국은행 기업경영분석 자료 재가공.

총자산회전율의 경우 총자산순이익률이나 매출액순이익률에 비해 두 산업 간 차이나 차이의 변화가 크지 않다. 2009년부터 2013년까지는 제조업이 건설업보다 더 큰 값을 갖지만, 2014년부터는 양(+)의 값으로 전환되어 건설업이 제조업을 뛰어넘는다. 자산효율성 측면에서 최근에는 건설업이 더 우수한 행태를 보인다.

자기자본승수의 차이는 모든 연도에서 양(+)의 값으로, 건설업이 제조업보다 자산 중 부채의 구성 비중이 높다. 다만 자기자본승수가 점차 하락하고 있으며 건설업과 제조업 간의 차이도 조금씩 줄어드는 모습인데, 이는 앞선 건설업 시계열 분석에서 도출된 바와 같이 최근 건설기업의 부채 감축을 통한 재무건전성 개선 노력이 반영된 것으로 보인다.

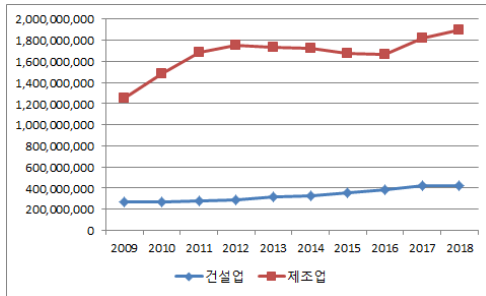
2) 재무지표의 구성요인과 세부항목의 차이

<그림 III-15>는 건설업과 제조업의 주요 재무제표 항목들의 시계열 추이를 제시한다. 두 산업의 규모가 다르므로, 상대적으로 규모가 큰 제조업의 그래프가 위쪽에, 상대적으로 규모가 작은 건설업의 그래프가 아래쪽에 나타난다.

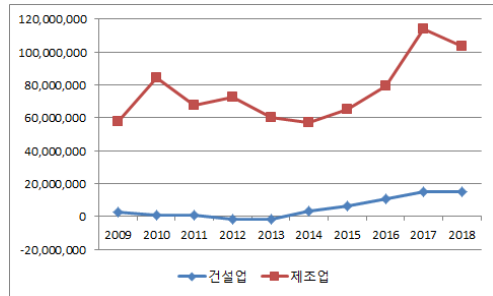
<그림 III-15> 건설업과 제조업 주요 재무제표 항목의 변화

(단위 : 백만원)

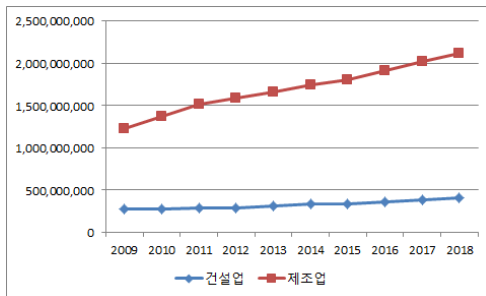
Panel A : 매출액



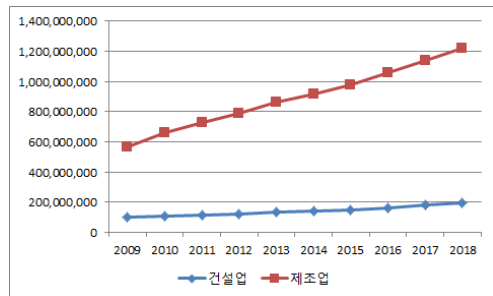
Panel B : 당기순이익



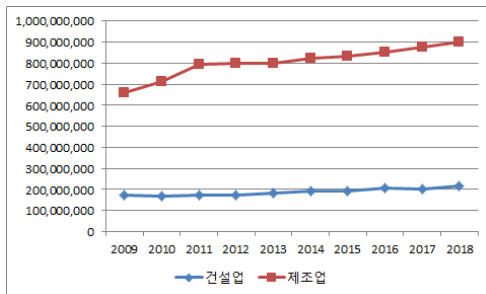
Panel C : 자산



Panel D : 자기자본



Panel E : 부채



자료 : 한국은행 기업경영분석 자료 재가공.

Panel A의 제조업과 건설업의 매출액은 전반적으로 상승하는 모습이다. 눈에 띄는 점은 2008년 글로벌 금융위기 여파가 남아있을 당시 건설업의 매출액은 일정 규모를 유지하고 있으나 제조업의 매출액은 이와 상관없이 크게 상승했다는 점이다. 이는 대표적인 경기민감업종인 건설업의 특수성을 반영하는 것으로 판단된다. 특히, 이 시기 건설업과

제조업의 수익성 차이가 큰 폭으로 벌어졌다는 점은 경기불안으로 인한 경영상의 어려움이 건설업에서 가중되었다는 것을 시사한다.

Panel B에서 제조업의 당기순이익의 추이를 보면 2010년까지 증가하였다가 2014년까지 대체로 하락한 이후 2017년까지 다시 상승한다. 당기순이익도 매출액과 마찬가지로 건설업과 제조업의 차이는 경기 침체 시기에 큰 폭으로 확대되었다. 매출액 하락의 여파와 더불어, 영업효율성 악화로 인해 건설업의 수익성이 감소했다는 것을 알 수 있다.

Panel C에서 제조업의 자산의 추이를 보면, 지속적인 상승세를 보인다. 앞서 살펴본 바와 같이 2014년 이후 총자산회전율은 건설업이 제조업에 비해 더 높았는데, 2013년부터 2016년까지 제조업 매출액은 감소하고 자산은 지속적으로 상승하는 반면, 건설업의 경우 매출액은 상승하고 자산은 매출액에 비해 상승 폭이 크지 않기 때문이다.

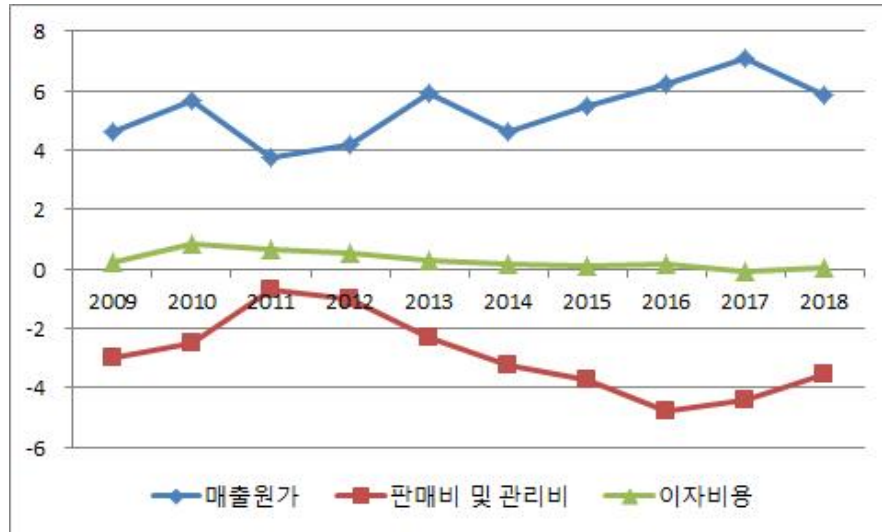
Panel D는 자기자본, Panel E는 부채의 추이를 나타낸다. 건설업과 제조업 모두 자기자본과 부채가 지속해서 증가하는 추이다. 두 산업 모두 자기자본의 증가세가 부채의 증가세보다 더 가파르게 나타난다.

가. 매출액순이익률

앞서 살펴본 재무지표별 차이의 세부 원인을 도출하기 위해 각 재무지표의 구성요인 및 세부항목의 차이를 확인할 필요가 있다. <그림 III-16>은 매출액순이익률을 구성하는 매출원가, 판매비 및 관리비과 이자비용이 각각 매출액에서 차지하는 비중의 건설업과 제조업의 차이(건설업 - 제조업)를 나타낸다. 매출액에서 매출원가가 차지하는 비중의 차이는 양(+)의 값이다. 이는 제조업에 비해 건설업의 매출원가 비중이 높은 수준이라는 것을 의미한다. 앞서 살펴본 매출액순이익률의 차이와 연계해 보면, 건설업의 낮은 영업효율성이 주로 높은 매출원가에 기인한 것이라고 유추할 수 있다. 건설업의 경우 프로젝트 단위로 사업이 진행되므로 단일화된 원가 관리가 어려우며, 생산 기간(공사 기간)이 길다는 특성이 있다. 자연히, 원자재 비용, 임금, 외주비용 등의 변화가 경영 활동에 부담으로 작용할 가능성이 여타 산업에 비해 높다. 일반적으로 매출원가는 생산 활동과 직접 연관되어 통제가 쉽지 않으며, 변동비적 성격이 크다. 따라서, 이러한 부담이 영업효율성의 차이를 악화시키는 요인으로 작용하고 있는 것으로 해석된다. 시계열 추이를 살펴보면, 2014년부터 2017년까지 건설업의 매출원가 비중이 제조업보다 커지고 있다. 이는 건설기업의 매출원가 부담이 제조업에 비해 높아진다는 것을 의미한다.

<그림 III-16> 건설업과 제조업 매출액순이익률 구성요인 비중의 차이

(단위 : %p)



자료 : 한국은행 기업경영분석 자료 재가공.

판매비 및 관리비 비중의 차이는 모든 연도에서 음(-)의 값을 가진다. 매출액에서 판매비 및 관리비가 차지하는 비중이 제조업에서 건설업에 비해 더 높다는 뜻이다. 두 산업간 차이는 2011년까지 줄어들었다가 2016년까지 다시 벌어진다. 이는 2008년 글로벌 금융위기 여파의 민감도가 컸던 시기에 두 산업간 차이가 줄어들었지만, 최근 들어 건설기업들의 자구적인 노력을 통해 제조업에 비해 판매비 및 관리비를 제조업보다 절약한 것으로 해석된다. 판매비 및 관리비는 생산 활동에 간접적으로 연관되는 비용들로 구성되어 매출원가보다는 비교적 기업 내부적으로 통제가 용이한 편이다. 제조업에 비해 건설업의 영업효율성이 낮은 것은 높은 매출원가 비중에 의한 것이지만, 건설업이 비교적 통제가 쉬운 판매비 및 관리비 비중을 낮춤으로써 이를 상쇄시키는 노력을 기울이고 있다고 할 수 있다.

매출액에서 이자비용이 차지하는 비중은 두 산업 간 차이가 크지 않지만, 전반적으로 건설업이 제조업에 비해 더 큰 값을 가진다. 이는 제조업에 비해 건설업의 부채 비중이 높기 때문으로 판단된다. 2010년부터 2012년까지의 차이가 비교적 큰데, 이 시기는 건설업의 부채가 감소하고, 제조업과 건설업의 수익성 차이가 확대되었던 시기이다. 경기불

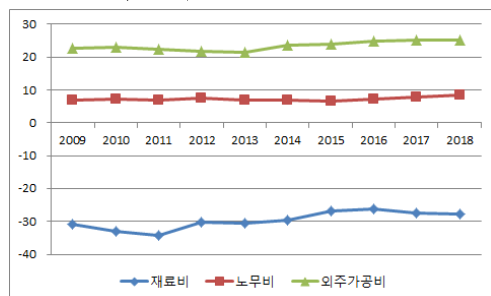
안으로 인한 높은 금리부담이 건설업 자금조달의 어려움을 높이고, 이것이 상대적인 수익성 악화로 이어졌다고 해석할 수 있다. 최근에는 건설업 부채 비중이 줄어들면서 이 자비용이 차지하는 비중도 줄어들었다.

<그림 III-17>은 보다 세부적인 분석을 위해 매출원가를 재료비, 노무비와 외주가공비로 분리하여 매출액에서 각 세부항목이 차지하는 두 산업 간 비중의 차이(건설업 - 제조업)를 제시한다. Panel A의 건설업과 제조업의 재료비 비중의 차이는 음(-)의 값을 가지며, 2011년 -34.21%p까지 벌어졌다가 2016년 -26.08%p까지 줄어든다. 음(-)의 값을 갖는 수치는 제조업에 비해 건설업에서 재료비 비중이 비교적 낮다는 것을 의미한다. 원자재 비용 등 재료비가 건설업의 매출원가를 제조업보다 높이는 주된 요인이 아니라는 것을 알 수 있다.

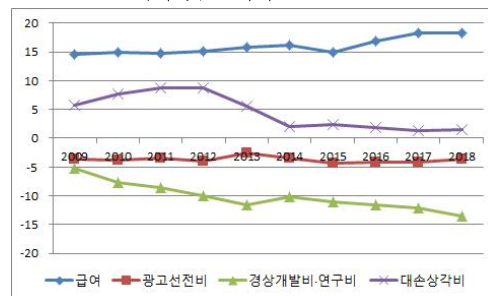
<그림 III-17> 건설업과 제조업 매출원가와 판매비 및 관리비 세부항목 비중의 차이

(단위 : %p)

Panel A : 매출원가



Panel B : 판매비 및 관리비



자료 : 한국은행 기업경영분석 자료 재가공.

노무비 비중은 모든 연도에서 양(+)의 값을 갖는데, 노동집약적 산업인 건설업이 제조업보다 노무비 비중이 높다는 것을 의미한다. 이는 통해 제조업보다 건설업이 최저임금 상승, 노동시간 단축 등에 영향을 더 크게 받는다는 것을 유추할 수 있다.

외주가공비 비중의 차이는 노무비와 마찬가지로 모든 연도에서 양(+)의 값을 보이며, 20%p에서 25%p 내외의 값을 가진다. 종합산업인 건설업의 특성상 다수의 하도급 업체를 통한 생산 활동이 이루어지기 때문으로 풀이된다. 두 산업 간 차이는 2012년까지 점진적으로 하락하였다가 이후 소폭 상승하는 추이를 보이지만, 눈에 띄는 특이점은 없다.

이러한 수치들을 종합적으로 고려할 때, 제조업에 비해 건설업에서 매출원가가 높게 나타나는 이유는 인력의 노무비와 하도급 업체를 통한 외주비용에 있다는 것을 확인할 수 있다.

Panel B는 판매비 및 관리비를 급여, 광고선전비, 경상개발비·연구비와 대손상각비로 나누어 건설업과 제조업의 차이를 제시한다. 매출액에서 급여가 차지하는 비중의 차이는 양(+)의 값이며, 2018년까지 점진적으로 그 격차가 확대되는 모습이다. 이는 노무비와 유사하게, 임금 상승에 따른 부담이 제조업보다 건설업에 더 크게 작용하고 있다는 것을 시사한다.

광고선전비 비중의 차이는 음(-)의 값으로, 제조업이 건설업보다 비교적 적극적으로 광고선전비를 지출한다. 경상개발비·연구비 비중의 차이도 음(-)의 값이며, 점차 그 차이가 벌어진다. 이는 건설업의 특성상 제조업과 달리 제품 개발에 투입되는 비용이 많지 않기 때문으로 해석된다. 동시에, 제조업보다 수익성이 낮은 건설업의 경우 투자지출 여력이 높지 않다는 점에서도 원인을 찾을 수 있다.

대손상각비 비중의 차이는 대체로 양(+)의 값이며, 건설업의 대손 위험이 제조업에 비해 크다. 특히, 이러한 차이는 글로벌 금융위기의 여파가 남아있던 2012년까지 제조업에 비해 크게 상승하였다가 최근 주택경기 호조로 축소되었다. 정리하자면, 건설업이 제조업보다 판매비 및 관리비 비중이 작아지는 것은 경상개발비·연구비와 대손상각비 비중의 감소 때문으로 파악된다.

나. 총자산회전율

매출액과 자산의 변화가 모두 총자산회전율의 변화에 영향을 미치지만, 매출액의 경우 경기에 대한 민감도가 높고 기업이 조정하기 어려운 반면, 자산은 기업이 경제여건의 변화에 대응하기 위해 비교적 능동적으로 조정이 가능하므로 이에 대한 변화에 관심을 가질 필요가 있다. <그림 III-18>의 Panel A는 비유동자산이 자산에서 차지하는 비중의 건설업과 제조업 간 차이(건설업 - 제조업)를 제시한다. 두 산업 간 차이는 음(-)의 값으로 건설업보다 제조업이 비유동자산 비중이 높다. 다만, 이러한 차이는 점차 줄어드는 모습을 보인다.

자산 내 투자자산이 차지하는 비중의 차이는 비교적 크지 않다. 그러나 눈에 띄는 점은 2012년도까지는 음(-)의 값을 보이던 차이가 2013년부터는 양(+)의 값으로 전환되었

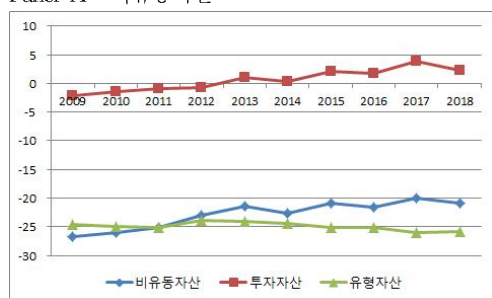
다는 점이다. 건설업이 제조업보다 투자자산의 비중을 높인다는 의미인데, 이는 건설기업이 주택경기 침체, 해외건설 수주 급감으로 인해 영업 활동이 위축되자 금융자산 보유를 늘림으로써 수익원을 다각화하고 있기 때문으로 해석된다.

유형자산 비중의 차이는 모든 연도에서 음(-)의 값으로, 건설업의 유형자산 비중이 제조업에 비해 작다. 생산 활동이 특정 지역에 국한되지 않으며, 주문 생산방식이 이루어지는 건설업의 특성상 큰 규모의 유형자산을 보유할 필요성이 크지 않기 때문으로 풀이된다. 더불어, 하도급 업체를 통한 외주가공이 제조업보다 활발히 이루어진다는 점에 의해서도 낮은 유형자산 비중을 설명할 수 있다. 한편, 이러한 차이는 점진적으로 다소 벌어지고 있다.

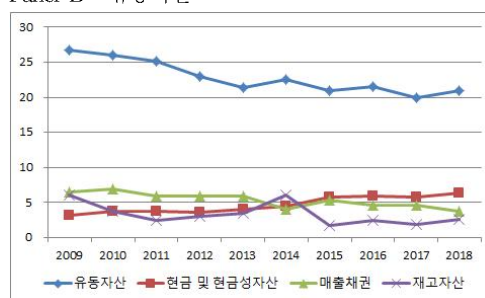
<그림 III-18> 건설업과 제조업 자산 세부항목 비중의 차이

(단위 : %p)

Panel A : 비유동자산



Panel B : 유동자산



자료 : 한국은행 기업경영분석 자료 재가공.

Panel B는 자산에서 유동자산이 차지하는 비중의 건설업과 제조업 간 차이를 제시한다. 두 산업 간 차이는 모든 연도에서 양(+)의 값이다. 다만, 이러한 차이는 점진적으로 줄어드는 모습이다. 자산 내 현금 및 현금성자산/단기투자자산이 차지하는 비중의 차이는 점진적으로 늘어나는데, 건설기업의 수익성이 개선되자 잠재적 경영 위험에 대한 완충 여력을 확대하기 위해 실현된 수익을 기업 내부적으로 축적하는 것으로 보인다. 건설업은 경기변동에 민감한 특성을 가지므로 예상치 못한 외생적 충격이 발생하면 손실 확률이 크게 확대될 우려가 있으므로, 손실로 인한 파산 위험을 줄이기 위해 내부 자금, 즉, 현금등가물을 보유하고자 하는 유인이 타 산업에 비해 강한 것으로 해석된다.

매출채권 비중의 차이도 양(+)의 값이며, 2010년 6.87%p에서 2018년 3.68%p까지 점진적으로 하락한다. 건설기업들이 잠재적 대손 가능성이 있는 매출채권을 줄여 경영 위험에 대응하고 있는 것으로 추정해 볼 수 있다. 재고자산 비중의 차이도 대체로 양(+)의 값으로, 건설업의 재고자산 비중이 더 높다. 이러한 차이는 2014년 6.06%p로 상승했다가 다시 감소하는 추이다. 건설업 수익성이 개선되는 2015년부터 재고자산이 줄어든 것으로 보인다.

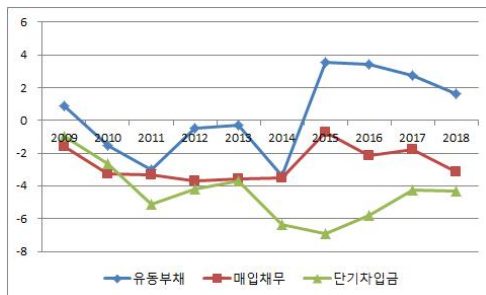
다. 자기자본승수

<그림 III-19>는 자기자본승수의 건설업과 제조업의 차이를 야기하는 세부항목을 판별하기 위한 분석 결과이다. 자기자본승수는 부채의 양에 비례하므로, 부채의 비중 또는 구성에 있어 건설업과 제조업의 차이를 확인한다.

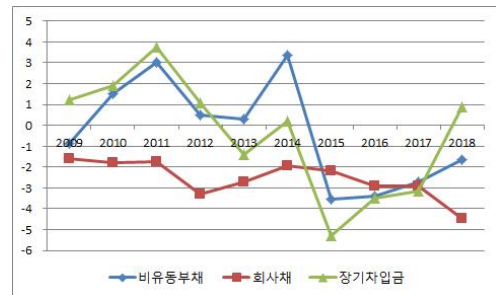
<그림 III-19> 건설업과 제조업 부채 세부항목 비중의 차이

(단위 : %p)

Panel A : 유동부채



Panel B : 비유동부채



자료 : 한국은행 기업경영분석 자료 재가공.

Panel A는 부채 내 유동부채와 세부항목 비중의 건설업과 제조업 간 차이(건설업 - 제조업)를 보여준다. 두 산업 간 유동부채 비중 차이는 변동성이 크며 뚜렷한 추이가 나타나지 않는다. 유동부채 비중의 증감에는 다양한 요인이 원인으로 작용하므로 해석에 주의가 필요하다. 유동부채의 양은 자금조달 여건과 연결이 되는데, 유동부채가 줄어들었다는 것은 자금조달이 어렵다는 것을 의미할 수도 있지만, 충분한 수익 발생으로 인해 자금조달의 필요성이 줄어든 것일 가능성도 있다. 건설업은 긴 시간에 걸쳐 생산 활

동이 이루어지므로, 매출이 발생하는 시기와 비용이 투입되는 시기, 그리고 수익이 인식되는 시기가 다르다. 또한, 건설업은 수주산업이기 때문에 수주 물량이 적은 시기에는 자금조달의 필요성이 감소하는 등 변동성이 크다. 이러한 복합적인 요인들이 작용하여 유동부채의 두 산업 간 비중 차이가 일정한 패턴 없이 들쭉날쭉한 추이를 보이는 것으로 판단된다.

Panel B는 두 산업 간 부채 내 비유동부채와 세부항목 비중의 차이를 제시한다. 비유동부채와 유동부채는 상호 반비례 관계에 있어 대체로 반대 방향으로 움직인다. 비유동부채도 유동부채와 마찬가지로 여러 가지 다양한 요인들에 영향을 받으므로 일정한 추이 없이 큰 변동성을 가지며, 이로 인해 움직임에 대한 해석에 주의가 요구된다. 최근 건설업에서 회사채 비중의 줄고 있는데, 수익성 개선으로 회사채 발행의 필요성이 줄어든 것으로도 해석할 수 있고, 향후 건설경기 악화가 전망됨에 따라 건설기업들이 회사채 비중을 줄여 파산 위험과 이자비용을 줄이려는 행태로 해석할 수도 있다.

3. 소결

건설업에 대한 시계열 분석과 제조업과의 비교 결과는 <표 III-3>과 같이 요약된다. 먼저, 건설업의 수익성은 2009년부터 2012년까지 하락한 이후 2017년까지 상승하는 움직임을 보인다. 이는 제조업과의 비교에서도 일관되게 나타나는데, 제조업보다 수익이 크게 낮았다가 점차 그 격차가 줄어든다. 이는 경기에 민감한 건설업의 특성을 나타낸다. 특히, 경기 침체기에 매출액은 큰 변동 없이 유지되었던 반면 당기순이익의 하락 폭이 크게 나타난 점은, 해당 시기에 건설기업이 부담해야 하는 다양한 비용요인이 증가했다는 것을 뜻한다. 한편, 최근 건설업 수익성이 개선되었지만, 비교 산업인 제조업에 비해 여전히 낮은 수준으로, 건설업의 경영여건이 개선되었다고 보기 어려운 측면이 있다. 따라서, 산업 진흥의 관점에서 정책 마련시 건설업의 특수성이 고려되어야 할 것이다.

건설업 수익성 변동의 내부적 원인으로 영업효율성, 그중에서도 특히 비용 관리에 주목할 필요가 있다. 제조업에 비해 건설업에서 비용이 많이 발생하는 주된 이유는 노무비와 같이 생산 활동에 직접적으로 연계되는 비용과 비교적 경직적 구조를 갖는 급여

때문으로 확인된다. 더불어, 경기불안에 대한 민감도가 높은 건설업의 특수성에 따라 대손 위험 증가는 대손상각비 상승 압력으로 이어지는 것을 확인할 수 있다.

건설업의 자산효율성은 최근 들어 개선되어 제조업보다 약간 나아졌다. 최근 건설업 수익성이 높아지고 부채 비중이 감소하면서 자산효율성이 비교적 높게 나타난 것으로 풀이된다.

마지막으로, 재무레버리지는 제조업에 비해 높은 수준으로 파산 위험이 비교적 큰 특성을 가진다. 재무레버리지는 상대적으로 높으면서 자기자본순이익률로 측정된 수익성이 제조업보다 열위에 있다는 점은 그만큼 건설업의 경영여건이 비교적 어렵다는 것을 의미한다. 건설업은 최근까지 지속해서 부채를 줄임으로써 재무건전성을 높이고 이자비용을 줄이는 모습을 보인다.

정리하면, 건설업의 대부분 경영지표가 경기 침체 시기에 큰 폭으로 하락했다가 최근 개선되었지만, 여전히 제조업보다 경영여건이 어려운 것으로 풀이된다. 건설경기가 나빠질 것으로 전망되는 시기에 효과적인 대응 방안의 마련이 절실하다고 할 수 있다.

<표 III-3> 건설업 재무지표 및 세부항목 분석과 제조업과의 비교 결과 요약

재무적 특성	재무지표		시계열 추이	제조업 대비 상대 성과	시사점
수익성	자기자본 순이익률		하락 → 상승	낮음	<ul style="list-style-type: none"> 경기 침체시 건설업의 영업효율성 감소가 수익성 악화의 주된 원인 수익성은 제조업보다 여전히 낮은 수준
영업효율성	총자산순 이익률	매출액 순이익률	하락 → 상승	낮음	<ul style="list-style-type: none"> 제조업에 비해 낮은 영업효율성은 노무비, 급여 등 비용 상승에 기인 경기불안에 대한 높은 민감도로 인해 대손상각비 증가
자산효율성		총자산 회전율	하락 → 상승	비슷	<ul style="list-style-type: none"> 최근 건설업 자산효율성이 제조업보다 개선
재무 레버리지	자기자본승수		하락	다소 높음	<ul style="list-style-type: none"> 최근 건설업 부채 감축 제조업 대비 높은 부채 비중은 경기 침체시 파산 위험을 가중

1. 건설기업의 수익성 기여요인 도출

(1) 분석표본의 설정과 분석 방법론

건설기업 중에서도 높은 수익성을 창출하는 기업과 그렇지 않은 기업은 서로 다른 특성이 있을 것이며, 그에 맞는 경영전략이 필요할 것으로 기대된다. 이에 따라 듀퐁 재무분석 시스템을 활용하여 건설기업의 수익성 차이가 어떤 재무적 요인에 의한 것인지 파악해볼 필요가 있다. 이러한 분석은 이전 장에서의 산업 전체 또는 여타 산업과의 비교와 달리 산업 내 기업 간 비교이므로 구체적인 시사점을 도출할 수 있을 것이다. 건설기업의 경쟁력 수준을 정량적 정보인 재무지표를 바탕으로 객관적으로 일관성 있게 파악할 수 있을 것이며, 이를 통해 향후 경영전략의 방향성과 대안을 모색할 수 있다.

건설기업 간 비교는 산업 전체의 자료⁷⁾가 아닌 기업별 재무제표를 활용해야 하므로 방대한 자료의 수집 및 가공이 필요하다. 본 연구는 국내 건설기업 중 외부감사대상 법인을 분석표본으로 활용하고, 데이터를 에프앤가이드(FnGuide)에서 추출하였다. 분석기간은 2003년부터 2017년까지이다. 본 연구가 외부감사법인의 자료를 활용하는 이유는 첫째, 이들 법인의 경우 정책당국의 규제하에서 의무적으로 외부 회계감사를 거치기 때문에 재무제표의 신뢰성이 높기 때문이다.

둘째, 진입과 퇴출이 비교적 자유롭고 빈번한 건설업의 특성상 영세한 기업의 경영구조는 일반화하기 어렵고 적절하지 않기 때문이다. 신규 진입 기업이나 퇴출 기업의 자료가 분석에 포함될 경우 정상적으로 경영되고 있는 건설기업 간 비교를 통한 시사점 도출이 어려워질 우려가 있다. 이러한 문제점을 완화하기 위해 외부감사대상 법인 중에서 자기자본 잠식이 발생하지 않은 기업만을 분석에 활용한다. 즉, 모든 분석 기간 동안 재무제표의 획득이 가능한 외부감사대상 법인을 분석 대상으로 한다. 분석에 활용된 표

7) 한국은행의 기업경영분석 자료의 경우 산업별 재무제표 항목의 합계만을 제공함. 따라서, 건설기업의 평균적인 경영전략과 자산구조를 파악하기 힘들 뿐만 아니라, 미시적으로 기업 간 비교가 불가능함.

본은 총 6,135개로, 매년 409개 건설기업이 분석에 포함되었다는 것을 의미한다. 이상치(극단치)에 의한 통계적 해석의 오류를 최소화하기 위해 모든 재무지표가 상·하위 1%를 초과하는 경우 상·하위 1%의 값으로 변환(winsorization)하여 활용한다.

<그림 IV-1> 건설기업 간 횡단면 비교를 위한 표본 설정 기준

- ① 한국표준산업분류 1자리(1-digit) '건설업(F)에 해당하는 외부감사대상법인
- ② 분석 기간(2003~2017년) 동안 외부감사대상 법인에 계속 선정되었으며, 재무제표의 접근이 가능한 기업(balanced panel)
- ③ 자기자본 잠식 기업은 제외
- ④ 이상치(outlier)의 효과를 제거하기 위해 모든 재무지표는 상·하위 1%에서 극단치 조정(winsorization)

본 절에서는 고수익성 그룹과 저수익성 그룹별 재무지표와 수익성의 관계를 알아본다. 먼저 차이값 분석을 통해 두 그룹 간 재무지표의 통계적 차이를 알아보고, 분석 기간에 걸쳐 두 그룹 간 재무지표의 차이를 그래프로 그려 각 지표의 변화 추이를 파악하고 비교한다. 다음으로는, 총자산순이익률, 매출액순이익률, 총자산회전율, 자기자본순수가 자기자본순이익률에 미치는 영향을 분석한다.

이를 위해 먼저 변수 간 상관관계를 파악하고, 그다음 자기자본순이익률을 종속변수로, 재무지표들을 설명변수로 하여 회귀분석을 시행한다. 회귀분석은 둘 이상의 변수 간의 관계를 통계적으로 확인하는 분석으로서 가장 대표적인 분석 방법이므로, 본 연구에서도 이를 활용한다. 엄밀한 회귀분석을 위해서는 내생성 문제를 통제해야 하며, 누락변수에 의한 편의가 발생하지 않도록 주의해야 한다.⁸⁾ 그러나 본 연구에서는 복잡한 회귀분석 식을 설정하여 엄밀한 회귀분석을 하기보다는, 간단한 모형을 활용한 분석을 통해 재무지표와 수익성 간의 관계를 도출하며, 이로 인해 발생할 수 있는 연구 방법상의 한계점은 추후의 연구에서 보완되기를 기대한다.

고수익성 그룹과 저수익성 그룹 간 재무지표의 차이에 대한 세부적인 원인을 분석하기 위해 각 재무지표에 영향을 주는 구성요인과 세부항목의 차이도 차이값 분석을 활용하여 확인한다.

8) 패널 자료의 특성상 이분산성과 자기상관의 문제가 발생할 수 있으며, 독립변수 간 상관관계가 높은 경우 다중공선성의 문제도 발생할 수 있음.

(2) 재무지표와 수익성의 관계

1) 수익성 그룹별 재무지표의 차이값 분석

재무지표와 수익성의 관계를 분석하는 첫 번째 방법으로, 고수익성 그룹과 저수익성 그룹 간 재무지표의 차이를 알아본다. 자기자본순이익률이 높은 건설기업(고수익성)과 낮은 건설기업(저수익성)으로 두 개의 그룹을 설정하고, 각 그룹의 재무지표 차이에 대한 통계적 유의성⁹⁾을 검증함으로써 어떤 요인이 수익성 향상에 많은 영향을 미치는지 분석한다. 고수익성 건설기업은 매년 자기자본순이익률이 산업 평균을 초과하는 기업으로 정의한다. 예를 들어, 2010년의 자기자본순이익률의 평균이 0.1이었다면, 2010년에는 이를 초과하는 건설기업이 고수익성 그룹에 해당한다. 매년 같은 방식으로 고수익성 건설기업을 분류하므로, 한 기업이 어떤 해에는 고수익성 그룹에 포함되었다가도, 다음 해에는 저수익성 그룹에 포함될 수도 있다. 매년 평균을 계산해서 고수익성 건설기업 분류에 적용하는 것은 전체 표본(모든 연도)의 평균을 그룹 구분에 활용할 경우 연도별 경제여건 차이에 따른 건설기업 간 수익성의 차이를 반영하지 못하는 문제가 발생하기 때문이다. 예를 들어, 비교적 건설경기가 좋았던 2013년 건설기업들은 모두 고수익성 그룹에 포함될 가능성이 크며, 이는 기업 고유요인의 차이를 반영하지 못하게 된다. 정리하면, 고수익성 그룹에 해당하는 건설기업은 각 연도의 산업 평균 수익성을 초과하는 우수한 경영 성과를 보이는 표본을 의미한다.

<표 IV-1>은 고수익성과 저수익성 건설기업의 재무지표 간 차이를 나타낸다. 고수익성 그룹에는 3,075개, 저수익성 그룹에는 3,060개 건설기업이 포함되어 있다. 자기자본순이익률은 고수익성 그룹의 경우 약 19.6%, 저수익성 그룹의 경우 약 -3.8%이다. 자기자본순이익률이 두 그룹을 구분하는 데 활용되었으므로 그룹 간 차이가 나타나는 것은 당연하지만, 주목해야 할 점은 두 그룹 간 차이가 약 23.4%p로 매우 높다는 점이다. 건설업 내 높은 경영 성과를 창출하는 기업과 그렇지 못한 기업 간 수익성에 극명한 차이가 나타난다. 이러한 차이는 통계적으로 1% 수준에서 유의하여 신뢰도가 높다.

경영효율성을 나타내는 총자산순이익률의 경우, 고수익성 그룹은 약 9.1%, 저수익성 그룹은 약 0.2%이며, 그룹 간 차이가 약 8.9%p이다. 우수한 경영 성과(수익성)를 보이는

9) 특정 재무지표에 있어 각 그룹의 평균과 분포(표준편차)를 고려할 때, 두 그룹 간 평균의 차이가 0보다 다른지를 검증하는 차이값 검증(단변량 분석 방법론)을 수행함.

그룹은 높은 총자산순이익률을 갖고 있으며, 이러한 차이는 통계적으로 신뢰할만한 수준이다.

<표 IV-1> 수익성 그룹별 재무지표의 차이

변수	전체 [N=6,135]	고수익성 (A) [N=3,075]	저수익성 (B) [N=3,060]	차이 (A-B)	통계적 유의성 (p-value)
자기자본순이익률(%)	7.941	19.592	-3.766	23.358	0.000***
총자산순이익률(%)	4.453	9.056	0.174	8.882	0.000***
매출액순이익률(%)	-1.332	12.699	-15.31	28.130	0.000***
총자산회전율(포인트)	1.165	1.363	0.966	0.397	0.000***
자기자본승수(포인트)	2.824	2.833	2.815	0.018	0.825

주 : ***, **, *은 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 통계적으로 유의미함을 의미함.

자료 : 에프앤가이드.

총자산순이익률은 매출액순이익률과 총자산회전율로 구분된다. 영업효율성을 대리하는 매출액순이익률은 전체 표본에서 약 -1.3%로 음(-)의 값을 보인다. 그룹별로 보면 고수익성 그룹이 약 12.7%, 저수익성 그룹이 약 -15.3%로, 두 그룹 간 차이는 약 28.1%p로 매우 크며 통계적으로 신뢰할만한 수준이다. 건설기업 간 영업효율성의 차이가 수익성의 차이로 이어진다는 의미이다. 매출액 대비 비용 지출을 줄이는 것이 수익성 향상에 기여도가 높을 것으로 이해할 수 있다.

총자산회전율의 경우 고수익성 그룹이 약 1.4포인트, 저수익성 그룹이 약 1.0포인트이다. 수익성이 높은 건설기업일수록 자산효율성이 높고, 두 그룹 간 차이는 통계적으로 신뢰할만한 수준이다. 보유한 자산 대비 높은 매출액을 창출하는 건설기업일수록 수익성이 높다는 것을 의미한다.

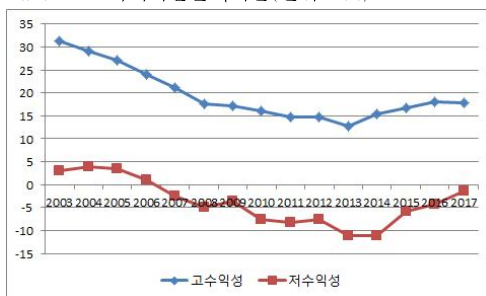
마지막으로, 자기자본승수의 경우 그룹 간 차이가 크지 않고, 통계적으로도 차이를 신뢰할 수 없는 것으로 분석된다. 자기자본승수는 고수익성 그룹과 저수익성 그룹 모두에서 약 2.8포인트 수준으로 그룹 간 차이가 미미하다. 건설기업의 재무레버리지의 변화가 수익성에 커다란 차이를 가져오지는 않으리라고 추정된다. 정리하면, 영업효율성과 자산효율성이 수익성 개선의 주요 경로라는 결론을 도출할 수 있다.

차이값 검증과 더불어, 고수익성 그룹과 저수익성 그룹 간 재무지표의 변화를 그래프로 나타내 시계열 추이와 두 그룹 간 차이를 살펴본다. 두 그룹 간의 재무지표 차이가 분석 기간에 걸쳐 일관되게 나타나는지를 확인하고, 어떤 기간에 차이가 크게 벌어졌는지 또는 줄어들었는지를 파악하고자 한다.

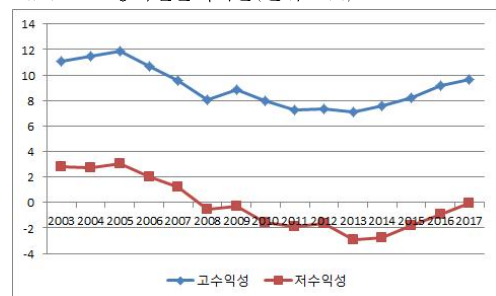
<그림 IV-2>의 Panel A는 자기자본순이익률의 고수익성 그룹과 저수익성 그룹의 시계열 추이를 제시한다.

<그림 IV-2> 수익성 그룹별 재무지표의 변화

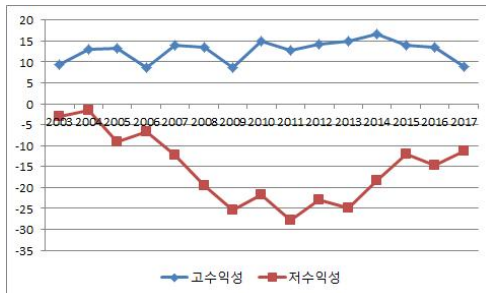
Panel A : 자기자본순이익률(단위 : %)



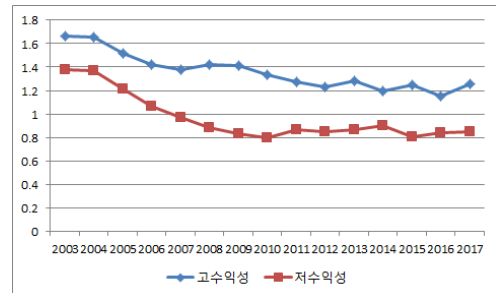
Panel B : 총자산순이익률(단위 : %)



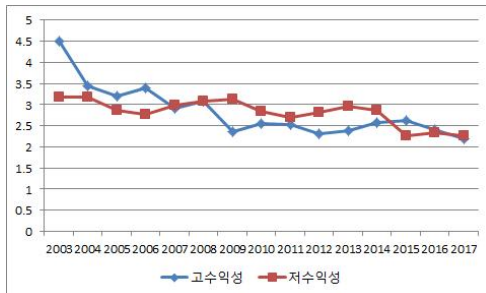
Panel C : 매출액순이익률(단위 : %)



Panel D : 총자산회전율(단위 : 포인트)



Panel E : 자기자본증수(단위 : 포인트)



자료 : 에프앤가이드.

자기자본순이익률을 기준으로 두 그룹을 나누었기 때문에 두 그룹 지표의 차이가 전 분석 기간에 걸쳐 명확하게 나타난다. Panel B의 총자산순이익률 추이 역시 자기자본순 이익률과 비슷한 추이를 보인다.

Panel C는 매출액순이익률의 추이를 제시한다. 건설경기 침체기인 2009년부터 2013년까지 두 그룹 간 매출액순이익률의 차이가 극명하게 벌어진다. 고수익성 그룹의 경우 경기 침체 시기에 매출액순이익률의 변화가 크지 않지만, 저수익성 그룹의 경우 하락세가 명확하다. 경기 침체가 우려되는 상황일수록 수익성을 유지하기 위해서는 영업효율성을 개선하려는 건설기업의 노력이 필요하다는 의미이다.

Panel D의 총자산회전율의 경우 두 그룹 모두 점진적으로 하락하는 추이다. 다만, 2008년 글로벌 금융위기 이후 저수익성 그룹의 총자산회전율 감소 폭이 더 크다. 건설경기가 좋아지던 2015년 전후에도 저수익성 그룹의 총자산회전율은 1.0에 미치지 못해 자산효율성 개선을 위한 노력이 필요하다고 할 수 있다.

Panel E는 자기자본증수의 시계열 추이를 제시한다. 한 가지 눈에 띄는 점은 대체로 저수익성 그룹의 자기자본증수가 고수익성 그룹보다 낮다가 건설업 전반이 수익성이 악화되었던 2010년대 초반에 들어 이러한 추이가 역전되었다는 것이다. 이 시기에 저수익성 그룹에 속한 기업들의 부채 비중이 높아졌고, 이로 인해 이자비용 부담이 높아짐으로써 기업의 수익성이 더욱 나빠졌을 가능성이 엿보인다. 수익성이 개선되는 2015년부터는 수익성에 따른 자기자본증수의 차이가 줄어든다.

2) 재무지표가 수익성에 미치는 영향 : 상관분석 및 회귀분석

수익성에 따라 두 그룹으로 분리하여 차이점을 분석하는 접근방식은 두 그룹 간 차이를 명확하게 제시할 수 있다는 장점이 있다. 하지만, 이는 이분법적인 접근으로 같은 그룹 내에서도 수익성의 차이가 존재할 수 있다는 점을 고려하지 못한다. 수익성의 대용치인 자기자본순이익률은 다양한 값을 가질 수 있는 연속변수(continuous variable)이기 때문에 이러한 특성을 고려한 분석을 수행할 필요가 있다. 분석에 앞서, 재무지표 간 상관관계를 알아본다.

<표 IV-2>는 재무지표 간 상관계수(correlation coefficient)¹⁰⁾를 제시한다. 자기자본

10) 상관계수는 두 변수 간 상관관계의 정도를 나타내는 통계량으로 -1부터 1까지의 값을 가짐. 동 통계량의 부호는 각 변수의 움직임의 방향성에 대한 정보를 내포함. 절댓값은 동시에 움직이는 정도를 의미하며 큰 값

순이익률과 높은 상관계수를 갖는 지표일수록 수익성 기여도가 높을 것으로 기대할 수 있는데, 영업효율성을 의미하는 매출액순이익률과의 상관계수가 약 0.3으로 가장 높다. 자산효율성을 의미하는 총자산회전율과의 상관계수도 약 0.2로 비교적 높은 설명력을 가진다. 두 지표 모두 양(+)의 계수 값을 가져, 이들이 개선될 경우 수익성도 개선된다는 것을 보여준다. 특이한 점은 자기자본증수의 상관계수는 음(-)의 값인데, 부채의 양이 확대될수록 수익성이 악화된다는 의미이다. 이는 듀폰 재무분석 시스템의 이론적 예측과 반대되는 실증적 결과이다.

매출액순이익률도 자기자본증수와 음(-)의 상관계수를 가지는데, 부채의 양의 늘어날수록 영업효율성이 악화된다는 뜻이다. 마찬가지로, 자기자본증수와 총자산회전율 간의 상관계수도 음(-)의 값으로 부채의 확대가 자산효율성 감소로 이어질 수 있다는 것을 보여준다.

<표 IV-2> 재무지표 간 상관계수

변수	자기자본순이익률	총자산순이익률	매출액순이익률	총자산회전율
총자산순이익률	0.085***			
매출액순이익률	0.298***	0.335***		
총자산회전율	0.200***	0.271***	0.102***	
자기자본증수	-0.157***	-0.215***	-0.071***	-0.154***

주 : ***, **, *은 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 통계적으로 유의미함을 의미함.

자료 : 에프앤가이드.

<표 IV-2>에서 확인한 바와 같이 영업효율성, 자산효율성과 재무레버리지가 상호 연관이 있으므로, 이러한 특성을 고려한 현실적인 분석을 수행할 필요가 있다. 다양한 의사결정이 복합적으로 작용하는 경영 현실을 고려할 때 각각의 특성이 상호 독립적으로 영향을 준다는 전제에는 한계가 있으므로, 모든 재무지표를 동시에 고려한 다변량 회귀분석(regression)을 시행한다. 회귀분석의 결과는 어떤 요인이 얼마만큼 수익성 개선에 기여하는지에 대한 정보를 포함하므로 분석 결과를 통해 더 많은 정보를 얻을 수 있다.

을 가질수록 상관관계가 높음.

<표 IV-3>은 재무지표와 수익성 간 회귀분석 결과를 제시한다. 모형 (1)의 총자산순이익률의 추정계수는 2.266으로 1% 수준에서 유의하다. 총자산순이익률의 1단위 증가가 자기자본순이익률을 약 2.3배 높이는 효과를 가진다는 의미이다. 자기자본증수의 추정계수는 0.112지만 통계적으로 유의하지 않아 큰 의미가 없다.

모형 (2)는 총자산순이익률을 영업효율성과 자산효율성으로 세분화하여 분석한 결과이다. 매출액순이익률의 추정계수는 0.087로 통계적으로 신뢰할만한 수준이다. 매출액순이익률을 1% 개선하는 경우 약 0.9%의 자기자본순이익률 상승이 이루어진다는 의미이다. 총자산회전율의 추정계수는 3.959로 통계적으로 유의하며, 이는 총자산회전율의 1단위 증가가 자기자본순이익률을 약 4% 상승시킬 수 있다는 뜻이다.

한편, 앞선 모형 (1)과 달리, 자기자본증수의 추정계수는 음(-)의 값을 가지며, 통계적으로 유의하다. 자기자본증수의 1단위 증가가 자기자본순이익률의 약 0.8% 감소로 이어진다는 의미인데, 부채의 증가가 수익성 개선에 부정적인 요인으로 작용할 수 있다는 것이다. 이는 이자비용 상승과 파산 위험 확대 때문으로 유추할 수 있다.

<표 IV-3> 재무지표와 수익성 간 회귀분석

종속변수 : 자기자본순이익률	모형 (1)	모형 (2)
상수항	-2.465***	5.590***
	[-4.605]	[6.248]
총자산순이익률	2.266***	
	[36.560]	
매출액순이익률		0.087***
		[7.999]
총자산회전율		3.959***
		[9.236]
자기자본증수	0.112	-0.760***
	[0.544]	[-2.820]
관측치	6,135	6,135
R ²	0.648	0.130

주 : ***, **, *은 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 통계적으로 유의미함을 의미함.

자료 : 에프앤가이드.

(3) 재무지표 구성요인 및 세부항목과 수익성의 관계

1) 수익성 그룹별 매출액순이익률 구성요인 및 세부항목의 차이값 분석

건설기업 간 재무지표의 차이에 대한 세부적인 원인을 분석하기 위해 각 재무지표에 영향을 주는 구성요인과 세부항목의 차이도 추가적으로 확인한다. <표 IV-4>는 수익성에 따라 구분된 두 그룹의 건설기업 간 매출액순이익률 구성요인과 세부항목의 평균 차이를 제시한다. 수익성 구분에 활용된 기준은 <표 IV-1>에서 활용한 기준과 같다.

고수익성 그룹과 저수익성 그룹의 매출액은 통계적으로 유의미한 차이를 보이지 않는다. 매출액이 크다고 해서 수익성이 높게 나타나는 것은 아니라는 것이다. 반면 당기 순이익은 두 그룹 간 통계적으로 유의한 차이를 보였다.

매출액 대비 매출원가의 경우 고수익성 그룹이 약 81.4%, 저수익성 그룹이 약 80.7%로 그 차이가 크지 않다. 통계적으로도 신뢰할만한 차이가 나타나지 않는다. 생산 활동에 직접적으로 관여되는 비용들의 차이는 수익성의 차이를 일으키지 않았다. 한편, 앞서 건설업 전체에 대한 시계열 분석에서는 매출원가를 재료비, 노무비, 외주가공비로 세분화하여 살펴본 바 있다. 이러한 항목들은 제조원가명세서를 통해 보고되며, 산업 합계 자료는 한국은행의 기업경영분석에 포함되어 있다. 하지만, 개별 기업이 반드시 공표해야 하는 재무제표에서 제조원가명세서는 제외되므로 개별 기업 수준의 분석에서는 매출원가의 세부항목에 대해 분석하지 않는다.

매출액 대비 판매비 및 관리비는 고수익성 그룹이 약 10.7%, 저수익성 그룹이 약 31.1%로 약 3배 차이가 난다. 이러한 차이는 높은 통계적 신뢰성을 가진다. 생산 활동에 직접적으로 관여되지 않는 간접비용들을 효과적으로 통제하는 것이 건설기업의 수익성 개선에 효과적이라는 것을 시사한다. 판매비 및 관리비를 구성하는 세부항목 중 저수익성 그룹은 인건비와 대손상각비 비중이 고수익성 그룹보다 유의미하게 높다. 인건비를 통제하기 위한 효과적인 인사관리와 대손 위험 통제를 위한 적극적인 위험 관리 노력이 수익성을 개선하는 방안이라는 것을 확인할 수 있다.

반면, 연구개발비의 차이에 따른 수익성 차이는 크지 않다. 광고선전비 비중의 경우 고수익성 그룹이 저수익성 그룹보다 더 높는데, 광고선전비 지출이 소비자의 인지도 개선, 브랜드 가치 제고 등을 통해 수익성을 개선할 수 있다고 해석할 수도 있고, 수주산업인 건설업의 특성상 공사 물량이 많을수록 광고 활동의 필요성이 확대되기 때문으로

풀이될 수도 있다. 매출액 대비 이자비용은 고수익성 그룹이 약 1.9%, 저수익성 그룹이 약 5.5%로 차이가 크다. 외부 자금조달비용을 낮추는 것이 수익성 개선에 중요한 역할을 할 수 있는 것으로 풀이된다.

<표 IV-4> 수익성 그룹별 매출액순이익률 세부항목의 차이

변수(단위 : 백만원, %)	전체 [N=6,135]	고수익성 (A) [N=3,075]	저수익성 (B) [N=3,060]	차이 (A-B)	통계적 유의성 (p-value)
매출액	196,098	205,346	186,804	18,543	0.279
당기순이익	6,967	13,244	663	12,581	0.000***
매출액 대비 매출원가	81.017	81.360	80.672	0.689	0.234
매출액 대비 판매비 및 관리비	20.862	10.667	31.108	-20.441	0.000***
인건비 비중	8.947	4.542	13.373	-8.830	0.000***
광고선전비 비중	0.232	0.246	0.218	0.028	0.097*
연구개발비 비중	0.331	0.285	0.377	-0.092	0.000***
대손상각비 비중	0.304	0.175	0.434	-0.259	0.000***
매출액 대비 이자비용	3.695	1.926	5.472	-3.546	0.000***

주 : ***, **, *은 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 통계적으로 유의미함을 의미함.
자료 : 에프앤가이드.

2) 수익성 그룹별 총자산회전율 구성요인 및 세부항목의 차이값 분석

<표 IV-5>는 총자산회전율의 구성요인 및 세부항목의 차이를 제시한다. 자산 대비 비유동자산은 수익성에 따른 차이가 뚜렷하다. 고수익성 그룹은 약 31.3%, 저수익성 그룹은 약 35.1%로, 두 그룹 간 차이는 통계적으로 유의미하다.

자산 대비 유동자산은 고수익성 그룹이 약 68.7%, 저수익성 그룹이 약 64.9%이다. 건설기업의 수익성 개선에 유동성이 중요한 역할을 하고 있다는 뜻이다. 유동자산을 구성하는 항목 중 현금/단기금융자산 비중의 차이만이 통계적으로 1% 유의 수준에서 유의미하며, 고수익성 그룹은 약 23.5%, 저수익성 그룹은 21.4%이다. 외생적 위험요인에 대비하고 위험에 따른 피해를 최소화하기 위한 현금과 비교적 투자 위험이 적은 단기금융자산을 보유하는 것이 건설기업이 수익성 개선의 경로가 될 수 있는 것으로 분석된다.

매출채권 비중은 고수익성 그룹에서 더 높고, 그룹 간 차이는 5% 유의 수준에서 유의하다. 재고자산 비중의 경우 수익성에 따른 두 그룹 간 차이가 크지 않다.

비유동자산의 구성요인 중 장기금융자산 비중은 두 그룹 간 차이가 1.41%p지만, 유형자산 비중은 약 3.4%p 차이가 나며, 이러한 수치는 통계적으로 신뢰할만하다. 유형자산 비중이 낮은 기업일수록 경영 성과가 높아진다는 의미이다. 유형자산의 낮은 유동성과 높은 유지·관리비용으로 인해 유형자산 보유 비중이 높은 기업의 수익성이 낮아질 수 있는 것으로 풀이된다.

<표 IV-5> 수익성 그룹별 총자산회전율 세부항목의 차이

변수(단위 : 백만원, %)	전체 [N=6,135]	고수익성 (A) [N=3,075]	저수익성 (B) [N=3,060]	차이 (A-B)	통계적 유의성 (p-value)
매출액	196,098	205,346	186,804	18,543	0.279
자산	214,385	206,934	221,872	-14,939	0.396
자산 대비 유동자산	66.809	68.662	64.946	3.716	0.000***
현금/단기금융자산 비중	22.441	23.470	21.407	2.063	0.000***
매출채권 비중	21.392	21.881	20.900	0.981	0.033**
재고자산 비중	14.093	14.447	13.738	0.709	0.180
자산 대비 비유동자산	33.159	31.274	35.054	-3.780	0.000***
장기금융자산 비중	7.809	7.105	8.516	-1.411	0.000***
유형자산 비중	15.033	13.344	16.731	-3.387	0.000***

주 : ***, **, *은 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 통계적으로 유의미함을 의미함.

자료 : 에프앤가이드.

3) 수익성 그룹별 자기자본승수 구성요인 및 세부항목의 차이값 분석

<표 IV-6>은 자기자본승수의 구성요인 및 세부항목의 차이를 제시한다. 부채 대비 유동부채는 고수익성 그룹이 약 78.0%, 저수익성 그룹이 약 73.4%로 약 4.6%p만큼 차이가 난다. 유동부채를 구성하는 주요 세부항목 중 매입채무의 비중은 고수익성 그룹이, 단기차입금의 비중은 저수익성 그룹이 더 높다. 단기차입금 비중은 만기가 1년 이내에 도래하는 단기부채를 의미한다. 고수익성 그룹의 경우 단기차입금 비중을 낮춤으로써

이자비용과 파산 위험을 줄이려는 노력을 기울이는 것으로 보인다.

부채 대비 비유동부채는 고수익성 그룹이 약 21.9%, 저수익성 그룹이 약 26.6%이다. 비유동부채를 구성하는 요인 중 회사채와 장기차입금 모두 고수익성 그룹이 통계적으로 유의미하게 낮은 값을 보인다. 기업의 주요 자금조달원인 회사채와 장기차입금에는 상당한 이자비용이 수반되므로 이를 낮추는 것이 수익성 개선에 긍정적인 영향을 미칠 수 있다.

<표 IV-6> 수익성 그룹별 자기자본승수 세부항목의 차이

변수(단위 : 백만원, %)	전체 [N=6,135]	고수익성 (A) [N=3,075]	저수익성 (B) [N=3,060]	차이 (A-B)	통계적 유의성 (p-value)
자기자본	89,064	87,104	91,015	3,912	0.569
부채	128,158	118,325	138,040	-19,716	0.095*
부채 대비 유동부채	75.721	78.047	73.382	4.665	0.000***
매입채무 비중	25.081	26.089	24.068	2.021	0.000***
단기차입금 비중	17.199	14.089	20.323	-6.234	0.000***
부채 대비 비유동부채	24.264	21.921	26.618	-4.697	0.000***
회사채 비중	1.135	0.936	1.334	-0.399	0.000***
장기차입금 비중	9.599	8.702	10.501	-1.799	0.000***

주 : ***, **, *은 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 통계적으로 유의미함을 의미함.

자료 : 에프앤가이드.

2. 건설기업 규모별 수익성 기여요인 도출

(1) 대규모 건설기업과 중소 건설기업의 차이

기업 규모에 따른 경영 행태의 차이는 뚜렷하다. 대기업의 경우 규모의 경제 효과로 인한 비용 절감, 낮은 정보비대칭성으로 인한 외부 자금조달의 수월성 등 다양한 측면에서 이점을 가진다. 따라서 이를 바탕으로 경영 활동의 효율성을 높이기 유리하다. 반면 초기 성장 단계에 있거나 중소기업의 경우 영업 활동의 유연화가 더 쉬울 수 있고,

선택과 집중을 통해 수익성을 효과적으로 높일 수 있다. 이러한 두 기업군 간의 차이는 각 기업군의 내부 역량의 차이 때문에 발생한다기보다는 기업의 성장 단계별 경영구조의 차이에 의한 것이라고 볼 수 있다. 따라서, 건설기업 간 수익성 결정요인을 비교할 시 두 기업군을 동일 선상에서 비교하는 것보다는 대기업과 중소기업을 구분하여 각 기업군의 경영 행태를 상호 비교함으로써 구체적이고 현실적인 실무적 함의를 도출할 수 있을 것으로 기대된다.

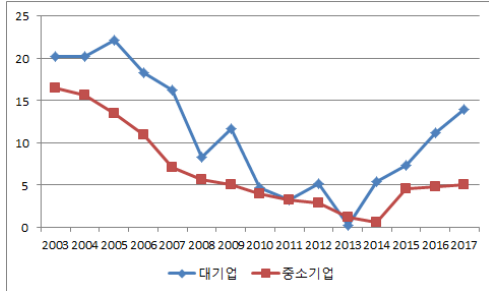
「중소기업기본법」상 중소기업은 기업 규모와 지배 구조상의 독립성을 기준으로 구분된다. 3년 평균 매출액의 1,000억원을 기준으로 대기업과 중소기업을 구분하며, 이외에도 자산 총액 기준, 기업집단(재벌) 소속 여부에 따른 독립성 기준이 추가적으로 적용된다. 본 연구는 건설기업의 매출액이 1,000억원 이하인 경우 중소기업으로 판별하였다. 본 연구가 가장 최소한의 기준만을 활용하는 이유는 광범위하게 중소기업을 정의함으로써 대기업과의 차이를 보수적으로 비교하기 위해서다. 「중소기업기본법」은 중소기업의 제도적 지원을 위해 제정되었기 때문에 판별 기준이 엄격하다. 따라서, 이에 따른 기준은 정책 이행을 위한 목적에는 부합하지만, 중소기업이 될 가능성이 있는 기업을 판별하고 대기업과의 경영구조상 차이를 비교하는 데는 효과적이지 않을 수 있다.

<그림 IV-3>은 대기업과 중소기업 각각에 대한 재무지표의 시계열 추이를 제시한다. Panel A의 자기자본순이익률은 두 기업군 모두 2013년까지 하락하였다가 반등하는 추이다. 시계열 전반에서 대기업이 중소기업에 비해 더 높은 지표를 갖지만, 경기불안이 고조되었던 2010년부터 2013년까지의 기간에는 그 차이가 사라진다. 이는 건설경기 악화로 인한 수익성 감소 폭이 대기업에서 더 크게 나타났다는 의미이다. 한편, 건설경기가 다시 좋아졌던 2016년과 2017년에는 대기업의 자기자본순이익률이 중소기업보다 더 많이 개선되었다. Panel B의 총자산순이익률은 자기자본순이익률과 매우 유사한 추이를 보인다.

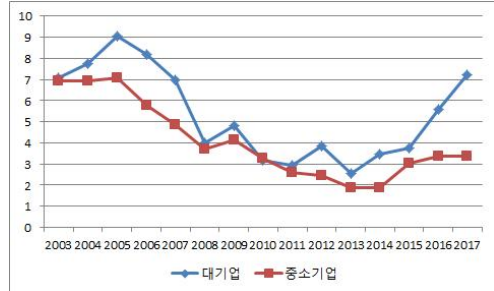
Panel C는 영업효율성을 대리하는 매출액순이익률의 추이를 제시한다. 대기업의 경우 2010년 전후로 소폭 감소하지만, 모든 연도에서 양(+)의 값이 유지된다. 중소기업의 경우 2007년부터 큰 폭으로 감소하였다가 2015년 반등하였다가 다시 감소하는 등 높은 변동성을 보이는데, 이를 바탕으로 중소기업의 저조한 경영 성과의 원인으로 낮은 영업효율성이 지적된다. 이는 중소기업의 매출액순이익률이 회복되는 시기에 대기업과의 자기자본순이익률의 차이가 다소 감소하는 것에 의해서도 뒷받침될 수 있다.

<그림 IV-3> 건설기업 규모별 재무지표의 차이

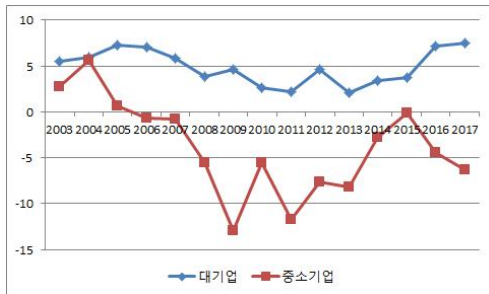
Panel A : 자기자본순이익률(단위 : %)



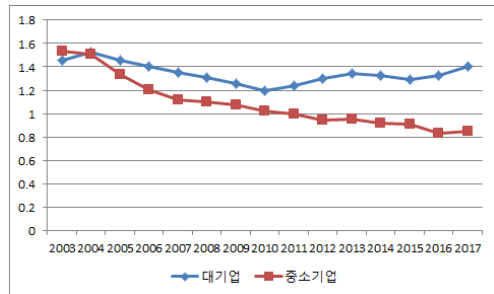
Panel B : 총자산순이익률(단위 : %)



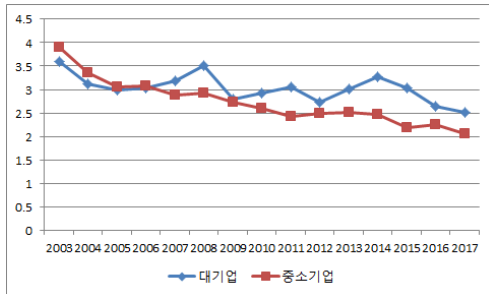
Panel C : 매출액순이익률(단위 : %)



Panel D : 총자산회전율(단위 : 포인트)



Panel E : 자기자본승수(단위 : 포인트)



자료 : 에프앤가이드.

Panel D의 총자산회전율은 2004년 이후 대기업이 중소기업을 역전하여 최근까지 그 차이가 벌어진다. 앞선 영업효율성과 더불어 자산효율성의 취약성이 대기업과 중소기업의 수익성 차이를 일으키는 것으로 보인다.

Panel E의 자기자본승수는 중소기업이 대기업에 비해 더 높은 값을 보이다가 2005년

부터 역전되는 추이다. 대기업의 부채 비중이 중소기업에 비해 높아지고 있다는 것을 의미한다. 다만, 전반적인 추이는 두 기업군 모두 하락하고 있어, 두 기업군 모두 부채 감축을 통한 노력을 지속하고 있는 것으로 보인다.

(2) 건설기업 규모별 재무지표와 수익성의 관계

<표 IV-7>은 대기업과 중소기업을 구분하고, 각 기업군에서 수익성의 차이에 따른 주요 재무지표의 평균의 차이를 제시한다.

<표 IV-7> 건설기업 규모별 수익성에 따른 재무지표의 차이

Panel A : 대기업					
변수	전체 [N=1,679]	고수익성 (A) [N=844]	저수익성 (B) [N=835]	차이 (A-B)	통계적 유의성 (p-value)
자기자본순이익률(%)	10.392	21.626	-0.964	22.590	0.000***
총자산순이익률(%)	5.156	9.342	0.925	8.417	0.000***
매출액순이익률(%)	4.824	9.248	0.354	8.894	0.000***
총자산회전율(포인트)	1.338	1.438	1.237	0.201	0.000***
자기자본승수(포인트)	2.994	2.844	3.146	-0.302	0.027**
Panel B : 중소기업					
변수	전체 [N=4,456]	고수익성 (A) [N=2,230]	저수익성 (B) [N=2,226]	차이 (A-B)	통계적 유의성 (p-value)
자기자본순이익률(%)	7.018	18.579	-4.564	23.143	0.000***
총자산순이익률(%)	4.187	8.921	-0.555	9.476	0.000***
매출액순이익률(%)	-3.652	14.601	-21.936	36.537	0.000***
총자산회전율(포인트)	1.100	1.311	0.888	0.423	0.000***
자기자본승수(포인트)	2.759	2.779	2.740	0.040	0.692

주 : ***, **, *은 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 통계적으로 유의미함을 의미함.

자료 : 에프앤가이드.

Panel A는 대기업의 분석 결과이다. 자기자본순이익률은 고수익성 그룹에서 약 21.6%, 저수익성 그룹에서 -0.96%이다. 양자 간 차이는 통계적으로 신뢰할 수 있는 수준이다. 총자산순이익률도 두 그룹 간 통계적으로도 유의미한 차이가 있다. 영업효율성과 자산효율성을 대리하는 매출액순이익률과 총자산회전율은 고수익성 그룹에서 더 높으며, 그 차이도 통계적으로 신뢰할만하다. 대규모 건설기업의 수익성 증가는 주로 영업효율성과 자산효율성의 개선을 통해 이루어진 것을 알 수 있다. 자기자본승수는 저수익성 그룹이 고수익성 그룹보다 더 높다. 수익성이 상대적으로 낮은 대규모 건설기업이 자산 내 부채 비중이 높다는 의미이다.

Panel B는 중소기업에 대한 분석 결과를 제시한다. 앞선 대기업의 결과와 유사하게, 총자산순이익률은 고수익성 그룹이 더 크다. 매출액순이익률과 총자산회전율도 고수익성 그룹이 더 크다. 주목해야 할 점은 두 그룹 간 차이가 Panel A의 대기업에 비해 더 극명하다는 점이다. 매출액순이익률의 경우 두 그룹 간 차이가 약 36.5%p인데, 이는 대기업에 비해 4배 정도 높은 수치이다. 총자산회전율의 경우에도 두 그룹 간 차이가 약 0.4로 대기업보다 2배 정도 높다. 자기자본승수는 두 그룹 간 차이가 없다. 중소 건설기업에서는 자산 구성의 변화(또는 부채의 증가)가 수익성의 차이를 불러오지 않다는 것을 의미한다.

<표 IV-8>은 모든 재무지표의 효과를 동시에 고려한 회귀분석 결과를 제시한다. 모형 (1)과 (2)는 대기업 표본을 대상으로 한 분석 결과이다. 모형 (1)에서 총자산순이익률의 추정계수는 유의적인 양(+)의 값으로, 총자산순이익률의 증가가 자기자본순이익률의 개선에 크게 기여한다는 것을 보여준다. 반면, 자기자본승수의 추정계수는 유의적이지 않다. 자본구조의 변경은 수익성 개선에 영향을 미치지 않는다는 의미이다.

모형 (2)의 매출액순이익률의 추정계수는 1.265로 1% 수준에서 유의하다. 이는 매출액순이익률이 1% 개선될 경우 자기자본순이익률은 약 1.3%가량 상승한다는 것을 의미한다. 경영 활동에 수반되는 비용을 절감함으로써 수익성 개선 효과를 누릴 수 있다는 것이다. 총자산회전율의 추정계수는 5.621로 1% 수준에서 유의하다. 총자산회전율의 1포인트가 개선될 경우 자기자본순이익률이 약 5.6% 상승한다.

모형 (3)과 (4)는 중소기업 표본을 대상으로 한 분석 결과이다. 모형 (3)의 총자산순이익률의 추정계수는 양(+)의 값을 가지며, 1% 수준에서 유의하다. 반면, 자기자본승수의 추정계수는 유의적이지 않다. 모형 (4)의 매출액순이익률의 추정계수는 0.078로 통계적

으로 유의하다. 매출액순이익률이 1% 개선되면, 자기자본순이익률이 약 0.08%가량 상승한다는 것을 의미한다. 총자산회전율의 추정계수는 4.386으로 통계적으로 유의하다. 총자산회전율의 1포인트 상승이 자기자본순이익률을 약 4.4% 개선한다는 것을 의미한다.

<표 IV-8> 건설기업 규모별 재무지표와 수익성 간 회귀분석

종속변수 : 자기자본순이익률	대기업		중소기업	
	모형 (1)	모형 (2)	모형 (3)	모형 (4)
상수항	-2.519*** [-2.859]	-2.250 [-1.144]	-2.553*** [-4.102]	3.900*** [3.964]
총자산순이익률	2.430*** [20.792]		2.210*** [31.856]	
매출액순이익률		1.265*** [5.244]		0.078*** [7.827]
총자산회전율		5.621*** [7.139]		4.386*** [9.252]
자기자본승수	0.128 [0.439]	-0.327 [-0.799]	0.115 [0.463]	-0.514* [-1.713]
관측치	1,679	1,679	4,456	4,456
R ²	0.681	0.450	0.636	0.138

주 : ***, **, *은 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 통계적으로 유의미함을 의미함.
자료 : 에프앤가이드.

(3) 건설기업 규모별 재무지표 구성요인 및 세부항목과 수익성의 관계

<표 IV-9>는 매출액순이익률 변화의 구체적인 경로를 탐색하기 위한 분석이다. Panel A는 대기업 수익성에 따른 매출액순이익률 영향요인의 차이를 제시한다. 먼저, 매출액은 고수익성 그룹이 저수익성 그룹보다 오히려 더 낮다. 반면, 당기순이익은 고수익성 그룹이 더 높은데, 매출 규모를 늘리기보다는 이익이 되는 사업을 수행하는 전략이 엿보인다.

<표 IV-9> 건설기업 규모별 수익성에 따른 매출액순이익률 세부항목의 차이

Panel A : 대기업					
변수(단위 : 백만원, %)	전체 [N=1,679]	고수익성 (A) [N=844]	저수익성 (B) [N=834]	차이 (A-B)	통계적 유의성 (p-value)
매출액	618,731	486,160	752,731	-255,571	0.000***
당기순이익	20,317	312,97	9,219	22,078	0.000***
매출액 대비 매출원가	87.311	84.104	90.552	-6.449	0.000***
매출액 대비 판매비 및 관리비	5.714	5.115	6.320	-1.205	0.000***
인건비 비중	2.175	2.009	2.344	-0.335	0.000***
광고선전비 비중	0.292	0.336	0.249	0.087	0.003***
연구개발비 비중	0.217	0.151	0.283	-0.132	0.000***
대손상각비 비중	0.351	0.160	0.543	-0.383	0.000***
매출액 대비 이자비용	1.404	1.102	1.709	-0.607	0.000***
Panel B : 중소기업					
변수(단위 : 백만원, %)	전체 [N=4,456]	고수익성 (A) [N=2,230]	저수익성 (B) [N=2,226]	차이 (A-B)	통계적 유의성 (p-value)
매출액	36,851	44,364	29,325	15,040	0.000***
당기순이익	1,939	4,434	-560	4,994	0.000***
매출액 대비 매출원가	78.645	79.752	77.537	2.216	0.004***
매출액 대비 판매비 및 관리비	26.570	13.454	39.709	-26.255	0.000***
인건비 비중	11.498	5.840	17.167	-11.327	0.000***
광고선전비 비중	0.209	0.199	0.220	-0.021	0.320
연구개발비 비중	0.374	0.361	0.388	-0.027	0.295
대손상각비 비중	0.286	0.171	0.402	-0.231	0.000***
매출액 대비 이자비용	4.558	2.335	6.784	-4.448	0.000***

주 : ***, **, *은 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 통계적으로 유의미함을 의미함.

자료 : 에프앤가이드.

광고선전비를 제외한 비용요인의 매출액 대비 비중은 고수익성 그룹이 저수익성 그

롭보다 더 낮다. 특히, 매출원가 비중의 차이가 가장 큰데, 노무비, 재료비 등 생산 활동에 직접적으로 소요되는 비용을 효과적으로 통제·관리하는 것이 수익성 개선에 효과적인 것으로 분석된다. 판매비 및 관리비를 구성하는 요인 중 대손상각비 비중은 저수익성 그룹보다 고수익성 그룹이 약 2.3배 가량 낮은 수치를 보인다. 철저한 대손 위험 관리가 수익성 개선에 기여할 수 있다는 것이다. 대기업에서 광고선전비 비중이 고수익성 그룹에서 더 높게 나타나는 점이 특이한데, 광고를 통해 대기업의 브랜드를 홍보하는 영향력 때문으로 풀이된다.

Panel B는 중소기업 표본을 활용한 분석 결과를 제시한다. 매출액과 당기순이익은 고수익성 그룹이 저수익성 그룹보다 더 높다. 매출액에서 매출원가가 차지하는 비중은 고수익성 그룹이 저수익성 그룹보다 높지만, 판매비 및 관리비 비중은 반대의 결과를 보인다. 판매비 및 관리비 비중은 저수익성 그룹이 거의 3배에 가까이 높은 수치를 보인다. 생산 활동에 간접적으로 관련되는 고정비용의 상승이 중소기업의 수익성을 낮추는 주요한 경로라는 의미이다. 매출원가는 변동비로 생산 활동에 따라 탄력적으로 변화하는 특성을 갖지만, 판매비 및 관리비는 고정비로 생산 활동이 위축되더라도 감소하지 않아 경기 침체기에 더 큰 영업 위험으로 작용할 우려가 크다. 따라서, 중소 건설기업은 경직적인 비용에 대한 의존도를 낮추는 것이 수익성 개선에 도움이 될 것이다. 매출액 대비 이자비용 비중의 차이도 두드러진다. 중소 건설기업의 경우 외부 자금조달의 효율성 개선이 수익성 개선으로 이어질 수 있다.

<표 IV-10>은 총자산회전율의 구성요인 및 세부항목의 차이를 제시한다. Panel A는 대기업을 대상으로 한 분석 결과이다. 자산은 고수익성 그룹이 저수익성 그룹보다 더 낮은 값을 가진다. 고수익성 그룹이 낮은 매출액에도 불구하고, 높은 총자산회전율을 가진다는 점은 적은 자산 규모가 가져오는 효과라는 것을 알 수 있다. 고수익성 그룹은 저수익성 그룹보다 비유동자산은 낮게, 유동자산은 높게 보유한다. 유동자산의 경우 현금/단기금융자산 비중이 증가할수록 고수익성 그룹으로 분류되고, 매출채권의 경우 저수익성 그룹에서 더 높은 비중을 가진다.

Panel B는 중소기업 표본을 활용한 분석 결과이다. 고수익성 그룹은 저수익성 그룹보다 자산 규모가 더 작다. 다만, 두 그룹 간 차이는 통계적으로 신뢰하기 힘든 수준으로 주로 매출액의 차이가 총자산회전율의 차이를 가져오는 것으로 분석된다. 즉, 대규모 건설기업과 달리 중소 건설기업의 경우 자산 축소보다는 영업경쟁력 강화가 자산효율성

개선의 주요한 경로로 보인다. 고수익성 그룹은 저수익성 그룹보다 비유동자산은 낮고, 유동자산은 높다.

<표 IV-10> 건설기업 규모별 수익성에 따른 총자산회전을 세부항목의 차이

Panel A : 대기업					
변수(단위 : 백만원, %)	전체 [N=1,679]	고수익성 (A) [N=844]	저수익성 (B) [N=835]	차이 (A-B)	통계적 유의성 (p-value)
매출액	618,731	486,160	752,731	-255,571	0.000***
자산	641,765	486,565	798,638	312,073	0.000***
자산 대비 유동자산	68.908	71.575	66.212	5.363	0.000***
현금/단기금융자산 비중	18.516	21.002	16.004	4.998	0.000***
매출채권 비중	24.954	23.505	26.419	-2.913	0.000***
재고자산 비중	13.920	16.301	11.515	4.786	0.000***
자산 대비 비유동자산	31.034	28.309	33.788	-5.479	0.000***
장기금융자산 비중	7.519	6.559	8.490	-1.931	0.000***
유형자산 비중	11.582	10.821	12.351	-1.531	0.026**
Panel B : 중소기업					
변수(단위 : 백만원, %)	전체 [N=4,456]	고수익성 (A) [N=2,230]	저수익성 (B) [N=2,226]	차이 (A-B)	통계적 유의성 (p-value)
매출액	36,851	44,364	29,325	15,040	0.000***
자산	53,350	51,274	55,429	-4,155	0.117
자산 대비 유동자산	66.018	67.440	64.593	2.847	0.000***
현금/단기금융자산 비중	23.920	25.161	22.676	2.485	0.000***
매출채권 비중	20.049	20.759	19.339	1.420	0.011**
재고자산 비중	14.158	13.612	14.706	-1.095	0.095*
자산 대비 비유동자산	33.960	32.516	35.407	-2.891	0.000***
장기금융자산 비중	7.918	7.430	8.407	-0.977	0.000***
유형자산 비중	16.334	14.605	18.066	-3.462	0.000***

주 : ***, **, *은 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 통계적으로 유의미함을 의미함.

자료 : 에프엔가이드.

<표 IV-11>은 자기자본승수 구성요인 및 세부항목의 차이를 제시한다. Panel A는 대기업 표본을 활용한 분석 결과이다. 고수익성 그룹이 저수익성 그룹보다 자기자본과 부채 모두 규모가 작다. 이는 앞선 <표 IV-10>에서 확인된 바와 같이 고수익성 그룹이 자산 규모 자체가 낮기 때문이다.

<표 IV-11> 건설기업 규모별 수익성에 따른 자기자본승수 세부항목의 차이

Panel A : 대기업					
변수(단위 : 백만원, %)	전체 [N=1,679]	고수익성 (A) [N=844]	저수익성 (B) [N=835]	차이 (A-B)	통계적 유의성 (p-value)
자기자본	250,341	206,920	294,230	-87,310	0.000***
부채	401,799	286,661	518,178	-231,517	0.000***
부채 대비 유동부채	77.107	78.009	76.195	1.814	0.068*
매입채무 비중	28.176	27.802	28.554	-0.752	0.426
단기차입금 비중	12.876	11.396	14.372	-2.976	0.000***
부채 대비 비유동부채	22.836	21.877	23.805	-1.929	0.051*
회사채 비중	2.834	1.626	4.056	-2.430	0.000***
장기차입금 비중	8.948	8.914	8.981	-0.067	0.921
Panel B : 중소기업					
변수(단위 : 백만원, %)	전체 [N=4,456]	고수익성 (A) [N=2,230]	저수익성 (B) [N=2,226]	차이 (A-B)	통계적 유의성 (p-value)
자기자본	28,296	26,919	29,675	-2,757	0.089*
부채	25,052	24,349	25,756	-1,407	0.355
부채 대비 유동부채	74.198	77.965	72.427	5.538	0.000***
매입채무 비중	23.915	25.137	22.690	2.447	0.001***
단기차입금 비중	18.828	15.503	22.158	-6.656	0.000***
부채 대비 비유동부채	24.802	22.035	27.573	-5.538	0.000***
회사채 비중	0.494	0.458	0.531	-0.074	0.407
장기차입금 비중	9.845	8.563	11.129	-2.567	0.000***

주 : ***, **, *은 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 통계적으로 유의미함을 의미함.
자료 : 에프앤가이드.

부채항목을 살펴보면, 고수익성 그룹은 저수익성 그룹보다 유동부채가 높고, 비유동 부채가 낮은 특성을 가진다. 눈에 띄는 점은 저수익성 그룹은 비유동부채 중 회사채의 비중이 높다는 것이다. 비교적 높은 이자비용이 수반되는 회사채가 수익성을 악화시키는 요인일 수 있다.

Panel B는 중소기업 표본을 대상으로 분석한 결과인데, 고수익성 그룹이 저수익성 그룹보다 자기자본과 부채 모두 낮은 값을 가진다. 하지만, 부채의 차이는 통계적으로 신뢰하기 힘든 수준으로 자기자본의 차이가 자기자본증수의 차이를 불러오는 주된 요인은 아니었다. 중소기업 역시 고수익성 그룹이 저수익성 그룹보다 유동부채는 높고, 비유동부채는 낮다. 유동부채 중 단기차입금 비중은 저수익성 그룹에서 높다. 이는 영업 위험이 비교적 큰 중소 건설기업의 경우 장기 자금조달이 어려우며, 이자비용이 주로 단기자금의 확대를 통해 가중될 수 있다는 것을 시사한다. 비유동부채 중 장기차입금의 비중 역시 저수익성 그룹에서 높은데, 고수익성 그룹과 차이는 단기차입금에 비해 낮은 수준이다.

3. 건설기업 업역별 수익성 기여요인 도출

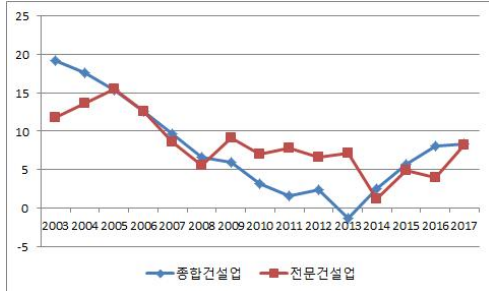
(1) 종합건설기업과 전문건설기업의 차이

건설업은 업역 구분에 따라 종합건설업과 전문건설업으로 구분된다. 종합건설업은 종합적인 계획 및 관리를 통해 건설공사를 수행하며, 전문건설업은 건설의 일부 혹은 전문 분야에 대한 공사만을 수행한다. 이러한 업무영역(업역)의 차이에 따라 경영구조 및 행태가 다르게 나타날 수 있으므로, 각각에 대한 별도의 분석이 요구된다. 물론, 2018년 건설업 업역·업종·등록 기준 개편을 통해 사실상의 두 업역 간 구분의 의미가 희석되고 있다. 하지만, 두 업역 간 경영구조의 차이가 단기간에 완전히 사라지지는 않으리라고 예상하며, 두 업역 간 경영 행태의 차이를 이해하는 것은 시공역량에 기초한 건설기업 간 공정경쟁이라는 정책적 의도에 부합할 수 있는 제도를 구체화하는 데 도움이 될 것으로 판단된다.

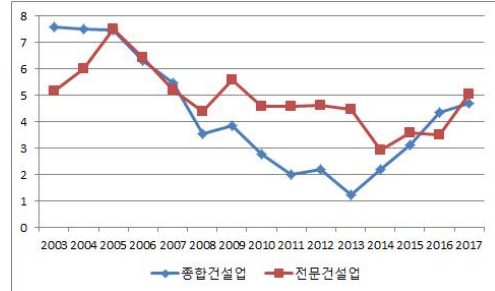
<그림 IV-4>는 종합건설업과 전문건설업 주요 재무지표의 시계열 추이를 제시한다.

<그림 IV-4> 건설기업 업역별 재무지표의 차이

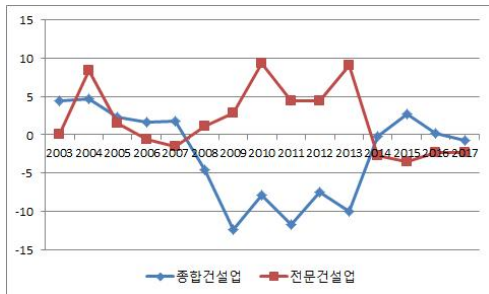
Panel A : 자기자본순이익률(단위 : %)



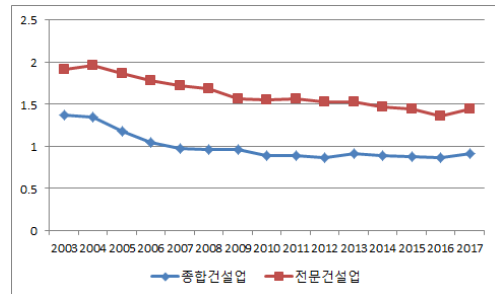
Panel B : 총자산순이익률(단위 : %)



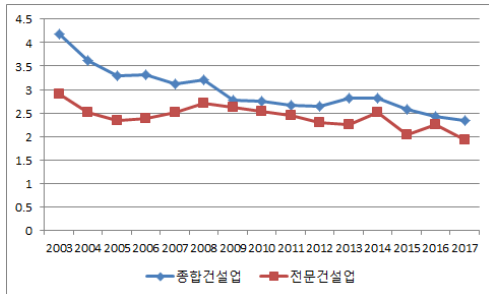
Panel C : 매출액순이익률(단위 : %)



Panel D : 총자산회전율(단위 : 포인트)



Panel E : 자기자본승수(단위 : 포인트)



자료 : 에프앤가이드.

Panel A의 자기자본순이익률은 종합건설업과 전문건설업 모두 2008년 전후로 하락하였다가 최근 다시 상승하는 추이다. 다만, 종합건설업의 경우 이러한 하락 추이가 더 분명하다. 전문건설업의 경우 오히려 건설경기 침체기에 수익성이 유지된다. Panel B의 총자산순이익률도 자기자본순이익률과 매우 유사한 추이다. 전반적으로 건설경기의 수익성 민감도는 종합건설업이 전문건설업보다 더 크다.

Panel C의 매출액순이익률은 두 업역 간 차이가 극명하다. 종합건설업의 경우 2008년부터 2012년까지의 경기 침체 시기에 영업효율성이 급격하게 하락하는 움직임을 보인다. 반면, 전문건설업의 경우 오히려 이 시기의 영업효율성이 개선되는 모습이다. 종합건설업의 높은 수익성에 대한 경기 민감도의 경로가 영업효율성의 악화에 있다는 것을 확인할 수 있다. 종합건설업이 비교적 다양한 영업 범위를 갖기 때문에 경기여건 악화의 효과가 가중될 수 있다.

Panel D의 총자산회전율은 전문건설업이 종합건설업에 비해 높다. 이는 넓은 영업 범위로 인해 비교적 높은 자산 규모를 갖는 종합건설업의 경우 매출액이 증가하더라도 총자산회전율이 상승하는 수준이 비교적 낮기 때문으로 해석된다. 따라서, 종합건설업에서는 경직적인 자산을 유연하게 활용하는 것이 경영 성과 개선에 도움이 될 것이다.

Panel E의 자기자본승수는 종합건설업이 전문건설업보다 더 높지만, 두 업역 모두 하락하는 추이다. 두 업역 간 차이는 점차 좁혀지고 있는데, 종합건설업이 적극적인 부채 축소 노력을 통해 수익성 개선과 파산 위험 감소를 위한 노력을 이행하고 있는 것으로 해석된다.

(2) 건설기업 업역별 재무지표와 수익성의 관계

<표 IV-12>는 종합건설업과 전문건설업으로 표본을 나누어 수익성에 따른 주요 재무지표의 차이를 비교한 결과이다. Panel A는 종합건설업 표본을 활용한 결과이다. 전반적으로 고수익성 그룹의 경우 모든 재무지표가 저수익성 그룹보다 더 높다. 이는 영업효율성, 자산효율성 및 재무레버리지의 확대가 모두 수익성 개선에 긍정적인 영향을 미친다는 것을 의미한다. 특히 영업효율성을 대리하는 매출액순이익률은 고수익성 그룹과 저수익성 그룹 간 차이가 두드러진다. 총자산회전율의 경우 저수익성 그룹은 0.81포인트로 1에도 미치지 못해 해당 그룹에 속한 기업들의 자산 활용 능력이 다소 떨어진다는 것을 보여준다.

Panel B는 전문건설업 표본을 대상으로 한 분석 결과이다. 매출액순이익률과 총자산회전율 모두 고수익성 그룹에서 높다. 반면, 자기자본승수는 더 낮아, 부채를 많이 보유한 기업이 수익성이 낮은 결과를 보여준다. 대체로, 두 업역 모두 영업효율성과 자산효율성 개선이 수익성 증가에 기여하고 있다.

<표 IV-12> 건설기업 업역별 수익성에 따른 재무지표의 차이

Panel A : 종합건설업					
변수	전체 [N=4,500]	고수익성 (A) [N=2,250]	저수익성 (B) [N=2,250]	차이 (A-B)	통계적 유의성 (p-value)
자기자본순이익률(%)	7.833	19.934	-4.269	24.203	0.000***
총자산순이익률(%)	4.289	8.870	-0.292	9.162	0.000***
매출액순이익률(%)	-2.502	13.935	-18.938	32.873	0.000***
총자산회전율(포인트)	0.997	1.181	0.814	0.366	0.000***
자기자본승수(포인트)	2.971	3.064	2.879	0.185	0.079*
Panel B : 전문건설업					
변수	전체 [N=1,635]	고수익성 (A) [N=822]	저수익성 (B) [N=813]	차이 (A-B)	통계적 유의성 (p-value)
자기자본순이익률(%)	8.240	18.430	-2.063	20.493	0.000***
총자산순이익률(%)	4.903	9.387	0.368	9.019	0.000***
매출액순이익률(%)	1.888	9.914	-6.227	16.141	0.000***
총자산회전율(포인트)	1.625	1.794	1.456	0.338	0.000***
자기자본승수(포인트)	2.418	2.295	2.542	-0.247	0.014**

주 : ***, **, *은 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 통계적으로 유의미함을 의미함.

자료 : 에프앤가이드.

<표 IV-13>은 모든 재무지표의 효과를 동시에 고려한 회귀분석 결과를 제시한다. 모형 (1)과 (2)는 종합건설업, 모형 (3)과 (4)는 전문건설업 표본을 활용한 분석 결과이다. 모형 (1)의 총자산순이익률의 추정계수는 유의한 양(+)의 값이지만, 자기자본승수의 추정계수는 유의적이지 않다.

총자산순이익률을 매출액순이익률과 총자산회전율로 구분하여 포함한 모형 (2)에서는, 매출액순이익률의 추정계수가 0.084로 1% 수준에서 유의적이다. 더불어, 총자산회전율의 추정계수는 4.904로 1% 수준에서 유의하다. 두 지표의 개선을 통해 상당 수준 수익성을 개선할 수 있다는 의미이다.

한편, 자기자본승수의 추정계수는 오히려 음(-)의 값으로 부채의 양이 증가할수록 수익성이 낮아지는 결과를 보였다.

모형 (4)의 매출액순이익률의 추정계수는 0.089로 통계적으로 유의하며, 총자산회전율의 추정계수 역시 4.153으로 통계적으로 신뢰할 수 있는 수준이다. 자기자본승수의 추정계수는 -2.656으로 통계적으로 유의적이다. 추정계수의 크기가 종합건설업의 경우보다 크며, 통계적 유의성 역시 높다. 이는 비교적 영업 범위가 영세한 전문건설기업의 특성상 부채의 사용이 파산 위험 확대에 미치는 영향이 크기 때문인 것으로 해석된다.

<표 IV-13> 건설기업 업역별 재무지표와 수익성 간 회귀분석

종속변수 : 자기자본순이익률	종합건설업		전문건설업	
	모형 (1)	모형 (2)	모형 (3)	모형 (4)
상수항	-2.500*** [-4.655]	4.740*** [4.689]	-0.873 [-0.549]	7.741*** [3.654]
총자산순이익률	2.273*** [32.306]		2.210*** [17.271]	
매출액순이익률		0.084*** [7.657]		0.089** [2.355]
총자산회전율		4.904*** [7.942]		4.153*** [5.542]
자기자본승수	0.196 [0.962]	-0.534* [-1.956]	-0.712 [-1.075]	-2.656*** [-3.601]
관측치	4,500	4,500	1,635	1,635
R ²	0.629	0.133	0.724	0.182

주 : ***, **, *은 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 통계적으로 유의미함을 의미함.

자료 : 에프앤가이드.

(3) 건설기업 업역별 재무지표 세부 구성항목과 수익성의 관계

<표 IV-14>는 매출액순이익률을 보다 세분화하여 어떤 요인에 의해 영업효율성의 차이가 야기되는지를 분석한 결과이다. Panel A는 종합건설업 표본을 활용한 결과이다. 고수익성 그룹은 저수익성 그룹보다 매출액과 당기순이익이 높지만, 매출액의 차이는 통계적으로 유의하지 않아, 당기순이익 확대를 위한 비용 절감 전략이 수익성 개선에 효율적이라는 것을 시사한다.

<표 IV-14> 건설기업 업역별 수익성에 따른 매출액순이익률 세부항목의 차이

Panel A : 종합건설업					
변수(단위 : 백만원, %)	전체 [N=4,500]	고수익성 (A) [N=2,250]	저수익성 (B) [N=2,250]	차이 (A-B)	통계적 유의성 (p-value)
매출액	233,465	244,116	222,815	21,302	0.357
당기순이익	7,909	15,129	690	14,439	0.000***
매출액 대비 매출원가	79.006	79.444	78.569	0.875	0.228
매출액 대비 판매비 및 관리비	24.758	12.015	37.501	-25.486	0.000***
인건비 비중	10.413	4.763	16.062	-11.299	0.000***
광고선전비 비중	0.298	0.323	0.272	0.052	0.023**
연구개발비 비중	0.368	0.332	0.404	-0.072	0.003***
대손상각비 비중	0.339	0.201	0.476	-0.275	0.000***
매출액 대비 이자비용	4.304	2.255	6.353	-4.098	0.000***
Panel B: 전문건설업					
변수(단위 : 백만원, %)	전체 [N=1,635]	고수익성 (A) [N=822]	저수익성 (B) [N=813]	차이 (A-B)	통계적 유의성 (p-value)
매출액	93,250	116,420	69,824	46,596	0.000***
당기순이익	4,381	8,339	379	7,960	0.000***
매출액 대비 매출원가	86.550	85.602	87.510	-1.908	0.016**
매출액 대비 판매비 및 관리비	10.140	7.766	12.541	-4.775	0.000***
인건비 비중	4.912	4.164	5.667	-1.503	0.004***
광고선전비 비중	0.052	0.045	0.059	-0.014	0.141
연구개발비 비중	0.229	0.182	0.276	-0.095	0.005***
대손상각비 비중	0.208	0.137	0.281	-0.144	0.000***
매출액 대비 이자비용	2.017	1.215	2.828	-1.613	0.000***

주 : ***, **, *은 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 통계적으로 유의미함을 의미함.

자료 : 에프앤가이드.

두 그룹 간 매출액 대비 매출원가 비중의 차이는 없는 반면, 판매비 및 관리비 비중의

차이는 뚜렷하다. 고수익성 기업의 경우 판매비 및 관리비 비중이 상대적으로 낮다. 이는 고정비 성격의 비용요인들을 효과적으로 통제하는 것이 종합건설기업의 수익성 개선에 효과적이라는 것을 시사한다. 규모의 경제를 극대화하는 전략이 고려될 수 있을 것이다.

판매비 및 관리비 중 인건비 비중은 저수익성 그룹이 높으며, 고수익성 그룹과 차이가 크다. 비교적 경직적인 노동비용을 낮추는 것이 수익성 개선의 효율적인 경로로 작용할 수 있다. 대손상각비 비중 역시 고수익성 그룹이 비교적 낮아 대손 위험 관리의 필요성을 제기한다. 매출액 대비 이자비용 비중은 고수익성 그룹이 비교적 더 낮다. 지나친 부채의 활용과 높은 자금조달 금리가 이자비용을 높여 수익성을 악화시키는 경로로 작용할 수 있다.

Panel B는 전문건설업 표본을 대상으로 한 분석 결과이다. 매출액과 당기순이익은 모두 고수익성 그룹에서 높다. 앞선 종합건설업과 달리 전문건설업의 경우 매출액 대비 매출원가와 판매비 및 관리비 비중 모두 고수익성 그룹이 더 낮은 값을 가지며, 이러한 차이가 통계적으로 유의미하다. 특히, 매출원가 비중이 종합건설업에 비해서도 큰데, 재료비, 노무비 등 건설 현상에 투여되는 비용요인의 효과적인 통제로 수익성을 개선할 수 있을 것이다. 반면, 판매비 및 관리비 비중은 종합건설업과 유사하게 고수익성 그룹에서 더 낮지만, 그 차이는 더 작다. 비교적 영업 범위가 좁은 전문건설업의 특성상 고정비 성격의 비용요인이 많지 않기 때문으로 풀이될 수 있다. 광고선전비는 전문건설업 기업의 수익성에 영향을 미치지 않는 것으로 분석되었다.

<표 IV-15>은 총자산회전율 구성요인 및 세부항목의 차이를 분석한 결과이다. Panel A는 종합건설업 표본을 활용한 결과를 제시한다. 고수익성 그룹은 매출액은 높고, 자산은 낮지만, 두 그룹 간 차이는 유의적이지 않다. 고수익성 그룹의 경우 유동자산 비중은 높고, 비유동자산 비중은 낮다. 낮은 비유동자산 비중은 주로 낮은 유형자산 비중 때문이다. 유형자산 매각을 통해 자산 규모를 축소하는 게 자산효율성 개선이 도움이 될 수 있다.

전문건설업의 대상으로 한 분석 결과는 Panel B에 제시되어 있다. 매출액과 자산 모두 고수익성 그룹이 더 높다. 자산이 더 높음에도 불구하고, 고수익성 그룹의 총자산회전율이 더 크다는 점은 자산 규모를 상회할 만큼 충분한 높은 매출액을 가졌다는 것을 의미한다. 영업경쟁력 개선이 자산효율성을 상승시키는 데 기여한다는 의미이다. 전문건설업도 고수익성 그룹은 유동자산 비중은 높고, 비유동자산 비중은 낮지만, 두 그룹

간 차이가 유의적이지 않다. 낮은 비유동자산 비중은 주로 낮은 유형자산 비중으로 인한 것이고, 높은 유동자산 비중은 주로 높은 현금/단기금융자산 비중에 의한 것이다.

<표 IV-15> 건설기업 업역별 수익성에 따른 총자산회전을 세부항목의 차이

Panel A : 종합건설업					
변수(단위 : 백만원, %)	전체 [N=4,500]	고수익성 (A) [N=2,250]	저수익성 (B) [N=2,250]	차이 (A-B)	통계적 유의성 (p-value)
매출액	233,465	244,116	222,815	21,302	0.357
자산	267,545	262,669	272,420	-9,751	0.681
자산 대비 유동자산	69.053	71.328	66.779	4.549	0.000***
현금/단기금융자산 비중	23.713	24.389	23.038	1.351	0.029**
매출채권 비중	18.193	18.720	17.665	1.055	0.034**
재고자산 비중	17.063	18.106	16.020	2.086	0.002***
자산 대비 비유동자산	30.903	28.585	33.221	-4.636	0.000***
장기금융자산 비중	7.831	7.159	8.502	-1.343	0.000***
유형자산 비중	13.542	11.702	15.382	-3.680	0.000***
Panel B : 전문건설업					
변수(단위 : 백만원, %)	전체 [N=1,635]	고수익성 (A) [N=822]	저수익성 (B) [N=813]	차이 (A-B)	통계적 유의성 (p-value)
매출액	93,250	116,420	69,824	46,596	0.000***
자산	68,073	80,054	55,960	24,094	0.000***
자산 대비 유동자산	60.630	61.421	59.831	1.591	0.125
현금/단기금융자산 비중	18.940	21.591	16.259	5.332	0.000***
매출채권 비중	30.196	29.128	31.276	-2.148	0.019**
재고자산 비중	5.919	5.081	6.766	-1.684	0.001***
자산 대비 비유동자산	39.370	38.579	40.169	-1.591	0.125
장기금융자산 비중	7.748	7.245	8.257	-1.011	0.005***
유형자산 비중	19.139	17.663	20.631	-2.968	0.001***

주 : ***, **, *은 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 통계적으로 유의미함을 의미함.

자료 : 에프앤가이드.

<표 IV-16>은 자기자본승수 구성요인 및 세부항목의 차이를 분석한 결과이다. 종합 건설업 표본을 대상으로 한 분석 결과는 Panel A에 제시되어 있다. 고수익성 그룹의 경우 자기자본 비중은 높고, 부채 비중은 작지만, 저수익성 그룹과의 차이가 유의적이지 않다.

<표 IV-16> 건설기업 업역별 수익성에 따른 자기자본승수 세부항목의 차이

Panel A : 종합건설업					
변수(단위 : 백만원, %)	전체 [N=4,500]	고수익성 (A) [N=2,250]	저수익성 (B) [N=2,250]	차이 (A-B)	통계적 유의성 (p-value)
자기자본	106,520	108,492	104,548	3,944	0.668
부채	164,898	157,756	172,041	14,285	0.370
부채 대비 유동부채	72.962	75.507	70.417	5.090	0.000***
매입채무 비중	22.720	24.171	21.270	2.901	0.000***
단기차입금 비중	17.692	15.297	20.086	-4.790	0.000***
부채 대비 비유동부채	27.017	24.450	29.583	-5.133	0.000***
회사채 비중	1.383	1.205	1.561	-0.356	0.010**
장기차입금 비중	11.083	10.045	12.122	-2.077	0.000***
Panel B : 전문건설업					
변수(단위 : 백만원, %)	전체 [N=1,635]	고수익성 (A) [N=822]	저수익성 (B) [N=813]	차이 (A-B)	통계적 유의성 (p-value)
자기자본	41,020	49,977	31,964	18,013	0.000***
부채	27,040	30,066	23,979	6,087	0.000***
부채 대비 유동부채	83.313	83.809	82.811	0.998	0.254
매입채무 비중	31.578	29.728	33.448	-3.720	0.001***
단기차입금 비중	15.843	11.281	20.455	-9.174	0.000***
부채 대비 비유동부채	16.687	16.191	17.189	-0.998	0.254
회사채 비중	0.451	0.239	0.665	-0.426	0.001***
장기차입금 비중	5.514	5.341	5.689	-0.348	0.554

주 : ***, **, *은 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 통계적으로 유의미함을 의미함.

자료 : 에프앤가이드.

고수익성 그룹은 유동부채 비중이 높고, 비유동부채 비중이 낮다. 저수익성 그룹의 경우 단기차입금과 회사채 비중이 높은데, 이에 따라 발생하는 이자비용이 수익성 하락의 원인이 될 수 있다.

Panel B는 전문건설업 표본을 대상으로 한 분석 결과이다. 고수익성 그룹의 자기자본과 부채가 더 큰 값을 가지며, 저수익성 그룹과의 차이도 유의적이다. 다만, 두 그룹 간 유동부채 또는 비유동부채 비중의 차이는 유의적이지 않아 유동성 관리가 수익성의 차이를 야기하는 것으로 보기는 어렵다. 다만, 전문건설업 기업의 유동부채 비중이 종합건설업 기업에 비해 높은데, 이는 전문건설업 기업이 단기채무 위주의 부채구조를 보유하고 있다는 것을 의미한다.

4. 소결

<표 IV-17>은 건설기업 간 수익성 기여요인을 분석한 결과를 요약·정리하여 제시한다. 평가 기준은 다음과 같다. 재무지표와 수익성과의 관계는 차이값 검증과 회귀분석 결과를 동시에 고려하되, 양자 간 결과가 다른 경우 모든 재무지표의 동시효과가 반영된 회귀분석 결과를 활용한다. 통계적 유의성은 차이값 검증과 회귀분석 결과가 모두 유의한 경우 ‘높음’, 둘 중 하나만 유의한 경우 ‘중간’, 모두 유의하지 않으면 ‘낮음’으로 판별하였다. 마지막으로, 경제적 의미는 고수익성 그룹과 저수익성 그룹 간 차이에 기초하여 판단한다.

매출액순이익률의 경우 저수익성 그룹에서 음수일 때, 총자산회전율의 경우 저수익성 그룹에서 1 미만인 경우 경제적 의미(차이)가 큰 것으로 판단한다. 매출액순이익의 경우 저수익성 그룹에서 음수는 아니지만 1 미만의 값을 가진 경우 중간으로 구분하였다. 자기자본승수는 매출액순이익률, 총자산회전율과 다르게 차이값 검증과 회귀분석에서 일관된 결과가 나오지 않은 경우가 있었다. 이를 고려하여, 차이값 검증과 회귀분석에서의 결과가 일관되며 통계적 유의성이 높은 경우 경제적 의미도 높은 것으로, 두 분석의 결과가 반대로 나왔으나 통계적으로 유의하지 않는 경우 중간으로, 두 분석의 결과가 통계적으로 유의하게 반대로 나온 경우 경제적 의미가 낮은 것으로 구분하였다.

<표 IV-17> 건설기업 특성에 따른 분석 결과 요약

재무지표	수익성에 따른 차이			주요 경로
	수익성과의 관계	통계적 유의성	경제적 의미	
전체 표본				
매출액순이익률	(+)	높음	높음	<ul style="list-style-type: none">고정비(인건비, 대손상각비)에 연관된 영업효율성 확보낮은 자금조달비용(이자비용)
총자산회전율	(+)	높음	높음	<ul style="list-style-type: none">현금/단기투자자산 등 유동자산 확대유형자산 축소를 통한 자산구조 유연 화
자기자본승수	(-)	중간	중간	<ul style="list-style-type: none">낮은 비유동부채 비중차입금 축소
대기업				
매출액순이익률	(+)	높음	중간	<ul style="list-style-type: none">영업경쟁력 확보낮은 매출원가대손 위험 관리 및 이자비용 축소
총자산회전율	(+)	높음	낮음	<ul style="list-style-type: none">유형자산 축소현금/단기금융자산 및 재고자산 확대매출채권 축소
자기자본승수	(-)	중간	중간	<ul style="list-style-type: none">부채 축소단기차입금 및 회사채 축소
중소기업				
매출액순이익률	(+)	높음	높음	<ul style="list-style-type: none">영업경쟁력 확보인건비(고정비) 축소대손 위험 관리 및 이자비용 축소
총자산회전율	(+)	높음	높음	<ul style="list-style-type: none">유형자산 등 비유동자산 축소
자기자본승수	(-)	중간	중간	<ul style="list-style-type: none">장·단기차입금 축소
종합건설기업				
매출액순이익률	(+)	높음	높음	<ul style="list-style-type: none">인건비 축소대손상각비 및 이자비용 축소
총자산회전율	(+)	높음	높음	<ul style="list-style-type: none">유형자산 등 비유동자산 축소
자기자본승수	(-)	높음	낮음	<ul style="list-style-type: none">장·단기차입금 축소
전문건설기업				
매출액순이익률	(+)	높음	높음	<ul style="list-style-type: none">매출원가 축소인건비(고정비) 축소
총자산회전율	(+)	높음	낮음	<ul style="list-style-type: none">영업 경쟁력 확보유형자산 축소 및 현금/단기금융자산 확대
자기자본승수	(-)	높음	높음	<ul style="list-style-type: none">단기차입금 축소

건설기업의 수익성 개선은 영업효율성(매출액순이익률)과 자산효율성(총자산회전율)의 개선에 기인한 것으로 판단된다. 비교적 높은 수익성을 가진 건설기업의 경우 인건비, 대손상각비 등 고정비 성격의 비용과 이자비용이 낮은 특성을 보인다. 고정비는 한번 발생하면 비교적 장기간 지속되는 특성을 갖기 때문에 이에 대한 효율적인 관리 방안이 요구된다.

자산효율성은 유동자산의 비중이 높은 기업에서 좋게 나타난다. 다만, 수익성이 개선되면 현금/단기금융자산이 늘어날 것이므로 인과관계 해석에 주의를 요한다. 그럼에도 불구하고, 현금/단기금융자산의 증가는 경기 침체기에 영업 위험에 대응할 수 있는 완충 여력을 개선하는 데 기여할 수 있으므로 일정 수준 이상 유지해야 한다. 유형자산을 줄이면 유형자산 유지·관리 비용을 낮춤으로써 수익성을 개선할 수 있다. 자산구조 유연화를 통해 경영 활동의 경직성을 낮추는 것이 도움이 된다.

재무레버리지는 예상한 바와 다르게 수익성과 음(-)의 연관성을 가진다. 이는 레버리지효과를 통한 수익성 개선보다는 이자비용의 상승 압력이 더 크게 작용하고 있다는 것을 시사한다. 따라서, 이자비용 부담이 큰 만기가 긴 비유동부채 비중을 낮추는 방안이 바람직할 것으로 판단된다.

한편, 수익성 기여요인은 대규모 건설기업과 중소 건설기업 간, 종합건설기업과 전문건설기업 간에 차이가 있다. 먼저, 기업 규모에 따른 차이를 살펴보면, 대기업과 중소기업군 모두 영업력 개선, 대손 위험 및 이자율 위험 관리가 수익성 향상에 기여한다. 하지만, 대기업의 경우 변동비인 매출원가가, 중소기업의 경우 고정비인 판매비 및 관리비가 저수익성 그룹에서 높게 나타나며 수익성에 영향을 미치므로 기업 특성에 따라 차별적인 비용 절감 방안이 요구된다.

또 하나 눈에 띄는 점은, 중소기업의 경우 이자비용 부담이 대기업에 비해 높을 뿐 아니라 수익성에 미치는 영향력이 크므로 이자비용 축소를 위한 방안 모색이 필요하다는 것이다. 자산효율성 개선의 측면에서 두 기업군 모두 유형자산 축소가 주요 방안이었으며, 수익성이 높은 대기업의 경우 매출채권 감소를 통해 잠재적 대손 위험을 낮추고 있었다. 재무레버리지의 측면에서 대기업은 단기차입금 및 회사채 비중이 낮을수록, 중소기업은 장·단기차입금이 낮을수록 높은 수익성을 보였다. 두 기업군 모두 부채의 활용보다는 내부 잉여자금의 활용이 요구된다.

종합건설기업은 인건비, 대손상각비와 이자비용의 감축이, 전문건설기업은 인건비와

매출원가의 감소가 수익성 개선에 주로 영향을 미친다. 두 기업군 모두 유형자산 비중을 줄임으로써 자산효율성을 높이는 것으로 분석되었다. 다만, 전문건설기업의 경우 영업경쟁력 확보를 통한 매출액 증대도 중요하다. 마지막으로 두 기업군 모두 차입금 축소를 통한 이자비용 감축이 수익성 개선을 견인하고 있었다.

본 장에서는 건설기업을 대기업과 중소기업, 종합건설기업과 전문건설기업으로 구분하여 각각의 그룹별로 수익성 향상에 영향을 미치는 주요 요인을 알아보았다. 하지만 개별 기업은 저마다 가지고 있는 사업 여건이 모두 다를 것이므로 도출된 결과가 모든 기업에 정확히 적용되기는 어려울 것이다. 예를 들면, 같은 대기업 중에서도 주택사업에 대한 비중이 큰 기업과 적은 기업은 재무구조, 수익과 비용 구조 등이 다르게 나타날 것이므로, 수익성 기여요인이 같다고 보기 어렵다. 그러므로, 각각의 기업은 본 연구의 결과를 참고하여 개별 기업의 특성에 맞는 수익성 기여요인을 도출해야 할 것이다. 개별 기업의 듀폰 재무분석 시스템 활용 방안은 다음 장에서 설명한다.

1. 건설기업의 듀퐁 재무분석 시스템 활용 방안

단순히 매출액을 늘리고자 하는 전략으로만은 안정적인 수익을 창출하기에 부족하다. 경기 변동에 대응할 수 있도록 내부 역량의 강화를 통한 경쟁력 제고가 필요하다. 다시 말해 프로젝트 단위별로 진행되는 사업을 포괄할 수 있는 전사적 측면의 수익성 개선요인 도출과 체계적인 경영 성과 관리를 위한 대안 도출이 필요하다. 이에 대한 하나의 대안으로 본 보고서에서는 듀퐁 재무분석 시스템의 적용을 제안하였다. 듀퐁 재무분석 시스템은 비교적 객관적이고 일관적인 재무제표 항목을 활용하기 때문에 체계적인 분석이 가능하다. 동 시스템의 활용 방안은 <그림 V-1>에 제시되어 있다.

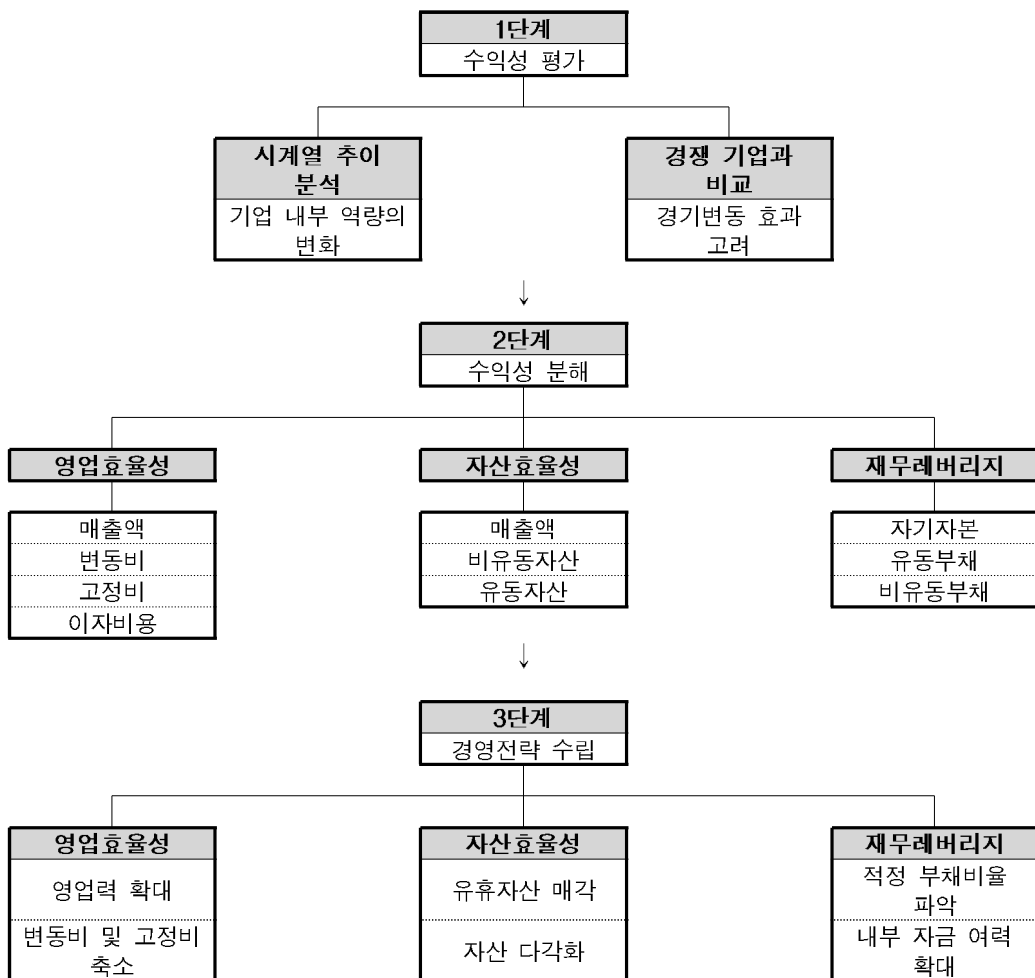
활용 방안은 크게 세 가지 단계로 구성된다. 첫 번째 단계는 수익성 평가이다. 듀퐁 재무분석 시스템에서는 수익성 지표로 자기자본순이익률을 활용한다. 수익성 평가는 시계열 추이 분석과 경쟁 기업과의 비교를 통해서 이루어질 수 있다. 시계열 추이 분석은 재무지표의 추세를 그려보고 정체 또는 하락 국면에 있는 재무지표를 파악하는 방법이고, 경쟁 기업과의 비교는 경기 변동의 효과를 배제하고 현재 기업의 상황을 파악하는 방법이다. 예를 들어, 시계열 추이를 봤을 때 수익성 개선이 이어진다고 할지라도, 경쟁 기업보다 수익성 수준이 떨어지거나 개선의 정도가 미흡하다면 내부 역량이 부족한 것으로 판단할 수 있다. 따라서 두 가지 평가 기준을 모두 활용해서 기업의 상황을 진단해야 한다. 주의할 점은 수익성이 높다고 해서 분석을 중단해서는 안 된다는 것이다. 높은 수익성이 어떤 요인에 의해 견인되는지를 파악하고, 열위에 있는 분야를 찾아 보완하는 것이 수익성 개선요인 분석의 목적에 부합하는 것이다.

두 번째 단계는 수익성 분해로, 수익성 개선요인을 탐색하는 절차이다. 수익성을 영업 효율성, 자산효율성, 재무레버리지로 분해하고, 각 요인은 다시 세부항목으로 구분한다. 그리고 이전 단계에서와 마찬가지로 시계열 추이와 횡단면 비교를 통해 각 항목에 대한 분석을 시행한다. 본 연구에서 수익성 개선에 미치는 영향력이 영업효율성, 자산효율성, 재무레버리지 순서인 것으로 분석되었으므로, 모든 요인을 분석하되 가급적 영향력이

높은 순서로 분석하는 것이 효율적일 것이다.

세 번째 단계로, 두 번째 단계에서 도출된 수익성 기여요인과 연계한 경영전략을 수립해야 할 것이다. 대표적인 예시로, 영업효율성 개선은 영업력 확대와 변동비 및 고정비의 축소를 통해, 자산효율성 개선은 유휴자산 매각과 자산 다각화를 통해, 재무레버리지 축소는 적정 부채비율 파악과 내부 자금 여력 확대를 통해 이룰 수 있을 것이다.

<그림 V-1> 듀폰 재무분석 시스템 활용 방안



2. 경영전략 수립의 시사점

(1) 영업효율성

건설기업의 영업효율성은 경영 성과에 가장 큰 영향을 미치는 중요한 요인으로 분석된 만큼, 이를 개선하기 위한 세부적인 대안 모색이 매우 중요하다. 먼저, 원자재 비용의 전사적 관리가 필요하다. 직접시공 의무제로 인한 직접시공 증가, 건설 업역 붕괴 등으로 인해 기존의 하도급 위주의 사업 진행 방식에 변화가 생길 것이며, 기업 자체적인 관리 시스템 구축의 필요성이 커질 것이다. 건설업은 프로젝트 단위별로 독립적으로 사업이 진행되기 때문에 기업 관점에서 통합적인 원가 관리가 이루어지기 어려운 측면이 있으므로, 이를 통합 및 체계화하는 것이 원가 절감의 첫 번째 단계일 것이다. 원자재의 수급 여건, 계절적 요소 등 위험요인을 종합적으로 고려한 구매계획의 수립이 필요하고, 프로젝트 단위별 구매가격의 적합성을 평가하고 여타 프로젝트와의 상호 비교를 통해 일관적인 관리 체계가 마련되어야 한다.

인건비는 수익성에 많은 영향을 미친다. 인위적인 임금 삭감이나 인적 구조조정은 수익성이 극단적으로 나빠진 상황에서는 불가피하겠지만, 이러한 조치들은 자칫 종업원의 사기 저하, 인재 유출 등 기업의 미래 성장동력을 약화시킬 우려가 있다. 따라서, 가급적 현재 보유한 인적 자원을 효율적으로 활용할 수 있는 방안을 모색하고, 노동생산성을 높이기 위한 노력이 선행되어야 할 것이다. 이를 위한 대안으로, 종업원에 대한 교육 시스템 마련, 스마트 기술 도입을 통한 생산성 향상, 고령화에 대비한 인력 재배치 및 재 활용 등이 고려될 수 있다.

대손 위험과 신용 위험의 효과적인 관리는 대손상각비와 이자비용을 낮춤으로써 수익성을 높일 수 있다. 대손 위험을 낮추기 위해서는 건실한 하도급업체 선정 및 관리가 필요하다. 특히, 건설경기 하락기에 대손 위험이 커지므로, 이러한 시기일수록 각별한 관리가 필요하다. 이자비용 감축을 위한 대안으로는 주거대출은행을 통한 관계금융 (relationship banking) 활성화 등이 있겠지만, 무엇보다도 기업의 신용도 관리를 위한 지속적인 노력이 중요하다. 부채비율 관리와 더불어 유동성의 확보에도 관심을 가져야 한다.

(2) 자산효율성

건설기업의 자산효율성 개선은 주로 유형자산의 비중 감소를 통해 이루어졌다. 유형 자산은 기업이 성장하는 데 중요한 역할을 하지만, 이를 확보하는 데 대규모 자금이 소요되며 보유 자체만으로도 유지·보수 비용이 필요하다는 점은 자칫 기업의 경영구조를 경직적으로 만드는 요인이 될 수 있다. 따라서, 기업의 중·장기 계획을 고려하여 불필요한 유후자산은 매각하여 비용을 절감할 필요가 있다. 이를 통해 확보된 자금은 새로운 성장동력을 확보하기 위한 투자재원으로 활용함으로써 추가적인 자금조달비용을 줄이는 방안과도 연계시킬 수 있을 것이다.

경기 침체기에는 건설기업의 수익원을 다양화할 필요성도 제기된다. 포트폴리오 이론의 관점에서 수익원이 다각화될 경우 기업 전체의 파산 위험은 감소하게 된다. 특히, 건설업은 통제하기 힘든 외생적 위험요인에 대한 민감도가 높으므로, 위험 관리를 위해 수익원을 다양화하는 전략이 더욱 필요하다. 비교적 높은 수익성을 갖는 건설기업이 많은 투자자산을 보유하고 있는 것도 수익원 다양화와 연관되어 있다. 신규 사업을 시작하기 위해서는 대규모의 시설 투자나 인력 확보가 필요하므로, 자칫 사업이 실패할 경우 기업의 영업효율성이나 자산효율성이 크게 하락할 수 있다.

하지만 금융 투자자산은 취득과 처분이 비교적 쉽고, 소수의 전문인력만으로도 운용할 수 있으며, 기업의 자금 여력에 따라 투자 규모를 탄력적으로 조정할 수도 있다. 다만, 금융투자는 실물투자와 달리 높은 위험이 수반되므로 이를 잘 관리하기 위한 투자 포트폴리오를 구축해야 한다.

(3) 재무레버리지

재무레버리지는 건설기업의 수익성 개선에 기여도가 크지 않다. 오히려, 부채의 확대는 이자비용을 높여 수익성을 악화시키는 것으로 보인다. 경기변동에 민감한 건설기업이 높은 영업 위험으로 인해 투자자들에게 비교적 높은 위험 프리미엄을 제공해야 하므로, 부채의 확대가 수익률의 상승보다는 자금조달비용 증가로 인한 경영 성과 하락으로 이어지는 것으로 풀이된다. 일반적으로 만기가 긴 비유동부채는 단기채무에 비해 높은 조달금리가 부여되므로 해당 부채를 많이 보유하는 기업일수록 이자비용 부담이 커지

게 된다. 따라서, 부채를 줄이고자 한다면 비유동부채 축소에 우선순위를 두는 것이 적절할 것으로 판단된다. 한편, 부채비율 감소를 위한 건설기업들의 노력은 지속되고 있는 것으로 분석된다. 자기자본 비율의 증가는 잠재적 파산 확률을 낮추는 역할을 할 뿐 아니라, 기업의 신용 위험을 낮추고, 이는 향후 자금조달 비용을 낮추는 데도 도움이 된다. 건설경기가 하락하는 시기일수록 부채비율이 지나치게 높아지지 않도록 경계해야 한다.

<표 V-1> 듀폰 재무분석 결과에 따른 경영전략

구분	경영전략	재무적 요소
영업효율성	<ul style="list-style-type: none"> • 원자재 비용의 전사적 관리 <ul style="list-style-type: none"> - 수급 여건, 계절적 요소 등 위험요인을 종합적으로 고려한 구매계획 수립 • 노동생산성 향상 <ul style="list-style-type: none"> - 종업원 교육 시스템 마련 - 스마트 기술 도입을 통한 생산성 향상 - 고령화에 대비한 인력 재배치 및 재활용 • 하도급 업체 관리를 통한 대손 위험 관리 • 외부 자금조달의 효율성 제고 <ul style="list-style-type: none"> - 주거래은행을 통한 관계금융 활용 - 신용 위험 관리를 통한 자금조달금리 조정 	<ul style="list-style-type: none"> • 매출원가(재료비, 노무비, 외주가공비 등) • 판매비 및 관리비(급여, 광고선전비, 연구개발비, 대손상각비 등) • 이자비용
자산효율성	<ul style="list-style-type: none"> • 유희자산 매각을 통한 비용 절감 및 투자 자원 마련 • 금융투자자산 보유를 통한 수익원 다각화 	<ul style="list-style-type: none"> • 비유동자산(투자자산, 유형자산 등)
재무레버리지	<ul style="list-style-type: none"> • 비유동부채 축소를 통한 이자비용 감소 • 재무구조 개선을 통한 신용 위험 관리와 자금조달비용 축소 	<ul style="list-style-type: none"> • 비유동부채(회사채, 장기차입금 등) • 자기자본(이익잉여금 등)

3. 정부 정책 수립의 시사점

건설기업의 경영여건에 미치는 정부의 영향력은 매우 크고 중요하다. 정부는 인프라 등 대규모 건설 사업의 가장 중요한 발주자이며, 수많은 규제로 건설기업을 규율함과 동시에 정책적 지원을 펼칠 수도 있다. 정부가 어떤 방향성을 갖고 어떤 역할을 하느냐에 따라 건설기업의 경영 성과가 좌지우지될 수도 있다.

본 연구를 통해 정부 정책 수립과 관련한 몇 가지 시사점을 도출할 수 있다. 우선, 건설경기 하락으로 인한 건설기업의 부실을 예방하고 경영여건을 개선하기 위한 정부의 역할이 필요하다. 본 연구에서는 듀퐁 재무분석 시스템의 적용을 통해 타 산업과 다른 건설업의 특수성을 파악하였는데, 건설업은 타 산업보다 경기 변동에 대한 민감도가 커서 경기 침체시 기업의 수익성 하락이 크게 나타나며, 건설경기가 개선되면서 수익성이 크게 향상된 시기에도 수익성 수준은 타 산업에 미치지 못했다.

경기 변동은 기업이 통제할 수 없는 외생적 요인이기 때문에 기업 내부의 전략만으로 극복하기에 한계가 있다. 건설업이 국가 경제에 미치는 파급효과를 고려하면, 경기 하락이 가져올 충격에 대한 정부의 완충 역할이 필요하다. 특히 건설경기가 하락하는 시점에서는 구조조정이 진행 중인 기업뿐 아니라, 아직 구조조정 단계에 진입하지는 않았더라도 선제적 구조조정의 필요성이 높아지는 기업을 지원하는 방안을 모색하는 것도 필요하다고 판단된다.

다음으로, 건설기업의 영업효율성을 높이기 위한 정부의 역할에 대해 생각해볼 수 있다. 본 연구를 통해 건설기업의 영업효율성이 수익성과 가장 밀접하게 연관되어 있으며, 영업효율성을 높이기 위해서는 비용 관리가 중요하다는 것을 알 수 있었다. 그러므로, 건설기업의 비용 관리와 관련된 위험을 낮출 수 있는 정부의 정책이 마련된다면 건설기업의 안정적인 경영여건 형성에 도움이 될 수 있을 것이다. 근본적으로 적정 공사비가 지급되어야 할 것이며, 예측하지 못했던 비용 증가에 대한 합리적인 지원 방안이 도출되었으면 한다.

예를 들면, 작년부터 기후변화 등으로 인한 공기 연장시 발주자와 시공사와의 협의를 통해 공사비를 보전해주도록 하고 있는데, 이처럼 기업이 통제할 수 없는 문제로 인해 비용이 증가하는 경우의 지원 방안이 마련된다면 도움이 될 것이다. 또한, 노동생산성 향상을 위한 교육 지원이나 생산성 향상을 위한 신기술 도입 지원, 인프라 펀드 도입 등과 같은 원활한 자금조달을 위한 지원도 건설기업의 영업 효율성을 높이는 방안이 될 수 있다.

마지막으로, 기업의 특성에 따른 맞춤형 지원이 필요하다. 건설기업 간 횡단면 비교 분석 결과에서 알 수 있듯이, 건설기업의 규모별, 업역별 수익성 개선 기여요인에 차이가 있다. 따라서, 정부 정책도 각각의 기업군별 전략에 맞춰 차별화될 필요성이 있다. 예를 들어, 대기업과 중소기업 간 재무지표의 차이는 건설기업의 성장 단계별 차별화된

경영전략이 필요하다는 것을 의미하는데, 대기업의 경우 보유한 자산과 인력 규모가 크기 때문에 이들에 대한 효율적인 관리가 필요한 반면, 중소기업의 경우 안정적인 영업 기반이 마련되어있지 않은 경우가 많으므로 자금조달에 어려움이 클 수 있다. 특히 중소기업의 경우 대기업보다 경영여건이 어려운 것으로 분석되었는데, 중소기업의 경영여건이 개선되면 지역 건설산업 육성, 양질의 일자리 창출 등 긍정적인 효과를 일으킬 수 있으므로 중소기업 육성을 지원하는 방안도 모색되어야 할 것이다. 대기업은 대기업대로, 중소기업은 중소기업대로 각각의 기업군별로 필요로 하는 분야에 대한 정책적 지원이 이루어진다면 정책의 효과가 더욱 크게 나타날 것이다.

국내외 경제 상황이 어려운 가운데, 건설기업의 경영여건도 어려움을 피하지 못할 것으로 보인다. 어려운 상황일수록 위기를 극복할 전략 마련이 필요하다.

참고문헌

국내 문헌

기획재정부 홈페이지.

대한건설협회 홈페이지.

에프앤가이드(FnGuide).

이승우, 이홍일, 김정주, 엄근용, 박철한 (2020), 「코로나19 사태의 건설경기 파급효과 및 대응 방안」, 한국건설산업연구원.

한국은행 경제통계시스템 홈페이지.

해외건설협회 해외건설종합정보서비스.

국외 문헌

Stephen A. Ross, Randolph W. Westerfield, and Bradford D. Jordan, 「Fundamentals of Corporate Finance」11th edition, Mc Graw Hill, 2016.

Abstract

Construction industry profitability analysis and management strategy

Domestic and global economic growth is slowing down, and the domestic construction market is stagnating. As the construction industry is more sensitive to internal and external risks than other industries, management strategy to overcome difficult times is needed. This study derives elements for improving the profitability of the construction companies and provides implications for government policies.

This study applies DuPont analysis (also known as DuPont identity or DuPont model) as an analysis framework to objectively and consistently grasp the internal competencies of construction companies. It decomposes profitability (ROE, return on equity) into (1) operating efficiency (net profit margin), (2) asset use efficiency (asset turnover ratio), and (3) leverage (equity multiplier). By analyzing financial statement items that affect each factor, this study derives management strategies to improve profitability.

The results of time series analyses are as follows: the profitability of the construction industry is highly volatile, and has improved recently but is still lower than that of the manufacturing industry. The main reason for the lower profitability is higher cost, especially the cost of raw materials and labor expenses. Higher credit risk of construction industry due to the high volatility of profitability increases bad debt expenses and interest expenses.

The results of cross-sectional analyses are as follows: the recent improvement of profitability is due to the increase of net profit margin and asset use efficiency. Construction companies with relatively higher profitability have lower labor expenses, bad debt expenses, and interest expenses. Those with higher asset use

efficiency have more current assets. Leverage is negatively related to the profitability.

○ 저자 소개

이지혜(jihyelee@cerik.re.kr)

고려대학교 경영대학 경영학과 졸업
고려대학교 경영학 박사(재무론 전공)
前 고려대학교 경영대학 연구교수
現 한국건설산업연구원 부연구위원