

# 건설기업의 주식가격과 경영성과와의 상관관계 분석

## Analyzing Relationships between Stock Prices and Business Performances of Construction Companies

김희준\* · 김명선\*\* · 김재준\*\*\*

Kim, Hee-Joon · Kim, Myung-Sun · Kim, Jae-Jun

### 요 약

현대 건설 산업의 경쟁적인 사업 환경으로 인해 건설기업의 도산 가능성은 더욱 높아졌다. 이에 따라 성장위주의 경영에서 가치 중시 또는 수익 중심의 질적인 경영 환경으로의 전환이 요구된다.

현재 건설기업의 자본 조달은 대부분 금융기관을 통해 이루어지고 있다. 기업 규모의 성장에 따라 증권시장을 통한 자금 조달의 형식을 갖추고 있지만, 기업 공개를 통한 정당한 수익성 배분이 이루어지지 못하고 있다. 특히 건설기업들은 기업 투명성에 대한 의식의 결여로 투자자들의 신뢰를 잃었고, 그로 인해 다시 주식시장을 통한 자금 조달에 실효성을 갖지 못하는 악순환이 계속되고 있다.

본 연구에서는 건설기업의 경영실태 파악을 위해 주식가격과 기업의 재무적 요인간의 상관성을 분석하였다. 이를 통해 상장건설기업의 주식가격과 기업경영성과 사이의 상관관계를 알아보고자 하였다. 또한 증권시장을 통한 기업필요자본 조달의 필요성에 대하여 언급하고자 하였다.

키워드 : 주가 변동(Fluctuation in stock price), 건설기업(Construction Firm), 경영분석(Analysis of Business Management)

## 1. 서 론

### 1.1 연구의 배경 및 목적

한국 건설기업들은 성장 중심의 경영 이념으로 기업규모의 팽창에 집중하여 급성장하였다. 그러나, 차입경영에 의한 성장위주의 기업경영은 재무구조가 부실한 몇몇 대기업의 부도사태로 이어졌고, 결국 1997년 12월 금융환란이라는 위기의 상황을 맞이하게 되었다. 특히 건설산업은 1989년 면허개방 이후 구조조정이 가속화되던 상황에서 IMF 경제 위기를 맞아 더욱 경쟁력을 잃고 많은 기업들이 부도의 위기에 직면하게 되었다.

WTO 출범 등으로 인해 국제적 경쟁이 가속화되고 있는 현재 경제상황 아래 기업의 생존전략으로 새로운 경영기법의 도입이 절실한 실정이다. 이제 성장위주의 경영에서 가치 중시 또는 수익 중심의 질적인 경영 환경으로 전환하지 않고서는 생존할 수

없는 급박한 상황에 놓이게 된 것이다. 하지만, 건설기업 경영에 영향을 끼치는 요소는 수없이 많다. 또한 그러한 수많은 요소들이 서로 복합적으로 작용하는 경우에는 그것을 분석해 내기는 더욱 힘들다.

본 연구에서는 이러한 건설기업 경영실태를 파악하기 위하여 건설기업 중 상장기업들을 중심으로 하여 기업경영분석 척도의 기준으로 주가추이를 살펴보았다. IMF라는 악재로 인한 건설산업 자체의 특수한 상황을 고려해 주식가격 자체의 추이분석보다는 건설산업 전체의 평균 주식가격 추이와 비교해 특수한 흐름을 갖는 건설기업들을 주요 분석 대상으로 하였다. 또 이를 각 기업별 ROE · ROI · 매출액 등의 변화 추이와 비교 · 분석해보았다. 이를 통해, 주식가격에 영향을 미치는 주요 요인들을 도출해내고자 하였다. 또한 증권시장을 통한 기업필요자본 조달의 필요성에 대하여 알아보고자 하였다.

### 1.2 연구의 범위 및 방법

본 연구의 범위는 주식가격 추이를 통한 기업분석이라는 특성

\* 학생회원, 한양대학교 대학원 건축공학과, 석사과정

\*\* 일반회원, 한양대학교 산업대학원, 석사과정

\*\*\* 종신회원, 한양대학교 건축공학부 부교수, 공학박사

상 한국 건설기업 중 상장건설기업에 한정하고자 한다. 또한 상장 건설기업의 주가가격 추이를 통한 경영 분석을 위해서는 재무적 관점 외에 많은 변수가 있겠으나, 본 논문에서는 재무적 관점에 그 범위를 한정하였다.

본 연구는 다음과 같은 절차를 거쳐 진행되었다.

첫째, 기존 관련 연구를 분석해보고 새로운 측면의 연구의 필요성을 밝힌다.

둘째, 주가변화에 따른 기업분석의 의의를 명시하고 영향 요인들을 밝힌다.

셋째, 상장 건설기업 개별 주가 추이를 관찰하고 전체평균과 비교·분석한다.

넷째, 기업별 주가와 재무적 영향요인들 사이의 상관성을 분석한다.

다섯째, 앞에서 행한 분석을 통해 드러난 특이 기간 및 특이 기업군에 대한 분석을 한다.

여섯째, 건설경기 전반의 흐름을 살펴보고 특이 기업군을 중심으로 주가 추이와의 상관성을 알아본다.

일곱째, 전략적 시사점 및 한계성에 대하여 논한다.

## 2. 기존 연구 고찰과 한계

### 2.1 기존 연구 고찰

주식 가격 변화를 통해 살펴본 기업경영 평가에 관한 연구는 경제학적 측면에서 검토되었다. 증권시장의 불공정 거래행위가 증권시장 본연의 기능인 효율적 자원배분을 방해하고 투자자의 불신을 초래케 하여 결국 그것이 기업의 직접 자본조달을 어렵게 하는 문제를 발생시킨다고 하였다.<sup>1)</sup> 또한 이와 관련하여 기업 정보의 공시가 주가에 미치는 영향을 분석하고자 하는 연구도 행해졌다.<sup>2)</sup> 이러한 연구들은 모두 한국 증권시장 자체의 정보 불투명성에 초점을 맞추었고, 연구의 근거로 제공된 주가가격 또한 제조업 분야에 근거한 연구이기 때문에, 건설산업에의 직접 적용에는 그 한계가 있다.

건설산업 내부적으로도 기업경영 분석에 대한 연구가 꾸준히 진행되어 왔다. 최근에 행해진 연구에서는 워크아웃 기업을 중심으로 건설업체의 기업경영 개선사례 분석을 통해 기업의 경영구조 개선안을 제안하였다.<sup>3)</sup> 또 건설산업의 환경 변화와 수요 전망을 경제 전반에 비추어보고, 건설산업의 경쟁력 제고를 위한

방안을 제안하는 연구도 진행되었다.<sup>4)</sup> 최근에는 건설기업의 재무변수를 기초로 한 생존분석(survival analysis)기법을 활용하여 기업의 부실정도를 평가하고 도산가능성을 예측하고자 하는 연구가 진행되었다.<sup>5)</sup>

### 2.2 기존 연구의 한계

경영학이나 경제학 측면에서의 주가가격 추이 분석을 통한 기업경영평가는 대부분이 이론적인 분석방법에 의한 방법론만을 제시하였고, 제조업에 근거한 것이어서 건설산업 자체의 특수한 환경에의 적용에는 한계가 있다.

건설산업 내부적인 측면에서의 연구들에서는 경제전반에 대한 건설산업의 경쟁력 제고 방안을 제시하였으나, 건설기업 자체의 내부적 경영구조에 대한 연구가 부족하였다. 재무적 관점에서 생존분석기법을 활용한 기업 분석에 관한 시도는 기업의 경영 개선 방안을 구체적으로 제시하지 못하고 있다. 또한 건설 환경에 대한 분석이 자의적인 부분이 많아서 기업 경영구조 개선에 대해서는 객관적인 지표를 만들어주지 못하고 있다.

본 논문에서는 건설산업의 보다 효율적인 경영 환경 개선을 위하여 주가변화와 기업 내부의 재무적 요소 사이의 상관성을 분석하여 보고, 건설기업의 경영구조 개선 방향을 제시하고자 한다.

## 3. 상장 건설기업 주가가격 추이 분석

### 3.1 기업경영 평가지표로서의 주가

#### 3.1.1 주가변화에 따른 기업분석의 의의

기업이 필요자본을 모두 금융기관을 통해 조달할 경우, 이자와 원금상환이라는 이중부담을 갖게 된다. 하지만, 증권시장을 통한 자금 조달의 경우는 일정한 수익성 배분이 이루어져야 할 뿐, 앞에서의 금융기관 조달에 의한 부담은 없어진다.

넓은 의미의 경영분석(business analysis)이란 기업을 둘러싸고 있는 경영환경에서 그 기업의 재무적·비재무적 요소 및 경기변동의 대응정도 등을 분석자의 목적에 따라 고찰하는 과정을 말한다. 좁은 의미에서의 경영분석이란 회계자료를 분석하여 기업의 과거 경영의 실태나 업적을 평가하고 현재 기업의 재무상태를 파악하는 활동이라 할 수 있다.<sup>6)</sup>

이러한 요소들 외에 정치적 환경, 사회적 환경, 제도적 변화

1) 광병관, '주가가격의 조작과 시장의 효율성(Stock Price Manipulation and Efficiency of the Stock Market)', Vol 10 No1, 산업과 경영, 1997  
 2) 김사연, '企業情報 公示가 株式價格에 미치는 影響', 서울대학교 대학원, 1999  
 3) 현준식, '건설업체의 기업경영 개선사례 분석', CERIK, 2002

4) 김준한 외 5명, "건설산업의 환경변화와 수요전망", 한국건설산업연구원, 2001  
 5) 전용석 외 2명, '건설기업의 생존예측모형', 대한건축학회 논문집(구조계) v.18 n.12, 2002  
 6) 송병선, '21세기 경영분석', 학문사, 2000

등 기업의 경영 환경에 대한 영향 요인들은 다양하다. 하지만, 역으로 주식가격은 기업의 재무적 요인 뿐 아니라, 기업의 경영 환경과 기업의 미래가치 등을 가늠할 수 있게 해준다. 또한 이는 기업의 투명성이 보장될 경우 기업이 가진 대외적 가치를 보여 준다.

증권시장은 기업의 원활한 자금 조달 출처이고, 다른 한편으로는 기업 상호간의 경쟁력을 증진시켜 주는 중요한 경제요소이다. 또한 이를 움직이는 주식은 기업의 현재 및 과거 경영상황을 반영함과 동시에 미래가치를 표현하여 준다. 따라서 본 논문에서는 주식가격 변화를 기업분석의 한 척도로 사용하고자 한다. 건설산업 내에서 기업 가치를 가늠하고 우량기업을 가려내는 척도로서 주식가격은 의미를 가진다.

### 3.1.2 주가변화에 영향을 미치는 재무적 요소

앞에서 언급한 바와 같이 기업경영에 대한 평가·분석 요소들을 제한하기는 어렵다. 본 논문에서 제시한 주가변화 관찰을 통한 경영분석 역시, 한정지어 말할 수 없는 그러한 수많은 요소들을 모두 반영하지는 못한다. 그러나, 주식가격 자체가 기업의 재무적 환경을 반영하는 하나의 지표로서 의미를 가지기 때문에, 경영 평가를 위해서는 재무적 요소들과의 연관성을 분석해 보아야 한다.

재무제표에 기재되어 있는 세부 항목간의 상호관계나 비율 등의 검토함으로써 회사의 전체적인 재무구조나 경영성적을 비교할 수 있다.

본 논문에서는 상장 건설기업들의 주식가격에 충분히 영향을 미칠 수 있으나 논리적 측정이 어려운 사회·환경적 요인들은 배제하고, 재무적 관점에서 기업경영 및 주가에 영향을 미칠 수 있는 요소들을 추출했다.

#### 1) 당기순이익 (Net Income)

기업이 일정기간에 얻은 수익에서 지출한 모든 비용을 공제하고 순수하게 이익으로 남은 몫을 말한다. 보통 稅後 순이익이라고 하는 것은 당기순이익을 가리킨다. 또한, 稅前 순이익은 당기순이익에서 세금을 빼기 전의 이익을 뜻한다.<sup>7)</sup> 매출액과 함께 회사의 경영 상태를 나타내는 대표적인 지표로서 주식투자의 판단 자료로 널리 사용된다.

당기순이익 = 경상이익 + 특별이익 - 특별손실 - 법인세비용

#### 2) ROI (Return On Investment)

총자본(총자산) 순이익률(Net Income to Total Assets)은 자본구성의 여하를 불문하고 기업에 의하여 달성된 총체적인 경영 성과를 투하된 총자본(자기자본+타인자본)에 대비한 비율로서 경영효율성을 측정하는 대표적인 지표이며 투자수익률(Return On Investment : ROI)이라고도 한다. 투자액 또는 총자산의 투자효율을 평가하기 위한 비율로서 높을수록 수익성이 증가된다. 이 비율이 당해업계에 비해 낮다는 것은 재고자산, 고정자산의 과대투자, 마케팅 및 생산활동의 비능률 등에서 그 원인을 찾을 수 있다. 기업의 경영효율 분석을 통하여 경쟁력을 알아보는 지표로서의 가치를 지닌다.

$$ROI = \frac{\text{매출액}}{\text{투자자본}} \times 100$$

#### 3) ROE (Return On Equity)

자기자본순이익률(Net Income to stockholders' equity)은 기업에 의하여 달성된 총체적인 경영성과를 투하된 자기자본에 대비한 비율로서 자기자본의 효율적 이용도를 측정하는 지표이며 ROE(return on equity)라고도 한다. ROE는 출자자의 입장에서 자기자본 이용효율성 분석, 배당정책, 주가형성에 영향을 미치는 비율이다. 이 비율은 높을수록 양호하지만, 너무 높은 경우는 자기자본의 부족에 의한 재무구조의 안전성과 유동성을 해칠 수 있다. 또한 같은 기간의 정기예금 금리와 비교함으로써 주주는 자본의 효율성을 측정하며, 자기자본순이익률은 주식가격에 직접영향을 미치므로 기업이나 주주의 입장에서는 수익성비율 중에서 가장 중요시한다.<sup>8)</sup>

ROI나 ROA에 비해서 '주주중심의 수익성'을 측정할 수 있다는 장점이 있다.

$$ROE = \frac{\text{당기순이익}}{\text{자기자본}} \times 100$$

#### 4) 매출액 (Sales Account)

기업의 주요영업활동 또는 경상적 활동으로부터 얻는 수익으로서 상품 등의 판매 또는 용역의 제공으로 실현된 금액을 매출액이라고 한다. 주요 영업활동이 아닌 것으로부터 얻는 수익은 영업외수익으로 비경상적 활동으로부터 얻은 수익은 특별이익으로 계상되며, 손익계산서상의 매출액은 총매출액에서 매출에 누리와 매출환입을 차감한 순매출액을 표시한다.<sup>9)</sup>

매출액 규모는 기업의 양적 성장을 대외적으로 나타내어 주는 지표이다.

8) 송병선, '21세기 경영분석', 학문사, 2000

9) 김위생, 재무경영, 삼영사, 1998

7) 김성민, 경영분석, 새로운 제안, 1998

5) 매출액 증가율 (Growth Rate of Sales)

앞에서 언급된 바와 같이 매출액이란 회사가 1년 동안 영업활동에 의해 판매한 제품이나 상품의 총액을 의미한다. 따라서 전년도 매출액에 비해 당해년도 매출액이 어느 정도 증가하였는가를 나타내는 매출액증가율은 회사의 영업활동이 전년에 비해 어느 정도 활발하게 이루어졌는가를 알려준다.<sup>10)</sup> 이는 기업이 일정 기간동안 얼마나 성장하고 있는지를 검토하는 성장성의 분석에 사용되는 대표적 지표이다.<sup>11)</sup>

$$\text{매출액증가율} = \left( \frac{\text{당기경상이익}}{\text{전기경상이익}} - 1 \right) \times 100$$

6) 종업원 1인당 매출액

종업원 1인당 매출액(Sales per Employee)은 노동력 1단위당 매출액을 나타내는 비율로서, 높을수록 경영의 효율성과 자동화가 진척되었다고 판단할 수 있다. 이 역시 기업경영성과를 나타내어 주는 중요한 요소이다.

3.2 상장 건설기업 주시가격 추이 분석

3.2.1 기업별 주가 추이 분석

상장건설기업 전체의 주시가격 추이를 비교·분석함에 있어서 상장 년도가 분석기간 사이에 속해 있는 건설기업의 경우는, 연구 대상 기간이 부족하고 상장시의 가격이 대체로 상회한다는 것을 고려해 상장시의 가격을 가능한 배제하고 그 이후의 흐름을 살폈다.

그림 1은 상장건설기업 45개(2003년 2월 현재) 전체의 월별 주시가격 평균을 구해서 그것을 그래프로 도식화 한 것이다. 기간은 1993년 1월부터 2002년 1월까지 9년간의 월평균 데이터를 바탕으로 했다.<sup>12)</sup>

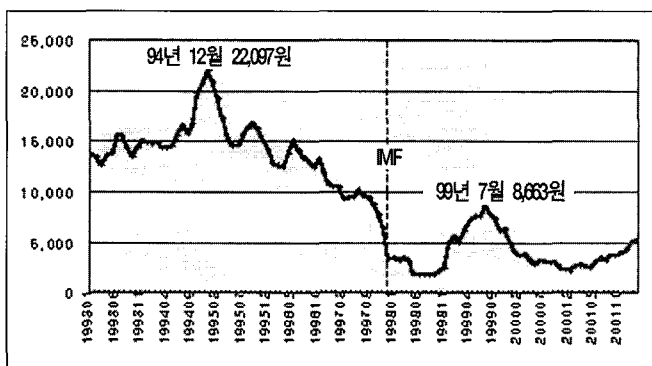


그림 1. 상장건설기업 주시가격 평균(월별)

이를 보면 '94년 12월 최고치를 기록 후 어느 정도 하향과 상승을 반복하다가 '97년 IMF를 정점으로 급격히 하락한 것을 볼 수 있다. '98년말부터 서서히 오르기 시작한 주가는 '99년 상반기까지 상승세를 지속하였으나, '99년 하반기에는 계속 하락하여 '01년 상반기에 다시 IMF 때의 수준을 유지하였다. 일반적인 상장건설기업 주가 변동의 흐름을 분석해 볼 때, '94년말의 급격한 상승과 '99년 상반기의 지속적인 상승 흐름이 두드러진다.

이러한 상장건설기업 주시가격의 전체 평균에 대한 추이와 각 기업별 주시가격의 추이를 비교·분석한 결과는 표 1과 같다. 이것은 전체 상장 건설기업 중 상이한 흐름을 보인 기업들을 중심으로 작성하였다.

이밖에도 중앙건설, 신일건설, 삼한까무, 고려산업개발, 한일건설, 성지건설, 동부건설, 코오롱건설, 두산건설, 벽산건설, 범양건설, 신성, 삼호, 풍림산업, 남광토건, 경남기업, 삼한기업 등 17개 기업은 상장건설기업 전체 평균 주시가격 추이와 유사한 흐름을 보이거나, 가격 변동비율이 비교적 작았던 기업들이다.

상장 건설기업의 주시가격 추이에 대한 전반적 흐름을 살펴보면, 공통적으로 IMF 이후 급격한 하락세를 보였다. 그 이후 저조세에서 벗어나지 못하다가, '99년 일시적인 회복세를 보였다.

표 1. 상장 건설사별 주시가격 추이 기술(월평균 기준)

상장건설사	내용기술	주시가격 추이 (1993년 1월~2002년 1월)
삼부토건		'94.5~'98.1 평균치 크게 상회.
중앙건설		'94년 잠깐 상회.
한라건설		IMF 이전 크게 상회. IMF이후 평균치에 근접. '99년 약간 상회.
대림산업		상장 건설기업 전체 평균치와 대체로 유사한 양상. '99초~'00초 평균치 약간 상회.
남광토건, 경남기업, 두산건설		꾸준히 평균치와 비슷한 양상.
대 호		평균치와 매우 다른 양상. 주가의 상승과 하락이 반복됨.
고려개발		평균치를 밑돌다가 '97 내내 상회. IMF때 다시 하락. '99.1~'00.1 상회.
동양고속건설		'97, '99 상회.
성지건설		'99 상회.
LG건설		꾸준히 평균과 비슷한 양상. '01부터 상승세가 두각.
태 영		타 건설기업들과 큰 차이를 보임. 마찬가지로 크게 상회. IMF 기점으로 하락. '99 상회.
청 구		'94 상장 후 급격 상승. 그 해 말부터 하락을 거듭. 평균치 상회. IMF 이후는 평균치 아래로까지 하락.
성원건설		'94년 말 급격 상승. 곧 하락 후 평균치와 유사한 흐름.
동 신		줄곧 평균치를 밑돌았음. '01.12 급격히 상승.
현대산업개발		평균치를 상회하면서 상승과 하락 반복. 상회하다가 IMF 이후 하락. '99 한때 상회.
계룡건설산업		IMF 이전에 평균치를 하회. IMF 기점으로 오히려 평균치를 상회.

10) 송병선, '21세기 경영분석', 학문사, 2000  
 11) 김위생, 재무경영, 삼영사, 1998  
 12) 첫째, 당해년도 미상장 기업들은 제외하고 평균을 구했다. 둘째, 2002년 2월 현재 상장되어있는 기업들만을 대상으로 했다.

이후 실시된 분석(그림 2)에서는 주가 추이 특이기업군의 도출에 신중을 기하기 위하여 다시 같은 데이터에 대해 연평균 기준으로 분석을 행하였다.

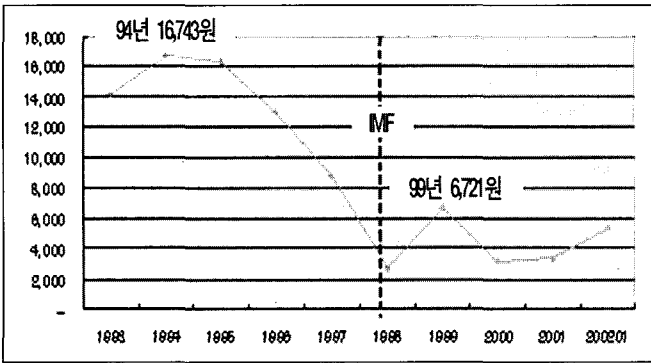


그림 2. 상장건설기업 주시가격 평균(연도별)

앞에서의 월평균 기준 분석결과와 연평균 기준 분석결과를 종합한 결과 주시가격 추이의 전체 흐름 측면에서 특이한 흐름을 보이는 기간(IMF 기간, '99년)에 대해서는 유사한 결과를 얻었다. 대부분의 상장건설기업들의 주가 추이는 IMF를 기점으로 해서 '97~'98년 크게 하락하였다가, '98~'99년 사이 소폭 상승하였고, 다시 '99~'00년 하락 후, '00년부터 서서히 증가하고 있다.

그러나, 연평균 기준으로 각 기업별 비교·분석을 실시한 결과, 특이한 주가 추이를 보이는 기업들은 대부분 대기업 계열 건설사를 비롯한 대형 건설사들로 나타났다.

앞에서 분석한 '특이 기간' 등을 고려하여 '특이 기업군'으로 분류한 기업은 표 2에 정리하였다.

표 2. 주시가격 추이 특이 기업군

주가 변동 특이 사항	주가 추이 특이 기업군
IMF 이전 주가가 평균치를 비교적 크게 상위한 기업군	한라건설, 청구, 태영, 삼부토건, 현대건설
IMF 이후 주가가 평균치를 상회하는 기업군(경기의 전반적인 침체로 인해 약간 상회함)	계룡건설, 현대산업개발, 태영, LG건설, 고려개발, 대림산업
최근 도약 기업군(2000년 이후)	동신, 동양고속건설, 경향건설, 극동건설(점진적), 태영, 대림산업

3.2.2 기업별 주가와 ROE 비교·분석

앞에서 정리한 바와 같이 ROE는 자기자본의 크기와 당기순이익을 비교하기 때문에 자기자본에 정확히 대응하는 수익률을 측정할 수 있다. 이러한 이유로 인해 ROE는 '주주중심의 수익성' 측정을 위한 지표로 이용된다.

분석 대상인 45개 상장 건설기업 중 비교적 큰 상관성을 보이는 기업들은 대부분 대기업 계열 건설사들이었고, 이에 대한

분석내용을 표 3에 기술하였다.

주시가격과 ROE의 변화 추이를 관찰한 결과 대기업 계열 몇 개 기업을 제외한 나머지 기업들에서는 일부 상관성을 보이는 부분도 있지만, 큰 상관성을 보이지 않았다.

그러나 대림산업, 현대건설, LG건설, 현대산업개발 등 4개 대기업 계열 기업의 경우는 수치적인 차이를 보이기는 하지만, 흐름에 있어서는 유사성을 보이고 있다.

이들 4개 기업은 ROE가 급상승을 보인 기간에는 대체로 주시가격 역시 상승세를 유지했고, 반대로, ROE가 하락선을 그릴 때는 주시가격이 하락세를 기록하고 있다.

이는 ROE가 자기자본의 크기와 당기순이익을 비교함으로써 인해 자기자본에 정확히 대응하는 수익률을 측정할 수 있고, 이러한 이유로 인해 ROE가 주시가격에 영향을 끼치는 중요한 요소라는 것을 뒷받침 해주는 결과이다. 다시 말해, 앞의 4개 기업 분석결과는 ROE가 '주주중심의 수익성' 측정을 위한 지표로 이용될 수 있다는 것을 반영하는 결과이다.

표 3. 주가추이와 ROE 비교

구분	ROE			주가추이(년평균 기준)		
	IMF('98) 전후	증가	감소	IMF('98) 전후	상향기간	하향기간
대림산업	'97 IMF 이후 '99까지 오히려 급격 증가	'97~'99 급격 증가	'99~'00 급격 감소	'93~'98 평균치 유사 '98 이후 오히려 상향 평균 상회	'98~'99 소폭 상승	'99~'00 소폭 하향
현대건설	IMF전후 큰 변화 없음	'00이후 급격 증가	'99~'00 급격 감소	'93~'97 꾸준히 상회 97이후 평균치 수준으로 하락	'93~'94 상승	'96~'97, '97~'98 급격 하향 '00부터 오히려 평균치 하회
LG건설	'97~'98 IMF에도 불구하고 지속상승	'97~'01 지속 증가 '98~'99 급격 증가	'99~'00 소폭 감소	줄곧 평균치 소폭 상회 '98 이후 상회 폭 커짐 (꾸준한 상승세)	'98~'99 소폭 상승	'99~'00 소폭 하향
현대산업개발	'97~'98 감소	'98~'99 급격 증가 '01~'02 급격 증가	'95~'98 꾸준히 감소 '99~'00 감소 '00~'01 급격 감소	'96 상장 후 줄곧 평균치 소폭 상회	'98~'99 소폭 상승	'99~'00 소폭 하향
한라건설	IMF에도 불구하고 '97~'98 급격 증가	'97~'98 급격 증가	'96~'97 급격 감소	'94~'97 크게 상회 '97~'98 급격 감소 이후 평균치와 유사	'98~'99 소폭 상승	'99~'00 소폭 하향

3.2.3 기업별 주가와 매출액 비교·분석

본 논문에서는 기업의 성장성 측정의 지표로 쓰이는 매출액, 인당 매출액 등을 주시가격 추이와 비교함으로써 기업 성장성 및 효율성과 주시가격 사이의 상관성을 분석해보고자 하였다.

매출액이 기업의 기본적인 활동능력을 반영한 것이기는 하지만, 매출원가가 높을 경우에 매출액의 증가나 이에 수반한 매출액 증가율의 상승이 반드시 이익의 증가를 수반하는 것은 아니며 기업성과를 나타낸다고 보기 또한 어렵다. 그러나 일반적 관점에서, 매출액의 증감은 기업의 외형적 성장을 가늠해주는 지표임이 분명하고, 이는 기업 성장의 외부 평가 지표인 주시가격에 충분한 영향력을 미칠 수 있다. 상장건설기업에 대한 분석을 실행한 결과 표 4에서 보는 바와 같이 매출액과 주시가격 사이에는 큰 상관성을 찾지 못하였다. 이외의 매출액 증가율과 주시가격 사이에서도 상관성을 찾지 못하였다. 이는 매출액이 기업의 성장성과 효율성을 가늠해주는 척도로써 충분히 이용되지 못했다는 것을 반영하는 결과이다.

표 4. 주가추이와 매출액 증가율 비교

구분	매출액증가율			주가추이(년평균 기준)		
	IMF('98) 전후	증가	감소	IMF('98) 전후	상향기간	하향기간
대림산업	하락 후 상승	'00 이후 급격 증가	'99~'00 급격 감소	'93~'98 평균치 유사 '98 이후 오히려 상향 평균 상회	'98~'99 소폭 상승	'99~'00 소폭 감소
현대건설	급격 하락	'99~'00 급격증가 '01~'02 증가	'00~'01 급격감소	'93~'97 꾸준히 상회 '97이후 평균치 수준 하락	'93~'94 급격 증가	'96~'97, '97~'98 급격 감소 '00부터 오히려 평균치 하회
L G 건설	급격 하락 후 소폭 상승	'98~'99 소폭 상승 '99~'00 급격 상승	'95~'98 급격 감소 '00~'02 급격 감소	줄곧 평균치 소폭 상회 '98이후 상회 폭 커짐 (꾸준한 상승세)	'98~'99 소폭 상승	'99~'00 소폭 감소
현대산업개발	급격 하락 후 소폭 상승	'00~'01 크게 증가	'97~'98 급격 감소 '01~'02 급격 감소	'96 성장 후 줄곧 평균치 소폭 상회	'98~'99 소폭 상승	'99~'00 소폭 감소
한라건설	하락 후 상승	'98~'99 증가 '00 이후 증가	'95~'98 급격감소 '99~'00 감소	'94~'97 크게 상회 '97~'98 급격 감소 이후 평균치와 유사	'98~'99 소폭 상승	'99~'00 소폭 감소

4. 특이 기간 및 특이 기업군 분석

4.1 특이 기간 분석

앞에서 분석한 것을 바탕으로 하여 본 논문에서는 주시가격이 급락한 IMF기간과 그 이후 급락했던 주시가격이 크게 상이한 흐름을 보인 '98년에서 '00년 사이의 기간을 '특이 기간'으로 보고 이 기간에 대해 증점적으로 건설산업 전반적인 재무환경 분석이 필요했다. 특히, IMF는 한국 산업전반에 걸친 경기침체 기간이므로 그보다는 '99년의 일시적인 상승흐름을 분석대상으로 하였다.

대한건설협회의 '99년도 분석에 따르면, '99년도 우리 경제는 산업전반의 회복 움직임으로 '98년도의 침체측면에서 벗어나 GDP 기준 성장률이 10.7%를 기록하면서 큰 전환 측면을 보였다. 반면, 건설업은 급격한 수주물량의 감소 지속으로 침체된 양상이 지속되어 10.1%의 마이너스 성장률을 나타내었다.<sup>13)</sup>

이와 같이 건설산업이 매우 침체된 가운데 건설업을 영위하는 대기업 계열사의 대규모 적자로, 전체 건설업의 경영상태도 열악한 면을 보여 주었으며, 특히 수주물량 등이 여전히 침체 상황에 놓여있는 반면, 건설업체 수는 급격히 증가하여서 수익성 실현에서는 상당한 어려움을 겪었다. 그러나 대부분의 건설업체는 구조조정이행과 차입금 상환을 통한 다소의 부채금액 축소와 주식발행 증가 등을 통한 자기자본 확대로 부채비율을 낮추는 등 재무구조 개선을 위한 나름대로의 노력을 기울였다.<sup>14)</sup>

표 5. 건설 매출액 구성

구분	'96년		'97년		'98년		'99년	
	금액	%	금액	%	금액	%	금액	%
건설매출	84,988,716	100.0	89,285,081	100.0	75,392,266	100.0	74,073,456	100.0
국내공사	60,573,004	71.3	63,832,063	71.5	54,050,243	71.7	54,809,722	74.0
해외공사	5,925,705	7.0	6,909,598	7.7	8,802,409	11.7	6,748,989	9.1
주택 분양	18,490,007	21.7	18,543,420	20.8	12,539,614	16.6	12,514,745	16.9

'99년 건설매출액은 전체적으로 전년에 비해 1.7%의 감소세를 기록하였다. 부문별로 구분하면 국내공사는 전년에 비해 1.4%의 증가세를 보이면서 전체 매출액의 74%를 차지하였고, 주택분양매출은 0.2%가 감소하였으나 건설매출액에서 차지하는 비중은 16.9%로서 전년과 비슷한 추세를 보이므로 인해 주택건설매출 구성에는 큰 변동이 없는 것으로 나타났다.

앞의 분석에서 본 바와 같이 '99년 경제는 산업전반의 흐름

13) 1999 건설업경영분석 요약, 대한건설협회, 2000

14) 상장건설업체 1999년도 경영실적 분석 보고서, 건설산업연구원, 2000

이 전환기를 맞이하였지만, 건설산업은 수주물량의 감소 등으로 인해 마이너스 성장률을 기록하였다. 게다가 대기업 건설사의 계열기업 적자 누적, 수주물량 침체에 반한 건설업체 수의 급격한 증가 등은 전체 건설산업의 경영상태를 더욱 악화시켰다. 하지만, 이러한 경영환경의 악화에도 불구하고 건설사들은 '98년 큰 규모의 구조조정을 이행하였고, 차입금 상황을 통해 다소의 부채금액을 축소했으며, 주식발행 증가 등을 통한 자기자본 확대로 부채비율을 낮추는 등의 재무구조 개선을 위해 노력하였다. 이러한 기업경영 환경 개선을 위한 노력을 반영함으로 인해, 앞장에서 '특이 기업군'으로 분류된 기업 중 대부분의 건설기업 ROE는 '98년과 '99년 사이에 급등하였다. 이는 주식가격의 추이와 동일한 흐름을 보이는 것이다.

'99년의 경영환경 개선 노력에도 불구하고 '00년의 주가가 다시 하락세를 보인 것은, 이러한 건설기업들의 재무구조의 변화에 따른 것을 반영하면서도, 이러한 과정에서의 부실 건설기업 정리 등에 의한 외부적 영향이다.

다른 산업의 주식가격이 기업 경영환경에 대해 민감하게 반응하는 반면, 건설산업에 있어서는 경영환경에 대한 영향이 조금 늦게 주식가격의 변화에 반영되고 있다. 이는 투자 회수 기간이 비교적 장기적인 건설산업의 특성이 국내 주식시장의 환경에 반영됨으로 인해 나타나는 현상이다.

일반적으로 주가는 경기에 선행한다. 우리나라의 경우, 보통 주가는 경기보다 5~8개월 정도 앞서 나가는 것으로 나타나고 있다. 따라서 주가는 경기가 정점에 도달하기 몇 개월 전부터 상승에서 하락으로 전환하고, 경기가 저점에 도달하기 몇 개월 전부터 하락에서 상승국면으로 전환한다.<sup>15)</sup>

지난 1997년 12월 IMF 체제에 들어가기 수개월 전부터 하락하기 시작한 주가는 1998년에도 지속되다가 경기 저점(1999년 초) 수개월 전인 1998년 하반기부터 반등하기 시작했다. 물론 주가가 반드시 경기를 선행하는 것은 아니다. 때에 따라서 동행하는 경우도 있다.<sup>16)</sup> 이것은 경기 침체와 회복에 대한 기대심리와 경제 순환 과정의 흐름 때문이다. 상장건설기업의 주식가격 평균이 경기 저점인 1999년 초에 오히려 상승세를 이어간 것은 이러한 일반적 주식 분석론과 일치하는 결과이다.

## 4.2 특이 기업군 분석

본 논문의 앞부분에서는 상장건설기업들의 주식가격 변동

의 흐름 속에서 타 건설기업들의 주식가격 변화 추이와 상이한 흐름을 보인 특이 기업군을 도출해 내었다. 여기서 도출된 건설기업들 중 특히 산업전반에 영향이 큰 대기업 계열 건설사들을 중심으로 분석하였다.

IMF 이후 이자율의 급등과 이자 보상 배율에 따른 구조조정 대상 기업의 선정 등 금융비용에 대한 부담이 증가하자 대다수 상장 건설업체들은 '99년에 이어 '00년에도 지속적으로 부채를 감소시키는 노력을 기울였다. 이에 따라 부채 비율이 하락하였으며, 금융비용이 대폭 감소하였다. 또한, 그간 건설회계의 불투명성으로 인하여 잠재 부실로 간주되어 온 공사미수금을 반영한 업체가 증가함에 따라 영업이익 역시 감소한 것으로 나타났다.<sup>17)</sup>

'99년과 '00년 건설산업에 가장 큰 영향을 미친 것은 도급순위 1위인 현대건설의 자본잠식으로 인한 침체였고, 그로 인해 결국 현대건설은 2001년 4월 관리 대상 업체에 편입되었다. 이에 따라 현대건설의 경영 악화 요인에 대한 분석이 필요시 되었다. 이 건설업체의 2000년도 매출 실적을 보면, 절대액으로는 2위인 LG건설(2조 7,079억원)의 2.4배를 기록하며 상장 업체들 중 1위를 차지하였다. 2000년도를 기준으로 할 때, 상장 업체 전체 매출액에서 현대건설이 차지하는 비중은 무려 23.8%에 달했다. 하지만, 증감률 측면에서는 11.5%를 기록, 5위에 그쳤다.<sup>18)</sup>

이러한 매출 증가에도 불구하고 2000년 현대건설의 영업이익은 243억원으로 전년도에 비해 92.3%나 감소하였다. 이에 따라 매출액 영업이익률도 0.4%에 그쳤고, 이는 대기업 계열 건설업체들과 비교할 때, 가장 낮은 수치이다. 이는 부채비용이 높던 H엔지니어링의 합병에 의한 것으로 분석되었다. 이에 따라, 부채가 전년대비 16.6%가 증가한 8조 1,000억원에 이르게 되어 금융비용이 상승되었고, 그것이 영업이익률을 저하시킨 큰 요인이 되었다. 즉 상대적으로 높은 원가율과 미수금에 대한 상대적 손실이 영업이익과 경상이익을 하락시켰다.<sup>19)</sup>

## 4.3 주식가격과 재무적 요소간 상관성 분석

상장 건설기업별 주식가격과 ROE의 변화 추이를 관찰한 결과 대기업 계열사 몇 개 기업을 제외한 나머지 기업들에서는 일부 상관성을 보이는 부분도 있지만, 큰 상관성을 보이지 않았다. 그러나 대림산업, 현대건설, LG건설, 현대산업개발 등 4개 대기업 계열 기업의 경우는 수치적인 차이를 보이기는 하지만, 흐름에 있어서는 유사성을 보이고 있다.

15) 장동학 외 1명, '주식투자, 기본을 알아야 성공한다.', 시아출판, 2000  
16) 장동학 외 1명, '주식투자, 기본을 알아야 성공한다.', 시아출판, 2000

17) 상장건설업체 1999년 경영실적 분석, 건설산업연구원, 2000  
18) 상장건설업체 2000년 경영실적 분석, 건설산업연구원, 2001  
19) 상장건설업체 2000년 경영실적 분석, 건설산업연구원, 2001

ROE가 자기자본의 크기와 당기순이익을 비교를 통해 자기자본에 정확히 대응하는 수익률을 측정할 수 있고 이러한 이유로 인해 ROE가 주식가격에 영향을 끼치는 중요한 요소임에도 불구하고, 대기업 계열 건설사 중 일부만이 이와 같은 흐름을 보인다는 것은 건설기업들의 총체적 재무구조의 부실성을 입증해주는 결과이다. 또한 이론적인 흐름에 일치하는 대기업 계열 건설사들의 경우 계열간 상호보증 등을 통해 기업 내부의 재무성과를 조절한 것에 비추어볼 때 재무구조 개선의 필요성은 더욱 부각된다. 기업별 주가와 매출액, 인당 매출액 비교·분석에 있어서도 기업의 성장성과 효율성을 가늠하는 지표로서의 기업 매출액은 그 구실을 제대로 못하고 있다.

이러한 주식가격과 재무적 요소간의 비상관성은 건설산업의 특수성인 투자회수 기간의 장기성으로 인한 주식시장에서의 낮은 반영속도, 한국 증권시장의 불투명성, 건설기업 자체의 구조적 모순으로 인한 재무적 불투명성 등의 문제에 의한 복합적인 작용에 기인한다.

## 5. 결론

### 5.1 전략적 시사점

본 논문에서 행한 건설기업들의 주식가격 추이와 기업의 재무적 요인 사이의 관계 분석결과, 일반적으로 주식가격에 영향을 미치는 재무적 요인들과 주식가격 사이에는 어느 정도 상관성을 발견할 수는 있지만, 큰 상관관계를 갖지 못했다. 이는 외부적 환경 등이 주식가격의 형성에 미치는 영향이 큰 탓도 있지만, 그보다는 한국 건설기업의 경영구조 부실에 근본 원인이 있다. 또한 부실한 경영환경을 누적시켜온 제도적 불합리성에도 원인이 있다.

건설산업에서의 주식가격과 재무적 요인들 사이의 비상관성의 원인을 종합하여 보면 다음과 같다.

첫째, 한국건설기업의 재무구조 불투명성이 가장 큰 이유이다. 상장 건설기업의 재무분석은 분식회계 등을 통한 부적절한 방법으로 인해 기업 성과를 제대로 가늠하기 어렵고, 특히 대기업 계열 건설사의 경우 상호보증 등으로 인한 편법으로 건설기업 자체에 대한 기업 평가가 제대로 이루어지지 못하고 있다.

둘째, 제도적 뒷받침의 부족이 또 하나의 원인이다. 건설산업이 경제상황에 민감하게 반응하는 것은 사실이나, 그러한 위기 때마다 기업 경영환경 자체가 매우 위급한 상황에 직면하는 것은 기업 환경에 대한 제도적 뒷받침이 부족하기 때문이다. 현금 유동성이 적고 이익 회수 기간이 비교적 장기적인 건설산업과는 환경이 상이한 제조업 등에 제도적 측면에서의

초점이 맞추어져 있기 때문에, 건설산업에의 직접적인 적용에 있어 비합리적이다. 그러한 비합리적인 제도가 건설산업 자체의 투명성을 저해하는 한 요인이다. 따라서 매년 시행하는 기업 재무분석에 있어서 수익부문을 차후에 반도록 계약되어 있는 금액으로 산정하는 것이 아니라 현 공정수준에서 올린 정확한 수익액으로 산정할 수 있도록 하는 제도적 근거를 갖추어야 한다. 또한 이자율에 대해서도 장기적인 이익 회수 기간에 따른 적정한 보상이 이루어져야 한다.

셋째, 건설산업의 특수성인 투자회수 기간의 장기성이 원인이다. 이로 인해 타 산업에 비해 주식시장에서의 반영속도가 낮은 것은 물론이고, 투자자들로 하여금 RISK를 높이고 그로 인해 기업자금 수급이 원활하지 못하게 되는 악순환이 반복된다.

이러한 폐해를 단절시키기 위해서는 기업 재무관리에 대한 내부적인 자성이 물론 뒷받침되어야 할 것이며, 투자자들을 비롯한 정부기관의 지속적인 감시가 이루어져야 한다. 또한, 이를 위해 건설산업의 특성을 충분히 고려한 제도적 측면의 검토가 이루어져야 할 것이다.

### 5.2 연구의 한계 및 기대 효과

기업의 경영분석은 분석자의 목적에 따라 재무적·비재무적 요소 및 경기변동의 대응 정도 등을 살펴보아야 한다. 다시 말해, 재무제표분석을 통한 기업의 재무상태 파악 외에, 신용분석, 투자분석, 세무분석, 감사분석, 공익분석, 영업분석 등의 외부분석에 있어서도 그 필요성을 간과할 수 없다. 특히, 이러한 수많은 기업경영 요인들에 의해 주식가격이 형성되므로, 모든 인자들에 대한 분석이 종합적으로 이루어져야 한다. 하지만 본 논문에서는 몇 가지 재무적 요인만을 분석 대상으로 하였기 때문에 전반적인 연관성을 분석해내지는 못하였다.

본 논문에서 기업분석의 지표로 제시한 몇 가지 재무적 요소들은 기업의 경영성과를 반영하는 주식가격과 밀접한 상관성이 있어야 함에도 불구하고, 그 상관성을 입증할 수 없었다.

이는 한국 건설기업들의 불합리한 재무경영 상황과 한국 주식시장의 불투명성을 보여주는 결과이다. 이러한 주식시장의 불투명성은 그대로 방치할 경우 효율적인 자본배분이라는 증권시장 본연의 기능을 저해하고 시장에 대한 투자자의 불신을 초래케 하여 증권시장을 통한 기업의 직접 자본조달을 어렵게 하는 등의 문제를 발생시키게 된다.

본 연구를 통하여 한국 건설기업의 불합리한 재무경영 상황과 주식시장의 불투명성을 확인하였다. 이러한 것을 근거로 건설기업이 기업구조조정을 통한 기업의 투명성을 높여나간다면, 증권시장을 통한 건설기업의 직접 자본조달을 위한 환경을 만들어갈 수 있을 것이다.



## 참고문헌

1. 현준식, “건설업체의 기업경영 개선사례 분석(위크아웃 기업을 중심으로)”, 한국건설산업 연구원, 2002
2. 강종만 외 1인, “한국기업의 지배구조개선”, 한국증권연구원 연구보고서, 1998
3. 김준한 외 5인, “건설산업의 환경변화와 수요 전망”, 한국건설산업연구원, 2001
4. 박태인, “건설기업의 경영전략에 관한 연구”, 한양대학교 산업대학원 석사학위논문, 1997
5. 송병선, “21세기 경영분석”, 학문사, 2000
6. 박수웅, “증권시장”, 삼영사, 2001
7. 김위생, “재무경영”, 삼영사, 1998. 제해진, “M&A를 알아야 주식투자 성공한다.(가치경영과 주가분석)”, 한국경제신문, 2002
9. 장동학 외 1인, “주식투자, 기본을 알아야 성공한다”, 시아출판, 2000
10. 김성민, “경영분석”, 새로운 제안, 1998
11. 강종만 외 1인, “한국 기업의 지배구조 개선”, 한국증권연구원, 1998
12. 전용석 외 2인, “건설기업의 생존예측모형”, 대한건축학회 논문집(구조계) 제18권 12호, 2002
13. 조흥태 외 1인, “건설 프로젝트 금융기법 개발방안에 관한 연구”, 대한건축학회 춘계학술발표대회 논문집(구조계) 제21권 1호, 2001
14. 정돌성, “경영분석”, 형설출판사, 1999
15. 윤석철 외 1인, “경영분석론”, 학문사, 1998
16. Baruch Lev, Financial Statement Analysis : A New Approach(Prentice-Hall, 1977).

## Abstract

The bankruptcy possibility of construction firms have been higher by the environment of current construction industry. Thus, converting management environment for growth into that for value or profit is required. Nowadays, funds of construction firms is almost provided by financial institutions.

As the firms' size grow, they have a form of fund provision through the securities market; however, fair distribution for returns is not practiced by opening company. Especially, construction firms lost trust of investor by lack of awareness to firm clearness, and then a vicious cycle of no effectiveness in fund provision through securities market is continued again.

On this study correlation between stock quotations and primary financial factors of firms in order to grasp actual management condition in construction firms was analyzed. By this, the correlation between stock quotations and the result of firm management was provided. Also, necessity of firm's capital provision was explained, thus ways to ensure firm clearness was searched.

**Keywords** : Fluctuation in stock price, Construction Firm, Analysis of Business Management