

세무회계저널  
제15권 제6호 2014년 12월 pp.295~319  
한국세무학회

## 연결재무제표 작성 시 실질 및 사실상의 지배력 적용의 로지스틱 분석에 대한 연구\*

이상근\*\* · 김종일\*\*\*

### <요 약>

본 연구에서는 2011년 말 현재 연결재무제표를 주재무제표로 공시한 1,102개사를 대상으로 실질 및 사실상의 지배력을 적용한 회사와 그렇지 않은 회사 두 그룹으로 구분한 후, 재무적인 특성(기업규모, 수익성 및 재무구조측면) 및 50% 미만 연결대상 종속회사의 평균지분율과 재무적 특성간의 관계에 대해 로지스틱 회계분석 등의 통계적인 검증을 실시하여 실질 및 사실상의 지배력 적용에 대한 동인을 분석하였다.

실질 및 사실상의 지배력 적용 동인과 관련하여 기업규모 측면, 수익성 측면 및 재무구조 측면과 50% 미만 연결대상 종속회사의 평균지분율 측면에서 몇 가지 가정을 통해 그 동인을 파악하였으며, 분석결과 기업규모 측면에서 자산증가율과 매출액증가율은 연결로 인한 자산 및 매출액의 증가가 50% 미만 관계회사를 연결하는 매우 중요한 동인임이 통계적으로 확인되었다. 다만, 수익성 측면의 영업이익률과 재무구조 측면의 부채비율 개선율, 금융비용비율 및 이자보상배율 등은 일부 실질 및 사실상의 지배력 적용여부와 관련이 있는 것으로는 파악이 되었으나 통계적으로는 유의하지 않았다.

한편, 50% 미만 연결대상 종속회사의 평균지분율과 기업규모와의 관계에서도 자산증가율이 통계적으로 유의한 결과가 도출되어 50% 미만 연결대상 종속회사의 평균지분율이 낮을수록 기업규모측면의 연결효과가 더 클 것이라는 것이 확인되었다. 그러나 수익성 측면과 재무구조 측면에서는 통계적으로 유의적인 결과가 확인되지 않았다.

결국, 국내 상장기업의 경우 50% 미만 관계회사를 연결대상 종속회사에 포함하는 가장 큰 동인은 자산 및 매출액을 크게 보이려는 외형증대에 있었음을 본 연구는 통계적으로 확인하였다.

<주제어> 사실상의 지배력, 기업규모, 수익성, 재무구조

\* 본 연구는 2014년도 가톨릭대학교 교비연구비의 지원으로 이루어졌음.

\*\* 가톨릭대학교 경영학부 회계학전공 박사, sangkleee@deloitte.com, 02-6676-1328, 주저자

\*\*\* 가톨릭대학교 경영학부 회계학전공 부교수, jayk@catholic.ac.kr, 02-2164-4011, 교신저자

논문접수일 2014년 11월 24일 1차수정일 2014년 12월 9일 2차수정일 2014년 12월 16일

게재확정일 2014년 12월 16일

## I. 서 론

본 연구에서는 K-IFRS(한국채택국제회계기준)을 도입한지 이미 4년이 경과하여 상장회사들이 K-IFRS를 기준으로 연결재무제표를 주 재무제표로 공시하고 있어, 이미 공시된 재무제표를 기준으로 실질 및 사실상의 지배력(De Facto Control) 적용 동인에 대해서 여러 가지 가설 설정을 통해 그 동인을 분석하였다. 따라서 연구가설에 대한 검증을 통해 왜 기업들이 실질 및 사실상의 지배력을 적용하여 50% 미만 관계회사를 연결대상 종속회사에 포함하고 있는지를 알 수 있을 것으로 기대된다.

본 연구는 2011년 12월 말 현재 K-IFRS 기준으로 연결재무제표를 작성하여 공시한 1,102개 기업을 대상으로 분석을 실시하였다. 2011년 12월 말 현재 상장회사는 총 1,820개사 중 결산월이 12월이 아닌 경우, 관리종목, 외국법인, 선박투자회사, 금융회사 및 연결재무제표를 작성하지 않은 회사를 제외한 1,102개사를 대상으로 연구를 수행하였다.

또한 본 연구는 실질 및 사실상의 지배력을 적용한 회사와 그렇지 않은 회사의 재무적인 특성 및 동인분석을 위해서 T검정(t-test)과 로지스틱 회귀분석을 실시하였다. 우선, T검정(t-test)은 기본적으로 실질 및 사실상의 지배력을 적용한 회사(184개사)<sup>1)</sup>와 실질 및 사실상의 지배력을 적용하지 않은 회사(102개사)<sup>2)</sup>로 구분하여 분석을 실시함으로써 50% 미만 지분율을 가진 관계회사가 있는 경우 이러한 회사를 연결대상 종속회사에 포함한 경우와 그렇지 않은 경우의 재무적인 특성을 좀 더 명확하게 제시하고자 하였다. 또한, 추가 분석을 통해 50% 미만 종속회사가 있는 경우와 그렇지 않은 연결회사의 T검정(T-test)을 수행함으로써 우리나라 전체 연결회사의 재무적인 특성을 살펴보았다.

한편, 로지스틱 회귀분석은 실질 및 사실상의 지배력 적용동인을 파악하고자 수행하였으며 T검정(t-test)과 마찬가지로 실질 및 사실상의 지배력을 적용한 회사와 그렇지 않은 회사로 구분하여 분석업무를 수행하였다.

본 연구에서는 연결재무제표 등에 대한 전반적인 이해가 필요할 것으로 판단되는 바, 제Ⅱ장에서는 연결재무제표 및 실질 및 사실상의 지배력에 대한 선행연구를 살펴보았으며, 제Ⅲ장에서는 기업규모, 수익성 및 재무구조 측면 등에서 본 연구에 대한 연구가설을 제시하고 연구모형을 설정하였으며, 제Ⅳ장에서는 연구가설에 대한 연구결과를 정리하였으며 마지막으로 제Ⅴ장에서는 본 연구에 대한 결론 및 한계점 등을 제시하였다.

1) 2011년 말 현재 지분율 50% 미만 관계회사 등을 연결대상 종속회사에 포함하고 있는 회사

2) 2010년 말 현재 과거 K-GAAP 기준 하에서 지분율 30% 초과 50% 미만 연결대상 종속회사가 있었으나 K-IFRS 도입에 따라 2011년 말 현재 동 연결대상 종속회사를 연결대상 종속회사에 포함하지 않은 회사

## II. 실질 및 사실상의 지배력에 대한 선행연구

먼저 재무적인 특성인 기업규모, 수익성 및 재무구조와 관련된 선행연구를 살펴보았다. 이승희 등(2008)은 외국인 투자자의 투자요인을 파악하고자 기업의 성장성, 안정성, 수익성 변수를 적용 하였으며 기업규모 별로 각 변수들이 외국인지분율에 미치는 영향의 차이점에 대해 분석하였다. 분석결과에 의하면 외국인들은 대규모 기업에 투자하는 경우 고평가된 기업을 선호하였으며, 중소기업에 투자하는 경우 배당성향이 높은 기업을 선호하였다.

유승훈 등(2008)은 외환위기 이후 환율의 변화와 주가변화 사이의 관계를 선형 및 비선형 모형을 적용하여 분석하였으며 기업규모와 수출비중을 기준으로 나누어 분석을 수행하였다. 분석결과에 의하면 대규모-고수출 기업 집단의 경우 환율의 변동이 주가변동에 영향을 미치고 있으며 소규모-저수출 기업 집단의 경우 인과관계가 거의 없는 것으로 나타났다.

유성용 등(2007)은 자기자본이익률을 총자산이익률과 재무레버리지 효과로 분해하고 영업투자자산의 성장성, 발생액 및 재무레버리지 효과에 대해 시장에서 합리적으로 평가되고 있는지를 분석하였다. 분석결과에 의하면 재무레버리지가 한기 이후의 수익성에 양의 영향을 미치고 영업투자자산의 성장성 및 발생액은 미래의 수익성에 영향을 미치지 않는 것으로 나타났다. 한편, 수익성의 구성요소가 시장에서 합리적으로 가치평가가 되고 있는 지를 분석한 결과 시장에서 영업투자자산의 성장성은 과대평가, 발생액은 과소평가, 재무레버리지 효과는 적절히 평가되고 있는 것으로 나타났다.

김동철(2007)은 프로스펙트 이론을 이용하여 기업수익성과 경영자의 위험부담선택의 상관관계에 대해 실증분석을 수행하였다. 각 산업의 평균자기자본이익률을 기준으로 평균미달 기업들은 기업수익성과 기업위험이 음의 관계를 나타내는 반면 평균이상 기업들은 양의 관계를 나타내었다. 저자는 이러한 결과에 대해 기업의 수익성이 산업평균에 미달하는 경우 높은 위험을 부담하는 위험추구경향을 나타내고, 산업평균을 상회하는 경우 더 이상의 위험을 회피하는 위험회피경향에 기인한다고 보고 있다.

라영수 등(2012)은 한국거래소 유가증권시장 상장기업을 대상으로 재무제약이 기업의 현금보유에 대한 영향과 기업의 재무행태의 변화가 기업의 재무구조에 미치는 영향을 분석하였다. 분석결과에 의하면 재무제약 기업들은 사내 현금보유량을 증가시켰고, 재무행태의 변화가 기업의 재무구조에 영향을 미칠 것이라는 가설은 지지되지 못 하였다. 결론적으로 재무구조에 영향을 미치는 요인은 수익성, 미래투자기회, 배당으로 나타났다.

반혜정은(2014)은 연구개발 투자활동과 레버리지의 관련성과 기업 환경이 연구개발 투자활동과 레버리지의 관련성에 미치는 효과를 분석하였다. 분석결과에 의하면 연구개발 투자가 많은 기업일수록 레버리지가 감소하는 것으로 나타났으며 CEO가 가족구성원이거나 지분율이 높을수록 연구개발 투자와 레버리지의 음의 관련성이 완화되는 것으로 나타났다. 또한 사업다각화는

연구개발 투자와 레버리지의 관련성에 양의 조절효과를 가지는 것으로 나타났다.

다음으로 실질 및 사실상의 지배력 적용과 관련된 선행연구를 살펴보았다. 김종일 등(2011)은 2010년 12월 31일 현재 자산 2조원 이상인 회사 중 88개를 대상으로 하여 연결재무제표 작성 시 실질 및 사실상의 지배력 적용에 대한 실태분석을 실시하였으며, 50% 미만 지분보유 연결대상 종속회사의 평균회사수와 평균지분율은 각각 3.5개와 33.0%이고 50% 미만 지분보유 관계회사를 연결대상 회사에 포함시킨 회사의 수가 88개 중 37개로 나타났다. 한편, 실질지배력기준을 적용하여 종속회사를 연결대상회사에 포함시킨 5개 회사를 분석한 결과 이러한 종속회사를 연결재무제표에 포함시킬 경우 자산 및 매출액은 각각 25%와 44%정도 증가되는 것으로 나타났으며, 부채비율은 19%정도 감소하는 것으로 나타나, 자산 및 매출의 증가 등 외형 증가와 재무구조의 개선효과가 실질 및 사실상의 지배력기준의 적용을 확대시키는 요인으로 보고하였다.

송인만 등(2011)은 국제회계기준에서 재무제표의 보고 실체를 결정함에 있어 사용되는 개념인 “De Facto Control”의 도입 과정과 관련 문제점 등을 검토하였으며 미국 재무회계기준위원회(FASB)와 국제회계기준위원회(IASB)가 연결실체에 대해 어떤 정의를 내리고 있고 현재 어떤 연구가 진행 중인지를 제시하고 있다. 또한, STX그룹과 LG그룹의 “De facto control” 적용사례 분석을 통해 두 회사가 “De facto control”을 다르게 적용하고 있으며 이에 대한 설명이나 근거가 충분히 제시되어 있지 않다고 분석하였다.

최은실 등(2012)은 대한항공이 45.53%의 지분을 보유한 관계회사 정석기업과 두산중공업이 42.66%의 지분을 보유한 관계회사 두산엔진을 비교 검토함으로써 유사한 지분율을 보유하고 있지만 주주의 분포나 특성에 따라 사실상의 지배력을 달리 적용되고 있음을 보여주고 있다. 대한항공의 경우 나머지 지분 54.47%의 주주구성, 지분분포 및 임원 교류 등을 고려할 때 나머지 주주들이 조직화하여 대한항공의 의결권에 대항할 가능성은 거의 없다고 판단하여 정석기업을 연결대상에 포함시킨 반면, 두산중공업의 경우 나머지 지분 57.34%의 주주 중에는 14.12%의 대우중공업과 8.06%의 삼성중공업 등이 있으며 이들 주주와의 합작계약서, 매출 수주비중 등을 고려할 때 두산엔진의 나머지 주주들이 폭넓게 분포되어 조직화할 가능성이 낮다고 보기 어려우나, 두산중공업이 두산엔진에 대해 사실상의 지배력을 가지고 있지 않다고 판단하였다.

마지막으로, 이상근 등(2014)은 2011년 말 현재 연결재무제표를 주재무제표로 공시한 기업들을 대상으로 실질 및 사실상의 지배력 적용실태 및 적용사유 등을 분석하였다. 분석결과 연구대상 기업은 평균 6.57개의 연결대상 종속회사를 보유하고 있으며 평균지분율은 88.48%이었다. 또한, 50% 미만 관계회사를 포함한 회사는 1,012개사 중 184개사였으며 이들 50% 미만 자회사의 평균지분율은 36.40%이었다. 한편, 50% 미만 관계회사를 연결대상 종속회사로 포함한 회사들의 실질 및 사실상의 지배력 적용사유를 분석한 결과, 특수목적법인과 관련된 경우가 가장 많았으며, 다음으로 이사회나 이에 준하는 의사결정기구 구성원의 과반수를 임명하거나 해임할 수 있는 능력이 있는 경우, 주식분포 등이 광범위하여 의결권을 행사할 수 있는 경우, 약정으로 과반수의 의결권을 행사할 수 있는 능력이 있는 경우 등으로 파악되었다.

김종일 등(2011) 및 이상근 등(2014)에 의하면 유럽 등 선진 국가들의 경우 기업 지배구조가 복잡하지 않고 대부분의 회사들이 의결권 기준만으로도 연결여부를 결정하는 데 큰 지장이 없기 때문에 실질 및 사실상의 지배력과 관련한 국내 논문을 살펴보았으나 이와 유사한 해외 논문은 거의 찾아볼 수가 없었다.

그러나 실질 및 사실상의 지배력 적용분야는 연결재무제표가 주 재무제표인 K-IFRS 환경 하에서 실무적으로 반드시 필요한 사항이나 그 동안 이에 대한 연구가 많지 않았고 단편적인 측면에서만 연구가 이루어 졌다는 점을 고려할 때 본 연구를 통해 실질 및 사실상의 지배력 적용 동인에 대해 살펴보는 것은 연결재무제표의 중요성을 고려할 때 그 의의가 있다고 판단된다.

### III. 연구가설 및 연구모형설정

#### 1. 연구가설 설정

이상근 등(2014)은 연결재무제표 작성 시 50%를 초과하여 보유하지 않으면서도 여러 가지 상황을 고려하여 50% 미만 관계회사를 연결종속회사에 포함하는 경우가 있을 수 있음을 살펴보았다. 또한 일부 기업의 경우는 엄격하게 50% 의결권기준 규정을 적용하여 50% 미만 지분을 가진 자회사에 대해서는 무조건 연결대상종속회사에서 제외하는 내부 규정을 가지고 있는 반면, 일부 회사의 경우는 50% 미만 소유 자회사에 대해 일부 의결권의 위임 계약 등을 통해 적극적으로 지배력을 확보하여 연결대상 종속회사에 포함시키거나, 50% 미만이라 하더라도 사실상의 지배력을 적용하여 50% 미만 보유 관계회사를 연결종속회사에 포함하는 경우가 많이 있는 것으로 파악되었다.

그렇다면 실질 및 사실상의 지배력을 적용하여 적극적으로 50% 미만 관계회사 등을 연결대상 종속회사에 포함시키고 있는 이유는 뭘까? 이에 대한 답은 여러 가지 측면에서 분석이 가능하겠으나 본 연구에서는 재무제표 분석의 주요 지표인 기업규모, 수익성 및 재무구조 측면 등에서 다음과 같은 가설을 통해 실질 및 사실상의 지배력 적용에 대한 동인을 검증하였다. 또한, 50% 미만 관계회사를 연결대상 종속회사에 포함한 경우 연결대상 종속회사의 지분율 차이에 따라서도 재무적인 영향력이 다를 것으로 판단되었으므로 연결대상 종속회사의 지분율과 재무적인 영향력간의 관계에 대해서도 검증을 실시하였다.

##### 가. 기업규모측면

일반적으로 기업규모가 클수록 기업의 성숙도가 높고 시장의 노출빈도가 높아서 투자자들의 관심도가 높을 것으로 판단된다. 한편 정치적 비용가설에 의하면 기업의 규모가 증가함에 따라

기업의 정치적 비용의 부담이 커지게 된다.

국내 상장기업의 경우 50% 미만 보유 관계회사를 연결대상 종속회사에 포함 하려는 사유는 기업규모를 크게 보이려는 의도가 있을 것으로 판단된다. 즉, 연결재무제표는 별도재무제표와 달리 종속회사의 자산 및 매출을 모두 합산하여 표시하므로 기업규모가 커 보이게 된다. 따라서 기업규모와 관련하여서는 다음과 같은 귀무가설을 설정하였다.

가설 1. 연결회사의 기업규모에 미치는 효과와 실질 및 사실상의 지배력 적용 여부와는 양(+)  
의 관련성이 있다

가설검증을 위한 기업규모 관련 변수는 연결대상 종속회사의 연결로 인한 자산증가율 및 매출증가율을 사용하였다.

#### 나. 수익성 측면

연결재무제표에서는 연결대상 종속회사의 경우 영업이익이 합산이 되어 표시되나, 연결에 포함되지 않는 관계회사<sup>3)</sup>에 대한 실적은 연결재무제표 상 영업외수익/비용(지분법이익/손실)로 표시되는 바, 연결여부가 영업이익에 영향을 주게 된다. 따라서 영업이익률이 낮은 회사의 경우 우량한 관계회사를 연결대상 종속회사에 포함할 가능성이 높다고 판단된다. 따라서 수익성 측면에서는 다음과 같은 귀무가설을 설정하였다.

가설 2. 연결회사의 수익성과 실질 및 사실상의 지배력 적용 여부와는 음(-)의 관련성이 있다

수익성에 대한 가설검증을 위해서는 연결회사의 영업이익률을 변수로 사용하였다.

#### 다. 재무구조 측면

일반적으로 재무구조가 우량한 관계회사를 연결재무제표에 포함할 경우 관계회사의 재무구조 및 실적이 연결회사에 그대로 영향을 미치는 바, 부채비율 등이 개선되는 효과가 있다. 또한 금융비용비율이 높거나 이자보상배율이 낮은 회사의 경우도 우량한 관계회사를 연결함으로써 높은 신용등급을 받아 금융비용을 낮추려는 의도가 있을 것으로 판단되는 바, 연결회사의 재무구조측면에서는 다음과 같은 귀무가설을 설정하였다.

가설 3. 연결회사의 재무구조의 건정성과 실질 및 사실상의 지배력 적용 여부와는 음(-)의 관련성이 있다

3) 외부감사에관한법률 시행령 제5조(관계기업의 정의) : 해당 주식회사의 발행주식총수의 100분의 20 이상을 소유하고 있는 회사 또는 해당 주식회사가 발행주식총수 또는 출자지분의 100분의 20 이상을 소유하고 있는 회사 등

재무구조에 대한 가설검증을 위해서는 연결대상 종속회사의 연결로 인한 부채비율개선율과 연결회사의 금융비용비율 및 이자보상배율을 변수로 사용하였다.

#### 라. 연결대상 종속회사의 지분율 측면

실질 및 사실상의 지배력을 적용한 회사의 경우 전체적으로는 지분율이 0%(특수목적회사인 경우 등)에서 50%까지 분포가 되어 있으나 특수목적회사 등을 제외한 대부분의 기업은 <표 5>에서 보시는 바와 같이 30%에서 50% 미만의 지분율을 가지고 있는 것으로 파악되었다. 이와 관련하여 연결효과가 클 경우에는 지분율이 낮을수록 좀 더 적극적으로 실질 및 사실상의 지배력을 적용했을 것으로 판단되며, 실질 및 사실상의 지배력을 적용한 연결대상 종속회사의 지분율이 낮을수록 연결회사의 재무지표에 미치는 영향은 더 클 것으로 판단된다. 따라서 연결대상 종속회사의 지분율 측면에서는 다음과 같은 귀무가설을 설정하였다.

가설 4. 실질 및 사실상의 지배력을 적용한 연결대상 종속회사의 평균지분율과 연결회사의 재무지표에 미치는 영향은 관련이 없다.

한편, 가설 4의 검증을 위한 재무지표는 앞의 가설에서 사용된 기업규모, 수익성 및 재무구조 분석에 사용된 모든 재무지표를 사용하였다.

## 2. 연구모형 및 독립변수설정

### 가. 연구모형

본 연구는 실질 및 사실상의 지배력을 적용한 회사의 재무적 특성을 검증하고자 하였으므로, 실질 및 사실상의 지배력을 적용한 사유를 기업규모, 수익성 및 재무구조 측면 등에서 살펴보았으며 가설에 대한 검증은 실질 및 사실상의 지배력 적용여부를 종속변수로 한 로지스틱 회귀분석을 이용하였으며, 본 연구의 연구모형은 다음과 같다.

$$\ln\left(\frac{P(X)}{1-P(X)}\right) = \beta_0 + \beta_1 X_1 + \beta_2 X_2$$

$P(X)$  : 1. 실질 및 사실상의 지배력을 적용하여 연결한 경우

0. 실질 및 사실상의 지배력을 적용하여 연결하지 않은 경우

$X_1$  : 독립변수[기업규모(자산증가율, 매출액증가율) 또는 수익성(영업이익률) 또는 재무구조(부채비율 개선율, 금융비용비율, 이자보상배율)]

$X_2$  : 통제변수[업종 더미(제조업, 도매 및 상품중개업, 통신업, 부동산업(건축, 임대포함), 정보서비스업, 전문서비스업, 기타), 회계법인 더미(Big4, Non-Big4)]

## 나. 독립변수의 설정

본 연구와 관련하여 위의 연구모형에 사용된 독립변수 및 이에 대한 설명은 다음의 <표 1>과 같다.

<표 1> 독립변수의 정의

| 구 분  | 독립변수       | 변수에 대한 설명                                           | 기대부호 |
|------|------------|-----------------------------------------------------|------|
| 기업규모 | ASSINC     | 30% 초과 50% 미만 연결대상 종속회사의 자산총액/연결회사의 별도재무제표상 자산총액    | +    |
|      | SALINC     | 30% 초과 50% 미만 연결대상 종속회사의 매출총액/연결회사의 별도재무제표상 매출총액    | +    |
| 수익성  | OPERATIO   | 연결회사의 별도재무제표상 영업이익/연결회사의 별도재무제표상 매출액                | -    |
| 재무구조 | LIAINC     | 별도재무제표상 부채비율-30% 초과 50% 미만 연결대상 종속회사를 포함했을 경우의 부채비율 | +    |
|      | INTRATIO   | 연결회사의 별도재무제표상 금융비용/연결회사의 별도재무제표상 매출액                | +    |
|      | INTCORATIO | 연결회사의 별도재무제표상 영업이익/연결회사의 별도재무제표상 금융비용               | -    |

1) 독립변수 정의는 다음과 같음.

ASSINC = 50% 미만 연결대상 종속회사의 연결에 따른 자산증가율

SALINC = 50% 미만 연결대상 종속회사의 연결에 따른 매출액증가율

OPERATIO = 별도재무제표기준 연결회사의 영업이익률

LIAINC = 50% 미만 연결대상 종속회사의 연결에 따른 연결회사의 부채비율 개선율

INTRATIO = 별도재무제표기준 연결회사의 금융비용비율

INTCORATIO = 별도재무제표기준 연결회사의 이자보상배율

기업규모측면에서는 연결대상 종속회사의 연결에 따른 자산 및 매출액 증가율을 독립변수로 설정하였는데, 이는 자산 및 매출액이 기업의 외형을 결정하는 중요한 요소이기 때문이다. 또한 기대부호가 “+”인 이유는 자산 및 매출액의 증가규모가 클수록 50% 미만 관계회사를 좀 더 연결대상 종속회사에 포함할 가능성이 높기 때문이다.

수익성측면에서는 연결회사의 영업이익률을 독립변수로 선정하였는데, 이는 50% 미만 관계회사를 지분법적용주식으로 회계 처리할 경우에는 50% 미만관계회사의 영업실적이 영업이익에 포함되지 아니하나, 50% 미만 관계회사를 연결대상 종속회사에 포함할 경우에는 50% 미만 관계회사의 실적이 바로 영업이익에 합산되기 때문이다. 즉, 50% 미만 관계회사의 실적이 우량할 경우에는 연결회사의 영업이익을 크게 보이기 위해 50% 미만 관계회사를 연결대상 종속회사에 포함할 가능성이 높기 때문이다. 또한, 영업이익률의 경우 기대부호가 “-”인 이유는 연결회사

의 영업이익률이 낮을 경우 영업이익률이 높은 50% 미만 관계회사를 연결대상 종속회사에 포함할 가능성이 높기 때문이다.

마지막으로 재무구조와 관련하여서는 연결대상 종속회사의 연결에 따른 부채비율개선율과 연결회사의 금융비용비율 및 이자보상배율을 독립변수로 선정하였다. 연결대상 종속회사의 연결에 따른 부채비율 개선율은 재무구조가 우량한 즉, 부채비율이 낮은 50% 미만 관계회사를 연결대상 종속회사에 포함할 경우 연결회사의 재무구조가 자연스럽게 개선될 수 있다는 측면에서 독립변수로 선정하였으며(따라서 기대부호는 “+”), 연결회사의 금융비용비율 및 이자보상배율은 영업이익률과 마찬가지로 연결회사의 금융비용비율이 상대적으로 높거나 이자보상배율이 낮을 경우 금융비용비율이 낮거나 이자보상배율이 높은 50% 미만 관계회사를 적극 연결대상종속회사에 포함시킴으로써 재무비율 등을 적극 개선할 가능성이 높다고 판단되어 독립변수로 설정하였다. 따라서 금융비용비율과 이자보상배율은 기대부호가 “+”와 “-”로 설정되었다.

한편, 상기 분석을 수행함에 있어 정확한 자산증가율이나 매출증가율 등을 파악하기 위해서는 내부거래 등을 반영하여야 하나 내부거래로 인한 효과가 크지 않은 것으로 판단되어 내부거래효과는 반영하지 않았다.

## IV. 연구결과

### 1. 기술적 통계량

#### 가. 연구대상회사

##### (1) 연구대상회사 수

2011년 12월 말 현재 상장회사는 총 1,820개사이나 이 중 결산월이 12월이 아닌 경우, 외국법인, 선박투자회사, 금융회사 및 연결재무제표를 작성하지 않은 회사 등 718개사를 제외한 1,102개 기업을 대상으로 분석을 실시하였다. 연구대상기업의 세부내역은 다음 <표 2>와 같다.

<표 2> 연구대상회사 수 분석

| 구 분                 | 회사수   |
|---------------------|-------|
| 2011년 말 현재 총 상장회사 수 | 1,820 |
| 외국법인                | (15)  |
| 선박투자회사 및 특수목적회사     | (67)  |
| 12월 말 이외의 결산법인      | (101) |
| 금융기관                | (14)  |
| 연결재무제표 미작성법인        | (521) |
| 연구대상기업              | 1,102 |

## (2) 연결재무제표 작성회사의 연결회사 및 지분율 현황

연결재무제표 작성회사의 연결회사 수 및 지분율 현황 등은 <표 3>과 같다.

<표 3> 연결재무제표 작성회사의 연결회사 수 및 지분율 현황

| 연도   | 자산규모          | 회사수   | 평균     | 표준편차   | 최소값   | 중위값    | 최대값  |
|------|---------------|-------|--------|--------|-------|--------|------|
| 2011 | 연결회사수         | 1,102 | 6.57   | 14.35  | 1     | 3      | 223  |
|      | 50% 미만 연결회사 수 | 184   | 2.36   | 4.88   | 1     | 1      | 50   |
|      | 연결지분율         | 1,102 | 88.48% | 13.60% | 0%    | 92.32% | 100% |
|      | 50% 미만 연결지분율  | 184   | 36.40% | 16.22% | 0%    | 42.65% | 50%  |
| 2010 | 연결회사수         | 742   | 6.09   | 14.35  | 1     | 2      | 135  |
|      | 50% 미만 연결회사 수 | 230   | 1.93   | 1.91   | 1     | 1      | 14   |
|      | 연결지분율         | 742   | 82.87% | 18.44% | 0.81% | 82.72% | 100% |
|      | 50% 미만 연결지분율  | 230   | 40.83% | 8.99%  | 0%    | 42.37% | 50%  |

연구대상 연결회사의 경우 7,244개의 연결대상 종속회사를 가지고 있어 평균 6.57개의 연결대상 종속회사를 가지고 있으며, 지분율 50% 미만 관계회사의 경우도 전체적으로 434개를 보유하고 있어 평균적으로는 2.36개를 보유하고 있는 것으로 나타났다. 또한, 전체 연결대상 종속회사의 평균 지분율은 88.48%이며 50% 미만 관계회사에 대한 평균지분율은 36.40%인 것으로 파악되었다.

2011년 말 현재 연결대상 종속회사를 가지고 있는 회사 수는 2010년 말 현재 742개에서 1,102개로 크게 증가하였는데 이는 K-GAAP상 연결대상에서 제외되었던 자산 100억 미만의 관계회사가 연결대상 종속회사에 포함되었고 특수목적회사가 새로운 K-IFRS기준에 따라 연결대상 종속회사에 포함되었기 때문으로 파악되었다. 또한, 2011년 말 현재 평균 연결대상 종속회사 수는 6.57개로서 2010년 말 평균 6.09개 보다 0.48개 정도 증가하였는데, 이는 30% 초과 50% 미만 관계회사를 많은 회사들이 연결대상에서 제외 하였음에도 불구하고 연결대상에서 제외되었던 자산 100억 미만의 자회사가 연결대상 종속회사에 포함되었고 특수목적회사가 새로운 K-IFRS기준에 따라 연결대상 종속회사에 포함되었기 때문으로 파악되었다. 한편, 50% 미만 연결자회사의 경우는 평균지분율이 40.83%에서 36.40%로 낮아졌는데 이는 지분율이 낮은 특수목적회사를 연결대상 종속회사에 많이 포함하였기 때문으로 파악되었다.

2011년 말 현재 연결대상 종속회사수의 경우 가장 많은 곳은 총 223개 이었으며 연결대상 종속회사가 50개를 넘는 곳은 15개였으며 10개 이내가 전체의 74% 정도를 차지하였다.

〈표 4〉 연결대상 회사 수 분포 현황

| 연결대상 종속회사 수 | 2011년 말 |        | 2010년 말 |        |
|-------------|---------|--------|---------|--------|
|             | 회사수     | 비율     | 회사수     | 비율     |
| 5개 이내       | 734     | 66.55% | 540     | 72.68% |
| 5 ~ 10개     | 197     | 17.59% | 110     | 14.80% |
| 11 ~ 20개    | 107     | 9.70%  | 59      | 7.94%  |
| 21 ~ 30개    | 33      | 2.99%  | 10      | 1.35%  |
| 31 ~ 40개    | 16      | 1.45%  | 7       | 0.94%  |
| 40 ~ 50개    | 4       | 0.36%  | 2       | 0.21%  |
| 50 ~ 100개   | 10      | 0.91%  | 9       | 1.21%  |
| 100개 이상     | 5       | 0.45%  | 6       | 0.81%  |
| 합 계         | 1,102   | 100%   | 743     | 100%   |

한편, 실질 및 사실상의 지배력을 적용하여 연결대상 종속회사에 포함된 50% 미만 연결대상 종속회사의 경우 40% 초과 50% 미만 회사가 전체의 58.15%를 차지하였으나, 30% 초과 40% 미만 회사의 경우도 20.65%를 차지하여 그 비율이 적지 않음을 알 수 있다. 한편, 10% 미만의 경우도 12.5%를 차지하였으나 이는 대부분 특수목적법인 등으로 파악되었다. 다만, 특수목적법인 등의 경우 다양한 형태로 존재하나 대부분 소규모 기업에 해당되어 연결에 따른 실질적인 영향력은 크지 않은 것으로 파악되었다.

50% 미만 연결대상 종속회사의 평균지분율 현황은 <표 5>와 같다.

〈표 5〉 50% 미만 연결대상 종속회사의 평균지분율 현황

| 구 분         | 회사수 | 비 율    |
|-------------|-----|--------|
| 40%초과 50%미만 | 107 | 58.15% |
| 30%초과 40%미만 | 38  | 20.65% |
| 10%초과 30%미만 | 16  | 8.70%  |
| 10%미만       | 23  | 12.50% |
| 합 계         | 184 | 100%   |

### (3) 연결재무제표 작성회사의 재무현황

연결재무제표 작성회사의 주요 재무현황은 <표 6>과 같다.

〈표 6〉 연결회사의 주요 재무현황

(단위 : 10억)

| 구분 | 자산규모 | 회사수   | 평 균   | 표준편차  | 최소값    | 중위값 | 최대값     |
|----|------|-------|-------|-------|--------|-----|---------|
| 별도 | 자산   | 1,102 | 1,243 | 5,828 | 12     | 157 | 117,458 |
|    | 매출액  | 1,102 | 1,061 | 5,094 | 2      | 124 | 120,816 |
|    | 영업이익 | 1,102 | 60    | 42    | -3,576 | 6   | 9,680   |
| 연결 | 자산   | 1,102 | 1,827 | 9,075 | 12     | 188 | 155,631 |
|    | 매출액  | 1,102 | 1,707 | 8,574 | 0      | 177 | 165,002 |
|    | 영업이익 | 1,102 | 105   | 702   | -924   | 8   | 16,250  |

분석결과 2011년 말 현재 연구대상 1,102개 회사의 별도재무제표기준 평균자산규모는 1조2천4백억, 매출평균은 1조6백1십억원이며 평균 영업이익은 6백억이었으나 연결기준으로는 평균 자산규모가 1조8천3백억, 매출평균은 1조7천7십억원이며 평균 영업이익은 1천5십억으로 나타나 각각 47.1%, 60.9% 및 76.3% 증가되는 것으로 나타났다.

## 나. 기술적 통계량

### (1) 기업규모측면

실질 및 사실상의 지배력을 적용하여 50% 미만 관계회사를 연결대상 종속회사에 포함한 회사의 재무적인 영향은 다음 <표 7>과 같다.

〈표 7〉 50% 미만 연결대상 종속회사가 연결재무제표 상 연결회사의 기업규모에 미치는 영향

(단위 : %)

| 구 분  |        | 평 균      | 표준편차     | 최소값  | 중위수    | 최대값      |
|------|--------|----------|----------|------|--------|----------|
| 전체회사 | ASSINC | 37.31    | 85.24    | 0.00 | 6.94   | 653.28   |
|      | SALINC | 277.51   | 1,038.36 | 0.00 | 11.32  | 6,761.04 |
| 일반회사 | ASSINC | 28.05    | 71.07    | 0.00 | 6.11   | 653.28   |
|      | SALINC | 62.96    | 267.69   | 0.00 | 8.07   | 2,514.15 |
| 지주회사 | ASSINC | 95.19    | 133.69   | 0.22 | 23.11  | 508.21   |
|      | SALINC | 1,448.60 | 2,262.93 | 0.00 | 138.86 | 6,761.04 |

1) 독립변수에 대한 설명은 아래와 같음.

ASSINC=50% 미만 연결대상 종속회사의 연결에 따른 자산증가율

SALINC=50% 미만 연결대상 종속회사의 연결에 따른 매출액증가율

위의 표에서 보듯이 전체회사의 경우 50% 미만 관계회사를 연결회사에 포함함으로써 평균적으로 자산은 37.31%, 매출은 277.51% 증가하는 것으로 나타났다. 매출의 경우 자산에 비해 증가율이 훨씬 높은 것은 지주회사의 영향 때문인데, 대부분 지주회사의 경우 자회사에 대한 투자주식이 자산의 대부분을 차지하므로, 별도재무제표 상으로는 자회사로부터의 배당수입 등만이 매출액으로 계상되나, 연결재무제표 작성시에는 연결대상종속회사의 매출액이 대부분 지주회사의 연결재무제표 상 매출액으로 계상되어 매출액이 급증하기 때문이다.

다만, 지주회사를 제외한 일반회사의 경우에는 50% 미만 관계회사를 연결할 경우 자산 및 매출증가율이 28.05% 및 62.96%로써 지주회사를 포함했을 때의 37.31% 및 277.51%에 비해 크게 감소하는 것으로 나타났다. 특히, 매출증가율의 경우 4배 정도 차이가 나 지주회사의 영향력이 매우 중요함을 알 수 있다. 이러한 자산 및 매출증가율은 자산규모 2조 이상의 기업을 대상으로 연구를 수행했던 김종일 등(2011)<sup>4)</sup>의 연구결과(자산증가율 25%, 매출증가율 44%)와도 유사한 것으로써 국내 기업의 경우 50% 미만 연결대상 종속기업의 영향력이 적지 않음을 알 수 있다.

한편, 지주회사의 경우 자산증가율 및 매출증가율이 각각 95.19% 및 1,448.60%로써 일반회사에 비해 매우 크게 나타났는데 이는 앞에서 살펴본 바와 같이 지주회사는 일반적으로 자회사의 주식만을 소유하여 자회사들의 사업을 지배하고 특징을 가지고 있는 바, 자회사 연결에 따른 효과가 매우 크기 때문이다.

결국, 강선민 등(2011)은 K-IFRS의 도입에 따라 30% 초과 50% 미만 관계회사들이 대부분 연결대상 종속회사에서 제외됨으로써 연결회사의 기업규모와 수익성이 크게 떨어질 것이라고 예측하였으나 실질적으로는 많은 기업들이 실질 및 사실상의 지배력을 적용함으로써 기업규모 등의 축소를 최소화 하고 있음을 알 수 있었다.

## (2) 수익성측면

실질 및 사실상의 지배력을 적용하여 50% 미만 관계회사를 연결한 회사의 영업이익률 현황은 다음 <표 8>과 같다.

<표 8> 연결회사의 영업이익률 현황

(단위 : %)

| 구 분  |          | 평 균   | 표준편차  | 최소값    | 중위수   | 최대값   |
|------|----------|-------|-------|--------|-------|-------|
| 전체회사 | OPERATIO | 9.87  | 22.58 | -60.15 | 4.86  | 97.32 |
| 일반회사 | OPERATIO | 4.06  | 13.36 | -60.15 | 4.25  | 87.38 |
| 지주회사 | OPERATIO | 46.16 | 32.94 | -13.74 | 43.99 | 97.32 |

1) 독립변수에 대한 설명은 아래와 같음.

OPERATIO=별도재무제표기준 연결회사의 영업이익률

4) 김종일 등(2011) “연결재무제표 작성 시 사실상의 지배력 적용에 대한 실태분석연구”

실질 및 사실상의 지배력을 적용하여 50% 미만 관계회사를 연결대상 종속회사에 포함한 연결회사의 경우 평균 영업이익률은 약 9.87%인데 이는 지주회사의 영향 때문으로 파악되었다. 즉, 전체회사 영업이익률의 중위수는 4.86%로써 일반회사의 영업이익률 중위수 4.25%보다 약간 높은 수준임을 알 수 있어 전체적으로 회사들의 영업이익률은 평균 5% 내외인 것으로 파악되었다.

지주회사를 제외한 일반회사의 경우 연결회사의 영업이익률은 약 4.06%로써 지주회사를 포함했을 경우의 영업이익률 9.87%보다 많이 낮아진 것으로 파악되었다. 한편, 지주회사의 경우 영업이익률은 46.16%로써 일반회사의 영업이익률 4.06%보다 매우 높음을 알 수 있는데 이는 지주회사의 경우 대부분 소수 인원으로 운영되어 발생하는 비용이 적으나 투자회사로부터 높은 배당수익 등을 얻어 매출액 영업이익률이 매우 높게 나타나기 때문으로 파악되었다.

### (3) 재무구조측면

실질 및 사실상의 지배력을 적용하여 50% 미만 관계회사를 연결대상 종속회사에 포함한 회사의 주요 재무구조관련 재무비율은 다음 <표 9>와 같다.

<표 9> 연결회사의 재무구조관련 재무비율 현황

(단위 : %)

|      | 재무비율       | 평 균   | 표준편차  | 최소값    | 중위수   | 최대값    |
|------|------------|-------|-------|--------|-------|--------|
| 전체회사 | LIAINC     | 9.73  | 31.51 | -90.04 | 2.09  | 206.48 |
|      | INTRATIO   | 5.17  | 8.89  | 0.00   | 2.32  | 56.74  |
|      | INTCORATIO | 8.53  | 24.57 | -43.39 | 2.28  | 186.58 |
| 일반회사 | LIAINC     | 7.64  | 31.54 | -90.04 | 1.42  | 206.48 |
|      | INTRATIO   | 3.19  | 3.86  | 0.00   | 2.02  | 26.82  |
|      | INTCORATIO | 7.51  | 21.35 | -49.39 | 2.26  | 154.64 |
| 지주회사 | LIAINC     | 22.77 | 28.62 | -0.24  | 8.80  | 113.40 |
|      | INTRATIO   | 17.33 | 17.62 | 0.00   | 12.61 | 56.74  |
|      | INTCORATIO | 14.85 | 39.20 | -0.44  | 3.33  | 186.58 |

1) 독립변수에 대한 설명은 아래와 같음.

LIAINC = 50% 미만 연결대상 종속회사의 연결에 따른 연결회사의 부채비율개선율

INTRATIO = 별도재무제표기준 연결회사의 금융비용비율

INTCORATIO = 별도재무제표기준 연결회사의 이자보상배율

실질 및 사실상의 지배력을 적용하여 50% 미만 관계회사를 연결대상 종속회사에 포함한 회사의 경우 연결로 인해 부채비율은 약 9.73% 개선되는 것으로 파악되었다. 또한, 연결회사의 평균 금융비용비율 및 이자보상배율은 각각 5.17% 및 8.53배인 것으로 파악되었다.

지주회사를 제외한 일반회사의 경우 부채비율 개선율은 7.64%로써 지주회사를 포함했을 경

우 9.73%보다 약간 감소한 것으로 나타나 일반회사의 부채비율개선효과가 더 높은 것으로 파악되었다. 한편, 지주회사 제외 시 금융비용비율은 3.19%로써 지주회사를 포함했을 경우보다 약간 낮아졌으며, 이자보상배율은 7.51배로써 지주회사를 포함했을 경우 8.53배보다 낮아져 지주회사의 이자보상배율이 일반회사보다 높음을 알 수 있다.

한편, 지주회사의 경우는 부채비율개선율의 경우 22.77%에 달해 일반회사의 부채비율 개선율 7.64%보다 매우 큼을 알 수가 있다. 이는 일반적으로 지주회사의 경우 금융비용비율에서 알 수 있듯이 일반회사에 비해 상대적으로 차입금이 많아 부채비율이 높으나 상대적으로 우량한 50% 미만 연결대상 자회사를 많이 가지고 있어 연결에 따른 부채비율 개선효과가 크기 때문으로 판단된다. 즉, 지주회사의 평균 금융비용비율은 17.33%로써 일반회사 평균 4.45%에 비해 매우 높은데 이는 매출액이 배당금 등에 한정되어 있어 매출액이 일반회사에 비해 적다는 측면과 자회사에 대한 투자 등을 위해 상대적으로 많은 차입금을 보유하고 있기 때문으로 판단된다.

## 2. 상관관계 분석 및 평균차이검정

### 가. 상관관계 분석

본 연구에 사용된 각 독립변수간의 상관관계는 <표 10>과 같다.

<표 10> 주요 변수간 상관관계 분석

|            | ASSINC              | SALINC              | OPERATIO             | LIAINC            | INTRATIO          | INTCORATIO |
|------------|---------------------|---------------------|----------------------|-------------------|-------------------|------------|
| ASSINC     | 1.0000              |                     |                      |                   |                   |            |
| SALINC     | 0.2719<br>0.0001*** | 1.0000              |                      |                   |                   |            |
| OPERATIO   | 0.0995<br>0.0959*   | 0.2121<br>0.0005*** | 1.0000               |                   |                   |            |
| LIAINC     | 0.0800<br>0.1810    | 0.0335<br>0.5889    | 0.0470<br>0.4326     | 1.0000            |                   |            |
| INTRATIO   | 0.0684<br>0.2579    | 0.1328<br>0.0333**  | 0.4240<br><0.0001*** | 0.0417<br>0.4917  | 1.0000            |            |
| INTCORATIO | -0.0086<br>0.8891   | 0.0306<br>0.6297    | 0.1003<br>0.983      | -0.0010<br>0.9868 | -0.0749<br>0.2183 | 1.000      |

1) \* 10%, \*\* 5%, \*\*\* 1% 수준에서 유의성을 나타냄.

2) 독립변수에 대한 설명은 다음과 같음.

ASSINC = 50% 미만 연결대상 종속회사의 연결에 따른 자산증가율

SALINC = 50% 미만 연결대상 종속회사의 연결에 따른 매출액증가율

OPERATIO = 별도재무제표기준 연결회사의 영업이익률  
 LIAINC = 50% 미만 연결대상 종속회사의 연결에 따른 연결회사의 부채비율개선을  
 INTRATIO = 별도재무제표기준 연결회사의 금융비용비율  
 INTCORATIO = 별도재무제표기준 연결회사의 이자보상배율

분석결과 50% 미만 연결대상 종속회사의 연결에 따른 매출증가율은 자산증가율과 매우 밀접한 관계가 있으며, 별도재무제표기준 영업이익률과도 1% 유의수준에서 상관관계가 높은 것으로 파악되었는데, 이는 수익성이 높은 회사들이 우량한 50% 미만 연결대상 종속회사를 많이 가지고 있음을 시사하고 있다.

또한, 영업이익률과 금융비용비율 간에도 1% 유의수준에서 높은 상관관계가 있는 것으로 파악되었는데 이 또한 수익성이 높은 기업이 차입금을 상대적으로 많이 사용하고 있음을 시사하고 있다.

#### 나. 평균차이검정

##### (1) 실질 및 사실상의 지배력을 적용한 회사와 그렇지 않은 회사의 차이검정 결과

본 연구의 목적과 관련하여 실질 및 사실상의 지배력을 적용한 회사와 그렇지 않은 회사 간에는 재무적인 특성에 차이가 있을 것으로 예측되어 두 집단 간의 재무적인 특성의 차이여부를 별도재무제표 상 자산총액, 매출총액, 영업이익, 부채비율 및 영업이익률을 기준으로 살펴보았으며 그 결과는 <표 11>과 같다.

<표 11> 실질 및 사실상의 지배력을 적용한 회사와 그렇지 않은 회사의 차이검정 결과

(단위 : 백만원, %)

|          |   | 평 균       | 표준편차       | t값    | p값       |
|----------|---|-----------|------------|-------|----------|
| ASSSEP   | A | 1,413,115 | 3,469,546  | -2.52 | 0.0124** |
|          | B | 3,975,169 | 12,925,214 |       |          |
| SALSEP   | A | 1,280,906 | 4,383,775  | -1.89 | 0.0605*  |
|          | B | 3,001,680 | 10,891,675 |       |          |
| OPESEP   | A | 85,525    | 20,468     | -1.21 | 0.2283   |
|          | B | 177,709   | 936,279    |       |          |
| LIARATIO | A | 104.7     | 225.2      | 0.10  | 0.9168   |
|          | B | 102.2     | 115.3      |       |          |
| OPERATIO | A | 8.1       | 15.2       | -0.87 | 0.3848   |
|          | B | 9.9       | 22.1       |       |          |

1) \* 10%, \*\* 5%, \*\*\* 1% 수준에서 유의성을 나타냄.

2) 주요 변수의 정의

ASSSEP : 별도재무제표상 자산총액

SALSEP : 별도재무제표상 매출총액  
 OPESEP : 별도재무제표상 영업이익  
 INTEREST : 별도재무제표상 금융비용  
 LIARATIO : 별도재무제표상 부채비율  
 OPERATIO : 별도재무제표상 영업이익률  
 A : 실질 및 사실상의 지배력을 적용하지 않은 회사  
 B : 실질 및 사실상의 지배력을 적용한 회사

검토결과 실질 및 사실상의 지배력을 적용하여 50% 미만 관계회사를 연결대상 종속회사에 포함한 회사와 그렇지 않은 회사의 경우 자산규모는 5% 수준에서 유의적인 차이를 보이고 있으며 매출규모는 10% 수준에서 유의적인 차이가 있는 것으로 나타났다. 이는 50% 미만 관계회사를 연결대상 종속회사에 포함한 회사들의 경우가 그렇지 않은 회사에 비해 통계적으로 자산 및 매출액 규모가 상대적으로 크다는 것을 의미하므로, 많은 대기업들이 실질 및 사실상의 지배력을 적용하고 있음을 알 수 있다.

#### (2) 50% 미만 지분율을 가진 연결대상 종속회사가 없는 회사와 50% 미만 지분율을 가진 연결대상 종속회사가 있는 회사

본 연구의 연구대상 1,102개 연결회사 중 50% 미만 지분율을 가진 연결대상 종속회사를 보유하고 있는 회사는 184개사이며, 50% 미만 연결대상 종속회사를 전혀 가지고 있지 않은 회사는 918개사 이다. 따라서 본 연구에서는 50% 미만 종속회사를 가진 회사와 그렇지 않은 회사의 재무적 특성을 파악하고자 두 집단 간의 평균차이검정을 실시하였으며 그 결과는 <표 12>와 같다.

<표 12> 50% 미만 연결대상 종속회사가 있는 회사와 그렇지 않은 회사의 차이검정 결과

(단위 : 백만원, %)

| 구 분       |   | 평 균       | 표준편차       | t 값   | p값        |
|-----------|---|-----------|------------|-------|-----------|
| ASSSEP    | X | 696,068   | 2,344,830  | -3.42 | 0.0008*** |
|           | Y | 3,975,169 | 12,952,214 |       |           |
| SALSEP    | X | 672,021   | 2,563,427  | -2.89 | 0.0044*** |
|           | Y | 3,001,680 | 10,891,675 |       |           |
| OPESEP    | X | 36,257    | 184,741    | -2.04 | 0.0426**  |
|           | Y | 177,709   | 936,279    |       |           |
| LIARATIO  | X | 98.9      | 258.5      | -0.27 | 0.7854    |
|           | Y | 102.2     | 115.3      |       |           |
| OPERRATIO | X | 3.8       | 19.2       | -3.52 | 0.0005*** |
|           | Y | 9.9       | 22.1       |       |           |

1) \* 10%, \*\* 5%, \*\*\* 1% 수준에서 유의성을 나타냄.

2) 주요 변수의 정의

ASSSEP : 별도재무제표상 자산총액

SALSEP : 별도재무제표상 매출총액

OPESEP : 별도재무제표상 영업이익

INTEREST : 별도재무제표상 금융비용

LIARATIO : 별도재무제표상 부채비율

OPERATIO : 별도재무제표상 영업이익률

X : 50% 미만 지분율을 가진 연결대상 종속회사가 없는 회사

Y : 50% 미만 지분율을 가진 연결대상 종속회사가 있는 회사

위에서 보는 바와 같이 50% 미만 지분율을 가진 연결대상 종속회사가 있는 회사와 그렇지 않은 회사의 경우 자산총액, 매출총액 및 영업이익률의 경우에는 모두 1% 수준에서 통계적으로 유의한 차이가 있는 것으로 나타났으며 영업이익은 5% 수준에서 통계적으로 유의한 차이가 있는 것으로 나타났다. 그러나 부채비율의 경우는 두 집단 간에 유의적인 차이가 없는 것으로 나타났다.

이는 기본적으로 많은 대기업들이 50% 미만의 관계회사를 연결대상 종속회사에 포함하고 있기 때문으로 판단되며, 부채비율의 경우는 기본적으로 국내 기업들의 평균 부채비율이 매우 안정적인 수준에서 유지되고 있기 때문으로 파악 되었다.

### 3. 연구가설 검증결과

2010년 말 현재 K-GAAP(일반기업회계기준)에 따르면 관계회사에 대한 지분율이 30% 초과 50% 미만인 경우라 하더라도 최대주주인 경우 동 관계회사를 연결대상 종속회사에 포함시킬 수 있었다. 따라서 상당수의 회사들이 30% 초과 50% 미만 관계회사를 연결대상 종속회사에 포함 하였으나 2011년부터 K-IFRS가 도입됨에 따라 많은 기업들이 이러한 50% 미만 관계회사를 연결대상 종속회사에서 제외하였다.

그러나 앞의 분석에서 보았듯이 상당히 많은 회사들이 K-IFRS도입 이후에도 계속해서 실질 및 사실상의 지배력을 적용하여 50% 미만 관계회사를 연결대상 종속회사에 포함시키고 있었다. 따라서 본 연구에서는 실질 및 사실상의 지배력을 적용한 회사와 그렇지 않은 회사에 대한 로지스틱 회귀분석 등을 통하여 실질 및 사실상의 지배력 적용에 대한 동인을 파악하고자 앞에서 살펴 본 연구가설을 설정하였으며 이에 대한 검증결과는 다음과 같다.

#### 가. 기업규모 측면

기업규모 측면의 검토는 50% 미만 관계회사의 연결대상 종속회사 포함에 따른 자산 및 매출 증가율이 실질 및 사실상의 지배력 적용여부에 영향을 미치고 있는지를 파악하고자 검증을 실

시한 것이며 검증결과 자산증가율은 1% 수준에서, 매출액증가율은 5% 수준에서 통계적으로 유의한 것으로 확인 되어 가설1의 귀무가설은 기각되었다. 즉, 50% 미만 연결대상 종속회사의 연결에 따른 자산 및 매출증가율이 높을수록 50% 미만 관계회사를 연결대상 종속회사에 포함할 가능성이 매우 높아짐을 알 수 있다.

〈표 13〉 기업규모 관련 독립변수별 로지스틱 회귀분석 결과

| 독립변수   | 기대부호 | 계수(B)  | 표준오차   | Wald    | 유의확률 (p값) | Exp(B) |
|--------|------|--------|--------|---------|-----------|--------|
| ASSINC | +    | 0.0064 | 0.0019 | 10.8397 | 0.0010*** | 1.006  |
| SALINC | +    | 0.0004 | 0.0002 | 4.7455  | 0.0294**  | 1.000  |

- 1) \* 10%, \*\* 5%, \*\*\* 1% 수준에서 유의성을 나타냄.  
 2) 독립변수에 대한 설명은 아래와 같음.  
 ASSINC=50% 미만 연결대상 종속회사의 연결에 따른 자산증가율  
 SALINC=50% 미만 연결대상 종속회사의 연결에 따른 매출액증가율

#### 나. 수익성 측면

연결회사 수익성측면의 검토는 연결회사의 영업이익률이 낮을 경우 50% 미만을 보유한 우량 자회사에 대해서는 실질 및 사실상의 지배력 적용하여 연결대상 종속회사에 포함시킴으로써 연결회사의 영업이익률을 개선할 것이라는 가정<sup>5)</sup> 하에서 검증이 이루어 졌으나, 검증결과 연결회사의 영업이익률은 실질 및 사실상의 지배력 적용 여부와 통계적으로 관련성이 검증되지 않았다.

따라서 가설2의 귀무가설은 인용되었다. 다만, 영업이익률의 경우 계수의 부호가 기대부호와 일치하는 점을 고려할 때, 일정부분은 통계적인 유의성은 떨어지나 이러한 요인도 50% 미만 관계회사의 연결여부에 영향을 미치는 것으로 해석할 수 있다.

〈표 14〉 수익성 관련 독립변수별 로지스틱 회귀분석 결과

| 독립변수     | 기대부호 | 계수(B)   | 표준오차   | Wald   | 유의확률 (p값) | Exp(B) |
|----------|------|---------|--------|--------|-----------|--------|
| OPERATIO | -    | -0.0057 | 0.0096 | 0.3477 | 0.5554    | 0.994  |

- 1) \* 10%, \*\* 5%, \*\*\* 1% 수준에서 유의성을 나타냄.  
 2) 독립변수에 대한 설명은 아래와 같음.  
 OPERATIO=별도재무제표기준 연결회사의 영업이익률

5) 강성민 등(2011)은 41개 샘플기업을 분석한 결과 지분을 30%~50%를 보유한 관계기업의 평균영업이익률은 6.64%로써 50%를 초과하여 보유한 관계기업의 평균영업이익률 4.41%보다 높아 30%~50%를 보유한 관계기업의 수익성이 더 우수한 것으로 파악되었다.

### 다. 재무구조 측면

연결회사 재무구조측면의 검토는 연결회사의 재무구조가 부실할 경우 우량한 관계회사에 대해서는 실질 및 사실상의 지배력 적용하여 회사의 재무구조를 개선할 것이라는 가정 하에서 검증이 이루어 졌으나, 검증결과 연결회사의 재무구조관련 재무비율과 실질 및 사실상의 지배력 적용 여부와는 통계적으로 유의적인 관계가 없는 것으로 파악되었다. 따라서 가설 3의 귀무가설은 인용되었다.

〈표 15〉 재무구조관련 독립변수별 로지스틱 회귀분석 결과

| 독립변수       | 기대부호 | 계수(B)   | 표준오차   | Wald   | 유의확률(p값) | Exp(B) |
|------------|------|---------|--------|--------|----------|--------|
| LIAINC     | +    | 0.0001  | 0.0046 | 0.0009 | 0.9767   | 1.000  |
| INTRATIO   | +    | -0.0019 | 0.0274 | 0.0051 | 0.9433   | 0.998  |
| INTCORATIO | -    | 0.0046  | 0.0101 | 0.2088 | 0.6477   | 1.005  |

1) \* 10%, \*\* 5%, \*\*\* 1% 수준에서 유의성을 나타냄.

2) 독립변수에 대한 설명은 아래와 같음.

LIAINC=50% 미만 연결대상 종속회사의 연결에 따른 연결회사의 부채비율개선율

INTRATIO=별도재무제표기준 연결회사의 금융비용비율

INTCORATIO = 별도재무제표기준 연결회사의 이자보상배율

한편, 이자보상배율과 부채비율개선율은 예상과는 달리 실질 및 사실상의 지배력 적용 여부와 관련성이 크지 않고 오히려 기대와는 달리 계수부호가 기대부호와 일치하지 않았다. 이는 이자보상배율이나 부채비율과 같은 재무비율의 경우 자산규모 및 매출규모에 비해 외부 이해관계자에 대한 영향력이 상대적으로 작고, 자산 및 매출증가에 따른 효익이 이자보상배율의 감소나 부채비율의 증가에 따른 비용보다 크다고 판단하여, 일부 재무비율에 불이익이 있다 하더라도 50% 미만 관계회사를 연결하였기 때문으로 해석할 수 있다. 또한, 이자보상배율 및 부채비율의 경우 30% 초과 50% 미만 관계회사의 연결에 따른 영향력이 상대적으로 크지 않고 연결회사나 50%를 초과하여 보유하고 있는 연결대상 종속회사의 영향에 의해 어느 정도 안정적인 이자보상배율과 부채비율을 유지하고 있으므로 실질 및 사실상의 지배력 적용 동인과는 크게 관련이 없는 것으로 나타났다고 볼 수 있다.

### 라. 연결대상 종속회사의 지분율측면

앞에서 살펴본 바와 같이 2011년 말 현재 50% 미만 연결대상 종속회사를 가진 회사는 총 184개이며 이 중 58.15%인 107개 회사의 50% 미만 연결대상 종속회사의 평균 지분율은 40%를 초과하는 것으로 나타났으나, 30% 초과 40%미만 회사도 20.65%인 38개사나 되는 것으로 나타났다. 따라서 본 연구에서는 평균지분율이 낮음에도 불구하고 실질 및 사실상의 지배력을 적용

한 회사와 평균지분율이 상대적으로 높은 회사 간에는 연결에 따른 재무적인 영향력이 상이할 것으로 예상되는 바, 50% 미만 관계회사의 평균지분율과 연결에 따른 재무지표의 변동효과와의 관계를 검증해 보았다.

한편, 50% 미만 연결대상 종속회사의 평균지분율이 30% 미만인 경우는 대부분이 특수목적법인을 관계회사로 둔 경우에 해당 되나 특수목적법인의 경우 재무제표가 대부분 공시되지 않으며, 재무적인 영향력도 상대적으로 낮은 바 평균지분율이 30%미만인 경우는 제외하고 검토하였다.

검증방법은 아래의 회귀모형을 활용하였으며, 각 변수별 검증결과는 <표 16>과 같다.

$$Y = \alpha + \beta_1 X_1 + \beta_2 X_2 + \beta_3 X_3 + \epsilon$$

$Y$  = 기업규모(자산증가율, 매출액증가율) 또는 수익성(영업이익률) 또는 재무구조(부채비율개선율, 금융비용비율, 이자보상배율)

$X_1$  = 각 회사별 50% 미만 평균지분율

$X_2$  = 통제변수[업종 dummy(제조업, 도매 및 상품중개업, 통신업, 부동산업(건축, 임대포함), 정보서비스업, 전문서비스업, 기타)]

$X_3$  = 통제변수[회계법인 dummy(BIG4, NON-BIG4)]

$\epsilon$  = 잔차

<표 16> 50% 미만 연결대상 종속회사 평균지분율과 재무지표와의 관계

|            | $\alpha$ | $\beta$ | t 값   | p 값       | Adj $R^2$ |
|------------|----------|---------|-------|-----------|-----------|
| ASSINC     | 80.9301  | -1.3475 | -2.71 | 0.0079*** | 0.0603    |
| SALINC     | 60.7084  | -0.6840 | -0.94 | 0.3507    | -0.00131  |
| OPERATIO   | 15.5262  | -0.1499 | -0.46 | 0.6485    | -0.0078   |
| LIAINC     | -9.0328  | 0.2238  | 0.61  | 0.5400    | -0.0063   |
| INTRATIO   | 5.5243   | -0.0606 | -0.54 | 0.5908    | 0.0634    |
| INTCORATIO | -21.1625 | 0.8242  | 0.85  | 0.3957    | -0.0028   |

1) \* 10%, \*\* 5%, \*\*\* 1% 수준에서 유의성을 나타냄.

2) 독립변수에 대한 설명은 다음과 같음.

ASSINC = 50% 미만 연결대상 종속회사의 연결에 따른 자산증가율

SALINC = 50% 미만 연결대상 종속회사의 연결에 따른 매출액증가율

OPERATIO = 별도재무제표기준 연결회사의 영업이익률

LIAINC = 50% 미만 연결대상 종속회사의 연결에 따른 연결회사의 부채비율개선율

INTRATIO = 별도재무제표기준 연결회사의 금융비용비율

INTCORATIO = 별도재무제표기준 연결회사의 이자보상배율

한편, 50% 미만 평균지분율 구간별 평균값은 다음과 같다.

〈표 17〉 50% 미만 평균지분율별 재무지표 평균

(단위 : %, 배)

|            | 50%—45% | 45%—40% | 40%—35% | 35%—30% |
|------------|---------|---------|---------|---------|
| ASSINC     | 11.50   | 17.55   | 19.94   | 19.58   |
| SALINC     | 25.76   | 28.64   | 31.00   | 29.93   |
| OPERATIO   | 9.42    | 8.54    | 8.05    | 8.65    |
| LIAINC     | 0.42    | 2.29    | 1.95    | 1.43    |
| INTRATIO   | 3.49    | 2.97    | 3.74    | 3.61    |
| INTCORATIO | 24.43   | 18.18   | 16.06   | 15.69   |

1) 독립변수에 대한 설명은 다음과 같음.

ASSINC = 50% 미만 연결대상 종속회사의 연결에 따른 자산증가율

SALINC = 50% 미만 연결대상 종속회사의 연결에 따른 매출액증가율

OPERATIO = 별도재무제표기준 연결회사의 영업이익률

LIAINC = 50% 미만 연결대상 종속회사의 연결에 따른 연결회사의 부채비율개선율

INTRATIO = 별도재무제표기준 연결회사의 금융비용비율

INTCORATIO = 별도재무제표기준 연결회사의 이자보상배율

50% 미만 연결대상 종속회사 평균지분율과 재무구조와의 관계를 분석한 결과 자산증가율은 1% 유의수준에서 통계적으로 유의적인 의미가 있는 것으로 파악되어 가설4의 귀무가설은 부분적으로 기각되었다.

그러나 상기 표에서 보는 바와 같이 50% 미만 관계회사의 구간별 평균값을 분석한 결과, 매출증가율의 경우도 평균지분율 35% 구간까지는 평균지분율이 낮을수록 매출증가율이 꾸준히 증가하는 것으로 파악되었다. 이는 통계적으로 유의적인 차이가 검증된 자산증가율 뿐만 아니라 매출증가율도 어느 정도는 연구가설에 부합하는 결과를 나타내고 있음을 보여 준다.

또한, 부채비율개선율의 경우 45% 초과 구간 보다는 45%~40% 및 40%~35% 구간의 부채비율 개선율이 상대적으로 높아 일정부분 평균지분율이 낮을수록 부채비율 개선율이 높아짐을 알 수 있으며 영업이익률과 이자보상배율 또한 평균지분율이 낮을수록 연결회사의 영업이익률이 높거나 이자보상배율이 낮아지는 경향을 보이는 바, 통계적인 측면에서는 유의성이 검증되지 않았으나 연구가설과는 어느 정도 부합되는 결과를 나타내고 있음을 알 수 있다.

## V. 결론 및 한계점

본 연구는 2011년 12월 31일 현재 K-IFRS를 적용하여 연결재무제표를 작성하여 공시한 국내 상장회사를 대상으로 하여 실질 및 사실상의 지배력 적용 동인 등에 대한 분석업무를 실시하

였다.

실질 및 사실상의 지배력 적용 동인과 관련하여서는 기업규모측면, 수익성 측면 및 재무구조 측면과 연결대상 종속회사의 평균지분율 측면에서 몇 가지 가정을 통해 그 동인을 파악하였다. 우선, 기업규모측면에서 자산증가율과 매출액증가율은 통계적으로 유의한 결과가 도출되어 자산 및 매출액의 증가가 50% 미만 관계회사를 연결하는 매우 중요한 동인임이 통계적으로 확인되었다. 다만, 수익성 측면의 연결회사 영업이익률과 재무구조 측면의 부채비율 개선율, 연결회사의 금융비용비율 및 이자보상배율 등은 실질 및 사실상의 지배력 적용여부와 관련하여 일부 재무지표는 계수부호가 기대부호와 일치하는 등 연구가설과 일치하는 경향을 보였으나 통계적인 유의성은 없는 것으로 파악되었다.

한편, 50% 미만 연결대상 종속회사의 평균지분율과 재무지표와의 관계에서 자산증가율은 통계적으로 1% 유의수준에서 50% 미만 연결대상 종속회사의 평균지분율과 역의 상관관계가 있는 것으로 파악되었으나, 수익성 측면과 재무구조 측면의 재무지표와는 유의적인 결과가 입증되지 않았다.

결국, 국내 상장기업의 경우 50% 미만 관계회사를 연결대상 종속회사에 포함하는 가장 큰 동인은 자산 및 매출액을 크게 보이려는 외형증대에 있었음을 본 연구는 통계적으로 분석하였다. 다만, 50% 미만 관계회사를 연결대상 종속회사에 포함할 경우 이러한 판단이 회계적으로 적절한지 여부에 대해서는 외부공시자료만을 가지고는 판단하는 것은 한계가 있는 바, 그 적절성을 입증할 수 있는 충분한 공시와 함께 지속적인 적용이 무엇보다도 중요할 것으로 판단되었다.

본 연구는 공헌점은 재무적인 측면에서 왜 기업들이 실질 및 사실상의 지배력을 적용하여 50% 미만 관계회사를 연결대상 종속회사에 포함하고 있는지를 통계적인 검증을 통해 좀 더 명확히 입증하였다는 점이다.

실질 및 사실상의 지배력 적용에 대한 동인분석과 관련하여 50% 미만 연결회사의 재무적인 영향을 다양한 측면에서 검토하고자 하였으나, 현행 규정상 연결대상 종속회사의 자산, 부채, 매출액 및 당기순이익 외에는 공시의무가 없어 동 재무자료를 제외하고는 현실적으로 자료를 입수하는 것이 불가능하였다. 특히, 국내기업의 경우 해외자회사를 많이 보유하고 있으나 해외자회사 재무제표의 경우 공시의무가 없고, 100억 미만 자회사의 경우도 재무제표에 대한 공시의무가 없어 이들 기업에 대한 재무정보의 획득은 사실상 불가능 하였다. 따라서 본 연구에서는 공식적으로 입수 가능한 재무정보만을 기초로 연구가 이루어 졌는 바, 연결대상 종속회사에 대한 다양한 측면의 재무적인 분석에는 일부 한계가 있었음을 밝혀둔다.

## 참고문헌

- 강성민 · 한봉희 · 황인태. 2011. “IFRS도입이 연결재무제표의 회계수치에 미치는 영향”. 회계저널 제20권 제2호 : 373-393.
- 김동철. 2007. “기업수익성과 경영자의 경영위험 선택”. 관리회계연구 제7권 제2호 : 69-88.
- 김종일 · 이상근. 2011. “연결재무제표 작성 시 사실상의 지배력의 적용에 대한 실태분석”, 국제경영교육연구 제8권 제3호 : 87-108.
- 라영수 · 이윤구. 2012. “재무제약이 기업의 재무구조에 미치는 영향”. 대한경영학회지 제25권 제3호 : 1439-1460.
- 반혜정. 2014. “최고경영자와 이사회 특성 및 다각화에 따른 연구개발 투자와 재무구조간 관련성”. 회계연구 제19권 제5호 : 103-135.
- 유성용 · 김동현. 2007. “미래수익성 구성요소에 대한 시장의 가치평가”. 국제회계연구 제17집 : 135-157.
- 유승훈 · 홍혜정. 2008. “기업규모와 수출비중이 주가수익률과 환율변동율사이의 관계에 미치는 영향 : 선형, 비선형 분석을 중심으로”. 국제경영리뷰 제12권 제1호 : 75-92.
- 이상근 · 김종일. 2014. “실질 및 사실상의 지배력 적용실태 및 적용사유에 대한 연구”, 세무와회계저널 제15권 제5호 : 319-343.
- 이승희 · 윤관호. 2008. “기업규모별 외국인지분 결정요인에 관한 연구”, 경영교육저널 제14권 : 153-177.
- 최은실 · 강일주. 2012. “K-IFRS도입에 따른 사실상의 지배력 적용사례연구-대한항공과 두산중공업의 사례를 중심으로”. 회계저널 제21권 제2호 : 439-460.
- Song, I. M., and S. W. Song. 2011. The definition of reporting entity : De Facto Control. *The Account Journal* 20 (2) : 1-31.

# A Study on Logistic Regression in Applying the Substantial & De Facto Control in Preparing Consolidated Financial Statements

Sang Keun Lee\* · Jong Il Kim\*\*

## 〈Abstract〉

This study analyzed the actual applications of substantial and de facto control and the respective bases used for the entities that have disclosed their consolidated financial statements as primary financial statements as of the end of 2011. We divided the entities into two groups — one that has applied the substantial and de facto control in preparing the financial statements and another group that has not — and inferred the motives for the application of substantial and de facto control from the statistical verification of the relationship between financial attributes(size of an entity, profitability and financial structure) of an entity and the relationship between the financial attributes and the average ownership percentage of the consolidated subsidiaries.

In order to identify the motives for the application of substantial and de facto control, we used several hypotheses in the aspects of entity size, profitability, financial structure and an average ownership percentage of subsidiaries subject to consolidation, and from the size aspect, the hypothesis for the increase rates of assets and sales was statistically proved and it was statistically verified that increases in assets and sales is a very significant motive for consolidation of subsidiaries with less than 50% ownership. On the other hand, an operating margin of a consolidating entity in the profitability aspect and debt ratio improvement rate, financial cost ratio and interesting coverage ratio of a consolidating entity were identified to be partly associated with the application of substantial and de facto control but the statistical significance was not proved.

For the relationship between average ownership percentage of subsidiaries with less than 50% ownership and entity size, increase rate of assets was proved to have a statistical significance. This proved the hypothesis that the lower the average ownership percentage of the subsidiaries, the larger the consolidation effect in the aspect of entity size. However, no statistically significant results were generated for the profitability and financial structure aspects.

In the end, our study has statistically reconfirmed that for Korean public companies, the most significant motive for the inclusion of subsidiaries with less than 50% ownership in their consolidation lies in the intent to maximize assets and sales.

〈Key words〉 De Facto Control, Entity Size, Profitability, Financial Structure

\* Doctor, The Catholic University of Korea, Department of Business Administration

\*\* Associate Professor, The Catholic University of Korea, Department of Business Administration