

기업규제가 기업가치 및 경제성장에 미치는 영향에 관한 연구

동국대학교 지인엽

목차

- I. 배경
- II. 기업집단 지정의 효과
- III. 지주회사제도의 효과
- IV. 경제력집중 억제 시책의 경제적 효과
- V. 결론

1. 배경

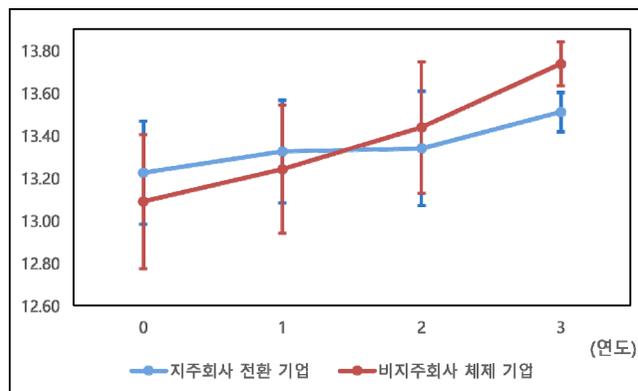
1. 배경

- 우리나라의 기업집단 규제는 외국과 달리 엄격한 사전규제 성격을 가짐
- 사전규제가 기업집단의 비효율성을 야기한다는 비판이 지속적으로 제기되고 있음
 - 이재형(2000)은 사전규제가 지주회사 체제의 이점을 저해할 수 있다고 지적함
 - 김재홍·김상은(2007)은 사전규제가 국내기업의 해외 시장 진출을 제한하고 외국기업의 국내시장 독점을 촉진하는 역효과를 낳아 궁극적으로 사회후생을 훼손할 수 있다고 주장함
 - 신현윤 외(2021)는 사전규제가 해외 거대 플랫폼 기업과의 경쟁에서 우리나라 플랫폼 기업에게 역차별로 작용할 수 있음을 지적함

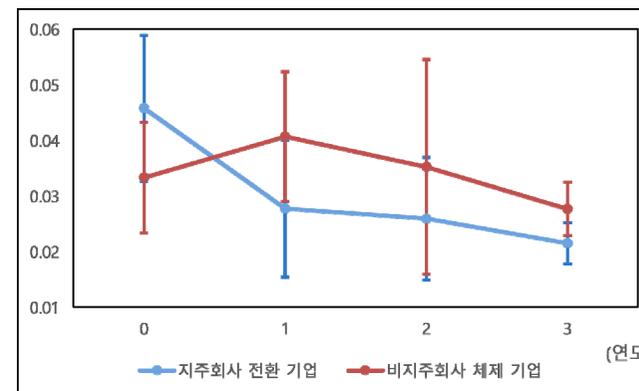
1. 배경

- 일례로, 예비분석 결과에 따르면 지주회사 사전규제는 기업가치와 경영성과에 부정적 영향을 미치는 것으로 나타남
 - 지주회사 전환 기업집단과 비지주회사 기업집단을 비교한 결과, 지주회사 전환 3년 이후 지주회사 전환 기업의 시가총액과 총자산수익률이 통계적으로 유의한 수준으로 감소함 ([그림 1], [그림 2] 참고)

[그림 1] 지주회사 전환 이후 시가총액 추이



[그림 2] 지주회사 전환 이후 총자산수익률 추이



* 시가총액은 로그를 취함

1. 배경

- 더불어, 사전규제는 코리아 디스카운트의 원인으로 지목되기도 함
 - 최근 제계를 중심으로 기업규제 완화 요구가 증가하고 있음

지배구조 규제 남발, 기업가치 훼손으로 K-디스카운트 심화

<8개 경제단체, 지배구조 규제 강화 법안에 대한 공동건의>

- 상법개정안 18건 중 14건이 규제강화 법안, 상장회사지배구조법 제정안도 발의
- 경영 자율성 해치는 과도한 규제 다수...기업 글로벌 경쟁력 훼손 우려
- 단기이익 추구하는 경영권 공격세력의 악용, 국부 유출 가능성 존재
- 증시 밸류업은 선진주식시장 편입, 상속세 개선, 기업 신성장동력 발굴로 촉진 가능

韓증시 끌어올릴 열쇠... "주주환원과 규제완화"

선태결 기자 ☆ 김익환 기자 ☆

입력 2024.02.04 18:52 수정 2024.02.05 09:20 지면 A2

증시 전문가들은 한국 증시가 제 가치를 인정받지 못하는 '코리아 디스카운트' 현상을 해소하기 위해 기업들이 주주가치를 높이도록 유도하는 한편 각종 규제를 완화해 기업 활력을 키워줘야 한다고 생각하는 것으로 나타났다.

1. 배경

- 따라서, 본 연구는 기업규제가 기업가치 및 경제성장에 미치는 영향을 분석함
- 구체적으로, 기업집단 지정과 지주회사 규제가 기업가치에 미친 영향을 살펴보고, 공정거래법상 경제력집중 억제 규제가 경제성장에 미친 영향을 분석함

II. 기업집단 지정의 효과

2.1. 개요

- 일련의 기업집단 사전규제는 기업집단에 지정되는 순간부터 일괄 적용되므로, 기업집단 지정 자료를 통해 규제 효과를 검정할 수 있음
- 예를 들어, 방형준·곽도원(2022)은 기업집단 지정 여부가 기업의 매출액, 매출총이익, 당기순이익, 자산총계, 고용자 수에 미치는 영향을 실증분석한 바 있음

2.2. 분석 모형

- 분석 모형은 방형준·곽도원(2022)을 참고하여 고정효과 모형으로 채택함

$$Y_{i,t} = \alpha + \beta_1 TREAT_{i,t} + \beta_2 GDP_{i,t} + \beta_3 ASSET_{i,t} + \beta_4 DEBTRATIO + f_i + \epsilon_{i,t}$$

- 종속변수($Y_{i,t}$): 시가총액, 주당 순자산비율, 총자산수익률, 매출액
- 독립변수: 기업집단 지정여부 더미 변수($TREAT_{i,t}$), 실질GDP 성장률($GDP_{i,t}$), 총자산 성장률($ASSET_{i,t}$), 부채비율($DEBTRATIO_{i,t}$)
- f_i 는 기업 고정효과이며, $\epsilon_{i,t}$ 는 오차항임

2.3. 분석 자료

- FnGuide의 기업 재무자료와 공정위 기업집단포털의 기업집단 지정자료를 취합하여 연도-기업별 패널 자료(panel data)를 구축함
 - 2001년부터 2023년까지 코스피200 기업의 재무 자료(주당 순자산비율, 총자산수익률, 매출액 등) 및 기업집단 지정자료와 통계청의 GDP 자료를 수집함

2.4. 기초통계량

- 수집한 표본에서 약 48%의 연도-기업 관측치가 기업집단으로 지정된 것으로 나타남 (<표 1> 참고)

<표 1> 기초통계량

변수		Obs. (firm year)	Mean	Max / Min	StDev.
$\Delta \ln(MCAP_{i,t})$	시가총액 증가율	3,353	0.09	2.77 / -2.33	0.36
$PBR_{i,t}$	주당 순자산비율	3,556	1.64	37.22 / 0.05	2.05
$ROA_{i,t}$	총자산 수익률	3,556	0.04	3.36 / -0.56	0.08
$\Delta \ln(SALES_{i,t})$	매출액 증가율	3,351	0.08	2.87 / -5.10	0.30
$TREAT_{i,t}$	기업집단 지정 여부 더미	4,248	0.48	1.00 / 0.00	0.49
$GDP_{i,t}$	실질GDP 성장률	4,248	3.48	7.7 / -0.7	1.83
$\Delta \ln(ASSET_{i,t})$	총자산 성장률	3,407	0.09	3.20 / -2.83	0.23
$DEBT_{i,t}$	부채비율	3,556	0.54	0.99 / 0.03	0.21

2.5. 추정 결과

- 고정효과 모형 추정 결과, 각 모형의 부호가 일관적으로 음수로 나타남
- 이는 기업집단 지정 여부가 시가총액, 주당 순자산비율, 총자산 수익률, 매출액에 부정적인 영향을 미쳤을 가능성을 나타냄

<표 2> 고정효과 모형 추정 결과

독립변수	종속변수			
	$\Delta \ln(MCAP_{i,t})$ Model1-1	$PBR_{i,t}$ Model2-1	$ROA_{i,t}$ Model3-1	$\Delta \ln(SALES_{i,t})$ Model4-1
$TRBAT_{i,t}$	-0.026 (0.29)	-0.195* (0.07)	-0.008 (0.14)	-0.034* (0.08)
$GDP_{i,t}$	0.069*** (0.00)	0.012 (0.38)	0.004*** (0.00)	0.012*** (0.00)
$\Delta \ln(ASSET_{i,t})$	-0.110*** (0.00)	0.049 (0.65)	-0.006 (0.25)	0.652*** (0.00)
$DBTRATIO_{i,t}$	-0.081* (0.06)	2.071*** (0.00)	-0.205*** (0.00)	0.103** (0.03)
Firm F.E.	Y	Y	Y	Y
관측치 수	3,351	3,407	3,407	3,351

주: * p<0.1, ** p<0.05, *** p<0.01

2.6. 소결

- 사전규제는 기업집단의 투명성을 제고하고 지배구조를 개선하여 기업가치를 증가시킬 수 있으나, 기업집단의 지배구조 다양성을 제약하여 경영 효율성을 저해할 수 있음
- 고정효과 모형의 추정 결과는 기업집단 규제에 긍정적인 측면보다 부정적 효과가 더 크게 작용했을 개연성을 나타냄

III. 지주회사제도의 효과

3.1. 개요

- 이론적으로 지주회사는 그룹경영과 사업을 분리시킴으로써 지배구조 투명성과 경영 효율성을 제고할 수 있음
- 정부는 이를 근거로 지주회사에 세제 혜택*을 부여하는 등 지주회사 장려 정책을 시행해 왔음

* 양도소득세 과세 이연(조세특례제한법 제38조의2), 일감몰아주기 과세 면제(상속세 및 증여세법 제34조의3) 등

3.1. 개요

- 그러나, 지배구조 문헌에는 지주회사의 긍정적 효과에 대한 일치된 결론이 도출되고 있지 않음
 - 곽수환·최석봉(2008), 김수정·오정원(2022) 등 다수의 문헌은 지주회사 전환이 기업가치에 긍정적 영향을 미친다는 실증분석 결과를 보고하고 있으나, 김용현·장승욱(2014) 등 일부 연구는 이와 상반되는 결론을 도출함
- 지주회사 체제가 이론적으로는 지배구조 개선과 경영 효율성 제고 등 긍정적 효과를 가지나, 엄격한 사전규제가 적용되는 상황에서는 기업집단의 경영전략에 제약이 발생하여 지주회사의 긍정적 효과가 상쇄될 수 있음

3.2. 분석 모형

- 지주회사 전환 전후 비교를 위해 이중차분법(Difference in Differences)을 활용함
- 다만, 지주회사의 전환 시점이 기업집단별로 상이하여 사전규제가 서로 다른 시점에 적용된다는 문제가 있음
- 따라서, 김주현·박상인(2020)을 참고하여 성향점수매칭(Propensity Score Matching, 이하 PSM)을 통해 통제집단을 식별함

3.2. 분석 모형

- 추정식은 아래와 같음

$$y_{i,t} = \alpha_0 + \beta_1 P_{i,t} + \beta_2 (T_i \times P_{i,t}) + \gamma X + \delta_i + \lambda_t + \epsilon_{i,t}$$

- 종속변수($Y_{i,t}$)는 시가총액과 총자산수익률임
- T_i 는 지주회사 전환 집단일 때 1의 값을 가지는 더미변수이며, $P_{i,t}$ 는 지주회사 전환 이후에 1의 값을 갖는 전환시점 더미변수임
 - PSM으로 대응된 기업은 서로 동일한 $P_{i,t}$ 값을 가짐
- X 는 통제변수 벡터이며, 실질GDP성장률, 총자산성장률, 부채비율로 구성됨
- δ_i 와 λ_t 는 각각 기업집단과 연도 고정효과이며, $\epsilon_{i,t}$ 는 오차항임

3.2. 분석 모형

- 한편, PSM을 활용하여도 평행추세 가정을 보장할 수는 없는데, 본 연구는 가정의 만족 여부를 검정하기 위하여 다음과 같은 보조 회귀식을 추정함

$$y_{i,t} = \alpha_0 + \sum_s \xi_s (T_i \times Z_{i,s}) + \gamma X + \delta_i + \lambda_t + \epsilon_{i,t}$$

- 교차항 $T_i \times P_{i,t}$ 를 $T_i \times Z_{i,s}$ 로 대체하였는데, $Z_{i,s}$ 는 지주회사 전환 시점과의 시차를 나타내는 더미변수임
 - $Z_{i,-3}$ 은 지주회사 전환 3년 이전 시점 전부를, $Z_{i,+3}$ 은 지주회사 전환 3년 이후 시점 전부를 나타냄
- 지주회사 전환 이전 시기($s < 0$)에 대해 추정계수 ξ_s 가 통계적으로 0에 가깝게 추정된다면 평행추세 가정이 성립하는 것으로 볼 수 있음

3.3. 분석 자료

- 분석자료는 2007~2022년 기업집단으로 지정된 상장사 중 지주회사 체제 기업집단에 소속된 기업($T_i = 1$)과 그 기업의 대응기업($T_i = 0$)으로 구성됨
 - PSM 기법의 적절성을 담보하기 위하여 두 집단 간 차이가 존재하는지 검정할 필요가 있음 (다음 슬라이드에서 살펴봄)
- FnGuide의 기업 재무자료와 공정위 기업집단포털의 기업집단 지정자료를 통해 자료를 수집함

3.4. 기초통계량

- 지주회사 체제 기업집단과 대응기업을 비교한 결과, 집단 간 이질성이 전반적으로 크지 않은 것으로 나타남
 - 시가총액, 총자산수익률, 부채비율의 집단 간 차이가 통계적으로 유의하게 나타났으나, 이 차이는 표준편차에 비추어 봤을 때 크지 않은 것으로 볼 수 있음 (예: 시가총액 차이 = 0.16 < 시가총액 표준편차 = 1.86)

<표 3> 기초통계량

	$T_i = 0$				$T_i = 1$				t-statistic
	Obs. (firm year)	Mean	Max / Min	StDev.	Obs. (firm year)	Mean	Max / Min	StDev.	difference (2) - (6)
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)
$mcap_{i,t}$	2,628	12.97	20.09 / 7.83	1.86	3,132	13.13	8.01 / 18.49	1.69	-3.16***
$ROA_{i,t}$	2,931	0.01	0.98 / -13.09	0.28	3,563	0.31	4.07 / -3.24	0.13	-3.20***
$\Delta \ln(ASSET_{i,t})$	2,792	0.09	3.26 / -2.94	0.29	3,376	0.09	3.62 / -3.27	0.29	0.04
$debratio_{i,t}$	2,931	0.53	8.87 / .03	0.28	3,563	0.52	1.70 / 0.00	0.19	2.25**

주 : * p<0.1, ** p<0.05, *** p<0.01

3.5. 분석 결과

- (시가총액) 교차항 ($T_i \times P_{i,t}$)의 계수가 음수(-0.060)로 추정되었으며, p-value가 10% 수준으로 낮아 통계적 유의성이 있는 것으로 봐도 무방한 수준임 (<표 4> model 2 참고)
- (총자산수익률) 교차항의 계수가 음수(-0.017)로 추정되었으며, 10% 유의수준에서 통계적 유의성이 있는 것으로 나타남 (<표 4> model 5 참고)
- 지주회사 전환 이전 시기($s < 0$)에서 교차항 $T_i \times Z_{i,s}$ 의 추정계수가 대체로 유의하지 않아 평행추세 가정이 성립하는 것으로 볼 수 있음 (<표 4> model 3, model 6 참고)

<표 4> 이중차분법 추정 결과

	종속변수 : $\Delta \ln(mcap_{i,t})$			종속변수 : $ROA_{i,t}$		
	model 1	model 2	model 3	model 4	model 5	model 6
$P_{i,t}$	0.051 (0.11)	0.042 (0.13)		0.025** (0.01)	-0.008 (0.90)	
$T_i \times P_{i,t}$	-0.054 (0.13)	-0.060 (0.10)		-0.030*** (0.00)	-0.017* (0.06)	
$T_i \times Z_{i,-3}$			-0.030 (0.44)			-0.00 (0.63)
$T_i \times Z_{i,-2}$			-0.034 (0.49)			-0.012 (0.36)
$T_i \times Z_{i,-1}$			-0.058 (0.24)			-0.019 (0.14)
$T_i \times Z_{i,+1}$			0.009 (0.84)			-0.016 (0.21)
$T_i \times Z_{i,+2}$			-0.035 (0.47)			-0.018 (0.16)
$T_i \times Z_{i,+3}$			-0.041 (0.27)			-0.025** (0.01)
$GDP_{i,t}$		0.072*** (0.00)	0.070*** (0.00)		0.003*** (0.00)	0.003** (0.02)
$\Delta \ln(ASSBT_{i,t})$		0.273*** (0.00)	0.273*** (0.00)		0.096*** (0.00)	0.096*** (0.00)
$debratio_{i,t}$		-0.052 (0.24)	-0.053 (0.23)		-0.641*** (0.00)	-0.645*** (0.00)
Const.	Y	Y	Y	Y	Y	Y
Group F.E.	Y	Y	Y	Y	Y	Y
Year F.E.	Y	N	N	Y	N	N
Obs.	5,760	5,537	5,537	6,494	6,168	6,168
# of Firm	325	324	324	325	324	324

주1 : $T_i \times Z_{i,0}$ 는 기준변수로 제외됨

주2 : 괄호는 p-value

주3 : * p<0.1, ** p<0.05, *** p<0.01

IV. 경제력 집중 억제 시책의 경제적 효과

4.1. 개관

- 앞선 분석에서는 개별 규제 혹은 제도가 기업집단의 경영 성과와 기업가치에 미치는 영향을 살펴보았음
- 본 장에서는 개별 규제·제도가 아닌 정부의 기업집단 규제 일단이 경제성장에 미치는 영향을 분석함
- 구체적으로, 기업집단 규제의 강도를 측정하는 지수(이하 규제지수)를 구축하고 이를 바탕으로 실증분석을 실시함

4.2. 규제지수 구축

- 규제지수는 출자규제, 행태규제, 공시규제, 지주회사제도 총 네 가지 유형의 규제 강도를 가중평균하여 산출함
 - 각 유형은 공정거래백서와 기타 공정거래위원회 공식 문서를 참고하여 분류하였음
- 유형별 세부규제 항목은 <표 5>에 정리함

<표 5> 규제 유형 구분

규제 유형	세부규제 내용	현행법	구 공정거래법 (1990년 전부개정)	구 공정거래법 (1980년 제정)
출자규제	상호출자 금지	제21조	제9조	제7조의3
	신규 순환출자 금지제도	제22조	제9조의2	
	순환출자에 대한 의결권 제한제도	제23조		
	출자총액제한제도		제10조	제7조의4
행태규제	채무보증제한 제도	제24조	제10조의2	
	금융 및 공익법인 의결권 제한제도	제25조	제11조	제7조의5
	특수관계인에 대한 부당이익제공 금지제도	제47조	제23조의2	
	부당지원행위 금지제도	제45조제1항 제9호	제23조제1항제 7호	
공시규제	기업집단 현황공시 제도	제28조	제11조의4	
	비상장회사 중요사항 공시제도	제27조	제11조의3	
	대규모내부거래 이사회 의결 및 공시제도	제26조	제11조의2	
	특수관계인인 공익법인의 이사회 의결 및 공시	제29조		
	주식소유 현황 신고	제30조	제13조	
지주회사 제도	지주회사의 설립 금지		제8조	제7조의2
	지주회사의 설립 및 전환의 신고	제17조	제8조	
	지주회사의 부채비율 규제	제18조제2항 제1호	제8조의2제2항 제1호	
	지주회사의 주식 소유 요건	제18조제2항 제2호	제8조의2제2항 제2호	
	자회사의 주식 소유 요건	제18조제3항 제1호	제8조의2제3항	
	손자회사의 주식 소유 요건	제18조제4항	제8조의2제4항	
	중손회사의 계열사 소유 금지	제18조제5항	제8조의2제5항	
	지주회사 현황 보고	제18조제7항	제8조의2제7항	
	상호출자제한집단의 지주회사 채무보증 해소 의무	제19조	제8조의3	

4.2. 규제지수 구축

- 다음과 같은 과정을 거쳐 각 규제 유형과 세부규제의 가중치를 할당함
 - (고유가중치 할당) 우선 규제 유형별로 고유가중치를 부여함. 고유가중치는 해당 규제 유형이 기업집단의 경영활동에 가하는 부담의 수준을 나타냄. 출자규제는 4, 행태규제는 3, 공시규제는 2, 지주회사제도는 3을 부여하였음
 - 이동렬 외(2015), 이종한·최무현(2004)
 - (비중 설정) 다음으로 규제 유형 내에서 각 규제가 차지하는 비중을 지정함. 각 비중은 규제의 제재 수준과 최근 시정 실적 등을 기준으로 설정함 (<표 6>참고)

<표 6> 규제 내용별 가중치

규제 유형	세부규제 내용	고유 가중치	비중
출자규제	상호출자 금지	4	30%
	신규 순환출자 금지제도	4	20%
	순환출자에 대한 의결권 제한제도	4	10%
	출자총액제한제도	4	40%
행태규제	채무보증제한 제도	3	30%
	금융 및 공익법인 의결권 제한제도	3	10%
	특수관계인에 대한 부당이익제공 금지제도	3	30%
	부당지원행위 금지제도	3	30%
공시규제	기업집단 현황공시 제도	2	15%
	비상장회사 중요사항 공시제도	2	7.5%
	대규모내부거래 이사회 의결 및 공시제도	2	30%
	특수관계인인 공익법인의 이사회 의결 및 공시	2	7.5%
	주식소유 현황 신고	2	40%
지주회사 제도	지주회사의 설립 금지*	3	100%
	지주회사의 설립 및 전환의 신고	3	5%
	지주회사의 부채비율 규제	3	17%
	지주회사의 주식 소유 요건	3	17%
	자회사의 주식 소유 요건	3	17%
	손자회사의 주식 소유 요건	3	17%
	중손회사의 계열사 소유 금지	3	17%
	지주회사 현황 보고	3	5%
	상호출자제한집단의 지주회사 채무보증 해소 의무	3	5%

* 주: 지주회사 설립 금지 규제는 1999년 지주회사 허용 이전까지 지주회사 설립을 원천적으로 금지하는 조항이므로 1999년 이전 시점에 대해 100% 비중을 할당함

< 표 7 > 공시규제 시정실적

연도	현황공시		비상장회사 중요사항 공시		대규모 내부거래 공시	
	위반현황	과태료	위반현황	과태료	위반현황	과태료
2013	353건 181개 사	340백만원	224건 114개 사	440백만원	66건 41개 사	1,251백만원
2014	352건 179개 사	438백만원	123건 74개 사	193백만원	52건 32개 사	1,158백만원
2015	316건 143개 사	611백만원	97건 66개 사	204백만원	88건 41개 사	2,479백만원
2016	65건 41개 사	169백만원	34건 16개 사	50백만원	233건 23개 사	2,033백만원
2017	8건 7개 사	295백만원	-	-	19건 14개 사	784백만원
2018	97건 87개 사	348백만원	6건 6개 사	16백만원	91건 55개 사	1,969백만원
2019	109건 89개 사	400백만원	10건 9개 사	23백만원	53건 37개 사	652백만원
2020	78건 62개 사	406백만원	31건 19개 사	86백만원	47건 24개 사	817백만원
2021	79건 71개 사	166백만원	17건 12개 사	27백만원	35건 30개 사	719백만원
2022	52건 48개 사	188백만원	11건 11개 사	46백만원	32건 23개 사	610백만원
2023	61건 60개 사	191백만원	9건 9개 사	38백만원	32건 23개 사	455백만원

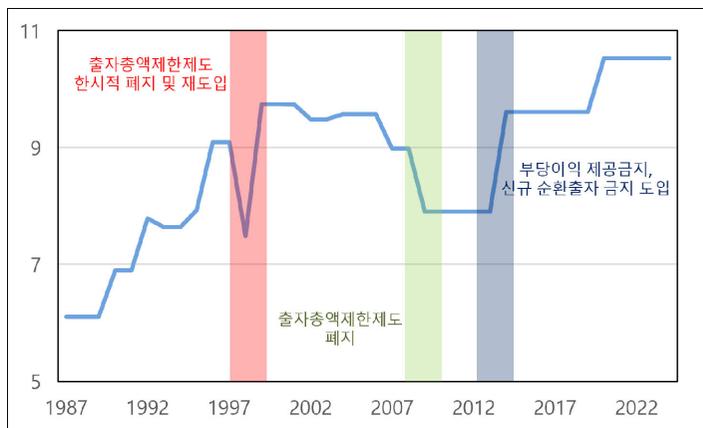
4.2. 규제지수 구축

- 다음과 같은 과정을 거쳐 각 규제 유형과 세부규제의 가중치를 할당함 (계속)
 - (규제 강화 및 완화 반영) 마지막으로 법 개정에 따른 규제 수준의 변화를 반영함
 - (신설 및 폐지) 규제가 신설된 경우 고유가중치에 비중을 곱하여 규제지수에 합산하였으며, 규제가 폐지된 경우 0을 곱하여 합산함
 - (규제 강화) 규제가 강화된 경우 $\text{지수} = \text{고유가중치} \times \text{비중}$ 에 1.2를 곱하여 규제지수에 합산하였으며, 규제가 완화된 경우 1.2를 나누어 합산함
 - (예외조항) 규제 적용의 예외 조항이 신설(규제 완화)된 경우 $\text{지수} = \text{고유가중치} \times \text{비중}$ 에 1.05를 나누어 규제지수에 합산하였으며, 예외 조항이 폐지(규제 강화)된 지수에 1.05를 곱하여 합산함

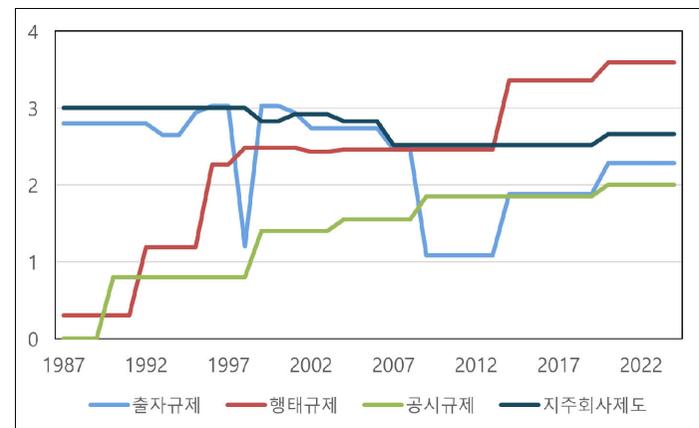
4.3. 규제지수 평가

- 규제지수는 1987년 기업집단 규제 도입 당시 6.1에서 2024년 10.5로 증가함 → 기업집단 규제 강화 ([그림 3] 참고)
- 규제 유형별로 살펴보면, 출자규제와 행태규제는 지속적으로 강화된 반면, 지주회사 규제는 1987년에 비해 다소 완화된 것으로 볼 수 있음 ([그림 4] 참고)

[그림 3] 규제지수 추이



[그림 4] 규제 유형별 규제지수 추이



4.4. 분석 모형

- 다음과 같은 회귀식을 추정하여 규제지수가 경제성장률과 시가총액 성장률에 미친 영향을 분석함

$$\Delta \ln(GDP_t) = \alpha + \beta_1 EMPLOY_t + \beta_2 INFLATION_t + \beta_3 \Delta \ln(MCAP_t) + \beta_4 REG_t + \epsilon_t$$

$$\Delta \ln(MCAP_t) = \alpha + \beta_1 EMPLOY_t + \beta_2 INFLATION_t + \beta_3 \Delta \ln(GDP_t) + \beta_4 REG_t + \epsilon_t$$

- 종속변수: GDP 성장률($\Delta \ln(GDP_t)$)과 시가총액 성장률($\Delta \ln(MCAP_t)$)임
- 독립변수: 규제지수(REG_t), 고용률($EMPLOY_t$), 물가상승률($INFLATION_t$)
- 분석 기간은 1987년부터 2022년까지이며, 분석 기간을 외환위기(1998년)와 글로벌 금융위기(2008년) 시점을 기준으로 나누어 모형을 추정함

4.5. 분석 결과 – 경제성장률 모형

- 1987~2022년 표본 모형(Model 1)에서 규제지수의 회귀계수가 음수로 추정됨
- Model 1 추정계수는 통계적으로 유의하지 않았으나, 여타 모형(Model3, Model4, Model6)의 회귀계수가 일관적으로 음수로 나타났음

<표 7> 경제성장률 모형 추정 결과

	Model 1 (87-22년)	Model 2 (99-22년)	Model 3 (87-08년)	Model 4 (09-22년)	Model 5 (99-08년)	Model 6 (87-99년)
$EMPLOY_t$	11.44 (0.35)	-1.64 (0.88)	27.64 (0.26)	9.48 (0.25)	-37.51 (0.32)	22.77 (0.62)
$INFLATION_t$	0.39 (0.18)	-0.32 (0.42)	-0.11 (0.83)	0.51 (0.28)	-0.67 (0.23)	-0.09 (0.92)
$\Delta \ln(MCAP_t)$	0.54 (0.74)	1.23 (0.47)	-0.08 (0.97)	-4.36 (0.19)	-0.08 (0.96)	0.46 (0.91)
REG_t	-0.40 (0.58)	0.54 (0.43)	-1.15 (0.41)	-0.40 (0.43)	3.04 (0.20)	-0.77 (0.77)
관측치 수	36	24	22	14	10	13
R^2	0.17	0.07	0.08	0.20	0.53	0.03

주: * p<0.1, ** p<0.05, *** p<0.01

4.5. 분석 결과 – 시가총액 모형

- 외환위기와 글로벌 금융위기가 포함된 1999~2008년 시기(Model 5)를 제외하면 모든 모형에서 규제지수의 회귀계수가 음수로 추정됨
- Model3과 Model6의 회귀계수는 5% 유의수준에서 통계적으로 유의한 것으로 나타남

<표 8> 시가총액 모형 추정 결과

	Model 1 (87-22년)	Model 2 (99-22년)	Model 3 (87-08년)	Model 4 (09-22년)	Model 5 (99-08년)	Model 6 (87-99년)
$EMPLOY_t$	0.02* (0.09)	0.00 (0.66)	0.05** (0.02)	0.00 (0.42)	-0.01 (0.82)	0.07** (0.01)
$INFLATION_t$	-0.02 (0.35)	0.06 (0.16)	-0.10* (0.05)	0.08** (0.04)	0.02 (0.86)	-0.16** (0.01)
$\Delta \ln(GDP_t)$	0.00 (0.74)	-0.03 (0.20)	-0.00 (0.97)	-0.03 (0.19)	-0.07 (0.47)	0.00 (0.91)
REG_t	-0.09 (0.26)	-0.02 (0.73)	-0.30** (0.03)	-0.03 (0.44)	0.15 (0.77)	-0.37** (0.03)
관측지 수	36	23	22	14	10	13
R^2	0.08	0.16	0.23	0.40	0.13	0.48

주: * p<0.1, ** p<0.05, *** p<0.01

5. 결론

- 본 연구의 핵심 기여는 개별 규제 혹은 제도 단위의 분석뿐만 아니라 거시적 단위에서 기업규제의 부정적 효과가 존재한다는 실증적 근거를 제시하였다는 데에 있음
- 다만, 규제지수 구축 과정에서 연구자의 자의적 해석이 다수 개입하였으므로, 지수의 신뢰성을 제고하기 위해 추가적인 자료 확보를 통한 보완이 요구됨

참고문헌

- 김재홍 · 김상은, (2007), “글로벌 환경하에서 대기업 규제의 정당성 평가,” 법경제학연구, 4(1), 1-38.
- 이재형, (2000), “지주회사의 본질과 정책과제,” 한국개발연구원 연구정책세미나, 1-272.
- 신현윤, 정중원, 육성권, 박성범, & 홍명수. (2021). '공정거래법 전면개정 이후 대기업집단정책의 방향'공정거래 전문가 좌담회. 경쟁저널, (207), 6-29.
- 광수환 · 최석봉, (2008), “지주회사 전환이 자회사의 경영성과와 기업가치에 미치는 영향“, 규제연구, 17(2), 97-131
- 김수정 · 오원정, (2022), “지주회사 전환 후 자회사의 기업가치에 영향을 미치는 기업특성“, 인문사회과학연구, 30(1), 50-76
- 김용현 · 장승욱, (2014), “지주회사 전환과 기업가치“, 대한경영학회지, 27(12), 2063-2078
- 김주현 · 박상인, (2021), “지주회사 체제로의 전환이 기업지배구조와 내부거래에 미치는 영향“, 경제학연구, 69(2), 29-64