

기업지배구조와 주식수익률의 관계에 관한 연구 :글로벌 금융위기 기간을 중심으로*

이재은

제1저자, 순천대학교 경상학부

권용재

공동주저자, EY한영 회계법인

박정민

공동저자, 울산대학교 경영학부

조재민

교신저자, 울산대학교 경영학부

Received 31 October 2018; Revised 20 November 2018; Accepted 29 November 2018

요 약

본 연구는 글로벌 금융위기를 겪었던 시점을 기준으로 소유구조를 중심으로 진행된 기존의 연구와 다르게 개별기업의 지배구조적인 특성을 종합적으로 평가한 자료를 이용하여 기타 요소들의 영향을 구체적으로 분석하였다. 또한 소유구조, 자본구조, 기업지배구조 등의 다각적인 측면에서의 특성이 개별기업의 주가하락에 어떠한 영향을 미치는지 살펴보았다. 실증 분석 결과, 기존 연구 결과와는 달리 부채비율 등 자본구조적인 특성은 경제위기시 기업가치 하락에 유의적인 영향을 미치지 않는 것으로 나타났으며, 외국인 지분율이나 재벌여부 등 소유구조적인 특성 또한 영향을 미친다는 직접적인 증거를 찾을 수 없었다. 반면, 기업지배구조는 주가에 긍정적인 영향을 미치는 것으로 나타나 경제 위기 상황에서도 지배구조가 좋은 기업은 대리인 문제가 완화되어 주가수익률에 긍정적인 영향을 미친 것으로 판단된다. 본 연구의 결과를 통해 기업이 경제위기와 같은 외부 충격을 겪을 경우 소유 및 자본구조적인 특성보다 실제적으로 기업지배구조적인 특성이 기업 가치에 더욱 중요하다는 것을 확인할 수 있었다.

핵심주제어 : 기업지배구조, 주식수익률, 글로벌 금융위기, 자본구조, 소유구조, 재벌

*본 논문은 한국연구재단과 아태경상저널에서 정한 윤리규정을 준수함.
본 논문은 공동주저자의 석사학위 논문을 기초로 하여 작성되었습니다.

A Study on the Effect of Corporate Governance on Korean Stock Returns during Global Financial Crisis period*

JaeEun Lee

Department of Trade, Sunchon National University

YongJae Gweon

Transaction Advisory Services, Ernst & Young Han Young

JungMin Park

School of Business Administration, University of Ulsan

Jaemin Cho

School of Business Administration, University of Ulsan

Received 31 October 2018; Revised 20 November 2018; Accepted 29 November 2018

Abstract

This study examines whether a firm's stock price returns are affected by corporate governance structures as well as ownership, capital and product market structures surrounding the global financial crisis. Apart from previous studies focusing mainly on ownership structures, this study uses more comprehensive governance-related data. Unlike previous studies, we find that firm characteristics such as whether a firm is a chaebol or not and the foreign ownership level do not have an influence on the decrease of firm value during the crisis period. Furthermore, there is little strong evidence that capital structure such as the level of foreign debt financing is significantly related to firm value during the economic downturn. In contrast, studies show that corporate governance is positively related with a firm's stock returns where a firm with a good corporate governance has its agency problems eased, resulting in positive effect in stock returns. Our results argue that the role of corporate governance is more important factor for firm value relative to ownership and capital structures especially during the financial crisis period.

Keyword : Corporate governance, Stock returns, Global financial crisis, Capital structure, Ownership structure, Chaebol

*All papers comply with the ethical code set by the National Research Foundation and the Asia-Pacific Journal of Business and Commerce.

This paper complies with the ethical codes set by NRA and AJBC

1. 서론

세계 경제는 개발도상국 및 선진국에 걸쳐 여러 위기들을 겪어 왔다. 우리나라도 외환위기, 글로벌 금융위기 등 두 차례에 위기를 겪으며 많은 것들이 변화되었다. 특히, 외환위기 이후 정부 주도하에 기업지배구조 개혁이 이루어졌다. 그 당시 아시아 국가들의 기업지배구조를 살펴보면 가족지배형 또는 소유경영자체제로 기업지배구조가 오랫동안 지속되어왔고 우리나라 대기업 같은 경우 재벌기업의 소유구조를 띄고 있어 단기간에 개선되기는 힘들었다. 그러나 글로벌 국제 경쟁시장에서 경쟁력을 갖추기 위해서는 기업지배구조의 개선은 풀어야할 숙제였다.

기업지배구조는 경영권을 둘러싼 권한 배분 구조를 의미하며, 주주와 경영자 사이의 관계, 주주의 발행주식 대비 소유비율에 따른 역할과 권한, 책임 소재이다. 기업지배구조는 주주, 경영진, 이사회 등 관계자들이 기업의 계획을 효과적으로 달성하기 위한 틀을 만들어 나감으로써 기업의 목표를 달성하는 데 기여할 수 있다. 기업지배구조는 주주의 가치를 창출하기 위한 구조인데 이는 기업의 전체적인 경영을 관리하고 통제하는 구조라고 정의할 수 있다. 이와 같은 지배구조를 구성하는 각각의 주체들은 감독당국, 내부감사인, 외부감사인, 이사회, 감사위원회, 최고경영자 등으로 볼 수 있다. 기업지배구조의 각 주체들이 효율적으로 작동하게 되면 대주주 및 지배주주는 자기의 사익을 추구하는 의사결정을 할 수 없고, 경영자의 의사결정에 따라 전체적인 이해관계를 조정할 수 있게 된다. 또한, 인위적으로 기업의 주가를 부풀리거나 감소시키는 행위, 기업의 부실을 감추기 위해 행해지는 회계부정 행위 등을 막을 수 있다. 따라서 지배구조는 조직 안에서 ‘견제와 균형의 원리’가 얼마나 잘 지켜지고, 조직의 생성목적이 효과적으로 달성되는가의 문제이며, 권한이나 통제와도 직결되기 때문에 모든 조직 및 사적관계에서도 중요한 문제이다. 일반적으로 대다수의 사람들이 지배구조와 소유구조가 동일한 것으로 알고 있으나 소유구조는 지배구조의 한 부분으로 밀접한 관련이 있는 것은 사실이나 동일하지는 않다. 지배권을 행사할 때 소유하고 있는 권한에 비례하여 행사한다면 문제가 발생하지 않겠지만, 지나치게 사용하거나 혹은 반대로 전혀 권한을 사용하지 않는 경우에도 문제가 발생할 수 있다. 박경서, 조명현(2002)는 광의의 기업지배구조는 기업 경영을 규율하는 다양한 메커니즘이고, 협의로는 기업경영을 책임지는 경영진의 선임과 경영진의 의사결정 과정을 통제하는 체계를 의미한다고 정의했다. Gillan(2006)은 기업지배구조는 크게 이사회 구성, 경영진 인센티브, 자본구조, 법과 정관, 내부통제 시스템을 다루는 내적 지배구조와 법과 규제, 자본시장, 노동시장, 자본 시장 정보 등에 대한 외적 지배 구조로 나눈다. 이러한 분류 하에 기업지배구조는 이사회 구조, 자본시장 지배구조, 보상, 부채와 대리인 비용, 소유구조 등에 대한 주제를 포함한다. 종합해보면 지배구조란 일반적으로 기업이 나아가야할 방향을 결

정하고 경영의사 결정을 견제, 감독하는 법적, 제도적 메커니즘을 말한다고 볼 수 있다. 그러나 기업의 발전단계가 다르고 기업이 성장해온 역사적, 제도적 맥락이 다르기 때문에 기업지배의 구체적인 개념은 국가나 논자별로 차이를 보이고 있다.

기업지배구조가 기업에 미치는 영향에 대한 연구결과를 보면, 일반적으로 기업의 지배구조는 기업 가치에 유의적인 영향을 미치는 것으로 나타난다. 지배구조가 효율적으로 이루어지게 되면 이사회가 활성화되고, 주주들의 권리가 보호되고, 경영자의 사적 이익 추구행위 방지 등 기업 가치에 긍정적인 영향을 미친다. 특히, 소유 구조에 중점을 두었던 외환위기 이전과는 다르게 2000년대에 들어서면서부터는 소액투자자의 보호 및 이사회 기능, 공시 분야에 이르기까지 지배구조를 보다 다각적인 관점에서 바라보고 있다. 하지만 기존에 국내 연구들은 지배구조가 기업에 미치는 영향이 기업이 처한 상황에 따라 달라질 수 있다는 것을 간과하고 있다. Johnson et al.(2000)의 연구에 따르면 지배구조가 좋지 않은 기업의 경영자일수록 경기 침체 등 기업이 처한 상황이 상대적으로 좋지 않을 때 주주들의 이익에 반하여 사적 이익을 추구하려는 경향이 더욱 커지는 특성을 가지고 있다. 이를 지배구조적인 측면에서 보면 지배구조가 기업에 미치는 영향은 기업이 처한 상황에 따라 달라질 수 있을 뿐 아니라 경기가 좋지 않을 때 그 영향력이 더욱 커질 수 있다는 것을 의미한다. 이외에 다른 연구들도 외환위기 등 경제위기 기간을 중심으로 진행되었는데 Johnson et al.(2000)과 Mitton(2002)은 1997년 아시아 경제위기 때 지배구조가 좋지 않은 국가일수록 주가하락의 정도가 유의적으로 컸을 뿐 아니라 다른 거시경제 요소들보다도 지배구조적인 특성이 주가에 더욱 유의적인 영향을 미친다는 결과를 제시하였다. 국내에서도 강준구, 백재승(2001)과 Baek et al.(2004) 등은 재벌그룹에 속하여 지배구조가 상대적으로 열악한 것으로 예상되는 기업일수록 경제위기 시 기업가치의 하락 정도가 크다고 주장하면서 기존의 주장들을 지지하고 있다. 이와 더불어 Beak et al.(2004) 및 Lemmon and Lins(2003) 등이 언급한 바와 같이 금융시장의 외생적인 충격이 발생한 시기를 연구기간으로 설정할 경우 지배구조와 기업가치 간에 존재할 수 있는 내생성 문제도 최대한 통제될 수 있는 장점이 있기 때문에 앞에서 언급한 연구들은 지배구조와 기업가치 간의 관계를 보다 명확하게 살펴보았다는 특징도 있다.

하지만 이들 연구는 한계점을 갖고 있다. 첫째 지배구조의 특성을 나타낼 수 있는 대용변수로 소유구조나 재벌그룹을 대다수 사용하고 있는데 이를 가지고 개별 기업의 지배구조를 충분히 설명할 수 없다. 외환위기 이후 실제로 지배구조 관련 제도의 규제로 인해 재벌기업들이 비 재벌기업에 비해 오히려 효율적으로 지배구조를 구성하고 있고, 박헌준 외(2006)는 오히려 재벌기업의 기업가치가 유의적으로 높다는 연구결과를 제시하고 있다. 이처럼 단순히 재벌여부 등으로 지배구조의 수준을 분류하는 것은 다소 한계가 있다. 백재승(2010)은 글로벌 금융위기 이후 지배구조 개선 등으로 인해 지

배구조가 기업에 미치는 영향이 감소하였다고 주장하고 있는데 이 역시 단순히 소유구조만을 고려한 결과이기 때문에 지배구조의 효과를 제대로 살펴보았다고 할 수는 없다.

둘째, 대부분 외환위기 이전 시기를 연구기간으로 선정하고 있다는 점이다. 국내에서는 실제로 외환위기 이후 이사회 및 감사기구 등 관련 제도가 본격적으로 마련되기 시작했고, 기업들도 지배구조를 개선하기 위해 제한적이기는 하지만 자발적으로 자구책을 마련하여 시행했다. 즉, 국내의 경우 외환위기 전후에는 기업 전체적으로 지배구조에 대한 인식이 낮았으며 영향력이 크지 않았기 때문에 그 시점을 연구기간으로 선정하여 도출된 결과들이 지배구조가 기업 가치에 미치는 영향을 종합적으로 설명하고 있다고 보기는 힘들다.

본 연구는 글로벌 금융위기를 중심으로 지배구조 특성, 자본구조 특성 등 다양한 시각에서 어떠한 영향을 미쳤는지 살펴볼 것이다. 또한, 과거 금융위기 및 기업지배구조에 관련된 선행 논문들을 응용하여 분석에 사용하고자 한다.

본 논문의 구성은 다음과 같다. 제 1장에서는 본 연구의 배경 및 목적과 연구의 방법 및 내용에 대해 살펴본다. 제 2장에서는 이론적 배경 및 선행연구들을 살펴본다. 먼저 기업지배구조 유형은 어떤 것이 있으며 기업지배구조와 경제위기, 기업지배구조와 기업 가치에 대한 기존의 선행연구들을 살펴본다. 제 3장에서는 한국의 기업지배구조 현황을 알아보고, 본 연구에서 사용하는 모형은 무엇이고, 자료는 무엇을 사용하는지, 추정결과가 어떻게 나왔는지 분석하고, 제 4장에서는 결론을 제시한다.

2. 이론적 배경 및 선행연구 검토

2.1. 기업지배구조 유형

기업지배구조는 누가 기업지배권을 가지느냐에 따라 주주중심주의 모형과 이해관계자 중심주의 모형으로 구분할 수 있다. 다른 말로 주주 자본주의와 이해관계자 자본주의라고도 한다. 주주중심주의 모형은 대표적으로 영미권에서 사용되고 있으며, 지배구조의 핵심목표를 주주이익 보호 및 극대화에 두고 있다. 주주이익을 보호하는 것은 주주들이 여타 이해관계자들의 확실한 기업자산청구권과 다르게 위험을 부담한 잔여 청구권을 가지기 때문이다. 그리고 자본시장에 의존하며 공정한 시장조건을 조성하기 위해 주식시장 참여자들 모두에게 동등한 정보제공을 전제로 한다. 반면에, 이해관계자 중심주의 모형은 대표적으로 일본, 독일에서 사용되고 있으며, 이해관계자인 주주가 위험부담에 상응하는 권리를 가지면서도 채권자, 종업원 등 기업의 핵심적인 이해 관계자들도 기업지배에 참여하고, 경영자는 이들에게도 일정 부분 책임을 져야 한다고 본

다. 또한, 외부의 소액 주주들은 기업 정보의 획득이 어려워 정보의 비대칭성이 발생하고, 기업의 이해관계자들은 기업과의 장기적인 관계를 맺는 것에 초점을 두어 보다 안정적인 소유구조를 갖게 되는 경향이 있다 (이선 외, 2000).

2.2. 기업지배구조와 경제위기시 주가수익률

90년대 후반 아시아 외환위기가 우리에게 주는 시사점은 다른 위기들과 비교해 봤을 때 전 세계적으로 광범위한 영향을 주었고 이는 금융 및 자본의 자유화로 인해 자본의 이동성이 크게 확대되고 자본이 아시아국가에 몰리면서 버블이 형성되고 붕괴되는 과정을 통해 만들어 졌다는 것이다. 결과적으로 보면 외환위기를 통해 국제기구 및 주요국과의 협력체제가 강화되었고 한국 기업의 지배구조도 변화되기 시작했다.

Johnson et al.(2000)은 아시아 25개 국가를 분석해보니, 외환위기 때 소액주주를 보호할 수 있는 법적 제도들이 체계적으로 구축되어 있지 않아 지배구조가 상대적으로 취약한 국가일수록 기업가치가 유의적으로 크게 하락했음을 확인했다. 또한, 다른 거시경제 변수들을 모두 통제할 경우에도 지배구조가 환율 및 주가수익률에 미치는 영향이 일관되게 나타나 외환위기로 인한 아시아 국가들의 기업가치 하락에는 지배구조도 중요한 원인 중 하나라는 결과를 제시했다.

국내에서는 외환위기 이후 위기의 원인으로 지적된 불합리한 기업지배구조를 개선시키기 위해 기업지배구조에 관한 연구가 국내에서 활발하게 진행되었고, 이를 통해 지속적으로 기업지배구조 개선을 위해 모범 기준안을 만드는 등 많은 노력이 이루어졌다. 이와 관련된 선행연구를 살펴보면, 신현한·장진호·조영준(2004)의 연구에서는 국내의 외환위기 이후 애널리스트의 기업의 이익 예측정확성이 향상되었다고 보고하고 있으며, Joh(2003)의 연구에서는 외환위기전에 국내의 지배구조는 매우 취약했고, 소유권이 적은 주주보다 지배주주가 더 많은 수익을 가져갔다고 분석하였다. 즉, 위기가 발생했을 때 수익성이 낮은 기업 같은 경우는 부실대출이 증가하고 재정이 악화될 가능성이 높아 전반적인 수익성에 대한 검토가 필요하다고 보고하였다.

국외연구를 살펴보면, Lemmon and Lins(2003)의 연구에서는 외환위기 동안 가족지배형 기업지배구조보다 경영진과 가족소유주가 분리되어있는 기업들이 주가 수익률 상에서 12퍼센트 정도 높은 수익을 냈었고, 기업성과 측면에서도 20퍼센트 높았다. 즉 기업지배구조가 투명한 기업일수록 위기 상황에 빠져도 견고하다는 것을 보여준다.

Erkens, Hung and Matos(2012)의 연구에서는 2008년 글로벌 금융위기에 기관투자자의 지분율이 높고, 이사회가 독립적일수록 타 금융기관에 비해 더 나쁜 주가 수익률을 보였다고 말한다. 그 이유는 기관투자자의 지분율이 높고 이사회가 독립적일수록 더 많은 위험을 감수했고, 글로벌 금융위기 기간에 더 많은 손실이 발생했다. 더불어, 이사회가 독립적일수록 경제위기동안에 자기자본을 더 많이 보유하려고 했고, 이는 주주

에서 채권자로의 부의 이전을 이끌었다. 종합해보면, 기관투자자의 지분율이 높고 이사회가 독립적인 기업이 글로벌 금융위기 기간에 더 많은 영향을 받았음을 알 수 있다.

Fuller and Goldstein(2011)은 배당이 기업에 미치는 영향이 경기 상황에 따라 달라진다는 연구결과를 제시했다. 1970년부터 2007년까지 미국 기업을 대상으로 배당을 지급하는 기업과 지급하지 않는 기업 간의 주가 변화를 분석하였다. 분석한 결과 시장이 하락하는 시기일 때에는 배당을 지급하는 기업의 가치가 유의적으로 높았다. 배당의 규모보다는 배당을 한다는 존재 자체가 중요한 영향을 미친다는 결과를 제시함으로써 지속적인 배당은 투자자들에게 기업의 배당지급 능력을 보여줌과 동시에 대리인 문제를 완화시킬 수 있는 역할도 수행한다고 주장했다.

국내에서 경제상황에 따라 지배구조가 기업 가치에 미치는 영향을 구체적으로 연구한 논문은 백재승(2006)의 연구가 대표적이다. 외환위기 기간인 1996년 1월부터 1998년 6월까지를 주가 하락기, 1998년 7월부터 1999년 12월까지를 상승기로 분류하였고, 유가증권시장에 상장한 기업들을 중심으로 하여 조사한 결과 주가 하락기에는 대주주 지분율과 외국인 지분율이 모두 주가수익률에 양(+)의 영향을 미쳤으나, 주가 상승기에는 대주주 지분율은 주가 수익률에 음(-)의 영향을 외국인 지분율은 양(+)의 영향을 미치는 것으로 나타났다. 하지만 재벌여부는 주가 하락기 및 상승기 모두 유의적이지 않은 것으로 나타나 재벌여부를 기준으로 대리인 문제의 영향을 분석한 기존의 선행연구들과 상반된 결과를 제시하였다. 또한, 국내 기업들이 지속적으로 지배구조 개선을 하면서 소유구조가 변화되어 대주주 지분율 등이 주가에 미치는 영향이 감소하였다고 주장하였다. 하지만 이 기간 동안에 지배구조에 대한 본격적인 변화는 실제적으로는 크지 않아 한계가 있다고 판단된다.

2.3. 기업지배구조와 기업가치

기업지배구조와 재무적 성과, 기업 가치와의 상관성을 증명하기 위해 많은 연구가 시행되었으며, 국제적 기업지배구조 기준을 적용한 회사는 높은 수준의 주식가치가 인정되는 등의 상관성을 입증하는 연구결과가 나오기 시작했다.

Gompers, Ishii, and Metrick(2003)은 1990년에서 1999년 동안 미국의 상위 1,500개 대기업을 대상으로 주주 권리의 수준에 대한 대용변수로서 기업지배구조지표를, 기업가치의 종속변수로는 Tobin's Q를 사용하였고 독립변수는 지배구조지수, 시장자본규모 등을 사용하여 지배구조가 좋은 기업이 그렇지 못한 기업보다 높은 경영성과를 보인다는 결과를 도출해냈다. 주주권이 강한 기업일수록 높은 기업가치, 높은 이익, 낮은 자본비용을 나타내었다.

Durnev and Kim(2003)의 연구에서는 CLSA의 기업지배구조지표를 이용하여 2000년도의 지배구조지수를 산출하였다. CLSA는 57개 항목을 크게 7가지로 그룹으로 분류하

여 분석하였다. 7가지 그룹은 주주중시, 투명성, 독립성, 이사회 운영, 책임성, 소액주주 보호, 사회적 책임이었다. 여기에 S&P의 투명성 점수 등을 추가하여 종합적인 지배구조평점을 산정하였다. 이렇게 산정된 평점과 성장기회, 외부금융 필요성 등과의 관련성을 분석한 결과 성장여건이 좋고 외부금융의 필요성이 큰 기업일수록, 현금흐름권리가 집중화된 기업일수록 높은 질의 지배구조를 갖는 것으로 분석되었다. 또한, 앞에 Gompers의 연구결과와 비슷하게 Tobin's Q를 사용한 기업 가치와의 관계에서는 지배구조가 좋은 기업일수록 더 높은 가치를 갖는 것으로 나타났다.

Drobtetz(2003)의 연구에서는 독일기업에 대하여 기업지배구조공약, 주주의 권리, 투명성, 이사회 운영과 감사위원회, 감사 등의 5개의 부문, 총 30개의 지배구조 대응변수로 기업지배구조평점(CGR)을 산출하였다. CGR과 기업가치 간의 관계를 일반회귀분석과 2단계 최소자승법(2SLS)을 사용하여 분석한 결과 지배구조와 기업가치 간에는 인과관계가 존재한다는 결과가 산출되었다. 또한 높은 CGR 기업은 사고 낮은 CGR기업은 파는 투자전략을 사용하는 경우에 년 12%의 초과이익을 얻을 수 있는 것으로 나타났다(김동욱·김병곤, 2013).

국내연구로는 윤봉한·오재영(2005)가 한국기업지배구조원의 설문조사 데이터를 바탕으로 기업지배구조지수가 양호한 기업일수록 양의 초과수익률을 나타낸다고 보고하였으며, 다. 기업지배구조등급이 우수한 기업들의 주식 수익률을 분석한 결과, 지배구조등급이 낮은 기업보다 높은기업이 등급을 받기3일전부터 양의 초과수익률을 보인다고 분석하였으며, 김동순·엄승섭(2008)은 국내 기업의 기업지배구조등급을 이용하여 기업가치(Tobin'sQ)간의 양의 유의성이 있다고 보고하였다. 조광현 외(2010) 역시 기업지배구조등급을 활용하여 등급의 하향조정, 상향조정에 따른 주가의 누적평균수익률을 분석하여 유의한 관계를 도출하였다.

이 외에도 다양한 국내연구를 살펴보면, 기업지배구조가 우수할수록 경영성과가 높고, 의사결정 효율성과 합리성이 높다고 보고되고 있다 (이호갑·손영건, 2009; 오훈석·최국현, 2011).

그러나 지금까지 국내외 연구들은 대부분 소유구조와 기업가치간의 관계에 중점을 두고 연구를 했다. 외환위기 이후 국내에서 지배구조 변화를 위해 소유구조뿐만 아니라 이사회 및 공시, 그리고 감사기구 및 경영과실 배분 등 다양한 측면에서 제도 개선을 실시하였다는 점을 고려하면 본 연구에서는 외환위기 동안의 국내 지배구조에 대한 본격적인 변화는 실제적으로는 크지 않았지만, 글로벌 금융위기를 겪었을 때 기업지배구조와 기업 가치에 미치는 영향을 살펴보는 것은 중요한 의미를 가질 것이라 판단된다.

3. 연구방법

3.1. 연구모형

글로벌 금융위기와 같은 경제위기가 발생했을 시에 지배구조의 특성이 기업 가치에 미치는 영향이 유의적인 차이를 보이는지 살펴보기 위해 본 연구에서는 기존 연구를 바탕으로 아래의 식 (1)을 기본적인 분석모형으로 선정하였으며 각 변수에 대한 구체적인 설명은 <표 1>에 정리하였다.

$$\begin{aligned}
 HPR_{i,t} = & \beta_0 + \beta_1 CG_{i,t-1} + \beta_2 LEVERAGE_{i,t-1} + \beta_3 FLEVERAGE_{i,t-1} & (1) \\
 & + \beta_4 FOREIGN_{i,t-1} + \beta_5 FSALE_{i,t-1} + \beta_6 CASH_{i,t-1} + \beta_7 MB_{i,t-1} \\
 & + \beta_8 PAST_RETURN_{i,t-1} + \beta_9 std_RET_{i,t} + \beta_{10} ROE_{i,t-1} \\
 & + \beta_{11} LnTA_{i,t-1} + \beta_{12} CHAEBOL_{i,t} + \epsilon_{i,t}
 \end{aligned}$$

위의 수식 (1)에서 종속변수인 HPR(holding period return)은 백재승(2006)과 백재승(2010) 등 기존 연구와의 일관성을 맞추기 위해 글로벌 금융위기가 가장 심화되었던 2008년 1월부터 2009년 12월 기간 동안 개별기업의 주별 주가수익률을 이용하여 산출한 보유기간수익률이며 아래의 수식 (2)과 같이 계산하였다(백재승, 2006; 백재승2010). 실증 분석 필요한 기업의 재무자료 및 주가수익률은 Nice신용평가정보원에서 제작한 Kis-Value, 한국상장회사협의회에서 발행한 상장회사 데이터 파일(TS-2000), 한국증권거래소 및 금융감독원에서 보관하고 있는 사업보고서와 각 기업의 감사보고서 등을 이용하였다.

또한, 주가변화가 기업지배구조 및 기업특성에 의해 어떻게 설명될 수 있는지를 분석하기 위해서 횡단면회귀분석(cross sectional)을 이용하였다. 횡단면회귀분석을 이용하고 장기주가변화(보유기간수익률)를 종속변수로 사용하였고, <표 1>에 있는 자본구조 변수 및 소유구조 변수들을 포함한 기업지배구조와 기업특성을 설명변수로 하여 실시하였다.

$$HPR_{i,t} = \prod_{i=t_0}^{t_n} (1 + weekly\ return_{i,t}) - 1 \quad (2)$$

〈표 1〉 주요 변수의 설명

변수명	변수설명	자료 출처
HPR	2008.1~2009.12월까지 개별기업별 보유기간수익률	Kis-Value
CG	지배구조 총점 대비 개별기업이 취득한 지배구조 점수	한국기업지배구조원
LEVERAGE	총부채/총자산	Kis-Value, Ts-2000
BOND	회사채/총부채	Kis-Value, Ts-2000
FLEVERAGE	외화부채/총부채	Kis-Value, Ts-2000
FSLEVERAGE	단기 외화 부채/총부채	Kis-Value, Ts-2000
FOREIGN	외국인 지분율	Kis-Value, Ts-2000
FSALE	해외 매출액/총매출액	Kis-Value, Ts-2000
CASH	영업이익+감가상각비/총자산	Kis-Value, Ts-2000
MB	장부가 대비 시장가격	Kis-Value, Ts-2000
PAST-RETURN	과거 1년간 개별기업의 누적수익률	Kis-Value
std-RET	2008.1~2009.12월까지 개별기업별 주별 보유기간수익률의 표준편차	Kis-Value
ROE	당기순이익/총자본	Kis-Value, Ts-2000
LnTA	총자산의 자연로그 값	Kis-Value, Ts-2000
CHAEBOL	재벌소속 기업은 1, 나머지는 0	Ts-2000, DART

독립변수는 회계연도 2007년을 기준으로 사용하여 종속변수와 시차를 두도록 함으로써 존재할 수 있는 내생성을 최대한 통제하였다. 크게 지배구조 특성, 자본구조 특성, 해외 매출규모, 유동성, 미래 성장기회, 주가 모멘텀, 수익성, 그리고 기업위험 등으로 분류하였으며 추가적으로 기업규모 및 소속시장 등도 통제변수로 고려하였다. 먼저, 기존의 연구들과 비교하기 위해 지배구조 변수에 외국인지분율을 포함하였는데 외국인 투자자들은 일반적으로 기업의 장기적인 성장을 근거로 투자를 하기 때문에 경제위기 등으로 인해 일시적으로 기업가치 하락이 발생할 경우 이를 방어하기 위해 적극적으로 경영활동에 참여할 가능성이 높다. 따라서 외국인 지분율이 높을수록 금융위기에 따른 주가하락 정도는 유의적으로 낮을 것으로 예상되어 종속변수에 양(+)의 영향을 미칠 것으로 추측된다. 재벌기업의 경우 강준구·백재승(2001) 및 Baek et al.(2004)가 주장하고 있듯이 소유-지배 괴리도가 높고 순환출자 등으로 인해 대리인 문제를 발생시킬 가능성이 높기 때문에 경기 하락 시에 주가하락을 겪을 가능성이 높아 종속변수와 유의적으로 음(-)의 관계가 있을 것으로 예상된다. 더불어, Johnson et al.(2000) 및 Mitton(2002)이 연구 결과에서도 나와 있듯이 효율적인 지배구조를 가진 기업일수록

금융위기 등이 발생할 경우 그렇지 않은 기업에 비해 상대적으로 기업가치 하락 정도가 낮기 때문에 본 연구의 주요 변수인 개별기업의 지배구조점수는 종속변수와 유의적인 양(+)의 값을 갖는다.

한편, 경제 상황이 위기국면일 경우에 부채를 많이 사용하는 기업일수록 재무위험이 높아져 자본비용이 상승되고 기업 가치에 부정적인 영향을 미칠 수 있다. 글로벌 금융위기 때에는 원화가치가 하락하여 외화부채를 사용하는 기업일수록 주가가 크게 하락할 가능성이 높다. 뿐만 아니라 회사채 비중이 높은 기업은 낮은 기업보다 상대적으로 기업가치하락의 정도가 유의적으로 클 수 있으며 단기외화부채가 많은 기업은 상대적으로 채무 불이행 위험이 높을 가능성이 존재한다.

그밖에도 매출액 대비 해외매출 비율을 통제하여 상품시장에서의 영향을 고려하였고, 유동성을 통제하기 위한 총자산 대비 현금흐름 비율도 통제변수에 포함하였다. 특히 유동성이 높은 기업은 경제 위기 시에 자본조달의 어려움을 극복할 수 있는 능력이 높으므로 종속변수인 HPR과 유의적인 양(+)의 관계를 가질 것으로 예상된다. 또한 기존의 연구를 바탕으로 미래 성장성 및 주가 모멘텀, 수익성, 기업위험 및 기업규모, 그리고 소속시장 더미 변수 등을 포함함으로써 관련 효과를 통제하도록 모형을 설정하였다.

3.3. 자료

글로벌 금융위기 시점을 기준으로 본 연구에서는 2008년 1월 현재, 유가증권시장에 상장되어 있는 비 금융기업을 연구대상으로 선정하였다. 연구기간으로 2008년 금융위기만을 고려한 이유는 주요 변수인 개별기업의 지배구조점수가 2002년부터 산출 및 발표되고 있기 때문이다. 더불어 이들 기업 중 직전년도 재무제표 자료가 공시되어 있지 않은 기업이나 관리 대상으로 등으로 지정되었던 기업, 그리고 결산 월이 12월이 아닌 기업을 제외한 후 코스피 577개 기업을 최종 표본으로 선정하였다.

이 논문에 핵심인 개별기업이 취득한 지배구조 점수는 한국기업지배구조원에서 매년 평가는 기업지배구조점수를 이용한다. 한국 기업지배구조원은 매년 <표 2>과 같은 평가항목을 이용하여 유가증권시장과 코스닥 시장에 상장된 기업들을 대상으로 기업지배구조지수를 측정한다. 한국기업지배구조원에서는 사업보고서 및 금융감독원의 전자공시시스템(DART) 등의 공시자료 조사와 기업에 대한 직접적인 설문조사를 통해 각 지배구조 항목에 대한 평가를 실시한다. 평가된 항목은 점수화되어 각각 항목별 점수와 총점이 기록된다.

좀 더 구체적으로 살펴보면 크게 주주 권리보호, 이사회, 공시, 감사기구, 경영과실배분 5가지로 나뉜다. 첫째, 주주 권리보호는 주주 권리의 보호 및 행사편의성, 소유구조, 특수 관계인과의 거래로 분류된다. 주주 권리의 보호 및 행사편의성의 대표적인 내용

은 소수주주권 행사는 잘 이루어지고 있는지, 정기주주총회 개최 전에 관련정보가 사전에 잘 제공되고 있는지 등이다. 다음으로 소유구조는 최대주주 및 특수 관계인의 지분을 합계가 얼마나 되는지가 주요 평가 내용이고 최대주주 및 특수 관계인과의 거래 실적 및 계열회사와의 거래실적을 평가하는 것이 특수 관계인과의 거래의 대표적인 내용이다. 둘째, 이사회는 이사회의 구성, 이사회의 운영과 평가 및 보상으로 나뉜다. 먼저, 이사회의 구성은 사외이사 구성현황, 사외이사후보추천위원회, 보상위원회의 설치 및 구성현황이 대표적인 평가내용이고, 이사회 및 이사회 내 위원회, 사외이사의 활동내역 및 평가결과가 주요 내용이다. 셋째, 공시는 공시일반과 홈페이지 공시로 나뉜다. 공시일반은 기업설명회 실적 및 사전예고 여부, 사외이사의 겸직 및 겸업내역 등이 평가내용이고, 이사회 및 이사회 내 위원회 관련사항, 기업지배구조 모범규준과의 차이 및 평가등급 등이 홈페이지 공시에 평가내용이다. 넷째, 감사기구의 형태, 감사기구의 업무지원을 위한 독립된 감사부서의 존재, 감사위원회의 설치, 구성 및 운영현황 등이 감사기구의 주요 평가내용이다. 다섯째, 경영과실배분은 배당수익률 현황 및 최근 3년간 배당성향이 주요 평가내용이다. 본 연구에서는 기업지배구조점수 총점을 이용하였다. 총점의 경우 2003년에는 160점 만점이었던가 2004년 이후부터 300점 만점으로 바뀌었다.

<표 2> 지배구조평가 항목 및 주요 내용

항목(대분류)	항목(중분류)	주요 내용
주주권리보호	주주권리의 보호 및 행사편의성	-기업지배구조 현장 및 임직원 윤리규정 도입 -집중투표제, 서면투표제 및 전자투표제 도입 -적대적 M&A 관련 원천적 방어수단 도입 -소수주주권 행사현황
	소유구조	-정기주주총회 개최 전 관련정보 사전제공 -최대주주 및 특수관계인의 지분을 합계 -등기임원, 계열회사 지분을 합계
	특수관계인과의 거래	-최대주주 및 특수관계인과의 거래실적 -계열회사와의 거래실적
이사회	이사회 구성	-이사회 구성현황 -대표이사 및 이사회 의장의 분리여부 -사외이사 후보추천위원회, 보상위원회의 설치 및 구성현황
	이사회 운영, 평가 및 보상	-이사회 및 이사회 내 위원회의 활동내역 및 평가결과 -사외이사의 활동내용 및 평가결과 -등기임원에 대한 주식성과급 부여
공시	공시일반	-기업설명회(IR) 실적 및 사전예고 여부 -자진, 정정, 조회, 장마감이후 공시 등 공시실적 -영업손익 등 사업실적 및 예측정보 관련사항 -사외이사의 겸직 및 겸업내역
	홈페이지 공시	-이사회 및 이사회 내위원회 관련사항 -영업보고서 및 수시공시사항 -기업지배구조 모범기준과의 차이 및 평가등급 -개별등기임원 보수 현황
감사기구	감사기구 일반	-감사기구의 업무지원을 위한 독립된 감사부서 존재 -감사위원회의 설치, 구성 및 운영현황 -외부감사인의 비 감사용역현황
경영과실배분	경영과실배분 일반	-배당수익률 현황 및 최근 3년간 배당성향 -중간 또는 분기배당 실시여부

출처: 기업지배구조원(<http://www.cgs.or.kr/>) 공시자료

4. 실증분석결과

<표 3>은 최종 표본 기업들의 기초통계량을 제시한 것으로 전체 표본의 기초통계량을 기준으로 재분류하여 분석한 결과이다. 전체 표본의 기초통계량을 보면 연구기간 동안 기업들의 보유기간수익률(HPR)은 평균 약 -40.2%인 것으로 나타나 백재승(2010)의 연구와 유사한 값을 가지는 것을 확인할 수 있다. 그리고 지배구조 관련 점수

들은 100점을 기준으로 약 38.0점 밖에 되지 않아 아직 개선을 위한 노력이 더욱 필요하다는 것을 알 수 있다.

<표 3>에서 HPR은 2008년 1월~2009년 12월까지 개별기업별 보유기간수익률을 나타내며 CG는 각각 개별기업이 취득한 지배구조점수로 총점으로 표준화하여 사용하였다. LEVERAGE는 총자산 대비총부채 비율, BOND는 총부채 대비회사채 비율을 나타낸다. FLEVERAGE는 총부채 대비외화부채 비율, FSLEVERAGE는 총부채 대비 단기외화부채 비율, FOREIGN은 외국인 지분율, FSALE은 총매출액 대비 해외매출액 비율을 나타내며 CASH는 총자산 대비 영업이익과 감가상각비의 합인 비율, MB는 장부가 대비 시장가격 비율, PAST_RETURN는 과거 1년간 개별기업의 누적수익률, std_RET는 동 연구기간 동안 보유기간수익률의 표준편차를 나타낸다. ROE는 총자본 대비 당기순이익 비율, LnTA은 총자산의 자연로그 값, CHAEBOL은 재벌소속 기업은 1, 나머지는 0의 값을 갖는 더미변수이다.

<표 3> 주요 변수들의 기초통계량

	N	Min	Mean	Median	Max
HPR	577	-0.961	-0.402	-0.448	1.758
CG	577	0.128	0.380	0.361	0.868
LEVERAGE	577	0.059	0.436	0.452	0.890
BOND	577	0.000	0.075	0.000	0.511
FLEVERAGE	577	0.000	0.132	0.053	0.779
FSLEVERAGE	577	0.000	0.108	0.036	0.734
FOREIGN	572	0.000	0.121	0.051	0.861
FSALE	556	0.000	0.283	0.115	0.999
CASH	577	-0.181	0.051	0.048	0.220
MB	577	0.348	1.539	1.094	7.715
PAST-RETURN	577	-0.599	0.409	0.231	3.948
std-RET	577	0.039	0.089	0.087	0.175
ROE	577	-0.191	0.046	0.044	0.208
LnTA	577	17.085	19.539	19.198	23.612
CHAEBOL	577	0.000	0.287	0.000	1.000

<표 4>에서는 글로벌 금융위기 시 개별기업의 지배구조적인 특성이 기업가치 하락에 미치는 영향을 분석하였다. 각 분석에는 4개의 모형을 사용하였으며 결측값으로 인해 각 Model 별로 표본수는 약간 차이가 난다. 먼저 Model 1에서는 지배구조 변수와

부채비율의 영향을 분석하였고, Model 2에서는 회사채와 관련된 영향을 분석하여 자본구조의 추가적인 영향에 대해 확인했다. Model 3에서는 외화부채, Model 4에서는 단기 외화부채의 영향을 고려하여 자본구조 중에서도 외환관련 부채가 미치는 영향에 대해 확인했다.

지배구조 총점을 이용하여 영향력을 분석한 <표 4>의 결과를 살펴보면 부채비율을 고려한 Model 1을 제외하고 모든 모형에서 지배구조총점은 HPR에 유의적인 양(+)의 영향을 미치는 것으로 나타났다. t값이 유의수준 5%기준으로 Model 1을 제외하고 모두 유의한 것으로 나타났다. 즉, 글로벌 금융위기 기간 동안 지배구조가 좋은 기업일수록 주가가 상대적으로 더 높았다는 것을 의미한다. 외국인 지분율은 음(-)의 회귀계수 값을 가졌고 유의적이지도 않아 기존 선행연구와 차이점을 보였다. 부채비율 변수는 회귀계수가 유의적이지는 않았지만, 모든 모형에서 음(-)의 값을 보이며 글로벌 금융위기 시 부채비율이 높은 기업일수록 채무불이행 위험 등의 요소 때문에 실제적으로 기업가치가 하락할 가능성이 높은 것으로 나타났다. 좀 더 세부적으로 살펴보면, 회사채 비율 변수가 모두 유의적으로 음(-)의 값을 가지는 것으로 보아, 회사채 비중이 많은 기업들이 자본제약 등이 발생할 확률이 높아져 경제위기 시에 기업 가치에 부정적인 영향을 미친다는 것을 확인할 수 있었다.

반면, Model 3, Model 4를 보면 외화부채와, 단기외화부채의 계수의 부호가 일관되지 않고, 유의적이지도 않음을 알 수 있었다. 따라서, 글로벌 금융위기 시에 외화부채나, 단기외화부채가 많은 기업들이 기업 가치에 부정적인 영향을 끼친다는 직접적인 증거는 찾을 수 없었다.

〈표 4〉 지배구조의 영향력에 대한 회귀분석 결과

	MODEL 1	MODEL2	MODEL3	MODEL4
Intercept	-0.071 (0.431)	-0.183 (0.433)	-0.138 (0.442)	-0.135 (0.442)
CG	0.092 (0.059)	0.098* (0.059)	0.103* (0.059)	0.104* (0.059)
LEVERAGE	-0.037 (0.052)	-0.021 (0.053)	-0.004 (0.053)	-0.002 (0.053)
BOND		-0.163** (0.064)	-0.240*** (0.080)	-0.248*** (0.082)
FLEVERAGE			-0.055 (0.062)	-0.128 (0.162)
FSLEVERAGE				0.089 (0.181)
FOREIGN	-0.043 (0.086)	-0.048 (0.086)	-0.074 (0.087)	-0.074 (0.087)
FSALE	-0.027 (0.031)	-0.031 (0.031)	-0.040 (0.033)	-0.040 (0.033)
CASH	0.431*** (0.128)	0.387*** (0.129)	0.391*** (0.129)	0.394*** (0.129)
MB	-0.023*** (0.008)	-0.022*** (0.008)	-0.021*** (0.008)	-0.021*** (0.008)
PAST-RETURN	-0.011 (0.015)	-0.013 (0.015)	-0.015 (0.015)	-0.015 (0.015)
std-RET	-0.734** (0.324)	-0.807** (0.325)	-0.902*** (0.327)	-0.914*** (0.328)
ROE	0.053** (0.026)	0.050** (0.026)	0.053** (0.026)	0.053** (0.026)
LnTA	-0.025** (0.013)	-0.022* (0.013)	-0.022 (0.014)	-0.022 (0.014)
CHAEBOL	0.017 0.034	0.014 0.034	0.014 0.034	0.014 0.034
Number of observations	564	563	558	557
F-value	4.51***	4.55***	4.40***	4.26***
Adj.R ²	0.0624	0.0655	0.0677	0.0672

주: 각 회귀계수 아래의 ()는 표준오차를 나타내며 *p<0.05, **p<0.01, ***p<0.001

분석 결과, 현금보유가 많고 수익성이 좋은 기업일수록 글로벌 금융위기 때 추가하락 정도가 유의적으로 낮게 나왔다. 이는 기존의 선행연구와 일치하는 결과이다. 또한, 기

업의 주가변동성이 클수록 주가하락이 크다는 기존의 연구 결과도 재확인할 수 있었다. 하지만 미래 성장성이 높은 기업은 경제위기 시 주가하락의 정도가 유의적으로 크게 나타났다. 그 이유는 성장성이 높은 기업이 경제위기시에 외부자본시장을 통해 자본을 조달하는데 어려움이 있을 거라는 점이 반영되었기 때문으로 판단된다. 또한, 외국인 지분율이나 재벌여부 등과 같은 지배구조의 소유구조적인 특성은 금융위기시에는 주가하락에는 직접적으로 영향을 미치지 않는 것으로 나타났다.

5. 결론

본 연구는 글로벌 금융위기 시점을 연구기간으로 설정하여 기업지배구조가 기업 가치에 미치는 영향에 대해 다각적으로 살펴보았다. 기업지배구조와 기업 가치 간에 존재할 수 있는 내생성 문제를 최대한 통제하고 Johnson et al.(2000)이 주장하고 있는 바와 같이 지배구조가 좋지 않은 기업일수록 경제위기 시에 주가하락의 정도가 유의적으로 크게 나타나는지를 국내시장에 적용하여 살펴보았다. 이를 위해 기존의 연구들에서 사용했던 대용변수와 달리 한국기업지배구조원(KCGS)에서 제공하는 국내 상장기업들의 주주 권리보호, 이사회 기능, 공시, 감사기구, 경영과실배분 등 5가지 영역을 평가한 지배구조평가점수를 활용하여 기존의 연구들이 갖고 있던 지배구조 측정 대용변수에 대한 한계점을 보완했다. 또한, 기존에 기업지배구조와 관련된 연구는 대부분 외환위기 이전과 이후에 연구기간을 선정하여 국내 상장기업을 대상으로 하였지만, 본 연구에서는 글로벌 금융위기 시점을 연구기간으로 설정하여 기업지배구조가 기업가치에 미치는 영향에 대하여 분석하였다.

분석 결과, 기존연구와는 다르게 글로벌 금융위기기간 동안 기업지배구조지수는 주가하락에 유의적인 영향을 미치는 것으로 나타났다. 즉, 지배구조가 좋은 기업일수록 주가하락 정도가 낮다는 결과를 의미하는데 이는 주식이 넓게 분산된 미국과는 달리 높은 소유 집중도를 가지고 있는 국내 기업들에게 시사하는 바가 크다. 주식회사 형태가 보편화된 외국의 대기업과 비교해 보면 이러한 대주주의 지분은 높은 편이며, 이를 유지하기 위해 성장에 필요한 재원을 차입을 통하여 조달해 왔고, 계열사 간의 상호출자 또는 지급보증을 통해 강력한 지배구조를 유지해 왔다. 따라서 금융위기와 같은 외부충격이 가해질 경우, 투자자 및 금융시장에서는 기업지배구조가 좋지 않은 기업일수록 더 외부충격에 민감하게 반응한다는 것을 의미한다.

한편, 선행연구와는 다르게 금융위기 기간에서는 외국인 지분율 등 소유구조적인 특성은 글로벌 금융위기 기간에 주가하락에 유의적인 영향을 미치지 않는 것으로 나타났으며, 해외매출비중 변수도 글로벌 금융위기 기간에 주가하락에 유의적인 영향을 미치지 않는 것으로 나타났다.

본 연구의 한계점은 다음과 같다. 첫째, 기업지배구조평가점수는 주주 권리보호, 이사회 기능, 공시, 감사기구, 경영과실배분 등 5가지 영역에 대한 종합적인 점수로 그 세부점수별로 어떤 요인들이 기업의 가치에 영향을 주는지 알 수 없어 추가적인 연구가 필요하다. 둘째, 표본이 기업지배구조점수를 발표한 상장기업을 대상으로 하였기 때문에 대부분 우량기업이므로, 이들 기업의 주가성과가 그렇지 않은 기업에 비해 상대적으로 우수하게 나타날 가능성이 높다. 셋째, 외환 위기나, 글로벌 경제위기와 같이 특정 기업만 영향을 받는 것이 아닌 많은 기업들이 동시에 동일한 영향을 받아 경제 전반에 큰 영향을 미치는 사건을 중심으로 분석할 경우에는 기업들의 반응이 균집해서 나타나는 경우가 많다. 또한, 본 연구에서처럼 경제의 전반적인 영향을 특정한 시점에 국한하고 단순회귀분석을 사용한 경우 표준오차 추정에 편의가 생겨서 회귀분석 결과를 왜곡할 가능성이 존재한다. 이에 추후 연구에서는 강건성 검증으로 표준오차 추정 시 균집효과를 통제하여 같은 결과가 나오는지 추가 연구가 필요하다.

참고문헌

- 김동순·엄승섭, 2008, “국내기업의 지배구조가 외국인투자 및 기업가치에 미치는 영향”, 『국제경영리뷰』, 제12권(4), pp.155-172.
- 강원·신현한·장진호. 2005. “대규모기업집단의 지배-소유 괴리도와 기업가치 및 경영성과 간의관계분석.” 『채무연구』 18(2): 1~39.
- 강준구·백재승. 2001. “외부충격에 따른 기업가치 변화와 구조조정의 결정요인 및 구조조정효과.” 『채무연구』, 14(2): 199~250.
- 김동욱·김병곤. 2013. “한국기업의 소유구조와 기업가치.” 『채무관리연구』 30(1): 30~32
- 박헌준·신현한·강동관·권인수. 2006. “기업투명성과 기업가치.” 『경영학연구』 35(5): 1361~1391.
- 백재승. 2006. “경제상황 변화에 따른 기업지배구조의 역할에 관한 연구: 주가 상승기와 하락기에 기업가치에 미친 영향 비교 분석.” 『대한경영학회지』 19(8): 1349~1385.
- 백재승. 2010. “경제위기와 기업가치: 외환위기와 글로벌 금융위기 비교 분석.” 『대한경영학회지』 23(6): 1243~1265.
- 신현한·장진호·조영준. 2004. “1997년 금융위기를 전후로 한 한국기업의 경영투명성 변화: 재무 분석가 이익예측자료를 이용한 분석.” 『회계저널』 13(2): 1~27.
- 오훈석·최국현, 2011, “기업지배구조가 재무적 경영성과와 기업가치에 미치는 영향 - 한국기업지배구조원(CGS) 지배구조등급의 분석을 통한 실증검증-”, 『기업경영연구』, 제18권(2), pp.41-65.
- 윤봉한·오재영, 2005, “기업지배구조와 기업성과 및 기업가치 : 한국상장기업에 대한 실증연구”, 『증권학회지』, 제34권(1), pp.227-263.
- 이선·좌승희·정광선·김용구. 2000. 『한국 기업지배구조의 현재와 미래』. 서울: 미래경영개발연구원.
- 이유경. 2011. “기업지배구조와 외국인 투자자에 관한 연구.” 고려대학교 석사학위논문.
- 이호갑·손영건, 2009, “기업지배구조가 재무적 성과와 기업가치에 미치는 영향”, 『회계연구』, 제14권(2), pp.317-339.
- 조광현·안희영·최성호, 2010, “기업지배구조의 변화가 주주의 부에 미치는 영향”, 『산업경제연구』, 제23권(6), pp.3391-3417.
- 조중현. 2009. “기업지배구조가 초과수익률에 미치는 영향에 관한 연구.” 서울대학교 석

사학위논문.

- 허찬국. 2009. 『1997년과 2008년 두 경제위기의 비교』. 서울: 한국경제연구소.
- 홍정기. 2003. 『글로벌 기업지배구조』. 서울: 열과알출판사.
- Baek, J., J. Kang, and K. S. Park. 2004. “Corporate governance and firm value: Evidence from the Korean financial crisis.” *Journal of Financial Economics* 71(2): 265~313.
- Black, B, H, Jang, W. Kim. 2006. “Predicting firms’ corporate governance choices: Evidence from Korea.” *Journal of Corporate Finance* 12(3): 660~691.
- Drobetz, W., Schillhofer, A. and Zimmermann, H. 2004. “Corporate governance and expected stock return: Evidence from Germany.” *European Financial Management* 10(2): 267~293.
- Durnev, A. and E. Kim. 2003. “To steal or not to steal: Firm attributes, legal environment, and valuation.” *The Journal of Finance*, 60(3): 1461~1493.
- Erken, D. H. and M. Hung, and P. Matos. 2012. “Corporate governance in the 2007-2008 financial crisis: Evidence from financial institutions worldwide.” *Journal of Corporate Finance* Volume 18(2): 389~411.
- Fuller K. and M. Goldstein. 2011. “Do dividend matter more in declining markets?” *Journal of Corporate Finance* 17(3): 457~473.
- Gompers, P., J. Ishii, and A. Metrick. 2003. “Corporate governance and equity prices.” *The Quarterly Journal of Economics* 118(1): 107~155.
- Joh, S. W. 2003. “Corporate governance and firm profitability: Evidence from Korea before the economic crisis.” *Journal of Financial Economics* 68(2): 287~322.
- Johnson, S., P. Boone, A. Breach, and E. Friedman. 2000. “Corporate governance in the Asian financial crisis.” *Journal of Financial Economics* 58(1): 141~186.
- Lemmon, M. and K. Lins. 2003. “Ownership structure, corporate governance, and firm value: Evidence from the East Asian financial crisis.” *The Journal of Finance* 58(4): 1445~1468.
- Mitton, T. 2002. “A cross-firm analysis of the impact of corporate governance on the East Asian financial crisis.” *Journal of Financial Economics* 64(2): 215~241.