

주식가치와 기업지배구조간의 상호관련성에 관한 실증연구

황 선 응* · 김 종 상**

요 약

우리나라의 상장기업 중 CGI의 산업별 분석결과 강력한 감독기관의 감독과 규제를 받는 금융업의 지배구조가 가장 높은 점수를 얻었으나, 전통적인 제조업이나 어업광업 등의 업종은 낮은 점수를 얻어 지배구조의 개선이 요구된다.

주식시장에서 신호효과(Signaling effect)에 대한 검증결과, 지배구조 우수기업의 발표가 분명히 시장에서 해당기업에게 호재로 작용했음이 분명한데도 불구하고, 주식수익률이 발표일 전후를 기준으로 유의한 차이가 없으므로 기업지배구조에 따른 기업가치는 시장에서 이미 인지되어 주가에 반영되고 있다는 결론을 도출할 수 있다.

이러한 연구는 우리나라에서 아직 부족한 기업지배구조 연구에 있어 새로운 시도로서 증권시장에서 장기투자를 하는 투자자들에게 지배구조가 하나의 투자지표로서 유용한 도구임을 보임과 동시에 지배구조의 개선은 기업의 입장에서도 기업 가치향상과 주주부의 극대화의 방법으로 타당함을 밝히기 위한 것이다.

I. 서 론

1997년 초유의 국가적 경제위기였던 IMF를 겪어 경영투명성 재고와 책임경영을 깊이 인식하고 있던 차에 2001년에 발생한 엔론사태는 다시 한 번 그 경각

* 중앙대학교 상경학부 교수

** 서울상공회의소

심을 일깨우는 사건이 되었다. IMF와 세계은행은 우리나라뿐만 아니라 97년 외환위기를 겪은 다른 아시아 국가들의 경우에도 위기발생의 원인 중 하나로서 기업지배구조의 문제를 들고 있으며, 이에 우리나라는 1999년 3월에 경영자, 금융계대표, 회계 및 법률자문가, 학계대표 등 14명으로 민간자율위원회로서 기업지배구조 개선위원회가 설립되어 기업지배구조 모범규준(Code of Best Practice for Corporate Governance)을 제정하고 2003년 개정작업을 통해 우리 기업들이 바람직한 기업지배구조를 확립하는 데 필요한 가이드라인을 제시하고 있다.

기업지배구조개선위원회에서 제정된 기업지배구조 모범규준은 이호선, 홍정기(2002)¹⁾의 연구로서 유로머니, ISS등 세계 우수 기관의 지배구조평가모형과의 비교를 통해 세밀하고 공정한 심사로 좋은 결과를 얻었으며 이미 지난 2001년부터 2004년까지 4회에 걸쳐 매년 평가를 실시해오고 있다.

국내기업들이 미래의 범세계적 경쟁에서 생존하기 위해서는 지배구조의 개선이 매우 중요하다는 것은 부정하지 못할 사실이며, 특히 국내기업들의 평균주가가 외국기업에 비해 떨어져 있다는 ‘코리아 디스카운트’ 현상의 중요한 원인이 우리나라 기업들의 지배구조에 연유하고 있다는 연구도 있다. 따라서 국내 기업들은 지배구조의 개선을 통해 코리아 디스카운트의 해소와 더불어 세계시장에서 경쟁력 있는 기업으로 발전해 나가야 할 것이며 이는 정확한 기업의 가치측정을 통해 가능하게 할 수 있다.

기업지배구조가 기업의 가치를 측정할 수 있는 요소로서 작용하는가의 연구는 Black, Kim, and Jang(2003)²⁾에 의해 시도되었으나 주식수익률과의 연계성을 갖는 연구는 최근에야 시도되고 있으며, 최근 몇 달 사이에 Corporate Governance Index(CGI)로서 포트폴리오를 구성한 펀드의 수익률을 연구한 것이 있지만, 기업지배구조에 관한 연구는 국내에서 아직도 연구가 많이 이루어지지 않은 상태이므로 본 연구의 중요성은 그만큼 크다.

기업은 본래 주주들 부의 극대화라는 궁극적인 목적을 가지며 이를 이루기 위

1) 산업연구, “기업지배구조 평가모형에 대한 비교 연구”, 23, 2002, 117-136.

2) Stanford Law School, John M. Olin Program in Law and Economics, 2003, working paper No. 237.

해 공정하고 객관적인 기업의 회계자료를 공시할 의무가 있다. 그러나 기업의 지배구조가 이를 왜곡시키는 경우엔 기업의 회계정보 만으로는 기업의 신뢰성과 투명성을 보장할 수 없게 된다.

더욱이 우리나라와 같이 정치와 경제가 맞물려 돌아가는 상황에서는 더욱 그러한 상황이 심화될 가능성이 있는데 이에 따라 기업지배구조를 계량화하여 공시할 필요가 생기게 되었으며 이는 시장에서 기업들이 장기적으로 기업의 가치를 높일 수 있는 동기를 제공하고 더불어 주식시장에서 투자자의 투자욕을 고취시키는 역할을 수행할 것이라 생각한다.

본 연구의 목적은 기업지배구조가 주식시장에서 장기간에 걸쳐 기업가치의 증대를 이루어냄을 밝히고 주식수익률과 기업지배구조와의 관계를 밝혀 투자자에 가치투자 방식의 또 하나의 기준을 제시하기 위함이다.

II. 기업지배구조에 대한 이론적 고찰

1. 지배구조의 개념

기업지배구조(Corporate Governance Structure)란 기업실체가 지휘, 관리, 통제되는 방식을 의미한다. 지배구조 논의의 핵심은 주주와 경영자 사이의 관계, 주주의 발행주식 소유비율에 따른 역할과 책임에 관련된 권한과 책임 및 계약 관계 등이다. 즉, 기업지배구조는 기업경영을 둘러싼 권한배분 구조이며 여기에 대하여 지배권의 행사 방법과 평가 및 감시에 관한 영역도 지배구조의 문제이다. 여기에는 기업내부관리체계와 감사가 유효하게 작동될 수 있는 환경의 창출, 회계기준, 최선의 경영실무지침과 외부규제에 대한 준수 등이 포함된다.³⁾

결국 기업지배구조란 일반적으로 기업의 방향을 결정하고 경영의사결정을 견제, 감독하는 법적 제도적 메커니즘을 말한다고 볼 수 있으며, OECD의 기업지배구조 원칙(OECD Principles of Corporate Governance, 1999. 2)에서 기업지배

3) The committee on Corporate Governance, 1998.

구조는 첫째, 주주의 권리 보호강조. 둘째, 모든 주주의 동등한 대우와 주주권 침해에 대한 적절한 보상. 셋째, 기업과 이해관계자간 적극적 협력. 넷째, 기업정보의 적절한 공시를 통한 경영투명성 확보. 다섯째, 기업전략 제시, 경영진감독, 주주 및 기업이익 대변 등의 이사회 책임 등의 5가지 사항을 강조하고 있으며, 경영진, 이사회, 주주, 기타 이해관계자 사이의 모든 관계가 경제적 효율성을 증진시키는 중요한 요소라고 규정하고 있다.

행정학에서는 지배구조이론을 New Governance이론으로 표현하고 이 이론의 배경을 정보화, 세계화, 민주주의, 신자유주의 확산과 국가 기능의 변화에 두고 있으며 나아가 정부에 초점을 두고, 변화하는 상황에서 정부가 보다 적극적이고 책임성 있는 관리체제를 도입하고 제도화하는데 관심을 집중한다. 한편, 경제학에서는 기업활동이나 시장과의 관계에서 국가가 맺고 있는 보다 자율적이고 효율적인 조정체제로 지배구조를 이해하고 있다.⁴⁾

이러한 기업지배구조의 통제를 위한 메커니즘은 일반적으로 내부적 통제 메커니즘, 외부적 통제 메커니즘, 제 3의 메커니즘 등의 세 가지로 구분하며, 내부적 통제 메커니즘은 내부통제, 외부적 통제 메커니즘은 외부통제라고도 한다.

2. 기업지배구조의 내부통제

기업내부 통제의 강화를 위해 우리 기업이 도입하고 있는 제도로는 감사위원회 또는 감사, 이사회 제도, 사외이사제도, 종업원 지주제도, 지주회사제도, 근로자대표 이사제도 등이 있다.

(1) 감사위원회 또는 감사

2003년 개정된 기업지배구조 모범규준에 따르면 감사위원회 또는 감사의 가장 중요한 권한과 책임을 이사와 경영진의 직무집행에 대한 감사로 규정하고 있다. 감사위원회 또는 감사는 이사와 경영진의 직무집행에 대한 적법성 감사뿐만 아니라 직무집행이 현저하게 부당한 경우 타당성 감사를 수행하여야 하며

4) 김석준외 3인, 뉴가버넌스 연구, 2000.

재무보고의 신뢰성을 확인하여야 한다.

또한 내부통제 시스템을 설계하고 운영하는 것은 경영진의 책임이지만 그 적정성을 평가하고 개선점을 모색하는 것 또한 감사위원회 또는 감사의 의무로 명시하고 있으며, 이와 같은 권한을 보장하기 위해 독립성을 보장해 주는 것은 감사업무의 실효성을 확보하는 선결조건이므로 감사위원회 또는 감사는 그들의 업무를 위해 필요한 조치를 기업으로부터 받을 수 있다.

미국의 경우 감사위원회는 뉴욕증권거래소의 상장규정으로 강제되기 이전에 투자자의 신뢰를 얻기 위하여 기업이 자발적으로 도입한 제도로서 기업실무에서 널리 채용되었다.

현행 우리 상법상 이사회는 의사결정기관임과 동시에 감독기관이므로 실질적으로 이사회가 이사들의 업무집행을 감독하는 것이 어렵다는 판단 하에 독립된 감사를 두어 이사들의 업무 집행과 회계를 감독하도록 하고 있다. 그러나 미국은 이사회 구성원이 반드시 이사이어야 하는 것은 아니므로 경영진의 업무집행에 대한 감독을 이사회가 담당하는 것도 무리가 없다는 가정 하에 이사회 내에 지명위원회, 감사위원회, 보수위원회를 두고 경영진의 업무 집행을 감독하고 있다.

현재 우리는 미국식 감사위원회 제도를 도입하고자 모색 중이므로 기업지배구조개선지원센터에서 실시한 설문에도 감사위원회와 하위 소위원회에 관한 내용이 비중 있게 포함되었으나 국내 소수 대기업을 제외하고는 감사위원회가 설치된 기업이 적은 상황이므로 우리 현실에 맞는 미국식 감사위원회 제도를 도입할 지에 대하여 아직도 많은 연구가 필요하다.

(2) 이사회 제도

이사회는 기업지배구조의 핵심기구이며 이사회는 주주와 경영자의 이해 충돌을 조율하는 기구이다. 이사회는 기업 내에서 주주를 대신하여 경영진을 직접 감독하고 견제하는 역할을 수행하여야 하며, 기업경영에 관한 포괄적인 권한을 가진다. 이사회는 주요기능으로 첫째, 경영목표와 전략의 설정. 둘째, 경영진의 임면 및 경영진에 대한 감독. 셋째, 경영성과의 평가와 보상수준의 결의가 있다.

(3) 사외 이사제도

이사회의 역할을 제대로 수행하기 위해서는 독립성과 자율성이 필수적인데 기존의 사내이사들로 구성된 이사회는 기업의 업무집행과 감시를 동시에 수행하므로 감시기능이 저하되었다. 이에 기업의 이사회에 일정비율의 외부인사를 영입하여, 사외이사로 하여금 독립적으로 중요한 기업경영정책의 결정에 참여하고 이사회의 구성원으로서 경영진을 감독·지원할 수 있도록 하였다.

(4) 종업원 지주제도⁵⁾

근로자들의 소유참여를 통한 기업지배구조에 영향을 미칠 수 있는 제도로서, 종업원 지주제를 활용한 소유참여는 기업지배구조와 노사관계의 측면에서 법적으로 강제하는 것이 아니고 민간 차원에 자발적으로 근로자들을 경영에 참여시키는 선택권을 제공하는 것이다.

종업원 지주제는 나라마다 매우 다양한 형태를 띠고 나타난다. 그 사회가 지니고 있는 사회발전의 단계나 조건, 또는 연금 제도와 퇴직금과 같이 종업원 지주제와 밀접한 연관성을 갖는 다양한 사회 제도들의 형태에 따라 그 형식이 다른 것은 이상하지 않다.

(5) 지주회사 제도⁶⁾

사업영역이 다각화된 기업그룹의 경영 및 조직에서 발생하는 통제메커니즘의 한 유형으로서, 지주회사란 주식 소유에 의해 타 회사의 사업활동을 지배하는 회사를 말한다. 지주회사에는 타사지배의 주된 사업으로 하는 순수지주회사와 타사지배의 부수적인 사업으로 하는 사업지주회사가 있다. 우리나라의 재벌 기업은 부분적으로 타사의 주식을 보유하여 지배하고 있으므로 사업지주회사로 볼 수 있다. 따라서 지주회사란 순수지주회사를 가리키며 기업자산의 50% 이상이 다른 회사주식으로 구성되어 있는 회사를 가리킨다.

지주회사 제도는 기업의 조직구조 폭의 기회를 넓혀 줌으로써 유연한 구조조

5) 김재구·노용진, “기업지배구조 변화와 노사관계”, 한국노동연구원, 2000, 43-45.

6) 이동기, “강한 기업의 지식경영과 지배구조”, 한국경제연구센터, 2000, 228-241.

정과 효율적 조직운영을 가능케 해준다. 순수지주회사 설립이 허용되면 위와 같은 장점이 있는 반면 제도적인 장치가 보완되지 않을 경우 경제력 집중과 부당 내부 거래 또 그로 인한 소수주주 이익의 침해 가능성이 있다.

(6) 근로자대표 이사제도⁷⁾

근로자대표 이사제도는 말 그대로 근로자 대표가 기업의 이사회에 참석하여 기업의 최고 의사결정 과정에 참여하는 제도이다. 이사회가 기업의 장기적인 투자 및 경영 전략에 관한 의사결정의 권한을 갖고 있다는 점에서 근로자대표 이사 제도는 근로자들이 상위의 전략적 의사결정에 참여하도록 해주지만 모든 근로자들이 참여하는 것이 아니라 소수의 대표자들만이 참여하는 형태이다.

최근 사외이사제의 도입에도 불구하고 사외이사가 지배주주나 경영자에 우호적인 인물들로만 구성되어 실효성이 없다는 주장들이 제기된다. 근로자대표 이사제도는 지배주주 및 경영자와 거리가 있는 인물을 이사회에 참석시킨다는 점에서 이사회를 보다 공식적으로 운영될 수 있도록 강제하는 측면이 있다. 국민 경제의 입장에서 봤을 때도 국민 경제에 중대한 영향을 미치는 대기업의 경우 지배주주의 자의적 판단에 근거한 경영에 대해 국민 경제 차원에서 감독할 필요성이 제기 되는바, 기업내부로부터 근로자 집단에 의한 견제가 일익을 담당할 수 있다.

3. 기업지배구조의 외부통제 메커니즘

내부규율과 조화를 이루고, 시장규율을 보다 강화하기 위하여 추진하는 외부 통제 메커니즘으로는 공시제도, 주주, 금융기관, 자본시장, 노동시장, 상품시장 등으로 정리될 수 있다.

(1) 공시제도⁸⁾

유가증권의 발행인, 사장 또는 등록법인이 회사의 과거, 현재, 미래의 경영 및

7) 김재구·노용진, 전계서, 20-23.

8) 우리나라 기업지배구조의 새로운 패러다임 모색, 전계서, 131-132.

재무에 관한 사항, 향후 사업계획 등 중요한 경영정보를 투자자에게 신속 정확하게 알려줌으로써 투자자가 합리적인 판단을 하고 증권시장에서 공정한 거래질서가 형성되도록 하기 위한 제도이다. 공시제도는 이해관계자들에게 기업 관련 정보를 전달과 의사결정에 필요한 자료를 제공하며, 공정한 주가 형성에 기여하여 선의의 투자자를 보호하고 자본시장의 신뢰를 유지한다. 그리고 기업에게 양질의 자금을 조달할 수 있는 기회를 제공하는 제도적 장치라고 할 수 있다.

(2) 주주권의 강화와 지배주주의 책임

주주권의 보호가 갖는 의미는 개별상장기업의 대주주와 경영진의 독단적인 경영으로부터 소액주주들의 권익을 보호하는 것이라고 할 수 있다. 소수주주권의 강화는 주주권리의 강화와 지배주주의 책임으로 나누어 검토해 볼 수 있다. 현재 우리나라에서는 상법 및 증권거래법을 개정함으로써, 집단 소송제도, 주주대표소송, 집중투표제, 주주제안권 등 일부의 행사요건 완화를 통해 소액주주권을 강화하고자 의도하고 있다.

지배주주의 책임관련 제도로는 먼저 업무집행 관여자의 책임을 들 수 있다. 업무집행관여자는 이사가 아니지만 법령위반이나 임무해태를 이유로 회사 또는 제3자에 대해 손해배상책임을 질 수 있고 소수주주는 대표소송을 통해 책임을 추궁할 수 있다. 이사의 충실의무란 이사가 회사의 업무를 수행함에 있어서 이사 자신의 이익이 아니라 회사의 이익을 극대화하는 방식으로 의사결정을 해야 한다는 것이다. 선관주의 의무는 이사들이 경영판단을 함에 있어서 충분한 주의와 신중함으로 업무를 추진하도록 하는 것이다.

(3) 기관투자자로서의 금융기관

우리나라는 IMF위기 이후 자본 시장이 급격한 변화를 겪으면서 기관 투자자의 역할에 대한 인식의 전환이 이루어지고 있다. 정부는 지배주주 및 경영자의 책임을 강화하는 일환으로 기관투자자의 견제기능을 강화하고 있으며 1998년 9월 증권투자 신탁업 법을 개정, 기관투자자도 보유주식에 대해 직접 의결권을 행사하도록 하였다.

(4) 자본시장

자본시장에 대한 통제는 주식시장과 관련하여, 의결권 행사, 주주제안, 대표소송, 주식양도, 등 다양한 주주권 행사와 M&A를 통해 기업경영이 주주의 이익에 합치되도록 경영진을 견제할 수 있다. 또한 채권자가 부실 대출의 위험을 피하기 위해 행하는 신용평가 및 대출 심사 과정, 또는 대출 자금의 원활한 상환을 위해 행하는 사후감독과정을 통해 경영진을 감독 견제하는 기능을 수행한다.

(5) 노동시장

전문 경영인을 공급하는 시장을 의미하는 것이며, 이러한 시장을 활성화시킴으로써 전문 경영인이 자신의 재고용을 확보하고 잠재적인 경쟁자에 의한 대체가능성을 줄이기 위해 투명경영과 책임경영을 하게 할 수 있다.

4. 제 3의 통제 메커니즘

위에서 살펴본 내부, 외부 메커니즘은 기존의 통제 메커니즘에 대한 구분이며 그러한 것들로 설명되지 않는 상황을 대변해주는 제 3의 통제 메커니즘이 필요하며 그 대표적인 것으로 이해관계자를 들 수 있다.

이해관계자란 주주를 포함하여, 종업원, 공급자, 관계기관, 소비자, 지역사회, 사회단체 등을 들 수 있으나 그들을 내부 통제 메커니즘 혹은 외부 통제 메커니즘의 기존 영역에 포함시키기 어려운데 그 이유는 주주의 경우 스톡옵션이나 자사주를 보유하는 관리자나 종업원인 내부 주주와 기관투자자나 소액주주를 포함하는 외부주주로 구분할 수 있기 때문이다.

또한 그들은 이사회나 자본시장 및 금융기관에서처럼 경영자의 의사결정에 직접적으로 관여할 수는 없음으로서 강력한 힘을 가지고 있지는 않으나, 기업의 이윤추구만을 위한 경영전략에 대해 미약하나마 우려하는 목소리를 함침으로서 기업의 윤리와 사회적 의무, 사회적 책임을 준수하게 영향을 미칠 수 있다. 기업 윤리가 가치, 신념, 태도에 대한 것이라면 기업의 사회적 책임은 외재적이고 행동적이며, 기업윤리가 기업인에게 중요성을 가진다면 사회적 책임은 기업조직에게 더 중요성을 가진다.

이 같은 사회적 책임과 기업윤리개념은 기업의 사회적 반응이론으로 진화하였다. 사회적 반응이론에서의 기업은 자신의 이념, 목적, 경영체제, 조직, 감사시스템, 의사결정기법 등이 이해관계자 및 사회환경과 적합성이 존재함으로써 기업에 대한 사회적 기대와 기업의 사회적 반응 사이의 격차가 감소되고, 결국 사회적 비용을 줄여 사회적 적합성을 달성하기 위해서는 기업이 적절한 사회적 책임활동을 능동적으로 수행해야 한다는 점에서 이해관계자가 기업지배구조의 제 3의 통제 메커니즘으로써 존재하는 것이다.

Ⅲ. 실증분석

1. 연구의 방법과 범위

본 연구에서 주 분석대상으로 사용한 기업지배구조(corporate governance structure)는 한국기업지배구조개선지원센터(corporate governance service)에서 제공하는 Corporate Governance Index(CGI)를 사용한다. 이는 1999년 제정되고 2003년 개정된 기업지배구조 모범규준에 따라 작성된 설문지를 사용하여, 상장 기업을 대상으로 설문을 실시한 후 얻어진 자료이며 사후검증작업을 통해 자료의 신뢰성을 추구하고 있다.

설문응답 기업은 2003년 기업지배구조 모범규준이 개정된 이후 CGI설문의 혁신적 변화로 기업들의 응답률이 저조함에 따라 2003년, 2004년의 응답기업은 그 전 2개 연도에 비해 급격히 줄어 426개, 407⁹⁾개 기업만이 평가기준에 부합하는 응답을 하였다.

(1) 기초자료 분석

본 연구의 2003년도 기준의 연구에서는 상장기업 중 426개 기업을 대상으로

9) 본 연구에서 사용한 2004년 CGI의 경우 한국기업지배구조개선지원센터에서 신뢰성 있는 객관적 자료만으로 작성한, 기업별 CGI를 사용하였으므로 전체 상장기업중 672개 기업의 CGI DATA를 사용하여 연구에 적용하였다.

하였으나 좀더 정확한 시장의 변동성을 측정하기 위하여 2003년말 기준 상장기업만을 연구대상으로 설정하여 총 420개 기업의 CGI를 사용하였으며, 2004년도 기준의 연구에서는 객관성 있는 672개 기업의 자료 중 관리종목 등, 적정한 시장변동성 산출에 영향을 줄 수 있는 기업을 제외한 609개 기업을 대상으로 삼았다. 이와 함께 2002. 1~2004. 8까지의 32개월간의 월간·일간 주식수익률을 사용하였다.

(2) 연구방법과 범위

본 연구에서는 누적평균초과수익률과 CGI와의 관계를 알아보기 위한 업종별 상관관계분석, 전체기업과 업종을 5단계로 구분한 포트폴리오를 사용한 주식수익률의 차이분석을 위한 ANOVA분석과 회귀분석, CGI의 결과 발표시점을 전후로 하여 시장에 미치는 신호효과를 분석함으로써 투자자의 지배구조의 인식 여부를 알아봄으로써 CGI와 주식수익률과의 관계를 정리하고자 한다.

2. 기초통계분석

CGI와 주식수익률과의 관계를 알아보기 위한 변수로 본 연구에서는 실제로 CGI와 주가자료만을 사용하였으나 보다 깊은 연구를 위해 언뜻 보면 단순해 보이는 변수를 심도 있게 구분하고 분석하였다.

〈표 1〉 기초통계분석

	관찰치	평균	표준편차	최소값	최대값
2003년도 CGI	420	110.42	26.04	56	217
2004년도 CGI	609	68.83	12.9	38	137

본 연구에서는 기업지배구조센터의 2003년도 지배구조 우수기업 선정기준에 의해 작성된 설문조사 결과를 사용하였고 설문지의 점수중 객관성과 신뢰성을 확보할 수 있는 1차 평가기준의 점수만을 인용하였으며, 주관성이 포함될 수 있는 2차 평가기준의 점수는 제외하였다. 총 426개 기업이 설문에 응답하였으나 보다 객관적인 분석을 위해 2003년말 상장기준을 적용하여 총 420개 기업만 연

구에 사용하였다.

또한, 2004년 조사된 CGI의 경우 객관적 자료만으로 작성된 672개 기업의 CGI 중 결과 신뢰도에 영향을 줄만한 기업을 제외한 609개 기업의 CGI를 채택하여 연구를 진행하였다.

누적평균초과수익률을 계산하기 위한 데이터의 범위는 2002. 1~2004. 8까지 총 32개월간의 월별, 일별 주식데이터를 사용하였으며 변수를 구하기 위한 방법은 다음과 같다.

$$\text{초과수익률 } AR = R_i - R_m \quad (1)$$

R_i : i 기업의 수익률, R_m : 종합주가지수 수익률

$$t\text{일의 평균초과 수익률 } AAR_t = \frac{1}{n} \sum_{t=1}^{t=t_n} AR_{i,t} \quad (2)$$

n = 표본기업수

t_1 일부터 t_n 일까지의 누적평균초과수익률(CAAR)은 다음과 같다.

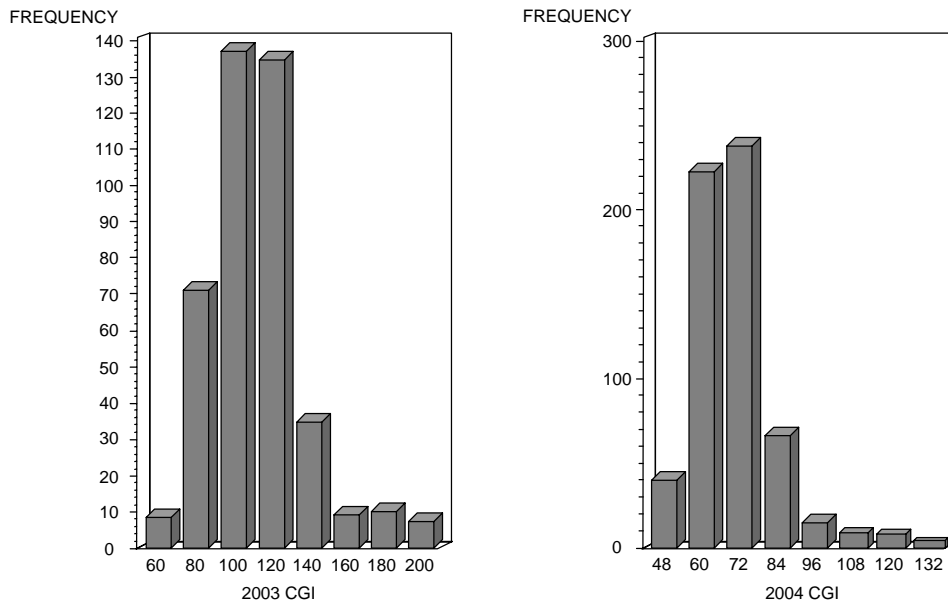
$$CAAR_{t_1, t_n} = \sum_{t=1}^{t=t_n} AAR_t \quad (3)$$

3. 기업지배구조와 CAAR과의 관계분석

(1) 기업지배구조의 성향분석

우선 조사대상이 되었던 2003년~2004년 기업에서 나타난 기업지배구조의 성향을 빈도분석과 산업별CGI점수의 배분을 살펴봄으로서 우리나라에 있어 기업지배구조의 성숙도와 산업간 차이를 분석하여 특성을 파악하고자 한다.

[그림 1]을 볼 때 연구대상 기업들의 경우 기업지배구조가 중·하위권에 걸쳐 몰려있는 구조를 가지고 있는 것을 알 수 있으며, 이는 우리나라의 지배구조가 아직까지 상대적으로 취약하다고 볼 수 있는 증거이다.



[그림 1] 2003년~2004년도의 CGI의 빈도분석

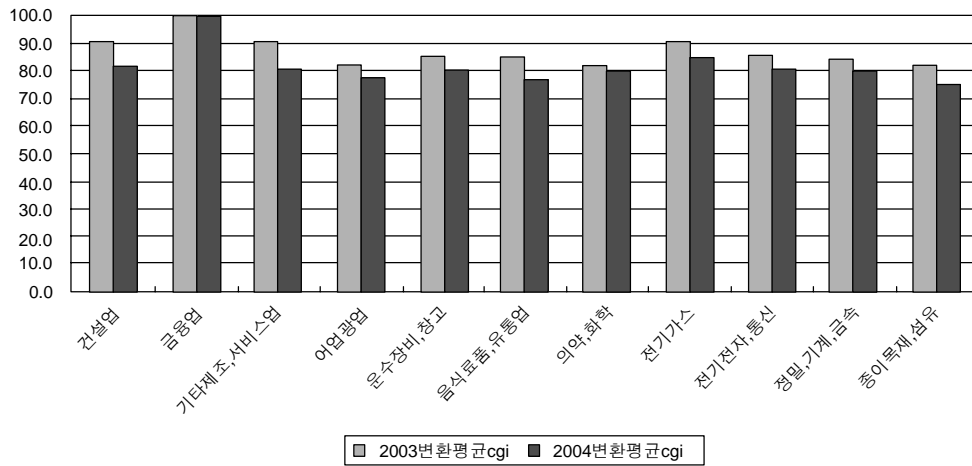
<표 2> 업종별 평균CGI

업종	2003년도 평균CGI(환산점수)	2004년도 평균CGI(환산점수)
건설업	115.9 (90.3)	69.2 (81.7)
금융업	128.4 (100.0)	84.6 (100.0)
기타제조·서비스업	116.6 (90.9)	68.4 (80.8)
어업광업	105.5 (82.1)	65.4 (77.3)
운수장비·창고업	109.8 (85.5)	67.3 (79.5)
음식료품·유통업	109.1 (85.0)	65.2 (77.0)
의약·화학	104.2 (81.2)	67.6 (79.9)
전기가스	116.1 (90.5)	71.8 (84.8)
전기전자통신	110.4 (86.0)	68.6 (81.1)
정밀·기계·금속	107.9 (84.1)	67.9 (80.3)
종이목재·섬유	105.6 (82.2)	63.8 (75.4)

기업지배구조의 산업간 비교를 통해 우리나라 기업지배구조의 특징을 파악해 볼 수 있는데 위의 <표 2>에 이와 같은 특징이 잘 나타나 있다. 우리나라의 기업지배구조의 건전성이 가장 큰 업종은 금융업인데, 금융업은 각종 강제적 규제

와 지배구조건전화를 위한 감독기관들의 엄격한 감독이 가장 심하게 적용되는 업종이라고 볼 수 있기 때문에 이와 같은 결과가 도출되었다고 할 수 있다.

뒤를 이어 공적인 성향이 강한 전기가스(에너지)업계와 투자자와 주주의 기업 건전성 욕구에 민감할 필요가 있는 기타제조·서비스업의 지배구조 수준이 높았다. 전통적인 제조업이나 어업광업 등의 업종에서는 아직까지는 낮은 기업 지배구조를 가지고 있는데 이는 그러한 기업들이 시대의 변화와 기업투명성 재고에 민감하지 못함을 보여주어 개선이 요구된다.



[그림 2] 산업간 기업지배구조의 크기비교(100분위로 변환한 수치임)

[그림 2]는 업종 간 기업지배 구조의 연간 비교를 용이하게 하기 위해 기업 지배구조가 가장 높은 업종의 점수를 100으로 하고, 각 업종별 점수를 환산하여 비교해 놓은 것으로서, 여기서 특이할만한 점은 2003년에 비해 2004년의 업종 간 CGI순위에는 큰 차이가 없는 반면, 그 격차는 더 벌어졌다는 것이다.

이는 경기흐름이 개선되지 않는 가운데 기업이 지배구조개선에 쏟는 여력이 줄어들면서 기업지배구조가 점점 양극화 되는 경향이 발생하는 것이 아닌가 심히 우려되며, 특히, 지난해와 큰 격차를 보인 서비스, 건설, 유통 등은 근래의 좋지 않은 경기흐름과 소비위축 등의 영향을 받아 기업지배구조에 쏟는 관심이 그만큼 떨어진 반증이라 할 수 있다.

(2) 상관관계 분석

본 연구에 사용된 변수가 2가지인 관계로 기업지배구조(CGI)와 누적평균초과 수익률(CAAR)과의 상관관계가 <표 3>에 나타나 있다.

2003년 CGI와 CAAR(2002. 1~2004. 4)과는 통계적으로 강한 상관관계를 보이지만 2004년 CGI와 CAAR(2004. 5~2004. 8)과는 통계적인 유의성을 찾아보기 힘들다. 단기간의 기간에서 주가와외의 관계를 설명하는데 있어 CGI가 큰 영향을 보이지 않는다는 의미이며 이는 CGI의 개선이 주주의 단기적인 부의 증가로 이어지기 힘들다는 면을 보여주는 하나의 증거라 하겠다.

<표 3> 상관관계 분석

업종별 CGI	2003년도 CGI		2004년도 CGI	
	N	CAAR (2002. 1~2004. 4)	N	CAAR (2004. 5~2004. 8)
전체	420	0.17230(0.0004) ^{***}	609	-0.03777(0.3521)
건설업	26	0.49414(0.0103) ^{**}	33	-0.11450(0.5258)
금융업	37	0.20007(0.2351)	54	-0.05773(0.6784)
기타제조·서비스업	18	0.56576(0.0144) ^{**}	31	0.06923(0.7113)
어업광업	3	0.74934(0.4607)	5	-0.27257(0.6573)
운수장비·창고업	37	0.29274(0.0787) [*]	49	-0.09071(0.5353)
음식료품·유통업	57	-0.03700(0.7847)	78	-0.06692(0.5605)
의약·화학	84	0.34126(0.0015) ^{***}	117	0.10218(0.2730)
전기가스	7	0.05146(0.9128)	11	-0.29085(0.3856)
전기전자통신	52	0.14557(0.3032)	70	0.11826(0.3296)
정밀·기계·금속	67	0.30508(0.0121) ^{**}	109	-0.00816(0.9329)
종이목재·섬유	32	0.22059(0.2250)	52	0.11856(0.4025)

주) 유의성 표시는 *, **, ***로 이루어지며, 이는 유의수준 10%, 5%, 1% 하에서 유의함을 의미한다.

(3) BUY-AND-HOLD 전략

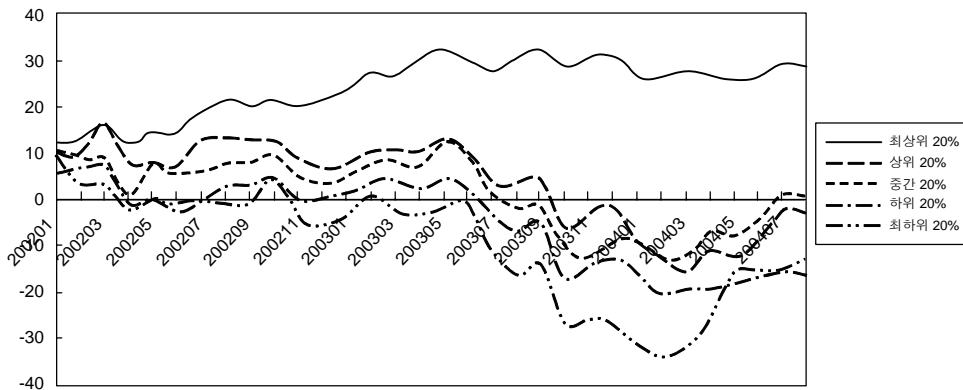
Hamao, Yasushi(1988)는 일본 주식시장에서 자산의 크기등으로 포트폴리오를 구성하여 15년간 매년 갱신을 하며 수익률을 측정하였는데 본 논문에서는 CGI를 기준으로 포트폴리오를 구성하며 Hamao와 같은 방식으로 매년 갱신을 통해 수익률을 측정하는 실험을 하였다.

CGI설문에 응한 기업을 대상으로 실시하였으며 기업의 수는 각각 420개(2003년), 609개(2004년)이다. 기간은 2002. 1~2004. 8의 32개월간이며 수익률은 누적평균초과수익률(CAAR)을 사용하였다.

포트폴리오의 정확한 갱신을 위해 2003년, 2004년의 CGI와 더불어 2002년의 CGI결과도 사용해야하나 2003년 이전과 이후의 CGI설문내용과 질이 현격한 차이를 보이므로 실험의 신뢰성과 연속성을 위해 2개 연도의 CGI만으로 실험을 실시하였다. 데이터의 갱신시점은 2004년 CGI DATA의 수집이 끝난 2004년 4월이며 2003년 CGI 자료로는 그 앞부분을 적용하였다.

포트폴리오는 CGI점수에 따라 최상위 20%, 상위 20%, 중간 20%, 하위 20%, 최하위20%의 5단계로 나누어 구성하였으며 전체기업과 업종별 5단계 포트폴리오를 모두 다루었다.

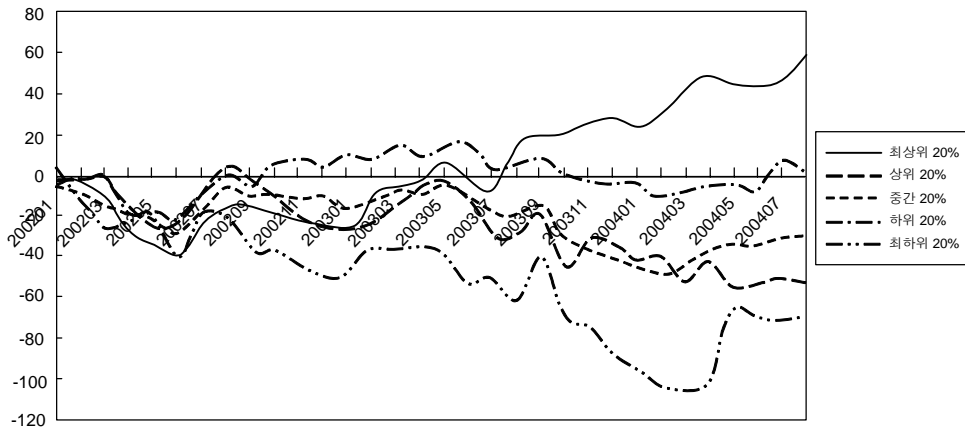
[그림 3]은 CGI 산출의 대상이 된 모든 기업을 대상으로 포트폴리오를 구성한 것으로서 최상위 20%의 누적평균초과수익률은 최하위 20%에 비해 41.49% 높은 수익률을 기록하였다.



[그림 3] 전체기업의 CGI포트폴리오의 누적평균초과수익률

<표 4> 전체기업의 누적평균초과수익률

	최상위 20%	상위 20%	중간 20%	하위 20%	최하위 20%
누적평균초과수익률(%)	28.13	-3.71	1.16	-16.46	-13.36

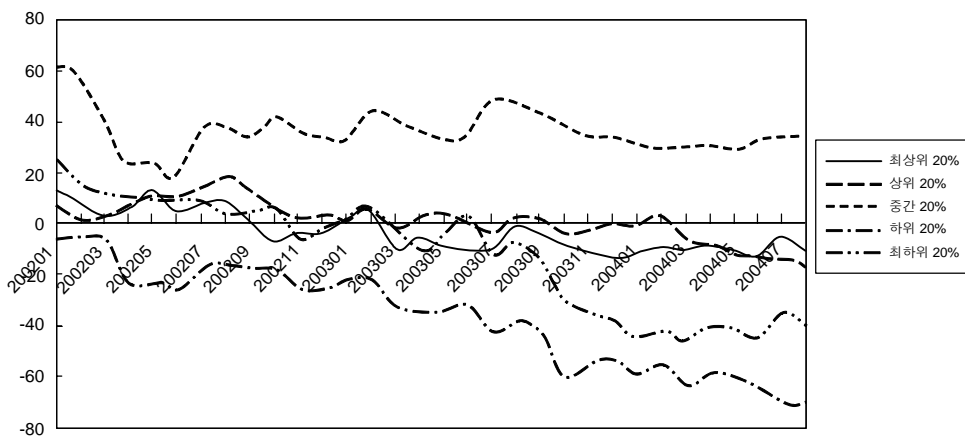


[그림 4] CGI포트폴리오의 누적평균초과수익률-건설업

[그림 4]는 건설업종 기업을 대상으로 포트폴리오를 구성한 것으로서 최상위 20%의 누적평균초과수익률은 최하위 20%에 비해 130.49% 높은 수익률을 기록하였다.

<표 5> 건설업종의 누적평균초과수익률

	최상위 20%	상위 20%	중간 20%	하위 20%	최하위 20%
누적평균초과수익률(%)	60.18	-55.79	-26.53	1.44	-70.31



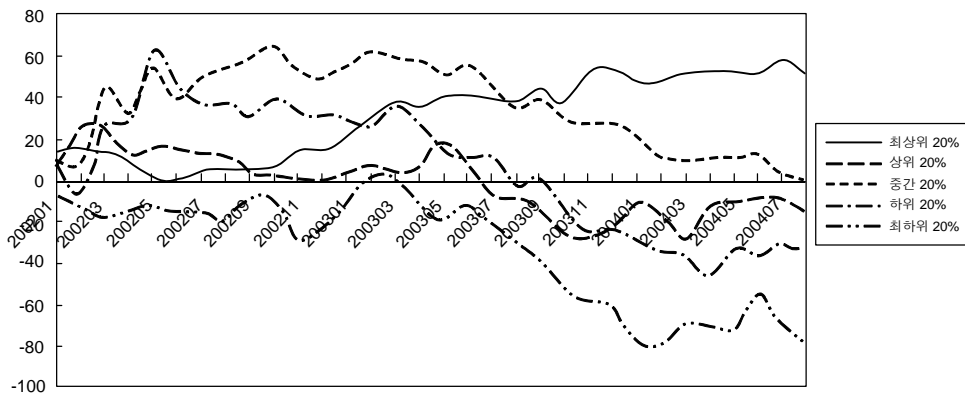
[그림 5] CGI포트폴리오의 누적평균초과수익률-금융업

[그림 5]는 금융업종 기업을 대상으로 포트폴리오를 구성한 것으로서 최상위 20%의 누적평균초과수익률은 최하위 20%에 비해 29.89% 높은 수익률을 기록하였다.

〈표 6〉 금융업종의 누적평균초과수익률

	최상위 20%	상위 20%	중간 20%	하위 20%	최하위 20%
누적평균초과수익률(%)	-10.84	-14.52	32.03	-69.72	-40.72

[그림 6]은 기타제조·서비스업종 기업을 대상으로 포트폴리오를 구성한 것으로서 최상위 20%의 누적평균초과수익률은 최하위 20%에 비해 130.91% 높은 수익률을 기록하였다.

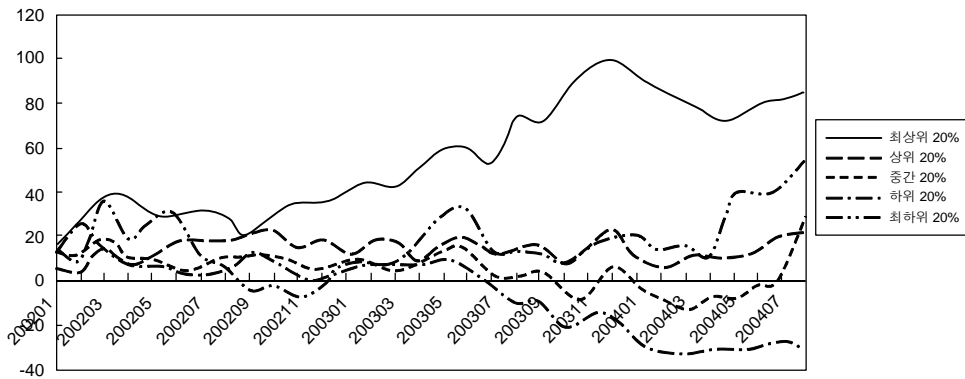


[그림 6] CGI포트폴리오의 누적평균초과수익률-기타제조·서비스업

〈표 7〉 기타제조·서비스업종의 누적평균초과수익률

	최상위 20%	상위 20%	중간 20%	하위 20%	최하위 20%
누적평균초과수익률(%)	51.50	-15.37	0.57	-37.34	-79.42

[그림 7]은 운수장비창고업종 기업을 대상으로 포트폴리오를 구성한 것으로서 최상위 20%의 누적평균초과수익률은 최하위 20%에 비해 27.74% 높은 수익률을 기록하였다.

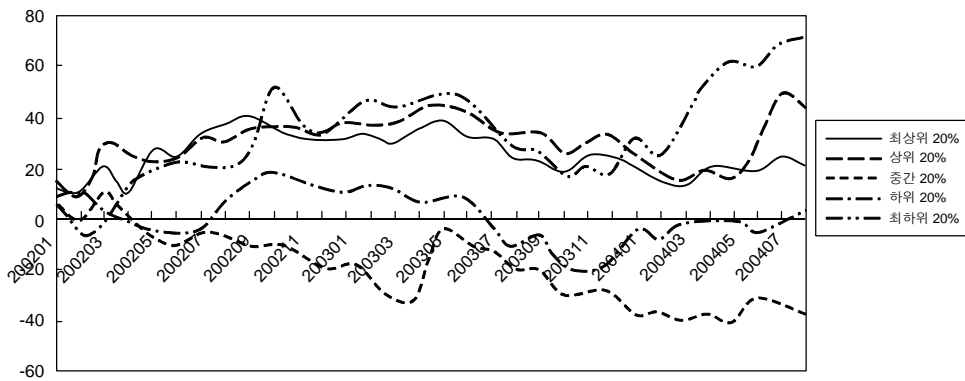


[그림 7] CGI포트폴리오의 누적평균초과수익률-운수장비창고업

<표 8> 운수장비창고업종의 누적평균초과수익률

	최상위 20%	상위 20%	중간 20%	하위 20%	최하위 20%
누적평균초과수익률(%)	83.75	21.30	30.12	-31.60	56.01

[그림 8]은 음식료·유통업종 기업을 대상으로 포트폴리오를 구성한 것으로서 최상위 20%의 누적평균초과수익률은 최하위 20%에 비해 -50.03% 낮은 수익률을 기록하였다.

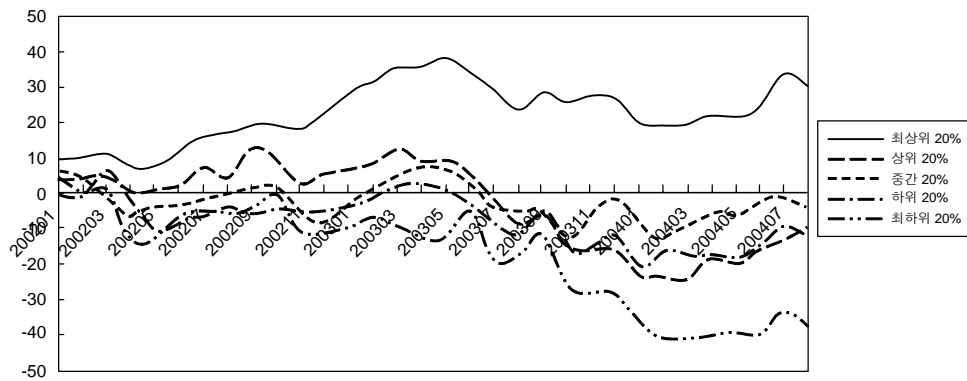


[그림 8] CGI포트폴리오의 누적평균초과수익률-음식료·유통업

<표 9> 음식료·유통업종의 누적평균초과수익률

	최상위 20%	상위 20%	중간 20%	하위 20%	최하위 20%
누적평균초과수익률(%)	20.96	42.83	-37.24	4.00	70.99

[그림 9]은 의약화학업종 기업을 대상으로 포트폴리오를 구성한 것으로서 최상위 20%의 누적평균초과수익률은 최하위 20%에 비해 66.99% 높은 수익률을 기록하였다.

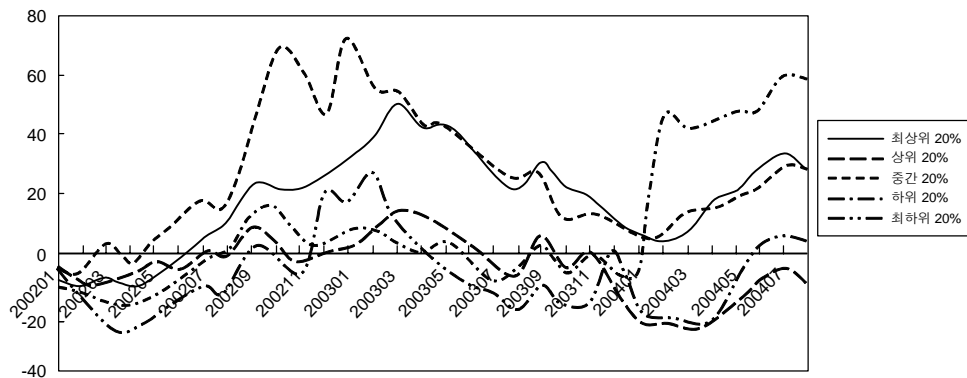


[그림 9] CGI포트폴리오의 누적평균초과수익률-의약화학

〈표 10〉 의약화학업종의 누적평균초과수익률

	최상위 20%	상위 20%	중간 20%	하위 20%	최하위 20%
누적평균초과수익률(%)	30.04	-9.70	-3.41	-13.40	-36.94

[그림 10]은 전기가스업종 기업을 대상으로 포트폴리오를 구성한 것으로서 최상위 20%의 누적평균초과수익률은 최하위 20%에 비해 23.39% 높은 수익률을 기록하였다.

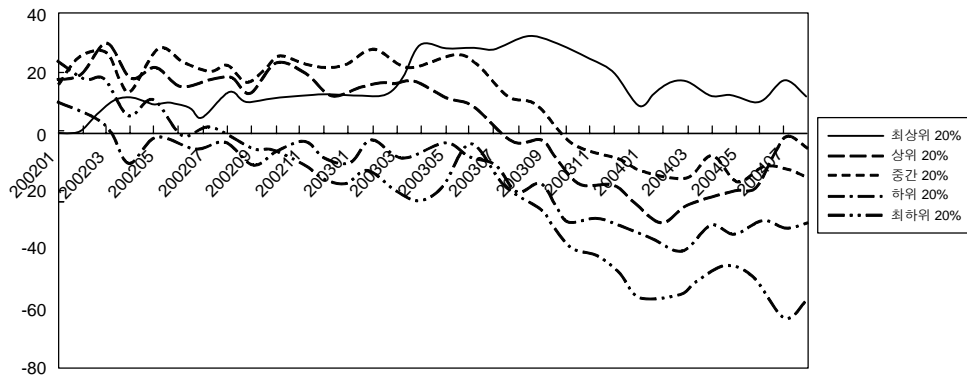


[그림 10] CGI포트폴리오의 누적평균초과수익률-전기가스

〈표 11〉 전기가스업종의 누적평균초과수익률

	최상위 20%	상위 20%	중간 20%	하위 20%	최하위 20%
누적평균초과수익률(%)	27.61	-9.21	28.53	56.86	4.23

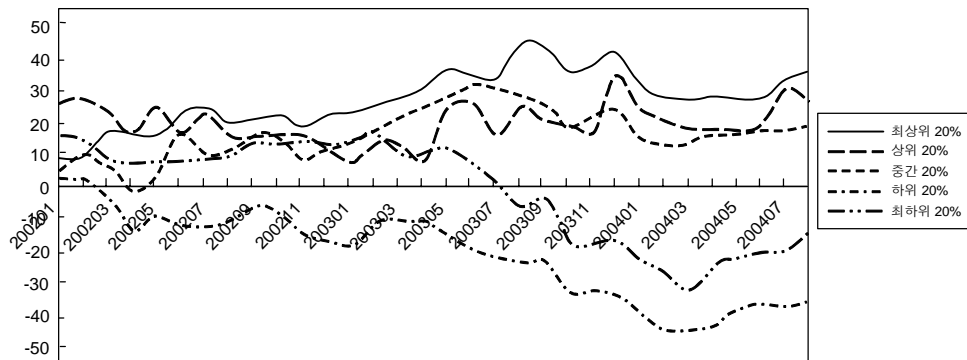
[그림 11]은 전기전자통신업종 기업을 대상으로 포트폴리오를 구성한 것으로서 최상위 20%의 누적평균초과수익률은 최하위 20%에 비해 68.09% 높은 수익률을 기록하였다.



[그림 11] CGI포트폴리오의 누적평균초과수익률-전기전자통신

〈표 12〉 전기전자통신업종의 누적평균초과수익률

	최상위 20%	상위 20%	중간 20%	하위 20%	최하위 20%
누적평균초과수익률(%)	10.86	-3.72	-15.09	-32.33	-57.23



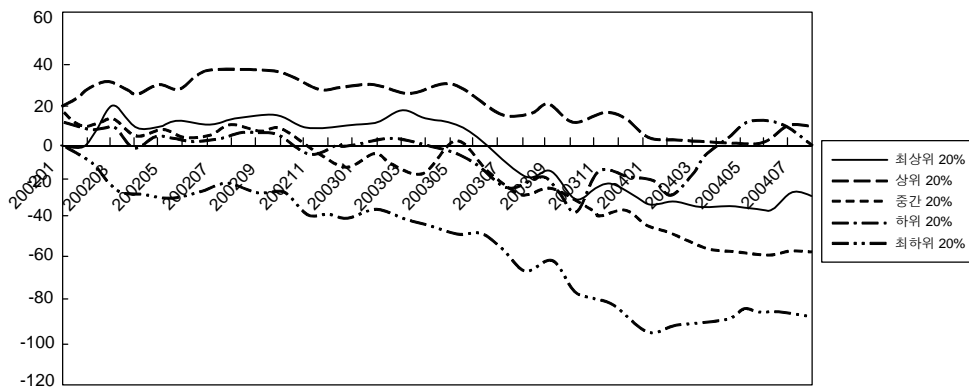
[그림 12] CGI포트폴리오의 누적평균초과수익률-정밀기계·금속

[그림 12]은 정밀기계·금속업종 기업을 대상으로 포트폴리오를 구성한 것으로서 최상위 20%의 누적평균초과수익률은 최하위 20%에 비해 49.67% 높은 수익률을 기록하였다.

〈표 13〉 정밀기계·금속업종의 누적평균초과수익률

	최상위 20%	상위 20%	중간 20%	하위 20%	최하위 20%
누적평균초과수익률(%)	36.14	26.40	19.51	-35.45	-13.53

[그림 13]은 종이목재·섬유업종 기업을 대상으로 포트폴리오를 구성한 것으로서 최상위 20%의 누적평균초과수익률은 최하위 20%에 비해 63.99% 높은 수익률을 기록하였다.



[그림 13] CGI포트폴리오의 누적평균초과수익률-종이목재·섬유

〈표 14〉 종이목재·섬유업종의 누적평균초과수익률

	최상위 20%	상위 20%	중간 20%	하위 20%	최하위 20%
누적평균초과수익률(%)	-27.34	9.19	-56.94	-2.07	-91.33

[그림 3]의 결과로서 CGI와 주식수익률간에 장기적인 (+)의 효과가 있는 것을 발견하였고, 최하위 20% CGI의 포트폴리오는 시장약재와 경기침체등에 과도한 수익률 하락을 보여 약한 체질적 특성을 보여준다. 이것이 업종 전체적인 것은

아니지만 대부분이 대체로 이러한 특징을 지닌다.

(4) ANOVA 분석

위에서 살펴본 바와 같이 높은 CGI를 갖는 포트폴리오가 대체로 높은 주식수익률을 가짐을 명확하게 증명하기 위해 ANOVA분석을 실시하였다.

〈표 15〉 포트폴리오의 ANOVA분석

구 분	CAAR(2002. 1~2004. 4)				CAAR(2004. 5~2004. 8)			
	평균	표준 편차	Duncan's Multiple Range		평균	표준 편차	Duncan's Multiple Range	
최상위 20%	26.59	79.73	A		1.47	23.36	A	
상위 20%	-10.86	68.47	B		7.12	31.30	A	
중간 20%	-7.03	75.63	B		8.06	38.80	A	
하위 20%	-18.87	81.49	B		3.08	30.24	A	
최하위 20%	-25.76	97.59	B		7.53	41.01	A	
Under $\alpha = 0.05$	F-Value	5.21 (0.0004)	R-Square	0.0478	F-Value	0.95 (0.4367)	R-Square	0.0062

유의수준 5% 하에서 2003년도 최상위 20% 포트폴리오는 다른 포트폴리오들과 통계적으로 유의한 차이가 났으며 이는 Duncan's Multiple Range test를 통해서도 확인되었으나 CAAR의 기간이 비교적 짧은 2004년도 포트폴리오의 경우 어떠한 포트폴리오에서도 유의한 차이가 발생하지 않았다.

기업지배구조는 시차를 두고 서서히 인식되고 결국 기업의 가치에도 영향을 줌은 물론, 추가흐름에도 영향을 준다는 것을 보였으며, 기업지배구조의 수준이 높을 경우 차별화된 주식수익률을 거둘 수 있는 가능성이 높다.

4. 기업지배구조의 신호효과 분석

Leland and Pyle(1977)는 정보불균형의 신호표시(signalling)개념을 이용하여 경영자의 소유지분과 기업가치 사이에 정(+)의 관계가 존재함을 설명하고 있으며, 경영자와 외부주주 사이에 투자안으로부터 기대되는 현금흐름에 대한 정보

의 불균형이 있는 경우, 주주는 경영자 소유지분의 증가를 기업의 기대현금흐름에 대한 신호로 간주한다고 하였다. 위에서 살펴본 연구에서 기업지배구조가 기업가치를 개선하여 장기적인 주식수익률로 나타나는 것을 살펴보았다. 하지만 그러한 장기적인 수익률 증가를 더 효과적으로 증명하고자 신호효과 분석을 사용하려 한다.

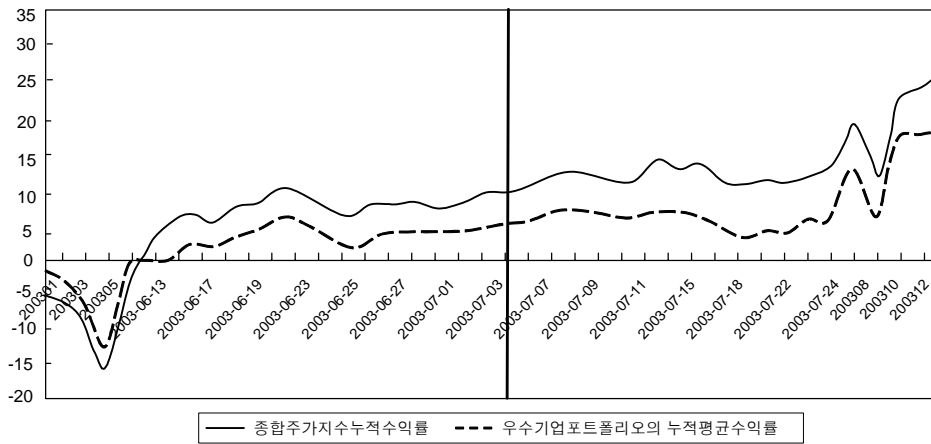
이번 연구에서는 기업지배구조가 시장에서 작용하는 신호효과(signalling effect)를 측정하는데 이것은 좋은 기업지배구조가 투자자에 의해 시장에서 장기적으로 인식되어 주식수익률의 증가를 가져온다는 가정을 증명하고자 하는 또 다른 방법이며, 투자자들이 그 기업의 기업지배구조를 알게되는 시점, 즉 지배구조 우수기업 발표시점 전·후의 주가 변화를 살펴봄으로서 투자자가 지배구조를 인식하는 시점과 이러한 인식이 주가로서 반영되는지의 여부를 살펴보고자 한다.

〈표 16〉 2003·2004 지배구조 최우수·우수기업

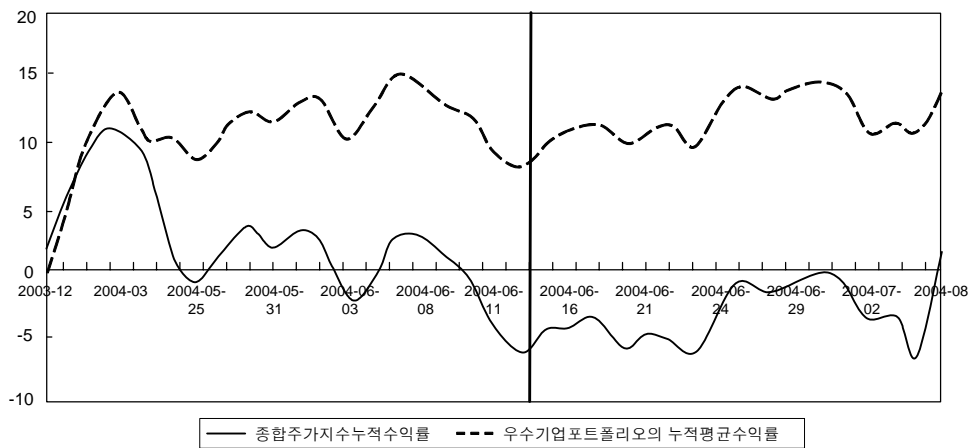
		내 용
2003년	지배구조 최우수기업	국민은행, 삼성전기, KT
	지배구조 우수기업	경동도시가스, 대우조선해양, 데이콤, 한미은행, KT&G, POSCO, SK텔레콤
2004년	지배구조 최우수기업	KT&G, KT, POSCO
	지배구조 우수기업	전북은행, S-Oil, 삼성전기, KTF, LG건설, 대신증권, 대우조선해양
	지배구조 개선기업	부산은행, SIMPAC

기업지배구조개선지원센터는 3년째 매년 기업지배구조를 조사하여 발표하는데 2003년에는 7월 3일, 2004년에는 6월 15일에 <표 16>에서와 같이 지배구조 최우수기업과 우수기업 그리고 지배구조 개선기업을 선정하여 언론에 발표하고 시상을 하였다.

이에 지배구조 우수기업으로 선정된 기업으로 구성된 포트폴리오의 일별누적 평균수익률 분석하여 어느 한 시점의 최우수·우수기업의 선정 발표가 시장에 어떠한 신호를 주는지 조사하고자 한다.



[그림 14] 2003년 기업지배구조 우수기업 발표시점에서의 주가수익률 변화



[그림 15] 2004년 기업지배구조 우수기업 발표시점에서의 주가수익률 변화

[그림 14]와 [그림 15]에서 보는바와 같이 지배구조 우수기업의 발표직후에 시장에서 이들 기업의 종합주가지수 수익률 대비 포트폴리오 수익률 상승은 미미한 정도이다.

<표 17>에서 기업지배구조 발표전후 주식수익률의 차이는 통계적으로 유의하게 나타나지 않았다. 그만큼 지배구조가 좋은 기업이 우량기업이라는 인식이 이미 시장에 반영되어있는 상태이므로 좋은 지배구조를 가진 기업의 발표가 시장에 새로운 신호로의 효과가 없었다는 것을 알 수 있다.

〈표 17〉 신호효과 분석을 위한 t-test($\alpha = 0.05$)

		N	평균	표준편차	t-value
2003년	발표전 7일	7	0.0930	1.0181	0.164 (0.5639)
	발표후 7일	7	0.1712	0.7425	
	발표전 15일	15	0.3306	1.2467	-0.644 (0.2624)
	발표후 15일	15	0.0593	1.0529	
	발표전1년	12	-0.5777	2.2444	0.377 (0.6449)
	발표후1년	12	0.4702	1.6418	
2004년	발표전 7일	7	-0.2969	2.0675	0.564 (0.7086)
	발표후 7일	7	0.2163	1.2308	
	발표전 15일	15	-0.1354	1.9484	0.541 (0.7037)
	발표후 15일	15	0.2156	1.5851	

IV. 결론 및 시사점

기업의 투명성과 건전성은 현재 전세계적으로 관심이 집중되고 있다. 본 연구에서는 기업의 투명성과 건전성, 소유구조 등의 측정을 위해 기업지배구조에 대해 다시 한 번 정의를 내리고 기업지배구조개선지원센터에서 기업지배구조 모범규준을 기준으로 우리나라의 현실에 맞게 만든 CGI를 사용하여 주식시장과의 관련성을 연구하였다.

우리나라의 상장기업 중 420개(2003), 609개(2004) 기업을 대상으로 연구를 실시하였고 빈도분석결과 연구대상기업 중 절반이상의 CGI가 중간 이하 수준에서 형성되고 있다는 결과가 도출되었다. CGI의 산업별 분석결과 강력한 감독기관의 감독과 규제를 받는 금융업의 지배구조가 가장 높은 점수를 얻었으나, 전통적인 제조업이나 어업광업 등의 업종은 낮은 점수를 얻어 지배구조의 개선이 요구된다.

또한, 2003년의 조사에 비해 2004년 조사에서는 그 순위에 큰 차이가 없는 반면, 가장 높은 점수를 얻은 금융업종과 다른 업종과의 격차는 더욱 크게 벌어져

나빠진 경기상황이 장기화되면서 지배구조개선에 대한 노력이 줄어들어 지배구조의 양극화 현상이 나타나는 것이 아닌가 우려되는 상황이다.

[그림 3]에서 CGI포트폴리오의 누적평균초과수익률은 최상위 20%의 높은 CGI를 갖는 기업의 포트폴리오가 최하위 20%의 낮은 CGI를 갖는 포트폴리오보다 41.49%의 누적평균초과수익을 올렸다는 것을 보여주며 이것은 기업지배구조에 의한 시장가치가 장기간에 걸쳐 서서히 주가로 표현된다는 것을 의미한다. 또한 <표 15>의 ANOVA분석을 통해서도 장기간의 CAAR이 적용된 2003년의 경우에는 최상위 CGI를 가진 기업들의 CAAR이 다른 포트폴리오군의 CAAR과 5% 유의수준 하에서 유의한 차이를 보였다.

이와 같은 결과에 대한 검증으로, 주식시장에서 지배구조에 의한 기업가치를 인식하지 못하고 있다면 지배구조 우수기업의 발표시점의 전후에 해당기업의 주가에 유의한 변화가 있을 것이란 가정 하에 신호효과(Signaling effect) 실험을 실시하였다. 검증결과를 볼 때, 지배구조 우수기업의 발표가 분명히 시장에서 해당기업에게 호재로 작용했음이 분명한데도 불구하고, 주식수익률이 발표일 전후를 기준으로 유의한 차이가 없으므로 기업지배구조에 따른 기업가치는 시장에서 이미 인지되어 주가에 반영되고 있다는 결론을 도출할 수 있다.

이러한 연구는 우리나라에서 아직 부족한 기업지배구조 연구에 있어 새로운 시도로서 증권시장에서 장기투자를 하는 투자자들에게 지배구조가 하나의 투자 지표로서 유용한 도구임을 보임과 동시에 지배구조의 개선은 기업의 입장에서도 기업가치향상과 주주부의 극대화의 방법으로 타당함을 밝히기 위한 것이다.

아울러 기업지배구조를 개선하고자 노력하는 기업에 있어 지배구조개선의 노력과 성과를 단기적 안목으로 시장에서 찾기보다는 장기적 안목을 가지고 꾸준히 노력할 경우 바람직한 결과를 얻을 수 있음을 보여 우리나라의 기업이 더욱 건전하고 투명한 경영을 하도록 하기 위한 동기를 제공했다는 데 의의가 있다고 하겠다.

참 고 문 헌

- 기업지배구조 모범규준, 기업지배구조개선위원회, 2003. 2.
- 기업지배구조설문지, 기업지배구조개선지원센터, 2001~2004.
- 김석준 외 3인, 뉴가버너스 연구, 대영문화사, 2000.
- 김재구·노용진, “기업지배구조 변화와 노사관계”, 한국노동연구원, 2000, 43-45.
- 우리나라 기업지배구조의 새로운 패러다임 모색, 전개서, 131-132.
- 이동기, 강한 기업의 지식경영과 지배구조, 한국경제연구센터, 2000, 228-241.
- 이호선·홍정기, “기업지배구조 평가모형에 대한 비교 연구”, 산업연구, 23, 2002, 117-136.
- 한국기업지배구조개선지원센터, 기업지배구조 창간호, 2002. 9.
- 황선웅·김현석, “상장기업 가치평가모형의 적합성과 코리아 디스카운트”, 증권학회지, 제33집 제1호, (March 2004), 139-170.
- Black, Bernard, “Institutional Investors and Corporate Governance,” The Case for Institutional Voice, 1992.
- Black, B., H. Jang, and W. Kim, “Does Corporate Governance Affect Firm Value?” Working paper 237, Stanford Law School, 2002.
- Hamao, Yasushi, “Fifteen-Year Performance of Japanese Capital Markets,” San Diego : Univ. of California, Graduate School of International Relations and Pacific Studies, 1988.
- Leland, H. E. and D. H. Pyle, “Information Asymmetric, Financial Structure and Financial Intermediation,” *Journal of Finance*, (May 1977), 371-387.
- OECD, OECD Principles of Corporate Governance, 1999. 2.
- The Committee on Corporate Governance, *Final Report*, (July 1998), GEE publishing Ltd.
- Wolfgang Drobetz, Andreas Schillhofer, Heinz Zimmermann, “Corporate Governance and Expected Stock Returns : Evidence from Germany,” 2003.