

## 물류기업의 지배구조가 기업가치에 미치는 영향\*

남현정\*\* · 손판도\*\*\*

### Forms of Governance and Firm Value in the Korean Logistics Industry

Hyun-Jung Nam · Pan-Do Sohn

#### Abstract

This paper investigates whether managerial ownership and foreign ownership have impacts on firm value, using a sample of logistics firms listed on the Korea Stock Exchange between 2008 and 2014. In the Korean economy, family-controlled business groups, known as chaebol, constitute a unique governance system. To acquire investments from controlling shareholders, a logistics firm is likely to be included in family-controlled business groups. Since reform of the governance structure of logistics firms in the South Korea enables shareholder value to be maximized, we analyzed ownership effects on firm value using pooled ordinary least squares. Empirical results showed that there was a significant positive relation between managerial ownership and firm value. This study also found that there was a significant positive relation between foreign ownership and firm value. We thus show that both managerial ownership and foreign ownership can protect shareholders by positively affecting firm values.

*Key words: Logistic firm, Family-controlled business groups, Managerial ownership, Foreign ownership, Firm value*

▷ 논문접수: 2015. 07. 30.      ▷ 심사완료: 2015. 09. 14.      ▷ 게재확정: 2015. 09. 21.

\* 『이 논문은 동아대학교 교내 연구비 지원에 의하여 연구되었음』

\*\* 동아대학교 국제전문대학원 BK연구교수 (제1저자, hjnam@donga.ac.kr)

\*\*\* 동아대학교 국제대학원 국제중재학과 교수 (교신저자, pdshon@donga.ac.kr)

## I. 서론

최근 글로벌화로 인해 경영이 국제화되고 생산 체제가 가속화되어 원자재부터 완제품까지의 모든 물류활동에서 자재 및 부품관리에 따른 제품의 이동이 빈번해지고 있다. 이와 더불어 국제무역을 급성장하여 이러한 환경에 대처하는 방안으로 물류서비스를 전문적으로 제공하는 물류 기업의 경쟁력 향상이 보다 중요해 지고 있다. 또한 자유무역협정(Free Trade Agreement: FTA)과 지역경제권 조성의 확산을 통한 무역량 증대로 세계무역의 추세가 바뀌어 물류산업의 중요성이 커지고 있다.

이러한 물류 시장의 세계적 추세 속에서 한국의 물류량은 꾸준히 성장하고 있다(이상철 외, 2011). 경기평택항만공사에 따르면 2015년 상반기 물동량 처리량은 9,684천 TEU로 세계 주요항만의 컨테이너 물동량 중 6위를 차지하였다. 한국무역협회에 따르면 한국기업의 수출은 2008년 세계 12위, 2009년 세계 9위에서 2014년 7위로 세계적인 수준의 경제력을 확보한 국가로 성장하고 있다. 미국 항공화물 전문지인 Air Cargo World에 따르면 인천공항은 2014년도 아시아지역 최우수 화물공항으로 선정되었다. 이와같이 물동량의 증가로 인하여 물류시장 규모가 꾸준히 증가하는 추세를 갖는 것으로 보인다.

그러나 물류활동의 활성화로 인해 물류시장 규모가 꾸준히 증가하고 있고 해운과 항공 부분에서 세계적인 수준의 물동량을 취급하고 있음에도 불구하고 국내 물류성과 수준은 세계시장에서 낮은 수준에 머물고 있다. 2014년 세계은행이 조사한 국가별 물류성과 지수에서 한국은 21로 하위권에 머물고 있는 것으로 나타났다. 이러한 상황은 국내 물류시장의 비효율성으로 인한 문제점을 나타내는 것과 동시에 변화의 필요성을 제시하고 있는 것으로 볼 수 있다(김종철과 박동기, 2014).

최근 한국 물류산업은 대기업의 계열사를 통한

물류시장의 급성장에 대한 우려가 높아지고 있으며, 이로 인한 한국물류산업에서 경쟁이 치열해지고 있다는 부정적 시각이 나타나고 있다. 한국 정부에서는 내부거래 방지 관련 법안을 마련하여 대기업이 계열사에 맡긴 물량 비중이 일정 비율을 넘어서면 제재를 가하고 있다. 이와 같은 사회적 분위기와 대기업 물량에 대한 지나친 의존이 물류기업의 성장에 장애가 오히려 될 수 있다. 따라서 대기업의 계열사의 운송을 담당하는 상장 물류기업 지배구조 분석이 시급한 상황이다.

위와 같은 국내 물류기업의 지배구조 분석을 통하여 효율성 또는 비효율성의 원인을 파악하는 것은 매우 중요하다고 할 수 있다. 따라서 본 논문에서는 물류기업이 가지고 있는 기업집단 내 지배구조(governance) 관점에서 기업 가치와 어떤 연관성이 있는지 실증적 증거를 제시하려고 한다. 국내외 기업의 소유지배구조와 기업가치의 관련성에 대한 다양한 연구들이 시도되었지만(Choi et al., 2013; Roodposhti and Chashmi, 2010; Kim, 2008; 남현정, 2013), 국내 물류기업의 소유지배구조와 기업의 가치와의 관련성을 실증적으로 제시한 논문은 상당히 부족하다. 물류기업은 제조기업과 다른 기업특성을 갖고 있기 때문에 물류기업의 특성에 맞는 소유지배구조에 관한 연구가 요구된다(방희석 외, 2008). 특히, 한국의 대규모 기업집단은 지배권 집중에 대한 특성을 가지고 있으며, 지배권 유지를 위한 일환으로 물류기업을 이용하고 있는 경우가 많다. 계열사들이 생산한 제품의 물류를 계열사 내의 물류기업이 담당하게 함으로써 물류기업 이익이 증가할 가능성이 있다(유성용과 육윤봉, 2012). 따라서 본 연구에서는 한국 물류기업의 특성을 고려하여 실증분석을 통해 물류기업의 지배구조와 기업가치 간의 관련성을 연구해보고자 한다.

본 논문에서는 먼저 최근 급속한 성장세를 보이고 있는 한국의 물류량의 증가에 따라 물류기업의

기능과 역할을 할 수 있는가에 대한 가능성을 제시한다. 또한 물류기업의 가치와 지배구조간의 관계를 구체적으로 조사하기 위하여 물류기업을 대상으로 내부자 지분율과 외국인 지분율을 고려한 소유지배구조의 특징을 파악한다. 그리고 물류기업의 지배구조가 기업가치에 어떻게 영향을 미치는가를 실증 분석한다. 본 논문의 결과는 물류기업의 지배구조와 기업가치 사이의 관계를 파악함으로써 한국 물류기업의 지배구조가 물류기업의 가치에 얼마나 중요한지 증거를 제시한다. 이렇게 함으로써 기존 일반 제조 기업의 가치에 지배구조가 영향을 주고 있다는 증거가 많이 제시되었지만 물류기업에서도 동일하게 지배구조가 영향을 준다는 것을 제시함으로써 지배구조의 영향을 보다 더 확장 시킬 수 있는 기회를 가질 수 있을 것이다.

이후 논문에서는 2장에서는 지배구조와 관련된 이론적 배경 및 선행연구가 제시되고, 3장에서는 3장에서는 가설을 개발하고 연구모형을 설정한다. 4장에서는 연구모형에 제시된 변수들의 측정에 대한 설명을 하며 5장에서는 표본기업 및 분석에 사용된 변수의 기초통계량이 제시된다. 6장에서는 연구모형의 실증분석 결과가 제시되며 마지막으로 7장에서는 결론이 제시된다.

## II. 국내물류기업의 특징 및 선행연구

본 장에서는 먼저 국내의 물류시장에 대하여 간단히 개관하고 지배구조에 대한 기존의 이론들을 살펴본 후, 본 논문의 목적과 관련된 지배구조 관련 선행연구들을 고찰하고 기업의 지배구조와 기업가치간 관련성에 대한 기존의 선행연구들을 제시한다.

### 1. 국내 물류시장 특징

1990년대부터 현재까지 국제물류의 중요성 및

정확한 물류개념이 정립되었으며 IT(Internet Technology)기술의 발전으로 물류정보화와 함께 물류산업의 전문화가 본격적으로 이루어지기 시작하였다. 무엇보다 이 시기부터 물류를 수익창출의 수단으로 인식하기 시작하였고 기업경영이 글로벌화되면서 무역의 확장이 증가되고 지역 간의 경영활동 및 무역활동 역시 활발해지고 있는 추세에 있다(김종철과 박동기, 2014). 특히 무역장벽의 완화, 자유무역협정(Free Trade Agreement: FTA) 및 지역경제권의 형성 등으로 인해 세계 물류환경이 지속적으로 변화하고 있다. 이러한 세계적 추세 속에 국가 간 물류량의 증가가 계속되고 있는 이에 따라 물류기업의 성장이 기대됨에 따라 물류기업의 특성을 파악하는 것은 중요하다.

2000년대 초반부터 국내물류산업에 대한 다양한 연구가 진행되어 오고 있다. 김용진 외(2006)에 따르면 2000년대 초반 국내 물류산업의 영세성이 문제가 되어 오고 있으며 대형종합물류업체의 활성화의 필요성을 언급하면서 대기업 계열사내 존재하는 물류기업에 대한 부정적인 관점을 제시하였다. 안우철·안승범(2011)은 한국 물류시장의 급속한 성장으로 인하여 대기업 계열사내의 물류기업의 시장 지배력이 점차 커지고 있다고 하였다. 김태승 외(2009)는 국내 물류산업은 대기업 중심의 물류산업이 기득권을 가짐으로써 물류시장의 양극화가 심해지고 심각한 수준이라고 하였다. 김종철과 박동기(2014)는 국내 제조기업들의 해외진출이 활발하게 이루어진 반면 국내 물류기업의 해외진출은 아직 부족한 실정이며, 그 이유로 대기업 계열사 물류 운송을 위해 맞춤형 물류서비스를 제공해야 하는 만큼 치열한 경쟁으로 인하여 해외시장 진출이 미흡함을 꼽을 수 있다고 제시하였다. 위의 연구들을 토대로 대기업 중심의 물류기업들이 주도적으로 물류산업을 이끌고 있다는 것을 짐작할 수 있고 대기업 계열사로서 물류기업은 지배구조의 독특성이 있을 것으로 볼 수 있다.

물류기업은 제조기업과 다른 기업특성을 갖고 있기 때문에 물류기업의 특성에 맞는 지배구조에 관한 연구가 요구된다(방희석 외, 2008). 물류기업과 제조기업의 여러 부분에서 차이를 갖는다. 물류기업은 제조기업과 다르게 대기업의 계열사 기업에 포함되는 경우가 주도적이기 때문에 물류기업을 이해하기 위해서 대규모 기업집단 내의 기업들의 관계를 이해할 필요가 있다. 이로 인하여 물류기업의 성과를 높이기 위해서는 물류기업의 지배구조에 대한 분석 및 이해가 필요하다. 따라서 물류기업은 제조기업과 비교하여 성과를 발생시키는 요인이 상이하기 때문에 물류기업의 지배구조를 고려한 성과의 요인에 관한 연구가 이루어져야 한다. 특히, 국내의 대다수 선두 물류기업의 경우 순환출자 및 대기업 지배구조의 측면에서 많은 이슈와 문제점을 가지고 있다는 점에서 한국 물류기업의 지배구조 분석이 필요한 실정이다.

## 2. 지배구조의 정의

지배구조는 소유와 경영의 분리로 인하여 나타나는 대리인 문제를 해결하기 위하여 경영자에 대한 감시와 견제장치이다(Berle and Means, 1932) 또한 주주, 이사회, 경영자 그리고 기타 이해관계자들 간의 상호작용 관계를 규정하는 메커니즘을 의미하며 좁은 의미로는 기업의 주주가 경영자를 감시하고 규율하는 메커니즘이며 넓게는 기업을 둘러싼 이해관계자들 간의 관계를 효율적으로 운영하게 하는 메커니즘이다(조성빈, 2005).

따라서 지배구조는 소유와 경영의 분리에 따라 필연적으로 발생하게 되는 주주와 경영자 사이의 대리인 문제와 밀접한 관련을 가지게 되며 지배구조의 효율성은 지배구조가 이러한 대리인 문제를 잘 해결해내는 것이라고 볼 수 있다(박종일, 2003).

이와 같은 기업의 지배구조는 시장의 발전단계의 차이에 크게 영향을 받으며, 경영자를 통제할 수 있는 수단으로서 지배구조에 의해 지배구조 효

율성의 차이가 발생한다.

## 3. 지배구조와 기업의 가치간의 관계

지배구조의 한 유형으로서 소유지배구조에 관한 연구는 지배구조 연구 중 가장 주목을 받은 분야이다. 소유지배구조와 기업가치에 대한 연구에 대한 기존 문헌을 검토해보면 소유구조 대용변수로서 채택한 변수가 무엇이나에 따라(대주주 지분율, 내부자 지분율, 외부대주주 지분율, 외국인주주 지분율), 종속변수인 기업가치대용변수로 채택된 변수가 무엇이나에 따라(Tobin's Q, 회계적 이익률, 추가이익률, 생산성 등) 그 결과가 다양하다(Lambert et al., 1993; Core, 1997; Core et al., 1999; Fleming and Stellios, 2002; Chalmers et al., 2006). 즉 기존연구 결과는 지배구조 정의 및 사용된 기업가치의 대용변수에 따라 약간 다른 결과를 제시하고 있다. 여기서는 지배구조에 대하여 내부자 지분율 및 기관투자자 지분율에 따른 결과를 제시한다.

### 1) 내부자 지분율에 관한 연구

경영자가 보유하고 있는 지분율과 기업가치 사이의 관련성에 대한 연구는 많은 연구자들에 의해 상당부분 연구가 진척되었으나 연구자들마다 상이한 연구결과를 제시하고 있어 아직 명확한 관계가 확립되지 않았다. 내부자 지분율과 기업가치 사이의 관련성에 관한 연구 결과는 크게 네 가지로 요약할 수 있다.

첫째, 내부자 지분율이 증가할수록 경영자와 주주 사이의 이해관계가 일치하게 된다는 유인일치가설(convergence of interest hypothesis)이다(박기성, 2002; 최우석·이우백, 2005).

둘째, 내부자 지분율이 증가할수록 기업가치가 오히려 감소하게 된다는 경영자 기득권보호가설(entrenchment hypothesis)이다.

셋째, 경영자의 지분율에 따라 기업가치가 다를 수 있다는 절충가설(nonmonotonic relation hypothesis)이다. 구체적으로 지분율이 아주 낮은 구간에서는 내부자 지분율이 증가하면 대리문제가 감소하여 기업가치가 증가하나 일정 지분율이 넘어서면 주주와 이해관계가 일치되어 다시 기업가치가 증가하게 된다(Akimova and Schwodiauer, 2004; 최정표 외, 2003; 신현열·박찬준, 2006 등).

넷째, 내부자 지분율의 증가는 기업가치에 영향을 주지 않는다는 무관관계설(no-relation hypothesis)이다(Holderness and Sheehan 1988; Loderer and Martin 1997). 즉 기업가치는 미래 기업의 경영성과에 대한 합리적 기대에 의해서 결정된다는 것으로 지배유형이 기업가치에 미치는 영향은 없거나, 미약하다는 것이다.

이상에서 살펴본 내부자 지분율과 기업가치 사이의 관련성에 관한 연구는 그 결과가 아주 다양하며, 산업에 따라 어떤 특징을 갖는가를 구체적으로 연구해 볼 필요가 있다.

## 2) 기관투자자 지분율에 관한 연구

기관투자자는 증권시장에서 대규모의 투자활동을 하는 주체로서 증권회사, 보험회사, 은행, 자산운용사 및 연금 등이 대표적이다. 기관투자자의 개념은 다양하게 정의할 수 있다. 기관투자자란 허용될 수 있는 위험, 수익률 극대화 및 만기 등의 투자목적에 따라 소규모 투자자를 대신하여 집단적으로 펀드를 운용하는 특화된 금융매체이다(고광수·김근수, 2005). 다시 말하면 기관투자자는 소액투자자를 대신하여 투자된 자금을 공동으로 관리하고, 특정한 목적, 수익극대화와 청구의 만기라는 특징을 갖는 전문화된 금융회사 또는 투자주체라고 할 수 있다.

기관투자자와 관련한 연구를 살펴보면 Admati and Pfleider(1994)는 경영자의 비효율적인 투자성향을 지적하면서 외부의 투자자가 수익에 대한 충

분한 정보를 공유하고 있을 경우에 정보비대칭의 문제가 어느 정도 극복될 수 있음을 주장하였다. Shldifer and Vishny(1986)는 경영진이 추진하고 있는 경영전략을 개선할 필요가 있거나 이윤을 극대화하기 위해 경영진 교체가 필요한 경우, 기관투자자들이 효율적으로 경영진을 감시할 수 있다고 하였다.

또한 Pound(1988)는 기관투자자가 경영을 능동적으로 감시한다기 보다는 오히려 담합하거나 보유주식을 매도하는 이른바 월스트리트룰(Wall Street Rule)을 따른다는 가설을 제시하였다. Hoskisson et al.(1994)은 진입과 퇴출장벽으로 인하여 기관투자자는 경영의사결정에 참여하려는 적극적인 의사를 가지며 경영자에게 압력을 행사하기도 한다고 논의하였다.

국내 연구로, 박경서·이은정(2006)와 김현석·김상배(2008)는 기관투자자 중에서 외국인 투자자는 기업의 지배구조를 개선하는 역할을 하며, 효율적인 감시를 수행하여 투자를 촉진하는 성향을 보일 수 있다고 하였다. 이로 인하여 경영자의 사회적효익을 줄일 수 있다(박현준 등, 2004).

기관투자자에 대한 이상의 선행연구에서 기관투자자는 기업경영을 감시하여 기업가치를 높일 수 있는 것으로 제시되고 있다.

## 4. 물류기업의 성과에 관한 연구

물류기업의 성과를 높이기 위한 방안으로 물류기업의 아웃소싱과 물류기업의 정보시스템 개선인 크게 두 가지로 나눌 수 있다.

먼저 아웃소싱 전략은 기업의 경쟁우위의 성과에 직간접적인 영향을 미치는 변수로서 제3자 물류업체에게 조직의 물류업무의 일부 또는 전부를 위탁하는 것을 의미한다(Lieb et al., 1993; Bagchi andVirum, 1996; Berglund et al., 1999). Sanders et. al.(2007)에 따르면 제조업에서 생산을 외부업체에게 아웃소싱 하는 전략은 오래전에 있어 왔지

만 물류에서의 아웃소싱은 최근의 현상이지만 지난 몇 년간 급속히 증가하고 있다고 제시한다. 이는 물류 아웃소싱이 점차적으로 물류비용을 줄이고, 서비스의 개선을 향상시켜 줄 뿐만 아니라 기업에 내재되어 있는 위험을 분산시켜주는데 많은 장점을 지니고 있기 때문에 전문물류업체에게 물류서비스의 아웃소싱은 생산성 향상과 서비스 품질을 제고함으로써 경제적으로 유효한 방법이 되고 있다 궁극적으로는 성과를 높이는 것에 기여할 수 있다(La Londe and Maltz, 1992; Capgemini, 2010; 박근식, 2008; 윤영길 외, 2014).

다음으로 물류기업의 정보시스템과 기업성공에 관한 연구이다. 배희성과 이양기(2014), 김영민과 우정욱(2013) 및 나정호와 방희석(2013)은 기업의 자원으로써 정보시스템의 활용됨으로써 기업의 성과가 높아질 것이라고 보았다. 또한 물류기업의 정보시스템 도입은 효율적인 운송관리를 가능하게 하며 물류업무 처리의 신속성 및 정확성을 향상시킬 수 있기 때문에 물류생산성을 높여 기업가치를 향상시킬 수 있다.

이러한 연구는 넓은 관점에서 물류기업의 재무

성과를 분석한 연구이며, 물류기업의 성과를 높이기 위하여 아웃소싱 및 정보시스템 등이 논의되었다는 것을 알 수 있다.

종합적으로 이러한 여러 가지 논의들을 통해 제조기업을 대상으로 소유지배구조와 기업가치와의 관련성에 대한 다양한 연구들이 시도되었고, 물류기업을 대상으로 재무적 성과에 대한 연구가 있어 왔다는 것을 알 수 있다. 따라서 기존 제조업 대상으로 지배구조와 성과와의 관련성에 대한 논의를 토대로 한국의 물류산업을 대상으로 기업가치를 높이기 위한 요인으로 소유지배구조에 관한 연구가 필요한 것으로 보인다.

### III. 연구모형 및 가설설정

#### 1. 연구모형

본 연구는 기존 연구를 기초로 경영자를 감시할 수 있는 수단으로써의 물류기업의 소유지배구조가 어떠한 역할을 하는지를 알아보고 내부자 소유구조와 기관투자자의 소유구조가 경영자를 감시하는

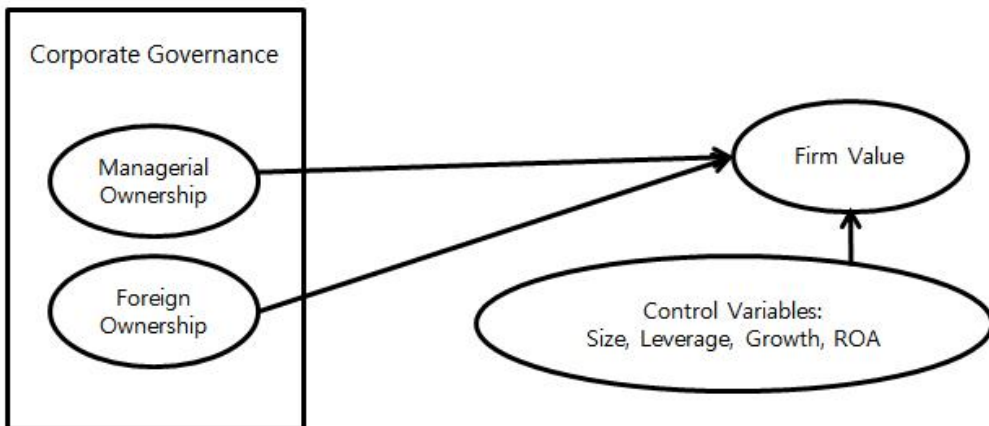


그림 1. 소유지배구조와 기업가치에 대한 연구모형

수단으로서 작동하고 있는가를 파악한다. 이를 토대로 물류기업의 지배구조가 기업 가치에 어떠한 영향을 미치는가에 대한 가설이 설정된다.

가설 검증을 위하여 본 논문에서는 다음과 같은 모형을 설정한다.

$$Firm\ Value = \alpha + \beta_1 Ownership + \sum_{i=2}^N \beta_i X_{i,t} + e_{i,t} \quad (1)$$

여기서 Firm Value는 기업 가치를 나타내며 토빈 큐가 사용되며 Ownership은 지배구조 관련변수로서 내부소유자지분율과 외국인투자자지분율이 사용된다. 그리고 기존 연구에서 제시된 통제변수로서 X벡터는 기업 가치에 영향을 주는 기업규모, 레버리지, 성장성, 자산이익률(ROA) 등이 사용된다. 기업지배구조와 성과 사이의 관련성에 관한 많은 연구에서 기업규모, 레버리지, 성장성 자산이익률이 통제변수로서 많이 사용되고 있다(Peni, 2014; Devos, et al., 2009)

## 2. 가설설정

소유와 경영이 분리된 기업은 대리인 문제가 발생하며 경영자는 주주의 부를 증가시키기 위한 의사결정이 아닌 자신의 효익을 적극적으로 추구함으로써 대리인 문제를 야기할 수 있다.

대리인 문제는 경제학, 재무 및 회계학 등에서 논의되고 있는 중요한 이슈 중 하나이다(Demski and Feitham, 1978; Spence and Zeckhauser, 1971; Fama, 1980; Chen, 2003; Narayanan and Raman, 2005). 현대 기업은 소유와 경영이 분리되어 운영됨에 따라 주인(기업의 주주) - 대리인(기업의 경영자) 관계가 형성된다. 대리인은 기업의 운영 및 전략에 관한 절대적인 정보를 가지고 있으나 주주는 상대적으로 기업내부정보를 갖고 있지 못함으로써 대리인의 기회주의적인 행위를 취

하여 개인적 이익 향유를 통하여 비용을 발생시킨다고 보는 이론이다(Jensen & Meckling, 1976; 신성욱, 2011). 이것이 주주와 대리인의 이해상충을 유발하는 원인이 되며 투자자는 대리인 비용으로 인하여 기업가치의 극대화가 이루어질 수 없다는 것을 인식하고 있다.

특권적 소비와 기업가치의 상반관계에 의해 소유경영자의 지분이 낮을수록 자기자본의 대리인 비용이 커진다. 소유경영자의 지분이 낮을수록 특권적 소비, 수익성 투자안의 포기 등의 유인이 커서 대리인 비용이 증가하게 된다(최우석·이우백, 2005). 이해일치가설에서는 경영자의 보유지분율이 높을수록 대리인 비용완화로 인하여 기업가치가 향상될 것이라고 제시하며(Hermalin and Weisbach, 1998; 박기성, 2002) 정보의 불균형 존재를 부각한 연구에서는 높은 소유경영자 지분율이 기업가치에 긍정적인 영향을 미치는 신호일 수 있고, 신호가설에서는 경영자가 높은 기업가치를 외부투자자에게 전달하는 신호로 자신의 소유지분을 이용한다(Leland and Pyle, 1977)고 하였다.

대리인 비용 완화를 위하여 경영자의 규율장치로서의 소유구조는 기업가치에 긍정적인 영향을 미칠 수 있고(김병호, 2002; 황동섭, 2006; Wei, 2002) 이는 외부주주들의 투자 유인이 될 수 있기 때문에 대리인 문제 완화를 위한 기업의 통제장치는 기업가치 향상을 유도할 수 있다(Zajac and Westphal, 1994; Ma, et al., 2010). 이와 같이 내부자 지분율과 기업가치 간의 관련성 연구에 이어 내부자 지분율에 대한 심층적 연구로 소유 집중도를 고려한 내부자 지분율과 기업가치 관련성 연구가 많이 이루어지고 있으나, 개별 산업에 따른 구체적인 연구는 아직 충분히 이루어지지 않은 상태이다.

우리나라의 기업형태는 가족중심으로 경영되고 있는 대규모 기업집단으로 이루어진 경우가 많고 대주주가 소유자이자 경영자인 경우가 대부분이다.

또한 기업의 출자형태에 있어서도 피라미드 구조나 상호출자구조로 되어 있어서 대주주의 직접 지배뿐만 아니라 간접지배의 특성을 가지고 있다(김명인·최종학, 2008; 안홍복, 2004). 특히 가족기업내 물류서비스를 전문적으로 제공하는 물류기업이 존재하는 경우가 지배적이며(유성용·육윤봉, 2012), 최대주주 및 계열사 지분율로 구성된 내부자 지분율의 경우 계열사 지분율의 비중이 높아질수록 주식보유에서 오는 이익향유를 위하여 기업간 이익 발생을 유도해야할 유인을 갖는다. 가족중심 대규모 기업집단은 제품의 운송수단을 제공해줄 서비스가 필요함에 따라 대규모 기업집단내에 물류기업이 존재할 가능성이 크며 기업이 보유하고 있는 높은 계열사 지분은 경영자의 의결권(voting right) 및 통제권(control right)을 높여 기업간 거래를 보다 용이하게 한다. 물류기업은 기업간 거래를 통하여 계열사들이 생산한 제품의 물류서비스를 담당함으로써 지속적인 물류의 공급이 가능하다 있다. 물류기업의 특이한 지배구조로 인하여 계열사로부터 지속적인 물류의 공급은 물류기업의 기업가치를 증가시킬 것이다. 따라서 본 논문에서는 한국 물류기업의 지배구조를 고려하여 기존 연구에서 제시된 결과를 기초로 한국의 물류기업을 대상으로 다음과 같은 가설을 설정한다.

H1: 물류기업의 내부자 지분율이 높을수록 기업가치가 유의적으로 증가할 것이다.

경영자가 만족할 만한 성과를 내지 못했을 때, 기관투자자는 퇴출전략(exit strategy) 또는 항의전략(voice strategy)을 시도한다(Hirschman, 1993). 탈출전략은 투자회수 전략 또는 기업청산 전략이라고도 하며 기업성파가 부진할 때 외부주주가 주식매도 의사결정을 취하는 것이며 항의전략은 주식매도 시 가격하락을 우려하여 기업경영, 성과, 운영에 영향을 미칠 수 있는 권리를 행사하는 것

을 말한다.

먼저 기관투자자의 퇴출전략은 기업성파가 부진할 때 취하는 전략으로 대량의 주식이 시장에 유출됨으로 인하여 인수합병을 하고자 하는 기업에게 호재로 작용할 수 있다. 즉, 기관투자자의 주식매도가 적대적 인수합병의 수단으로 사용될 수 있기 때문에 기업경영은 기관투자자의 주식보유에 영향을 받는다. 또한 기관투자자가 기업경영에 적극적으로 관여해 의결권을 행사하기 보다는 주식을 매도하는 방법으로 기업에 대한 평가를 대신하는 월스트리트 규칙(wall street rule)을 따른다는 가설은(Pound, 1988) 기관투자자가 주식보유가 경영자의 감시통제 수단이 됨에 따라 기업가치를 높일 수 있다는 근거가 될 수 있다. 따라서 기관투자자의 주식보유는 경영자의 감시통제 수단으로 작동하여 기업가치 향상에 긍정적인 영향을 미친다.

다음으로 기관투자자의 항의전략은 경영에 참여하여 권리를 행사하는 전략으로 기관투자자의 상당한 양의 보유주식 처분시에 주식가격 하락에 대한 우려 때문에 취하는 전략이다. 기관투자자는 기업경영, 운영 및 전략에 실질적 권리인 의결권(voting right)을 행사하여 경영자 교체를 요구할 수도 있으며(Shldifer and Vishny, 1986) 경영자를 감시하고 통제하는 등 기업가치를 높이는데 기여할 수 있다(Hoskisson et al., 1994; Hambrick and Finkelstein, 1995). 다양한 기관투자자 중 기업감시의 전문성을 가진 외국인 투자자가 존재하는 경우에 기업가치에 보다 긍정적인 영향을 미칠 수 있다(김현석·김상배, 2008; 조성일·변종국, 2009).

따라서 외국인투자자의 기업운영에 대한 전반적인 감시활동은 경영자의 기업효율성을 높이려는 유인을 발생시키고 이는 곧 기업가치를 높이려는 행위에 부합된다고 할 수 있다. 이상의 선행연구를 바탕으로 본 논문에서는 선행연구에 있는 가설을 한국시장의 물류기업을 대상으로 다음과 같은



가설을 설정한다.

H2: 물류기업의 외국인 지분율이 높을수록 기업 가치가 유의적으로 증가할 것이다.

#### IV. 변수측정 및 표본선정

##### 1. 변수측정

앞서 제시한 2개의 가설을 검증하기 위하여 기업가치 대리변수로 토빈 큐(Tobin's Q)가 사용되며 지배구조의 대리변수로서 내부자 지분율 및 외국인투자자 지분율을 설정한다. 그리고 기존 연구에서 제시된 기업가치에 영향을 주는 요인들은 통제변수로 사용되며 추가적으로 제시한다.

① 토빈 큐(Tobin Q): Tobin Q는 기업의 총 시장가치를 기업의 자산대체원가(replacement cost)로 나눈 비율이다. 그러나 Tobin's Q는 부채의 시장가치와 자산의 대체원가가 현실적으로 측정이 어렵다는 단점 때문에 Chung and Pruit(1994)가 제안한 대체적 방법을 사용하여 측정하였다. 자기자본의 시장가치와 부채의 장부가치의 합을 총자산의 장부가치로 나눈값을 토빈 큐로 측정하였다.

② 내부자 지분율(Managerial Ownership): 외국인의 지분율에 관한 연구에서는 내부자 지분율로 단순히 CEO가 보유하고 있는 지분율을 이용하고 있다(Core et al., 1999; Devos et al., 2009). 그러나 한국기업을 대상으로 한 연구에서는 내부자 지분율을 측정할 때, CEO 지분뿐만 아니라 가족의 지분과 계열회사의 지분까지 포함하여 측정하는 경우가 많다(유승훈 외, 2013; 임형주·최중서, 2012). 한국기업의 독특한 기업구조 중 하나는 가족경영을 기반으로 계열사가 운영되고 있는 특징이 있기 때문에 계열회사와 친인척 등이 경영자를 지지하고 경영자 교체를 방어하고 있는 역할을 하고 있다. 대주주의 소유권은 기업에 지배력을 행사하는데 있어서 형식적인 지분이고, 실질적으로는 피라미드 구조상의 지주회사를 이용한 간접지분이나 계열사 간의 교차출자를 통해 추가

로 대주주의 기업에 대한 지배권을 늘린다고 한다(안홍복, 2004). 따라서 본 논문에서는 이를 경영자의 의사와 일치하는 집단으로 친인척, 계열사 등으로 이루어진 최대주주 및 그 특수 관계인의 지분율을 사용하였다.

③ 외국인투자자 지분율(Foreign ownership): 기업 감시의 전문성을 가진 외국인 투자자가 존재

표 1. 변수측정방법

구분	변수	대리변수	측정방법	변수표기
종속변수	기업가치	토빈 큐	(자기자본의 시장가치 + 부채의 장부가치) / 총자산의 장부가치	Tobin's Q
독립변수	소유지배구조	내부자 지분율	최대주주 및 그 특수 관계인의 지분 / 총 지분	Managerial Ownership
독립변수	소유지배구조	외국인투자자 지분율	외국인 지분 / 총 지분	Foreign ownership
통제변수	기업규모	총자산의 로그값	In(총자산)	Size
통제변수	레버리지	부채 대비 총자산	부채 / 총자산	Leverage
통제변수	성장성	당기매출액 대비 전기매출액	매출액 <sub>i</sub> /매출액 <sub>i-1</sub>	Growth
통제변수	자산이익률	당기순이익 대비 총자산	당기순이익/총자산	ROA

하는 경우에 기업성과에 긍정적인 영향을 미칠 수 있다(김현석·김상배, 2008; 조성일·변중국, 2009). 본 연구에서는 박준우(2011)의 연구에 따라 외국인 지분의 총합을 외국인투자자 지분율로 측정하였다.

④ 기업규모(Size): 일반적으로 기존의 선행연구에서 많이 사용한 기업규모에 대한 대리변수는 매출액의 자연로그값, 총자산의 자연로그값, 종업원 수 등이다. Wald(1999)은 총자산으로 규모를 측정하였으며, Bathala et al(1994), Titman and Wessels(1988), Johnson(1997) 등은 총자산의 로그 값으로 규모를 측정하였다. 본 연구는 기업규모의 대리변수로 총자산의 로그값을 측정하였다.

⑤ 레버리지(Leverage): Bathala et al.(1994)은 장기부채의 장부가치/자기자본의 시장가치로 레버리지를 측정하였으며, Titman and Wessels(1988)는 장기부채의 장부가치/(장기부채의 장부가치+자기자본의 시장가치)로 측정하였다. Welch(2011)은 부채 대비 자기자본으로 측정하였고 Salawu(2007)은 부채 대비 총자산으로 측정하였다. 본 연구는 Salawu(2007)의 연구에 따라 레버리지의 대리변수로 부채 대비 총자산을 측정하였다.

⑥ 성장성(Growth): 성장성을 박종일(2003)은 총자산의 성장률을 사용하였으며, 박경서 등(2004)는 과거 5년 평균 매출액 성장률을 측정하였고 유승훈·남현정(2007)은 당기매출액/전기매출액으로 측정하였다. 본 논문에서는 당기매출액을 전기매출액으로 나눈 값을 성장성으로 측정하였다.

⑦ 자산이익률(ROA): ROA(Return on Asset)는 자산이익률로써 기업자산이 얼마나 효율적으로 이용되었는가를 나타낸다. 기업성과의 회계학적 측정에 근거하여 당기순이익 대비 총자산으로 자산이익률을 측정하였다.

## 2. 표본선정

본 연구에서 실증분석을 위해 사용된 표본의 기

간은 2008년부터 2014년이며, 코스피에 상장된 물류기업 중 결산 월이 12월말인 기업으로 선정하였다. 위의 기준을 적용하여 26개 물류기업으로 구성된 7년간의 자료로 연도-기업 수 총 184개 관측치가 사용된다. 본 논문에서 사용되고 있는 표본 자료들의 재무정보 및 소유구조 정보는 한국상장사협의회(KLCA)에서 제공하는 TS2000를 이용하여 추출되었다.

## V. 기초통계 및 실증분석

### 1. 기초통계

앞에서 제시한 가설들을 분석하기에 앞서 본 연구의 모형에 사용된 변수들의 기초통계량은 표 1에 제시되어 있다. 표 1에서 기업가치 대응변수인 Tobin's Q의 평균은 0.988이며, 최소 0.34, 최대 3.326으로 표준편차가 0.434로 기업 간 편차가 많음을 알 수 있다. Tobin's Q는 장부가치 대비 시장가치를 나타내는 척도로서 물류기업의 주가가 장부가치에 비하여 적절하게 형성되어 있는 것으로 볼 수 있다. 한국 물류기업의 최대주주 및 그 특수 관계인으로 구성된 Managerial ownership 평균은 38.67%로서 경영자 및 이해관계자지분이 매우 높음을 알 수 있으며 특히 표준편차가 14.676으로서 기업 간에도 많은 차이가 존재함을 알 수 있다. Foreign ownership의 평균은 6.31%, 최소값은 0, 최대값은 55.99%로서 표준편차가 9.758%로 기업 간 편차가 큼을 알 수 있다. 박준우(2011)의 연구에서 2005-2009년 상장기업을 대상으로 시행한 연구에서 외국인 투자자 지분율이 약 10%로 나타났으며, 임덕순(2011)의 연구에서 1999-2009년까지 한국의 상위 200개 기업을 대상으로 시행한 연구에서 외국인 투자자지분율이 약14%인 것으로 나타난 것과 비교하면 물류기업의 외국인투자자 지분율은 비교적 낮은 것으로 볼 수 있다.

표 2. 기초통계요약

변수	관측치	평균	표준편차	최소값	최대값
Tobin's Q	182	0.988	0.434	0.340	3.326
Managerial Ownership(%)	182	38.678	14.676	7.350	71.270
Foreign Ownership(%)	182	6.315	9.758	0.000	55.990
Size(Ln(TA))	182	20.065	1.749	16.883	23.788
Leverage	182	0.550	0.223	0.084	1.120
Growth	182	1.086	0.286	0.483	3.663
ROA	182	-0.019	0.314	-2.550	0.950

표 2에서는 기업가치의 대용변수인 토빈 쿼 (Tobin's Q)와 사용된 변수들 간의 피어슨 상관관계가 제시되어 있다. 먼저 경영자의 소유구조 즉 내부자 지분율(Managerial Ownership)은 기업가치 (Tobin Q)와 정의 관계를 보이고 있지만 통계적으로 유의한 결과를 보이고 있지 않다. 이 결과는

Tobin's Q에 영향을 미치는 여러 제반 변수를 고려하지 않은 분석으로 상세한 분석은 표 3과 표 4에서 제시할 것이다. 외국투자자 소유지분율(Foreign Ownership)은 기업 가치와 정의 1% 수준에서 유의적인 관계를 보이고 있다.

따라서 물류기업의 경우 외국인 소유구조와 기

표 3. 상관관계 분석

	Tobin's Q	Managerial Ownership	Foreign Ownership	Size	Leverage	Growth	ROA	VIF
Tobin's Q	1							
Managerial Ownership	0.098 (0.196)	1						1.20
Foreign Ownership	0.394 *** (0.000)	-0.049 (0.517)	1					1.39
Size	0.170 ** (0.024)	0.059 (0.438)	0.470 *** (0.000)	1				2.21
Leverage	0.042 (0.579)	-0.141 * (0.063)	0.359 *** (0.000)	0.498 *** (0.000)	1			1.58
Growth	0.015 (0.834)	0.182 ** (0.016)	0.007 (0.919)	-0.018 (0.810)	-0.109 (0.149)	1		1.18
ROA	0.105 (0.167)	0.207 *** (0.006)	0.074 (0.330)	-0.036 (0.631)	-0.317 *** (0.000)	0.103 (0.17)	1	1.19

주) ( )는 t-값을 나타내며, \*\*\*는 1%, \*\*는 5%, \*는 10%수준에서 유의적임

업가치와는 정의 상관관계가 존재함을 알 수 있다. 기업규모(Size)와 기업 가치 간에는 정의 5%수준에서 유의적인 관계를 보이고 있다. 흥미로운 것은 기업의 레버리지 및 ROA 등과 기업성장 간에는 전혀 통계적으로 유의한 결과를 보이고 있지 않다. 일반 제조업과는 매우 다른

흥미로운 결과를 보이고 있다. 한편 변수간의 다중공선성 확인을 위하여 분산확인대인자(variance inflation factor: VIF)를 조사하였다. 일반적으로 VIF 값이 10보다 크면 다중공선성 문제를 의심해야 하나 연구에 사용된 모든 변수의 VIF 값이 10보다 충분히 작은 것으로 나타나 다중공선성의 문제는 없는 것으로 보인다.

## 2. 실증분석

본 장에서는 기업의 지배구조와 기업가치 간의 관계를 실증분석한 결과를 제시한다. 앞에서 제시된 가설 1과 가설 2을 검증하기 위한 식 (1)은 Pooled OLS 및 고정효과모형을 통하여 추정된다. 먼저 “물류기업의 내부자 지분율이 높을수록 기업가치가 유의적으로 증가할 것이다”란 가설을 Pooled OLS로 검증한 결과는 표 3의 Model 1과 Model 2에서 제시되어 있다. Model 1에서는 통제변수 없이 내부자 지분율(Managerial ownership) 변수만 포함된 결과를 제시하고 있다. 여기서 Managerial Ownership 변수의 회귀 값은 0.0054로 정의 5%수준에서 유의적인 값을 보이고 있다. 또한 통제변수가 포함된 Model 2에서도 동일하게 5%수준에서 유의적인 정의 값을 제시하고 있다. 이러한 결과는 가설 1에서 제시한 물류기업의 내부자 지분율이 높을수록 기업 가치가 유의적으로 증가할 것이라는 증거가 된다(가설 1 채택).

다음으로 “물류기업의 외국인 지분율이 높을수록 기업가치가 유의적으로 증가할 것이다”라는 가설을 Pooled OLS로 추정한 결과는 표 3의 Model 3과 Model 4에서 제시되어 있다. Model 3에서는

통제변수가 내재되어 있지 않는 추정결과로 외국인 지분율(Foreign Ownership)의 회귀계수 값이 0.0157로서 정의 1%수준에서 유의적인 결과를 보이고 있다. 통제변수가 추가된 Model 4에서도 동일하게 회귀계수 값이 0.0219의 정의 1% 수준에서 유의적인 증거를 보이고 있다. 이러한 결과는 김현석과 김상배(2008), 조성일과 변종국(2009) 등의 연구와 부합되는 결과로 기업감시의 전문성을 가진 외국인 투자자가 기업가치에 보다 긍정적인 영향을 주는 것으로 볼 수 있다(가설 2 채택).

표 4는 내부자 지분율과 외국인 지분율을 모두 포함한 기업가치 회귀분석 결과이다. Model 1에서는 통제변수 없이 내부자 지분율(Managerial ownership) 변수와 외국인 지분율(Foreign ownership) 변수가 포함된 결과를 제시하고 있고 Model 2에서는 통제변수를 포함한 결과를 제시하고 있다. 내부자 지분율과 외국인 지분율이 Model 1과 Model 2에서 모두 정의 1%수준에서 유의적인 값을 보이고 있다. 또한 Model 1과 Model 2에서 내부자 지분율 변수와 외국인 지분율 변수의 계수가 동시에 0이라는 귀무가설에 대한 Wald 검정을 시행하였으며 모두 1% 유의수준에서 귀무가설이 기각되는 것으로 나타났다. 이러한 결과는 Model 1의 내부자 지분율의 계수값이 0.0054이며 외국인 지분율의 계수값이 0.0157이며, Model 2의 내부자 지분율의 계수값이 0.0061이며 외국인 지분율의 계수값이 0.0224로써 Model 1과 Model 2에서 모두 외국인 지분율이 경영자 지분율에 비하여 기업가치에 보다 큰 영향을 미치는 것에 대한 증거가 된다.

이상의 분석결과에서 한국 물류기업의 소유지배구조가 기업가치에 미치는 영향을 회귀분석함으로써 첫째, 물류기업의 내부자 지분율이 높아질수록 외부주주와의 이해가 일치되어 기업가치에 긍정적인 영향을 미칠 수 있는 것으로 볼 수 있다. 본 연구의 기술통계 분석에서도 내부자 지분율이 38.67%

로 나타났으며 이는 물류기업이 대규모 계열회사 내 기업으로 구성되어 있기 때문에 기업의 통제권(control right) 구축을 위하여 지분율을 높이기 용이한 구조를 갖고 있는 것으로 볼 수 있다. 물류기업의 최대주주 및 친족으로 구성된 내부자가 보유한 높은 의결권(voting right)은 기업의 지배력을 높이고 내부거래를 강화하여 기업의 성과를 높이고 있는 것으로 제시할 수 있다. 둘째, 외국인 지분율이 높아질수록 경영자에 대한 효율적 감시가 가능하게 되어 기업가치가 높아질 것으로 볼 수 있다. 물류기업의 외국인 지분율은 6.31%로 제조기업의 외국인 지분율에 비하여 상당히 낮은 수준으로 나타났으며, 이는 한국 물류기업의 경쟁력이 다른 제조기업에 비해서 낮은 것으로 볼 수 있는 간접적 증거가 될 수 있다. 외국인 투자자는 일반 투자자에 비하여 상당한 양의 정보와 감시의 전문

성을 가지고 있다는 점에서 물류기업의 외국인 지분율이 상당히 낮다는 점은 그만큼 물류기업이 성장의 문제점이 있는 것으로 추정된다. 제조기업의 국제화 정도에 비하여 물류기업은 국제화의 정도가 상당히 떨어지며, 이러한 부분은 상장 물류기업이 대기업 내 계열사 물류를 전문적으로 담당함으로써 국제화의 가능성과 경쟁력 확보가 오히려 부진해진 것으로 볼 수 있다. 그러나 물류기업의 경우에도 외국인 투자자의 감시기능이 작동하여 외국인 투자자의 지분율이 높을수록 기업가치가 높아지는 결과를 가지고 있는 것으로 볼 수 있다. 이와 같은 물류기업의 낮은 외국인 지분율에 대한 제고로서 앞으로 물류기업은 대기업의 내 계열사의 안정적인 물류공급에서 벗어나 세계적인 기업으로 도약하기 위하여 독자적인 물류시스템을 구축하여 계열사 내 물류서비스 뿐만 아니라 해외직

표 4. 가설 1과 2의 검증결과

	Model 1	Model 2	Model 3	Model 4
상수	0.4057 *** (2.64)	0.2509 (0.53)	0.5594 *** (4.41)	1.2854 *** (2.79)
Managerial Ownership	0.0054 ** (2.23)	0.0054 ** (2.10)		
Foreigner Ownership			0.0157 *** (4.99)	0.0219 *** (6.10)
Size		0.0114 (0.42)		-0.0488 * (-1.81)
Leverage		-0.0169 (-0.87)		-0.0427 ** (-2.34)
Growth		-0.0441 (-0.35)		-0.0227 (-0.20)
ROA		-0.0548 (-0.41)		-0.1418 (-1.17)
F test	0.64	2.83 *	2.86 *	2.08 *
Adj. R <sup>2</sup>	0.11	0.21	0.21	0.27

주) ( )는 t-값을 나타내며, \*\*\*는 1%, \*\*는 5%, \*는 10%수준에서 유의적임

접투자 및 해외물류서비스 구축 등에 관한 보다 진취적인 물류서비스에 대한 점검이 필요할 것으로 보인다. 내부자 지분율 및 외국인 지분율은 물류기업의 지배구조를 상징하는 대표적인 변수로서 두 변수의 지분율이 높아질수록 기업의 지배구조가 개선되어 대리인 비용의 감소로 주주이익 극대화를 높일 수 있다는 점을 물류기업의 지배구조 연구결과로 제시할 수 있다. 또한 내부자 지분율을 포함한 model 2에서 통제변수로 설정한 4개의 변수 중 모든 변수에서 통계적 유의성을 갖고 있지 않다. 또한 외국인 지분율을 포함한 model 4에서 기업규모(Size)와 기업 가치 간에는 정의 5% 수준에서 유의적인 관계를 보이고 있다. 한편 기업의 레버리지 및 ROA 등과 기업성장 간에는 전혀 통계적으로 유의한 결과를 보이고 있지 않는

점은 일반 제조업과는 매우 다른 결과이다. 이는 한국의 물류시장의 경쟁심화에 따른 경쟁심화로 인하여 성장성 및 ROA와 기업가치 간의 유의적인 관련성이 나타나지 않는 것으로 해석할 수 있으며 이와 같은 과도한 경쟁심화는 건전한 물류시장 형성을 저해하는 것으로 볼 수 있다.

## VI. 결론

전통적으로 기업이 경쟁력 강화를 위해서 기업 내 경영 자원의 효율적 운영, 신속한 의사결정 등이 고려되고 있지만 외부시장 환경이 급속하게 변화하면서 이러한 기업의 경쟁력 강화를 위한 활동은 더욱 어려워지고 있다. 물류산업의 경우, 자유 무역협정(Free Trade Agreement: FTA)과 지역경

표 5. 내부자 지분율과 외국인 지분율의 효과검증결과

	Model 1	Model 2
상수	0.3902 *** (2.73)	1.2412 *** (2.74)
Managerial Ownership	0.0054 *** (2.43)	0.0061 *** (2.64)
Foreign Ownership	0.0157 *** (5.08)	0.0224 *** (6.34)
Size		-0.0536 ** (-2.02)
Leverage		-0.0421 ** (-2.36)
Growth		-0.0808 (-0.73)
ROA		-0.2034 * (-1.67)
F test	1.73	2.53 ***
Wald Test	14.62 ***	17.62 ***
Adj. R <sup>2</sup>	0.23	0.30

주) ( )는 t-값을 나타내며, \*\*\*는 1%, \*\*는 5%, \*는 10%수준에서 유의적임

제권 조성의 확산으로 인하여 무역량 증대로 세계 무역의 추세가 바뀌고 있는 추세에서 본 연구는 물류기업의 가치를 높이기 위한 방안으로 물류기업의 성장동력으로써 기업지배구조를 제시하였다.

따라서 본 연구에서는 한국 물류기업의 지배구조가 기업가치에 어떠한 영향을 미치는가를 검증하기 위하여 기업의 지배구조의 핵심 축으로써 소유구조와 기업가치와의 관련성을 파악하고자 하였다. 기업가치 회귀분석에서 내부자 지분율의 정(+)의 계수를 예측하였으며, 물류기업의 의결권(voting right) 및 통제권(control right)을 반영하는 내부자 지분율이 높을수록 가족기업내 내부거래로서 물류거래를 가능함에 따라 지속적인 물류의 공급이 이루어져 물류기업의 기업가치가 높아질 것으로 예측하였다. 또한 기관투자자로서 외국인 지분율의 정(+)의 계수를 예측하였으며, 외국인 투자자가 기업경영에 적극적으로 관여해 의결권을 행사하는 경우와 또는 기업경영에 관여하지 않고 경영이 부실할 경우 주식을 매도하는 방법으로 기업에 대한 평가를 대신하는 월스트리트룰(wall street rule)을 따른다는 가설에 따라 기관투자자의 주식보유가 경영자의 감시 통제 수단으로서 작동하여 기업가치를 높일 수 있을 것으로 예측하였다.

이를 규명하기 위하여 2008년부터 2014년까지 7년간의 횡단면 자료를 이용하여 유가증권시장에 상장된 26개 물류기업을 대상으로 182개 관측치를 연구에 적용하였다. 그리고 이 자료를 분석하기 위하여 Pooled OLS를 이용하여 회귀분석을 실시하였다. 실증분석 결과를 요약하면 다음과 같다.

첫째, 물류기업의 내부자 지분율은 기업가치에 정(+)의 영향을 미치는 것으로 나타났다. 둘째, 물류기업의 외국인 지분율은 기업가치에 정(+)의 영향을 미치는 것으로 나타났다. 본 연구의 결과는 한국의 물류기업의 독특한 지배구조인 높은 내부자 지분율이 기업가치를 강화하며, 이는 내부자 지분율이 증가할수록 경영자와 주주 사이의 이해관

계가 일치하게 된다는 유인일치가설(convergence of interest hypothesis)을 지지하는 것으로 볼 수 있다. 즉, 내부자 지분이 증가할수록 경영자와 주주의 이해관계가 일치되어 경영자의 대리문제가 감소하게 되고 결국 기업가치의 향상으로 이어질 수 있다. 한편 물류기업의 외국인 투자자 지분율이 높을수록 경영자의 비효율적인 투자성향이 감소될 가능성이 있고 외부의 투자자가 수익에 대한 충분한 정보를 공유할 수 있기 때문에 정보비대칭의 문제가 어느 정도 극복되어 경영자의 비효율적인 투자성향이 감소되는 등의 외국인 투자자들의 경영자 감시메커니즘이 잘 작동되어 외국인 투자자가 기업가치 향상에 기여하는 것으로 볼 수 있다.

대외적으로 물류산업의 환경이 격변하는 상황에서 동북아물류중심지화를 지향하는 우리나라 물류산업 경쟁력은 선진국 또는 선진기업에 비해 매우 취약한 상황이다. 향후 동북아시아에서 창출될 물류부가가치를 획득하고 물류산업이 국가의 핵심산업으로 자리 잡기 위해서는 기존의 물류기업의 구조적 분석을 벗어나 물류기업의 지배구조 점검하여 기업의 효율성을 높이는 것이 시급한 과제이다.

본 연구의 결과는 크게 실무적·학술적 시사점을 제공할 것이라 생각된다. 먼저 국내외에서 제조기업에 집중된 지배구조에 대한 연구를 한국 물류기업을 대상으로 시행함으로써 지배구조 연구의 폭을 넓히고자 하였다. 둘째, 지배구조의 구축은 기업의 효율적 통제를 가능하게 함으로써 물류기업의 성장을 촉발할 수 있게 하는 원동력이 될 수 있다는 점에서 물류기업의 지배구조를 점검하여 기업의 자율적 통제메커니즘이 작동하는가를 알아볼 수 있는 기회를 제공하고자 하였다. 셋째, 물류기업의 지배구조에 관한 연구는 그 제도와 시행에 관한 연구에 집중되었으나 본 연구에서는 실증연구를 수행함으로써 가설에 대한 실증적 타당성을 확보하고자 하였다. 넷째, 세계적으로 물동량이 증가하고 있는 추세에서 물류기업과 성과에 대한 집

중적인 연구가 필요하며 본 연구는 지배구조를 활용한 물류기업의 성과를 높이기 위한 방안을 제시하고자 하였다. 그러나 본 연구는 앞서 살펴본 연구의 의의에도 불구하고 상장사를 기준으로 표본을 구성하였기 때문에 대규모 물류기업을 대상으로 분석을 시행하였다는 한계가 존재한다. 물류산업의 영세성을 고려할 경우 상장사 외의 비상장사의 자료를 추가하여 분석을 시행한다면 물류기업 연구에 대한 확장을 기대할 수 있을 것이다. 또한 물류기업과는 대조적으로 계열사가 존재하지 않는 금융산업의 은행기업의 지배구조를 분석하여 물류기업과의 비교연구는 아주 흥미로운 주제이며 이를 향후연구로 제시하자 한다.

## 참고문헌

- 고광수 · 김근수(2015), 『한국·일본·중국의 기관투자자 비교 연구』, 한국증권연구원.
- 김명인 · 최중학(2008), “지배권과 소유권 차이로 측정한 기업지배구조와 기업의 보수주의 사이의 관계”, 『회계 · 세무와감사연구』, 제47호, 181-210.
- 김영민 · 우정욱(2013), “물류기업의 RFID 도입 요인과 물류성과 간의 관계 연구”, 『한국항만경제학회지』, 제29권 제4호, 135-155.
- 김병호(2002), “기업의 소유구조와 기업가치 및 수익률에 관한 연구; 임원지분율을 중심으로”, 『한국증권학회지』, 제30권, 391-434.
- 김용진 · 서상범 · 하현구(2006), “물류산업의 구조적 분석과 종합물류업 활성화 방안”, 『한국항만경제학회지』, 제22권 제1호, 61-(2006)
- 김종철 · 박동기(2014), “국내 물류시장의 현황과 물류기업의 특성에 관한 연구-내부거래비율을 중심으로-”, 『한국항만경제학회지』, 제30집 제3호, 209-230.
- 김현석 · 김상배(2008), 외국인 지분율과 기업가치에 관한 연구, 『경영관련학회통합학술대회 발표논문집』.
- 김태승 · 서상범 · 김용진(2009), 『서비스산업 선진화 정책 방향 보고서』, 한국개발원(KDI), 231-265.
- 나정호 · 방희석(2013), “기업물류정보공유를 통한 물류성과 개선방안 연구”, 『국제상학』, 제28권 제2호, 161-180.
- 남현정(2013), “기업가치 결정요인으로서 겸임이사”, 『산업경제연구』, 제26권 제6호, 2799-2825.
- 박근식(2008), “우리나라 제조기업의 국제화 수준에 따른 물류아웃소싱 결정요인과 성과에 관한 실증연구”, 중앙대학교 대학원 박사학위논문.
- 박경서 · 이은정(2006), “외국인투자자가 한국기업의 경영 및 지배구조에 미치는 영향”, 『금융연구』, 제20권 제2호, 73-113.
- 박종일(2003), “기업지배구조와 이익조정: 최대주주 지분을 중심으로”, 『회계학연구』, 제28호 제2권, 135-172.
- 박기성(2002), “소유 구조와 기업의 회계적 성과 및 TobinQ의 관계에 관한 연구”, 『한국증권학회지』, 제30권, 297-325.
- 박근식(2008), “우리나라 제조기업의 국제화 수준에 따른 물류아웃소싱 결정요인과 성과에 관한 실증연구” 중앙대학교 대학원 박사학위논문.
- 박준우(2011), “외국인투자자가 재무성과와 기업가치에 미치는 영향”, 『기업경영연구』, 제18권 제2호, 203-215.
- 박헌준 · 신현한 · 최완수(2004), “한국기업의 대리인비용과 기업가치: 외국인 지분의 역할”, 『경영학연구』, 제33권 제2호, 655-682.
- 방희석 · 박근식 · 오운열(2009), “한국 기업의 물류아웃소싱 활용요인에 관한 연구”, 『한국항만경제학회지』, 제25권 제4호, 21-44.
- 배희성 · 이양기(2014), “항만물류기업의 정보시스템, 관계 협력 및 성과 간의 관계”, 『해양물류연구』, 제30권 제1호, 5-33.
- 신성욱(2011), “경영자 보유 스톡옵션 가치가 기업의 배당 정책에 미치는 영향”, 『경영과 정보연구』, 제30권, 제3호, 217-239.
- 안우철 · 안승범(2011), “한국 물류산업의 시장구조분석에 대한 연구”, 『로지스틱연구』, 제19권 제3호, 155-170.
- 안홍복(2004), “지배구조의 지배-소유권 차이와 이익조정 의 관련성 분석”, 『회계학연구』, 제29권 제4호, 117-154.
- 유성용 · 육윤봉(2012), “물류중심 기업의 소유구조가 자본 투자 의사결정에 미치는 영향”, 『한국물류학회지』, 제22권 제3호, 97-118.
- 유승훈 · 남현정 · 박춘광(2013), “기업통제를 위한 소유권 집중도와 경영성과”, 『경영학연구』, 제42권 제2호, 501-527.
- 유승훈 · 남현정(2007), “한국 다국적 기업의 자본구조 결정요인”, 『대한경영학회지』, 제20권 제6호, 2777-2805.
- 윤영길 · 김정환 · 이충배(2014), “한국 화주기업의 물류아



- 윗소싱 요인이 아웃소싱수준과 기업성과에 미치는 영향에 관한 연구”, 『물류학회지』, 제24권 제5호, 135-159.
- 임덕순(2011), “외국인 투자자 지분율이 기업의 CSR성과와 재무성과에 미치는 영향에 관한 연구”, 『경영사학』, 제26집 제4권, 313-331.
- 임형주 · 최종서(2012), “소유집중도가 기업성과에 미치는 영향”, 『대한경영학회지』, 제25권 제8호, 3265-3291.
- 이상철 · 박재완 · 김형근(2011), “기업지배구조가 물류비의 비대칭적 행태에 미치는 영향”, 『해양정책연구』, 제26권 제1호, 35-67.
- 임형주 · 최종서(2012), “소유집중도가 기업성과에 미치는 영향: 패널데이터 분석”, 『대한경영학회지』, 제25권 제8호, 3265-3291.
- 조성빈(2005), 『기업지배구조의 상호관계 및 기업성과에 관한 연구』, 한국개발연구원 정책연구자료.
- 조정일 · 변종국(2009), “외국인 투자자 지분과 기업가치의 상호관련성”, 『국제경영연구』, 제20권 제1호, 1-26.
- 최우석 · 이우백(2005), “오너경영과 기업성과에 관한 실증 연구”, 『재무연구』, 제18권 제1호, 121-155.
- 최경표 · 함시창 · 김희탁(2003), “우리 기업들의 소유구조와 기업가치, 부채수준, 투자수준과의 관계에 대한 연구”, 『한국경제연구』, 제11권 제4호, 5-44.
- 황동섭(2006), “소유구조와 기업성과”, 『산업경제연구』, 제19권 제1호, 73-86
- Admati, A. R. and Pfleider, P.(1994), “Robust Financial Contracting and the Role of Venture Capitalists,” *The Journal of Finance*, Vol.49, Issue.2, 371-402.
- Akimova, I. and Schwodiauer, G.(2004), “Ownership Structure, Corporate Governance, and Enterprise Performance: Empirical Results for Ukraine,” *International Advances in Economic*, Vol.10, Issue.1, 28-42.
- Bagchi, P. K. and Virum, H.(1996), “European logistic alliances: a management model,” *International Journal of Logistics Management*, Vol.7, Issue. 1, 93-108.
- Bathala, C. T., K. P. Moon, and R. P. Rao(1994), “Managerial Ownership, Debt Policy, and the Impact of Institutional Holding: An Agency Perspective,” *Financial Management*, Vol.23, Issue.3, 38-50.
- Berglund, M., Van Laarhoven, P., Sharman, G., Wandel, S.(1999), “Third-Party Logistics: Is There Future?,” *International Journal of Logistics Management*, Vol.10, 59-70.
- Berle Jr.. A. and Means, G.(1932), *The Modern Corporation and Private Property*, Macmillan, New York.
- Consulting, C.(2013), *16th Annual Third-Party Logistics Study*, 10.
- Chalmers, K., Koh, P. and Stapledon, G.(2006), “The Determinants of CEO Compensation: Rent Extraction or Labour Demand?,” *The British Accounting Review*, Vol.38, Issue.3, 259-275.
- Chen, F.(2003), Information sharing and supply chain coordination, Graves, S., Kok, F. de, eds. *Handbooks in Operations Research and Management Science: Supply Chain Management, 11 of Handbooks in OR and MN*. North Holland, Amsterdam, The Netherlands, 341-42
- Choi, B. B., Lee, D. and Park Y.(2013), “Corporate Social Responsibility, Corporate Governance and Earning Quality: Evidence from Korea,” *Corporate Governance: An International Review*, Vol.21, Issue.5, 447-467.
- Chung, K. and Pruitt, S.(1994), “A Simple Approximation of Tobin's q,” *Financial Management*, Vol. 23, Issue.3, 70-75.
- Core, J. E.(1997), “The Directors' and Officers' Insurance Premium: An Outside Assessment of the Cost of Weak Corporate Governance,” *Working Paper, 1997 The Wharton School*, University of Pennsylvania.
- Core, J. E, Holthausen, R. W. and Larcker, D. F. (1999), “Corporate Governance, Chief Executive Officer Compensation, and Firm Performance,” *Journal of Financial Economics*, Vol.51, Issue.3, 371-406.
- Demsetz, H., and Lehn, K.(1985), “The Structure of Corporate Ownership: Causes and Consequences,” *The Journal of Political Economy*, Vol.93, Issue.6, 1155-1177.
- Demski, J.. and Feitham, G.(1978). “Economic incentives in budgetary control systems,” *Accounting Review*, Vol.53, 336-359.
- Denis, D. and Denis, D.(1994), “Majority-Owner Managers and Organizational Efficiency,” *Journal of Corporate Finance*, Vol.1, Issue.1, 91-118.

- Devos, E., Prevost, A. and Puthenpurackal, J.(2009), "Are Interlocked Directors Effective Monitors?," *Financial Management*, Vol.38, Issue.4, 861-887.
- Fama, E.(1980), "Agency problems and the theory of the firm," *Journal of Political Economy*, Vol.88, 288-307.
- Fleming, G. and Stellios, G.(2002), "CEO Remuneration, Managerial Agency and Boards of Directors in Australia," *Accounting Research Journal*, Vol.15, Issue.2, 126-145.
- Hambrick, D. C. and Finkelstein, S.(1995), "The Effects of Ownership Structure on Conditions at the Top: The Case of CEO Pay Raises," *Strategic Management Journal*, Vol.16, Issue.3, 175-193.
- Hermalin, B. and Weisbach, M.(1991), "The Effects of Board Composition and Direct Incentives on Firm Performance," *Financial Management*, Vol. 20, No.4, 101-112.
- Hirschman, A. O.(1993), "Exit, voice and the fate of the German Democratic Republic: An Essay in Conceptual History," *World Politics*, Vol.45, 173-202.
- Holderness, C. and Sheehan, D.(1988), "The Role of Majority Shareholders in Publicly Held Corporations," *Journal of Financial Economics*, Vol.20, Issue.1, 317-346.
- Hoskisson, R. E., Johnson, R. A., and Moesel, D. D. (1994), "Corporate Diversiture Intensity in Restructuring Firms: Effects of Governance, Strategy, and Performance," *Academy of Management Journal*, Vol.37, Issue.5, 1207-1251.
- Johnson, S. A.(1997), "The Effect of Bank Debt on Optimal Capital Structure," *Financial Management*, Vol.27, No.1, 47-56.
- Kim, J.(2008), "A Forensic Study of Daewoo's Corporate Governance: Does Responsibility for the Meltdown Solely Lie with the Chaebol and Korea," *Northwestern Journal of International Law and Business*, Vol.28, 273-302.
- La Londe, B. J. and A. B. Maltz(1992), "Some Propositions about Outsourcing the Logistics Function," *International Journal of Logistics Management*, Vol.3, No.1, 1-11.
- Lambert, R., Larcker, D. and Weigelt, K.(1993), "The Structure of Organizational Incentives," *Administrative Science Quarterly*, Vol.38, Issue.3, 438-461.
- Leland H. E., and Pyle, D.(1977), "Informational Asymmetries, Financial Structure, and Financial Intermediation," *Journal of Finance*, Vol.32, Issue.2, 377-388.
- Lieb, R, Millen, R. and van Wassenhove, L.(1993), "Third-party logistics services: a comparison of experienced American and European manufacturers," *International Journal of Physical Distribution & Logistics Management*, Vol.23, 35-44.
- Loderer, C. and Martin, K.(1997), "Executive Stock Ownership and Performance: Tracking Faint Traces," *Journal of Financial Economics*, Vol. 45, Issue.2, 223-255.
- Loderer, C. and Sheehan, D.(1989), "Corporate Bankruptcy and Managers' Self-Serving Behavior," *Journal of Finance*, Vol.44, Issue.4, 1059-1075.
- McConnell, J. and Servaes, H.(1990), "Additional Evidence on Equity Ownership and Corporate Value," *Journal of Financial Economics*, Vol.27, Issue.2, 595-612.
- Morck, R., Shleifer, A., and Vishny, R. W.(1988), "Management Ownership and Market Valuation: An Empirical Analysis," *Journal of Financial Economics*, Vol.20, Issue.1, 293-315.
- Salawu, R. O.(2007), "An Empirical Analysis of the Capital Structure of Selected Quoted Companies in Nigeria," *The International Journal of Applied Economics and Finance*, Vol.1, Issue.1, 16-28.
- Sanders, N. R., Locke, A., Moore, C. B. and Autry, C. W.(2007), "A Mutidimensional Framework for Understanding Outsourcing Arrangements," *Journal of Supply Chain Management*, Vol.4, 3-14.
- Spence, A. M., and Zeckhauser, R.(1971), "Insurance, information, and individual action," *American Economic Freeview*, Vol.61, 380-387.
- Peni, E.(2015), "CEO Chairperson Characteristics and Firm Performance," *Journal of Management and Governance*, Vol.20, Issue.1, 185-205.
- Pound, J.(1988), "Proxy Contest and the Efficient of Shareholder Oversight," *Journal of Financial Economics*, Vol.20, Issue.1, 237-265.
- Roodposhti, F. R., and Chashmi, S. A. N.(2010), "The Impact of Corporate Governance Mechanisms

- on Earnings Management,” *African Journal of Business Management*, Vol.5, Issue.11, 4143-4151.
- Shleifer, A. and Vishny, R.(1977), “A Survey of Corporate Governance,” *Journal of Finance*, Vol.52, Issue.2, 737-783.
- Short, H. and Keasey, K.(1999), “Managerial Ownership and the Performance of Firms: Evidence from the UK,” *Journal of Corporate Finance*, Vol.5, Issue.1, 79-101.
- Titman, S. and Wessels, R.(1988), “The Determinants of Capital Structure Choice,” *Journal of Finance*, Vol.43, Issue.1, 1-20.
- Wei, J. G.(2002), “Minority shareholders protection, ownership structure and corporate governance,” Working Paper, 2002, Shanghai University of Finance and Economics.
- Welch, I.(2004), “Capital structure and stock returns,” *Journal of Political Economy*, Vol.112, Issue.1, 196-132.
- Zajac, E. J. and Westphal, J. D.(1994), “The costs and Benefits of Managerial Incentives and Monitoring in Large U.S Coporation: When is more not better?,” *Strategic Management Journal*, Vol. 39, 441-463.

## 물류기업의 지배구조가 기업가치에 미치는 영향

남현정 · 손판도

### 국문요약

본 논문에서는 2008년부터 2014년까지 거래소에 상장된 물류기업을 대상으로 물류기업의 지배구조가 기업가치에 어떻게 영향을 미치는지 실증분석 한다. 한국의 대규모 기업집단들은 외국과 달리 독특하게 물류서비스를 전문적으로 제공하는 물류기업을 자회사로 두고 있다. 더욱이 이들 집단 내 출자형태에 있어서도 피라미드 구조 및 상호출자구조로 되어 있어 대주주의 직접적인 지배를 뿐만 아니라 간접적으로도 통제를 받는 것이 특징이다. 가족기업 내의 물류기업의 경우에도 계열사들이 생산한 제품의 물류를 담당하여 기업집단 내 거래에 활용함으로써 물류기업은 대주주가 지배하고 있는 기업집단의 이익을 증가시키는 효과가 존재한다. 이러한 독특한 구조를 가진 한국기업집단 내 물류기업의 소유지배구조가 기업가치에 어떻게 영향을 주고 있는지 실증분석한 결과는 다음과 같다. 내부자 지분율 및 외국인 투자자 지분율이 기업가치에 정의 유의적인 영향을 준다는 결과를 발견하였다. 이러한 결과는 물류기업 영업활동이 대규모 기업집단 내 계열사 의 운송관련 서비스를 제공함으로써 물류 기업의 소유지배구조가 기업가치에 긍정적인 영향을 미치고 있음을 의미한다. 이상의 연구결과는 물류산업이라는 특정산업을 대상으로 지배구조와 기업가치의 관계를 연구함으로써 기존의 지배구조 연구의 폭을 넓힐 수 있을 것으로 기대된다.

주제어: 물류기업, 지배구조, 소유구조, 내부자 지분율, 외국인투자자 지분율, 기업가치