

유가증권시장 가족기업의 ESG성과와 기업특성이 기업가치에 미치는 영향



2023. 11. 30.

전 덕 영

서울신용보증재단 책임전문위원, 경영학박사

목 차

◆	I . 서 론	●
◆	II . 선행연구	●
◆	III . 연구방법 및 모형	●
◆	IV . 실증분석	●
◆	V . 결 론	●

I. 서론

연구목적과 연구방법

```
graph TD; A([연구목적과  
연구방법]) --> B[본 연구의 목적은 가족  
기업의 ESG성과와 기업  
특성이 Tobin's Q, BPS,  
EPS, ROA의 기업가치  
에 미치는 영향을 분석  
하는 것이다.]; A --> C[2020년부터 2022년까지  
ESG등급이 있는 유가증  
권시장에 상장된 가족기  
업 182개 기업에 대하여  
3년 동안 각 연도의 자료  
를 가지고 546개의 데이  
터를 분석하였다.];
```

본 연구의 목적은 가족 기업의 **ESG**성과와 기업 특성이 **Tobin's Q, BPS, EPS, ROA**의 기업가치에 미치는 영향을 분석하는 것이다.

2020년부터 2022년까지 **ESG**등급이 있는 유가증권시장에 상장된 가족기업 182개 기업에 대하여 3년 동안 각 연도의 자료를 가지고 546개의 데이터를 분석하였다.

핵심주제어: 가족기업, ESG성과, 기업특성, 기업가치, 유가증권시장

I. 서론

본 연구의 차별성

1. 연구대상 국가에서 Gao et al.(2022)는 미국 국가를, Arzubaiaga et al.(2023)은 스페인 국가를, Hamid et al.(2015)은 말레이시아 국가를 대상으로 연구하였으나, 본 연구는 대한민국을 중심으로 연구하였다.
2. Gao et al.(2022), 김희은 등(2023), 박재환·성낙필(2012)은 Tobin'Q, ROA 등의 종속변수를 사용했으나, 본 연구는 Tobin'Q, BPS, EPS, ROA 등의 기업가치를 종속변수로 사용하였다.
3. 자료조사 방법의 차별성이다. 선행연구는 설문조사, 사례조사, 한국거래소 자료를 사용했으나, 본 연구는 한국거래소 ESG포털, 공정거래위원회 기업집단별 소속회사 현황, 네이버증권, 금융감독원 DART로부터 유가증권시장에 상장된 가족기업 자료를 확보하여 분석에 사용하였다.
4. 연구기간의 차별성이다. 선행연구에 비해 본 연구는 최근의 실증 표본을 확보할 수 있는 최대기간인 3년(2020~2022년)의 자료로서 최근 데이터를 가지고 분석하였다.
5. 분석방법의 차별성이다. 선행연구는 구조방정식모델, 사례분석, 회귀분석 등을 주로 사용했으나, 본 연구는 상관분석, 회귀분석, ESG성과*종업원 수의 상호작용효과에 대한 분석을 실시하여 기업가치에 대해 세밀하게 분석하는 노력을 기울였다.

II. 선행연구

연구자	가족기업과 대리인이론
Anderson and Reeb(2003)	미국의 S&P 500 기업들을 대상으로 가족기업 경영자가 소액주주에 대해 도덕적 해이(Moral Hazard)가 존재하는지를 연구한 결과 대리인 비용은 있으나, 가족기업의 성과가 가족의 부와 강하게 연결되어 있고, 기업위험을 감소시키려는 의도가 있어 가족기업은 기업가치에 긍정적인 요소라고 주장함.
Koji et al.(2020)	대리인 이론의 관점에서 가족기업은 비가족기업보다 성과가 양호하다. 이는 가족구성원이 소유와 경영에 모두 참여하여, 소유자와 경영자 사이의 특별한 이해충돌이 최소화되기 때문이다. 특히 가족기업은 장기간의 투자기간으로 인한 투자의 효율성이 높다. 이는 가족구성원의 다음 세대를 위해 기업가치를 유지하기를 원하기 때문이다.
김희은 등(2023)	대리인문제와 ESG경영의 측면에서 가족기업들을 대상으로 지배주주 가족의 직접 경영이 기업가치에 미치는 영향을 분석하였다. 전문경영인이 경영하는 가족기업보다 지배주주 가족이 직접경영에 참여하는 가족기업의 기업가치가 낮게 나타났다. ESG 성과가 향상된 기업은 기업가치에서 가족경영의 긍정적 효과가 높아지는 것으로 나타났다.

II. 선행연구

연구자	가족기업 ESG성과와 기업가치
Espinosa-Méndez et al.(2023)	2015년부터 2021년까지 세계 500대 가족소유기업에 속한 254개 기업들을 대상으로 ESG성과가 가족기업의 가치에 미치는 영향을 연구하였다. Thompson Reuters Eikon의 데이터를 가지고 38개 국가의 국제 표본을 이용하여 분석한 결과 ESG성과가 기업가치에 긍정적인 관련성이 있음을 확인하였다.
Pulino et al.(2022)	2011년부터 2020년까지 10년 동안 이탈리아 상장기업들을 대상으로 ESG공시가 기업성과에 미치는 영향을 패널회귀분석하였다. ESG공시와 EBIT의 기업성과 사이에는 긍정적인 양(+)의 값이 있음을 발견하였다.
Raja Ahmad et al.(2023)	2018년부터 2021년까지 180개 표본수를 가지고 말레이시아의 상장기업들을 대상으로 ESG점수 공시가 기업성과에 미치는 영향을 조사하였다. 전체 ESG점수는 Tobin's Q, ROA, ROE의 성과를 향상시키는 것으로 나타났다. 이와 같이 ESG 점수 공시는 투자자의 신뢰를 얻고, 투자와 경영성과를 높임으로써 기업성과에 기여하는 것으로 나타났다.

II. 선행연구

국내외 선행연구 요약

연구자	가족기업 특성과 기업가치
Hamid et al.(2015)	말레이시아의 가족기업과 비가족기업에 대해 부채비율의 자본구조가 자기자본이익률의 수익성에 미치는 영향을 연구하였다. 2009년~2011년까지 3년 기간 말레이시아 상장기업 276개 기업을 연구한 결과 부채비율은 수익성과 높은 음(-)의 관련성이 있음을 보여주었다.
변혜영(2012)	KISVALUE, TS2000, KCMI 데이터를 가지고 코스닥 상장기업의 대주주 지분율과 기업가치를 분석하였다. 종속변수인 기업가치에는 Tobin's Q, ROA, ROE, 주가수익률 등을 사용하였다. 대주주지분율이 50% 이하인 기업가치에 양(+)이 값이 있었고, 50% 초과시에는 음(-)의 값이 나타나 역 'U자형' 관계가 나타났다.
김동욱 · 김병곤(2014)	2002년부터 2013년까지 유가증권 상장기업의 가족기업에서 관계사가 있는 4,925개의 기업 자료를 사용하여, 지배주주의 소유권이 기업가치에 미치는 영향을 분석하였다. 기업가치에 영향을 주는 변수로 소유권, 지배구조, 레버리지비율, 총자산순이익률, 기업규모, 매출액증가율 등의 변수를 사용하였다. 기업지배구조변수로는 외국인지분율, 지배주주의 경영참여 여부, 이사회규모, 사외이사비율을 사용하였다. 지배주주의 소유권이 낮은 기업은 관계사에 대한 대여금이 많은 것으로 나타났다.

II. 선행연구

국내외 선행연구 요약

연구자	국가	연구대상	연구기간	표본 수	조사방법	분석방법
Arzubiaga et al.(2023)	스페인	중소기업	2013	289	설문	SEM
Gao et al.(2022)	미국	대기업	2001-2018	9,644	KLD	회귀
Hamid et al.(2015)	말레이시아	상장기업	2009-2011	276	DataStream	회귀
Wang et al.(2023)	미국	S&P1,500	2007-2017	3,710	SEC, Compustat, ISS	패널회귀
김지원 등(2018)	한국	KOSPI	2004-2017	7,640	KIS - Value	패널회귀
김희은 등(2023)	한국	KOSPI	2014-2020	534	KCGS	차이. 회귀
남영호·문성주(2007)	한국	KOSDAQ	1997-2002	3,057	KIS-FAS, DART	차이, 회귀
박재환·성낙필(2012)	한국	KOSPI	2006-2010	2,730	KISVALUE, DART	Anova, 회귀
송준기·우태우(2018)	한국	상장기업	2012-2015	1,421	Kis-Value, KCGS	회귀
윤병섭(2022)	한국	KOSPI	2019-2021	91	한국거래소 DB	회귀
임외석(2018)	한국	KOSPI	2018	3	사례조사	사례분석
정민규 등(2018)	한국	천년기업	2004-2013	4,008	KIS-VALUE	패널회귀
차한솔 등(2021)	한국	KOSPI, KOSDAQ	2011-2019	11,614	KisValue, FnGuide, DART	차이, 회귀
최성섭·이미영(2017)	한국	KOSPI	2011-2014	1,696	한국거래소 자료	패널회귀, 2SLS
허공회 등(2021)	한국	KOSDAQ	2011-2019	9,368	DART, KIS-Value	회귀
본연구	한국	KOSPI	2020-2022	546	DART, KCGS, 네이버증권	차이,회귀

III. 연구방법 및 모형

연구모형

독립변수

ESG성과

환경성과(E)

사회성과(S)

지배구조성과(G)

가족기업특성

서울지역

가족기업 업력

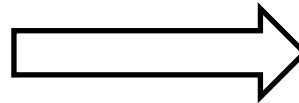
가족기업 규모(총자산)

종업원수

외국인지분율

대주주지분율

제조업



종속변수

기업가치

Tobin's Q

BPS

EPS

ROA

III. 연구방법 및 모형

가족기업의 정의

1. 최대주주 및 특수관계인의 지분율 또는 의결권이 20% 이상인 경우(윤병섭, 2022; 김희은 등, 2023)
2. 최대주주 및 그 특수관계인의 지분율 또는 의결권이 30% 이상인 경우(박재환·성낙필, 2012)
3. 최대주주 및 특수관계인의 지분율 또는 의결권이 50% 이상인 경우(Westhead and Cowling, 1998; 남영호·문성주, 2007; 김동욱·김병곤, 2014; 김지원 등, 2018)
4. 공정거래위원회가 정한 기업집단에 포함되는 경우(김지원 등, 2018; 김희은 등, 2023)
5. 가족구성원이 기업경영에 참여하는 경우(Westhead and Cowling, 1998; 송준기·우태우, 2018; 박진혁·이장우, 2022)

본 연구

본 연구의 가족기업은 다음 3개 조건 중에서 1개 이상을 충족하는 기업을 가족기업으로 정의한다.

- ① 최대주주 및 그 특수관계인의 지분율 또는 의결권이 30% 이상 보유하고 있는 경우,
- ② 공정거래위원회가 정한 기업집단에 포함되는 경우,
- ③ 가족구성원이 기업경영에 참여하는 경우이다.

III. 연구방법 및 모형

자료수집 및 표본추출

본 연구는 2020년부터 2022년까지 ESG등급이 있는 유가증권시장에 상장된 가족기업들을 대상으로 분석하고자 한다. 이를 위해 **한국거래소 ESG포털(<https://esg.krx.co.kr>)**, **공정거래위원회 기업집단별 소속회사 현황(<https://www.egroup.go.kr>)**, **네이버증권(<https://finance.naver.com>)**, **금융감독원 DART(<https://dart.fss.or.kr>)**에서 공시된 자료들을 통해 분석할 수 있는 변수들을 확보하였다.

본 연구는 **2020년부터 2022년까지 3년 기간 ESG성과가 있는 유가증권시장 가족기업을 표본대상**으로 하였다. 표본 추출 절차는 다음과 같다. 먼저 2020년부터 2022년까지 한국기업 지배구조원 KCGS의 ESG등급이 있는 758개 유가증권 상장기업을 대상으로 하였다. 그리고 공정거래위원회 기업집단, 금융감독원 DART, 네이버증권에서 자료를 확보하였다. 이 중에서 실증분석에 활용이 가능한 추가 변수가 있는 표본 수는 182개 기업이다. 최종적으로 본 연구는 2020년부터 2022년까지 ESG등급이 있는 가족기업 **182개 기업에 대하여 3년 기간의 자료를 가지고 546개의 데이터를 분석에 사용하였다.**

III. 연구방법 및 모형

가족기업의 표본특성

변 수	구분	빈도	비율(%)	변 수	구분	빈도	비율(%)
Tobin's Q	100% 이하	300	54.9	가족기업 규모 (총자산)	2조원 이하	255	46.7
	100% 초과	246	45.1		2조원 초과	291	53.3
BPS	35,000원 이하	274	50.2	종업원수	1,500명 이하	264	48.4
	35,000원 초과	272	49.8		1,500명 초과	282	51.6
EPS	2,000원 이하	275	50.4	외국인지분율	10% 이하	267	48.9
	2,000원 초과	271	49.6		10% 초과	279	51.1
ROA	4% 이하	315	57.7	대주주지분율	50% 이하	336	61.5
	4% 초과	231	42.3		50% 초과	210	38.5
서울지역	여	351	64.3	제조업	여	306	56.0
	부	195	35.7		부	240	44.0
가족기업 업력	40년 이하	267	48.9	N	546개(182개 기업* 3년)		
	40년 초과	279	51.1				

III. 연구방법 및 모형

회귀분석 모형

1. 가족기업의 ESG성과와 기업특성이 기업가치인 **Tobin's Q**에 긍정적인 영향이 있는지를 분석하기 위한 (가설 1)에 대한 회귀분석 모형은 (식 1)과 같다.
2. 가족기업의 ESG성과와 기업특성이 기업가치인 **BPS**에 긍정적인 영향이 있는지를 분석하기 위한 (가설 2)에 대한 회귀분석 모형은 (식 2)와 같다.
3. 가족기업의 ESG성과와 기업특성이 기업가치인 **EPS**에 긍정적인 영향이 있는지를 분석하기 위한 (가설 3)에 대한 회귀분석 모형은 (식 3)과 같다.
4. 가족기업의 ESG성과와 기업특성이 기업가치인 **ROA**에 긍정적인 영향이 있는지를 분석하기 위한 (가설 4)에 대한 회귀분석 모형은 (식 4)와 같다.

$$TQ = \alpha_0 + \beta_1 E_1 + \beta_2 S_2 + \beta_3 G_3 + \beta_4 OWN_4 + \beta_5 SEL_5 + \beta_6 YEA_6 + \beta_7 SIZ_7 + \beta_8 EMP_8 + \beta_9 FOR_9 + \beta_{10} MAN_{10} + \epsilon_i$$

$$BPS = \alpha_0 + \beta_1 OWN_1 + \beta_2 E_2 + \beta_3 FOR_3 + \beta_4 G_4 + \beta_5 YEA_5 + \beta_6 EMP_6 + \beta_7 S_7 + \beta_8 SEL_8 + \beta_9 SIZ_9 + \beta_{10} MAN_{10} + \epsilon_i$$

$$EPS = \alpha_0 + \beta_1 SEL_1 + \beta_2 YEA_2 + \beta_3 S_3 + \beta_4 G_4 + \beta_5 EMP_5 + \beta_6 E_6 + \beta_7 SIZ_7 + \beta_8 FOR_8 + \beta_9 OWN_9 + \beta_{10} MAN_{10} + \epsilon_i$$

$$ROA = \alpha_0 + \beta_1 S_1 + \beta_2 SIZ_2 + \beta_3 MAN_3 + \beta_4 SEL_4 + \beta_5 G_5 + \beta_6 YEA_6 + \beta_7 OWN_7 + \beta_8 EMP_8 + \beta_9 E_9 + \beta_{10} FOR_{10} + \epsilon_i$$

III. 연구방법 및 모형

회귀분석 모형

5. 가족기업의 ESG성과와 기업특성이 기업가치인 Tobin's Q, BPS, EPS, ROA에 미치는 영향에서 **ESG성과와 종업원 수의 상호작용효과로서 E*종업원 수, S*종업원 수, G*종업원 수**를 분석하기 위한 (가설 5)에 대한 회귀분석 모형은 (식 5), (식 6), (식 7), (식 8)과 같다.

$$TQ = \alpha_0 + \beta_1 E_1 + \beta_2 S_2 + \beta_3 G_3 + \beta_4 SEL_4 + \beta_5 YEA_5 + \beta_6 SIZ_6 + \beta_7 EMP_7 + \beta_8 E^* EMP_8 + \beta_9 S^* EMP_9 + \beta_{10} G^* EMP_{10} + \beta_{11} FOR_{11} + \beta_{12} OWN_{12} + \beta_{13} MAN_{13} + \epsilon_t \dots \dots \dots \text{(식 5)}$$

$$BPS = \alpha_0 + \beta_1 E_1 + \beta_2 S_2 + \beta_3 G_3 + \beta_4 SEL_4 + \beta_5 YEA_5 + \beta_6 SIZ_6 + \beta_7 EMP_7 + \beta_8 E^* EMP_8 + \beta_9 S^* EMP_9 + \beta_{10} G^* EMP_{10} + \beta_{11} FOR_{11} + \beta_{12} OWN_{12} + \beta_{13} MAN_{13} + \epsilon_t \dots \dots \dots \text{(식 6)}$$

$$EPS = \alpha_0 + \beta_1 E_1 + \beta_2 S_2 + \beta_3 G_3 + \beta_4 SEL_4 + \beta_5 YEA_5 + \beta_6 SIZ_6 + \beta_7 EMP_7 + \beta_8 E^* EMP_8 + \beta_9 S^* EMP_9 + \beta_{10} G^* EMP_{10} + \beta_{11} FOR_{11} + \beta_{12} OWN_{12} + \beta_{13} MAN_{13} + \epsilon_t \dots \dots \dots \text{(식 7)}$$

$$ROA = \alpha_0 + \beta_1 E_1 + \beta_2 S_2 + \beta_3 G_3 + \beta_4 SEL_4 + \beta_5 YEA_5 + \beta_6 SIZ_6 + \beta_7 EMP_7 + \beta_8 E^* EMP_8 + \beta_9 S^* EMP_9 + \beta_{10} G^* EMP_{10} + \beta_{11} FOR_{11} + \beta_{12} OWN_{12} + \beta_{13} MAN_{13} + \epsilon_t \dots \dots \dots \text{(식 8)}$$

III. 연구방법 및 모형

변수의 조작적 정의

구분		변수 정의 및 계산식	측정지표
종속변수	<i>TQ</i>	Tobin's Q: 시가총액(2023.4.30.기준)+총부채/총자산(2022년)	비율, %
	<i>BPS</i>	주당순자산(순자산/발행주식수), 원(2020~2022년)	실수(實數), log
	<i>EPS</i>	주당순이익(당기순이익/발행주식수), 원(2020~2022년)	실수(實數), log
	<i>ROA</i>	총자산이익률(당기순이익/총자산)(2022년)	비율, %
독립변수	<i>E</i>	환경성과(A+, A, B+, B, C, D)(2020~2022년)	등급, 6~1점
	<i>S</i>	사회성과(A+, A, B+, B, C, D)(2020~2022년)	등급, 6~1점
	<i>G</i>	지배구조성과(A+, A, B+, B, C, D)(2020~2022년)	등급, 6~1점
	<i>SEL</i>	서울지역 여부: 예(1), 부(0)	더미변수
	<i>YEA</i>	가족기업 업력, 년(2023.4.30.사업개시일)	실수(實數), log
	<i>SIZ</i>	가족기업 규모(총자산)(억원)(2022년)	실수(實數), log
	<i>EMP</i>	종업원 수(명)(2022년)	실수(實數), log
	<i>FOR</i>	외국인지분율(2023.4.30.기준)	비율, %
	<i>OWN</i>	대주주지분율(2023.4.30.기준)	비율, %
	<i>MAN</i>	제조업 여부: 예(1), 부(0)	더미변수

IV. 실증분석

기술통계량

구분	변수	단위	표본수	평균	표준편차	최소	최대
<i>TQ</i>	Tobin's Q	%	546	116.21	81.177	33.79	730.64
<i>BPS</i>	주당순자산	원	546	110,661	376,910	-1,012	4,906,107
<i>EPS</i>	주당순이익	원	546	7,057	25,364	-128,166	306,968
<i>ROA</i>	총자산이익률	%	546	3.53	6.70	-23.34	39.12
<i>E</i>	환경성과	등급	546	3.46	1.472	1	6
<i>S</i>	사회성과	등급	546	4.38	1.540	1	6
<i>G</i>	지배구조성과	등급	546	3.89	1.254	1	6
<i>SEL</i>	서울지역 여부	더미	546	.64	.480	0	1
<i>YEA</i>	가족기업 업력	년	546	40	21.494	3	98
<i>SIZ</i>	가족기업 규모 (총자산)	억원	546	79,824	222,296	579	2,600,838
<i>EMP</i>	종업원수	명	546	4,738	11,458	22	115,832
<i>FOR</i>	외국인지분율	%	546	15.67	16.585	.00	90.24
<i>OWN</i>	대주주지분율	%	546	44.93	16.111	7.12	84.85
<i>MAN</i>	제조업 여부	더미	546	.56	.497	0	1

주) 주당순자산, 주당순이익, 가족기업 업력, 가족기업 규모(총자산), 종업원 수는 log를 실수로 변환.

IV. 실증분석

상관분석

구분	<i>TQ</i>	<i>BPS</i>	<i>EPS</i>	<i>ROA</i>	<i>E</i>	<i>S</i>	<i>G</i>	<i>SEL</i>	<i>YEA</i>	<i>SIZ</i>	<i>EMP</i>	<i>FOR</i>	<i>OWN</i>	<i>MAN</i>	<i>VIF</i>
<i>TQ</i>	1														-
<i>BPS</i>	-.161***	1													-
<i>EPS</i>	.006	.566***	1												-
<i>ROA</i>	.082'	.169***	.488***	1											-
<i>E</i>	-.014	.409***	.246***	.180***	1										2.851
<i>S</i>	.026	.407***	.201***	.092"	.758***	1									2.969
<i>G</i>	-.068	.276***	.140***	.072'	.582***	.667***	1								1.985
<i>SEL</i>	-.255***	.186***	.046	-.008	.008	.041	.087"	1							1.119
<i>YEA</i>	-.129***	-.076'	-.048	-.052	-.086	-.071'	-.066	.048	1						1.048
<i>SIZ</i>	-.018	.542***	.808***	.066	.579***	.500***	.849***	.088	.068	1					8.280
<i>EMP</i>	.069	.892***	.215***	.008	.526***	.442***	.272***	.041	.087	.784***	1				2.695
<i>FOR</i>	.069	.822***	.808***	.208***	.404***	.400***	.882***	.027	.016	.579***	.480***	1			1.839
<i>OWN</i>	.084	-.149***	-.097"	-.150***	-.284***	-.240***	-.269***	-.087	-.128***	-.854***	-.271***	-.506***	1		1.410
<i>MAN</i>	.165***	.145***	.075'	-.006	.080'	.088	-.116***	-.814***	-.085"	.086	.072'	-.024	.021	1	1.170

주 1) *TQ*: Tobin's Q(%), *BPS*: 주당순자산(%)(순자산 대 발행주식수), *EPS*: 주당순이익(%)(당기순이익 대 발행주식수), *ROA*: 총자산이익률(%), *E*: 환경성적(등급), *S*: 사회성적(등급), *G*: 지배구조성적(등급), *SEL*: 서울지역 여부(더미)(여: 1, 부: 0), *YEA*: 가족기업 업력(년)(log), *SIZ*: 가족기업 규모(총자산)(log), *EMP*: 종업원 수(명)(log), *FOR*: 외국인지분율(%), *OWN*: 대주주지분율(%), *MAN*: 제조업 여부(더미)(여: 1, 부: 0).

2) ***, **, '는 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 유의함.

IV. 실증분석

가족기업의 ESG성과와 기업특성이 Tobin's Q에 미치는 영향

구분	TQ				
	모형 1	모형 2	모형 3	모형 4	모형 5
상수	956.646*** (4.947)	999.967*** (4.486)	929.962*** (4.440)	941.966*** (4.671)	922.698*** (4.171)
<i>E</i>	-	-8.555 (-1.267)	-6.680* (-1.801)	-6.679 (-1.606)	-6.458 (-1.444)
<i>S</i>	-	-	4.810 (1.287)	6.471* (1.769)	6.221* (1.687)
<i>G</i>	-	-	-	-6.212 (-1.416)	-4.825 (1.908)
<i>OWN</i>	-	-	-	-	.227 (.936)
<i>SEL</i>	-98.915*** (-5.268)	-98.954*** (-5.277)	-98.811*** (-5.887)	-98.455*** (-5.289)	-98.992*** (-5.271)
<i>YEA</i>	-25.132*** (-2.603)	-26.099*** (-2.697)	-25.067*** (-2.588)	-25.487*** (-2.627)	-24.197*** (-2.469)
<i>SIZ</i>	-25.690*** (-2.977)	-22.646** (-2.530)	-28.200*** (-2.590)	-28.178*** (-2.590)	-22.729** (-2.586)
<i>EMP</i>	22.527*** (2.672)	28.965*** (2.819)	24.052*** (2.831)	22.988*** (2.698)	22.714*** (2.664)
<i>FOR</i>	.569** (2.828)	.600** (2.498)	.564** (2.276)	.596** (2.899)	.694*** (2.678)
<i>MAN</i>	18.508* (1.910)	14.018** (1.981)	14.224** (2.011)	12.444* (1.784)	12.569* (1.751)
R ²	.107	.110	.113	.116	.117
Adj R ²	.097	.098	.100	.101	.101
F	10.808***	9.500***	8.529***	7.819***	7.122*
표본 수	546	546	546	546	546
회귀분석모형					(식 1)

주 1) *TQ*: Tobin's Q(%), *E*: 환경성과(등급), *S*: 사회성과(등급), *G*: 지배구조성과(등급), *SEL*: 서울지역 여부(더미)(여: 1, 부: 0), *YEA*: 가족기업 업력(년)(log), *SIZ*: 가족기업 규모(종자산)(log), *EMP*: 종업원 수(명)(log), *FOR*: 외국인지분율(%), *OWN*: 대주주지분율(%), *MAN*: 제조업 여부(더미)(여: 1, 부: 0).

가족기업의 ESG성과와 기업특성 요인인 사회성과, 종업원 수, 외국인지분율, 제조업 업종은 Tobin's Q에 체계적으로 유의한 양(+)의 영향이 있었다.

이는 사회성과가 높을수록, 종업원 수가 많을수록, 외국인지분율이 높을수록, 제조업 업종이 Tobin's Q의 기업가치에 긍정적인 영향이 있음을 의미한다.

IV. 실증분석

가족기업의 ESG성과와 기업특성이 주당순자산(BPS)에 미치는 영향

구분	BPS				
	모델 1	모델 2	모델 3	모델 4	모델 5
상수	-1.878*** (-3.788)	-2.191*** (-3.986)	-2.110*** (-3.776)	-2.082*** (-3.626)	-2.068*** (-3.627)
OWN		.002 (1.996)	.002 (1.466)	.003 (1.566)	.003 (1.576)
E			.028 (.814)	.028 (.892)	.022 (.769)
FOR				.001 (.569)	.001 (.547)
G					.008 (.278)
YEA	-.191*** (-2.618)	-.179** (-2.488)	-.178** (-2.420)	-.176** (-2.378)	-.174** (-2.361)
EMP	-.163** (-2.668)	-.164** (-2.688)	-.170** (-2.660)	-.172** (-2.686)	-.170** (-2.660)
S	.080*** (4.264)	.083*** (4.879)	.069*** (2.774)	.068*** (2.688)	.064*** (2.323)
SEL	.849*** (6.401)	.860*** (6.420)	.862*** (6.444)	.863*** (6.452)	.862*** (6.434)
SIZ	.618*** (9.869)	.686*** (9.968)	.627*** (9.689)	.617*** (9.156)	.617*** (9.149)
MAN	.286*** (5.408)	.284*** (5.376)	.282*** (5.316)	.284*** (5.336)	.286*** (5.296)
R ²	.892	.894	.895	.896	.896
Adj R ²	.886	.887	.886	.886	.884
F	67.992***	60.078***	48.869***	98.980***	95.029***
표본 수	646	646	646	646	646
회귀분석 모델					(식 2)

가족기업의 ESG성과와 기업특성 요인인 가족기업 규모(총자산), 사회성과, 서울지역, 제조업 업종은 BPS에 체계적으로 유의한 양(+)의 영향이 있었다.

이는 사회성과가 높을수록, 가족기업 규모(총자산)가 클수록, 서울지역, 제조업 업종이 BPS의 기업가치에 긍정적인 영향이 있음을 의미한다.

주 1) BPS: 주당순자산(%)(순자산 대 발행주식수), E: 환경성과(등급), S: 사회성과(등급), G: 지배구조성과(등급), SEL: 서울지역 여부(더미)(여: 1, 부: 0), YEA: 가족기업 업력(년)(log), SIZ: 가족기업 규모(총자산)(log), EMP: 종업원수(명)(log), FOR: 외국인지분율(%), OWN: 대주주지분율(%), MAN: 제조업 여부(더미)(여: 1, 부: 0).

IV. 실증분석

가족기업의 ESG성과와 기업특성이 주당순이익(EPS)에 미치는 영향

구 분	EPS				
	모형 1	모형 2	모형 3	모형 4	모형 5
상수	-2,605** (-2,055)	-2,941** (-2,154)	-2,737** (-1,984)	-2,711** (-1,964)	-2,667* (-1,913)
SEL		.209 (1,601)	.211 (1,618)	.216 (1,648)	.217* (1,653)
YEA			-.183 (-1,041)	-.192 (-1,089)	-.194 (-1,098)
S				-.040 (-1,665)	-.033 (-1,502)
G					-.016 (-1,240)
EMP	-.244 (-1,592)	-.255* (-1,664)	-.254* (-1,661)	-.255* (-1,666)	-.258* (-1,679)
E	.100** (1,975)	.100** (1,990)	.096* (1,888)	.125* (1,862)	.128* (1,874)
SIZ	.500*** (3,107)	.499*** (3,105)	.511*** (3,171)	.516*** (3,198)	.516*** (3,194)
FOR	.021*** (4,379)	.021*** (4,418)	.021*** (4,330)	.021*** (4,376)	.021*** (4,378)
OWN	.009** (2,143)	.009** (2,183)	.009** (2,017)	.009** (2,034)	.009** (1,992)
MAN	.209* (1,735)	.273** (2,155)	.264** (2,075)	.262** (2,058)	.256** (1,982)
R ²	.137	.141	.143	.143	.143
Adj R ²	.127	.130	.130	.129	.127
F	14,233***	12,602***	11,164***	9,962***	8,956***
표본 수	546	546	546	546	546
회귀분석모형					(식 3)

주 1) EPS: 주당순이익(%)(당기순이익 대 발행주식수), E: 환경성과(등급), S: 사회성과(등급), G: 지배구조성과(등급), SEL: 서울지역 여부(더미)(여: 1, 부: 0), YEA: 가족기업 연령(년)(log), SIZ: 가족기업 규모(총자산)(log), EMP: 종업원수(명)(log), FOR: 외국인지분율(%), OWN: 대주주지분율(%), MAN: 제조업 여부(더미)(여: 1, 부: 0).

가족기업의 ESG성과와 기업특성 요인인 환경성과, 가족기업 규모(총자산), 외국인지분율, 대주주지분율, 제조업 업종은 EPS에 체계적으로 유의한 양(+)의 영향이 있었다.

이는 환경성과가 높을수록, 가족기업 규모(총자산)가 클수록, 외국인지분율이 높을수록, 대주주지분율이 높을수록, 제조업 업종이 EPS의 기업가치에 긍정적인 영향이 있음을 의미한다.

IV. 실증분석

가족기업의 ESG성과와 기업특성이 종자산이익률(ROA)에 미치는 영향

구분	ROA				
	모델 1	모델 2	모델 3	모델 4	모델 5
상수	9.882*** (8.977)	9.876*** (8.987)	11.954* (1.888)	12.090* (1.850)	12.127* (1.852)
<i>S</i>	-	-.119 (-.888)	-.114 (-.867)	-.111 (-.855)	-.110 (-.851)
<i>SIZ</i>	-	-	-.262 (-.846)	-.266 (-.850)	-.266 (-.849)
<i>MAN</i>	-	-	-	-.141 (-.248)	-.160 (-.268)
<i>SEL</i>	-	-	-	-	-.066 (-.106)
<i>G</i>	-.818 (-1.127)	-.264 (-.860)	-.264 (-.860)	-.279 (-.890)	-.278 (-.886)
<i>YEA</i>	-1.091 (-1.881)	-1.108 (-1.848)	-1.086 (-1.817)	-1.106 (-1.888)	-1.108 (-1.829)
<i>OWN</i>	-.080 (-1.452)	-.029 (-1.421)	-.029 (-1.486)	-.080 (-1.488)	-.080 (-1.488)
<i>EMP</i>	-1.800*** (-8.268)	-1.784*** (-8.216)	-1.626** (-2.260)	-1.618** (-2.246)	-1.614** (-2.286)
<i>E</i>	.667** (2.621)	.781** (2.886)	.749** (2.859)	.767** (2.870)	.766** (2.861)
<i>FOR</i>	.085*** (8.896)	.085*** (8.910)	.088*** (8.851)	.087*** (8.888)	.087*** (8.826)
R ²	.069	.070	.070	.070	.070
Adj R ²	.069	.068	.066	.064	.068
F	6.702***	6.766***	6.044***	4.482***	4.027***
표본 수	546	546	546	546	546
회귀분석모델					(식 4)

가족기업의 ESG성과와 기업특성 요인인 환경성과, 외국인지분율이 ROA에 체계적으로 유의한 양(+)의 영향이 있었다.

이는 환경성과가 높을수록, 외국인지분율이 높을수록 ROA의 기업가치에 긍정적인 영향이 있음을 의미한다.

주 1) *ROA*: 종자산이익률(%), *E*: 환경성과(등급), *S*: 사회성과(등급), *G*: 지배구조성과(등급), *SEL*: 서울지역 여부(더미)(여: 1, 부: 0), *YEA*: 가족기업 업력(년)(log), *SIZ*: 가족기업 규모(종자산)(log), *EMP*: 종업원 수(명)(log), *FOR*: 외국인지분율(%), *OWN*: 대주주 지분율(%), *MAN*: 제조업 여부(더미)(여: 1, 부: 0).

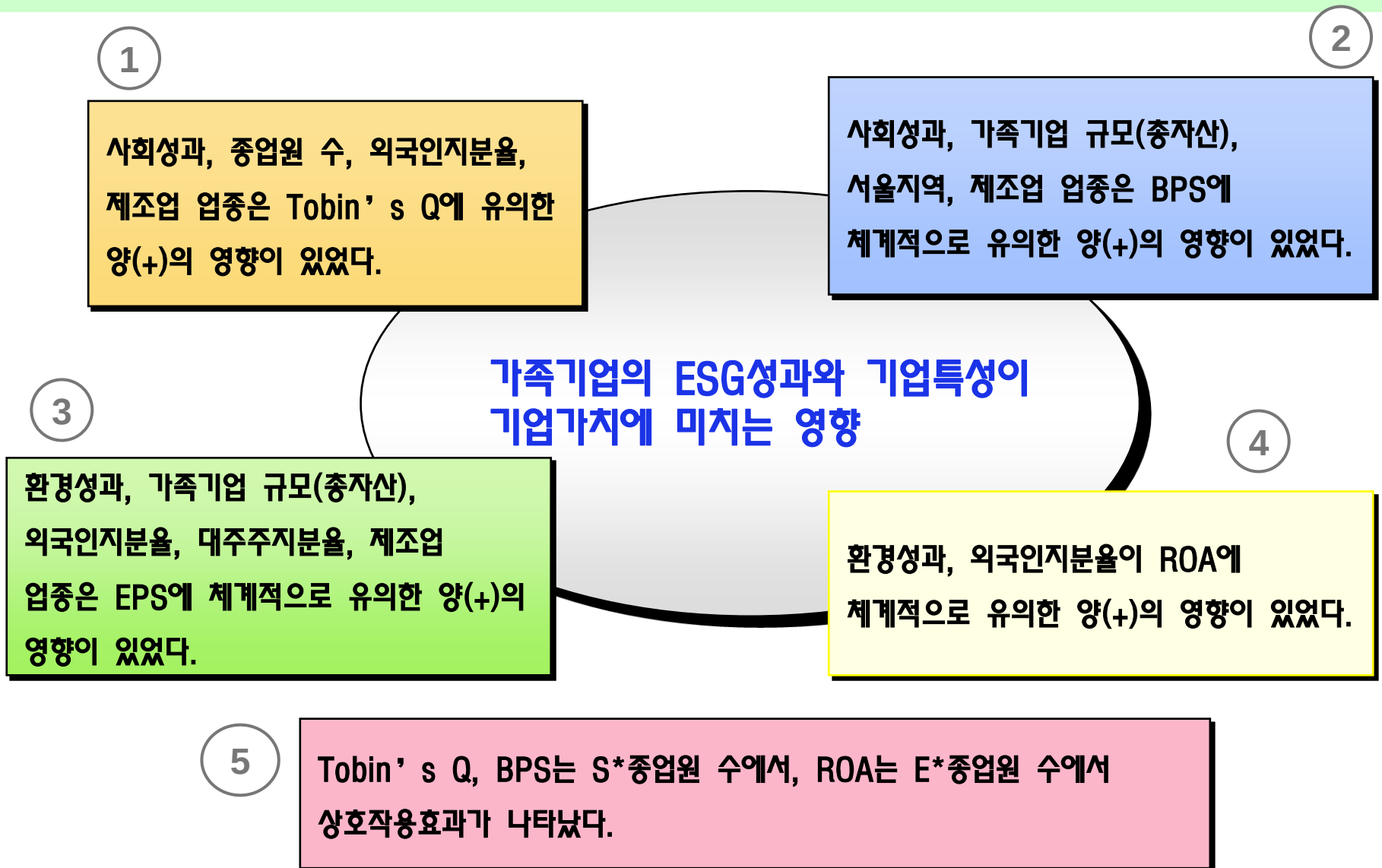
IV. 실증분석

가족기업의 ESG성과와 기업특성의 상호작용효과 분석

구분	상호작용효과			
	<i>TQ</i>	<i>BPS</i>	<i>EPS</i>	<i>ROA</i>
상수	446.510 ^{***} (4.678)	-8.202 ^{***} (-4.497)	-6.942 ^{***} (-8.474)	-2.782 (-.840)
<i>E</i>	18.519 (.766)	.204 (1.548)	.554 [*] (1.749)	4.088 ^{***} (2.748)
<i>S</i>	-88.527 [*] (-1.755)	.821 ^{***} (2.247)	.262 (.764)	-1.119 (-.695)
<i>G</i>	-11.670 (-.645)	-.171 (-1.268)	.090 (.277)	1.520 (.997)
<i>SEL</i>	-40.021 ^{***} (-5.489)	.876 ^{***} (6.902)	.258 ^{***} (1.978)	.054 (.088)
<i>YEA</i>	-27.268 ^{***} (-2.764)	-.188 [*] (-1.802)	-.116 (-.858)	-.849 (-1.022)
<i>SIZ</i>	-20.524 ^{***} (-2.275)	.626 ^{***} (9.282)	.529 ^{***} (8.264)	-.118 (-.149)
<i>EMP</i>	-24.162 (-1.148)	.184 (1.172)	.785 ^{***} (2.077)	2.840 (1.601)
<i>E*EMP</i>	-6.288 (-1.122)	-.058 (-1.404)	-.185 (-1.848)	-1.057 [*] (-2.258)
<i>S*EMP</i>	18.082 [*] (2.176)	-.084 [*] (-1.860)	-.102 (-.947)	.284 (.560)
<i>G*EMP</i>	2.395 (.484)	.053 (1.280)	-.040 (-1.401)	-.586 (-1.261)
<i>FOR</i>	.626 ^{***} (2.291)	.002 (1.141)	.024 ^{***} (4.969)	.108 ^{***} (4.466)
<i>OWN</i>	.228 (.916)	.002 (1.248)	.008 [*] (1.789)	-.088 (-1.628)
<i>MAN</i>	10.765 (1.489)	.802 ^{***} (5.587)	.269 ^{***} (2.070)	-.248 (-.399)
R ²	.180	.412	.168	.092
Adj R ²	.109	.398	.142	.070
F	6.195 ^{***}	28.715 ^{***}	7.942 ^{***}	4.157 ^{***}
표본 수	546	546	546	546
회귀분석모형	(식 5)	(식 6)	(식 7)	(식 8)

가족기업의 ESG성과와 기업특성이 기업가치에 미치는 영향에 대한 상호작용효과에서 Tobin's Q, BPS는 S*종업원 수의 상호작용효과가 있었고, ROA는 E*종업원 수의 상호작용효과가 나타났으나, EPS는 상호작용효과가 없는 것으로 나타났다.

V. 결 론



- 가족기업의 지속가능경영을 위해 재무적 성과뿐만 아니라 비재무적 성과를 고려하는 ESG성과에 대한 폭넓은 연구가 이루어졌으면 한다.
- 환경성과, 사회성과, 지배구조성과로 이루어지는 ESG성과를 실증할 수 있는 다양한 변수와 자료 확보가 가능하다면 가족기업의 비재무적 성과를 측정하는데 도움이 될 것이다.
- 가족기업과 비가족기업의 경영성과를 분류하여 비교분석할 수 있다면 가족기업의 경영성과와 기업가치 창출의 중요성을 제시할 수 있어 가족기업의 발전에 기여할 것이다.
- 가족기업의 ESG성과와 기업특성에 대하여 유가증권시장에 상장된 가족기업들을 대상으로 연구하였다. 유가증권 상장기업 뿐만 아니라, 코스닥 시장, 코넥스 시장, 비상장기업 등 규모별로 국내 가족기업의 다양한 성과와 기업가치를 보여줄 수 있는 연구가 이루어졌으면 한다.
- 국내 가족기업들을 대상으로 규모별, 업종별, 지역별로 폭넓게 연구를 확대하여 분석을 할 수 있다면 가족기업의 지속가능경영과 국가경제 발전에 기여할 수 있을 것으로 판단된다.

감 사 합 니 다.