

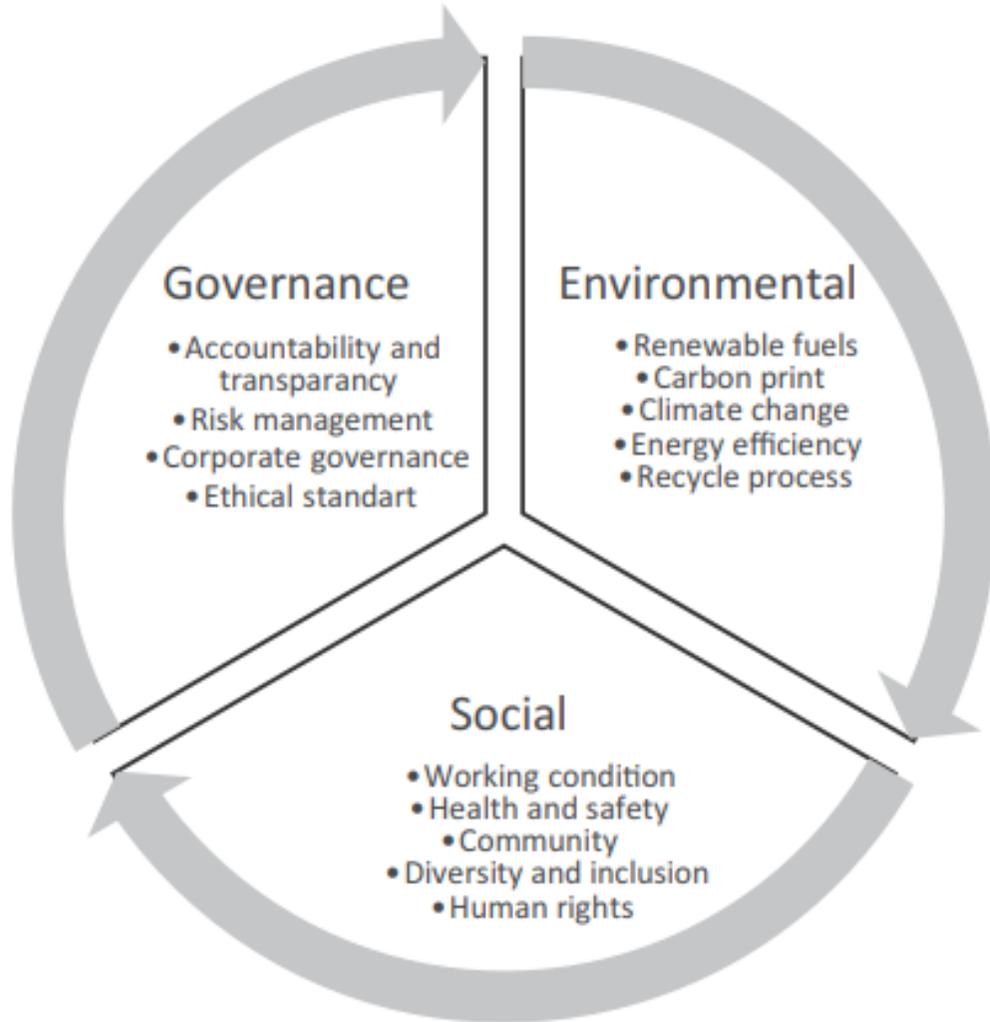
가족기업과 비가족기업의 소유구조와 재무요인이 **ESG**성과에 미치는 영향 : 지속가능경영보고서 공시의 조절효과



2024년 4월 25일(목)

전덕영 책임전문위원(서울신용보증재단, 경영학박사)
추문갑 경제정책본부장(중소기업중앙회, 경영학박사)

ESG(Environmental, Social and Corporate Governance)



Environmental

환경 : 재생연료, 탄소배출, 기후변화, 에너지 효율, 재활용과정에 대한 것.

Social

사회 : 근로조건, 보건안전, 공동체, 다양성과 포용성, 인권에 대한 것.

Corporate Governance

지배구조 : 책임감과 투명성, 위기관리, 기업 지배구조, 윤리 기준에 대한 것.

[Figure 1] ESG 원칙의 틀

자료: Sustainalytics(2022)를 토대로 Nareswari et al.(2022)이 작성한 ESG 원칙의 틀

한국거래소는 글로벌 표준과 ESG 정보공시에 어려운 기업들을 위해 **2021년에 'ESG 정보공개 가이드스'를 발표**하였다.
 ESG 보고 의무화에 따른 지속가능보고서에 대한 경험이 없는 기업들에게 **ESG 보고서 작성에 필요한 절차, 지표 등을 제시**하였다.

조 직		환 경		사 회	
항목	지표	항목	지표	항목	지표
ESG대응	경영진의 역할	온실가스 배출	직접 배출량	임직원 현황	평등 및 다양성
			간접 배출량		신규 고용 및 이직
			배출 집약도		청년인턴 채용
ESG평가	ESG 위험 및 기회	에너지 사용	직접 에너지 사용량	안전 · 보건	유아휴직
			간접 에너지 사용량		산업재해
			에너지 사용집약도		제품안전
이해관계자	이해관계자 참여	물 사용	물 사용 총량	정보보안	표시 · 광고
		폐기물 배출	폐기물 배출 총량		개인정보 보호
		법규위반 · 신고	환경법규 위반 · 신고		공정경쟁 · 시장 지배적 지위 남용

환경 모범규준 체계	사회 모범규준 체계	지배구조 모범규준 체계
I. 리더십과 거버넌스	I. 리더십과 거버넌스	I. 이사회와 리더십
1. 환경경영 리더십	1. 리더십	1. 이사회 역할과 책임
2. 환경경영 전략 및 목표	2. 전략 및 방침	2. 이사의 역할과 책임
3. 환경경영 거버넌스	3. 조직의 의사결정	3. 이사회 구성
II. 비재무 위험 관리	4. 기업문화	4. 사외이사
1. 환경과 기회의 식별, 평가 및 관리	II. 비재무 위험 관리	5. 이사회 운영
2. 기후변화 위험 및 관리	1. 비재무 위험의 통합적 관리	6. 이사회 내 위원회
3. 위험관리체계	2. 비재무 위험과 기회의 인식	II. 주주보호
III. 운영 및 성과	3. 비재무 위험 대응	1. 주주의 권리
1. (설계) 친환경 제품 및 서비스	III. 운영 및 성과	2. 주주총회
2. (조달/구매/유통) 친환경 공급망	1. 인권	III. 감사
3. (생산) 친환경 사업장	2. 노동 관행	1. 내부 감사
4. 성과 관리	3. 공정운영 관행	2. 외부 감사
5. 환경회계	4. 지속가능한 소비	IV. 이해관계자소통
6. 생태계 보전	5. 정보보호	1. 주주 및 이해관계자의 직접 소통
IV. 이해관계자 소통	6. 지역사회 참여 및 개발	2. 정보공개
1. 이해관계자 설정	IV. 이해관계자 소통	
2. 이해관계자 대응 활동	1. 이해관계자 참여	
3. 환경정보공개	2. 정보공개	

평가등급	내용
S	지배구조, 환경, 사회 모범규준이 제시한 지속가능경영 체계를 매우 충실히 갖추고 있으며, 비재무적 리스크로 인한 주주가치 훼손의 여지가 매우 적음
A+	지배구조, 환경, 사회 모범규준이 제시한 지속가능경영 체계를 충실히 갖추고 있으며, 비재무적 리스크로 인한 주주가치 훼손의 여지가 상당히 적음
A	지배구조, 환경, 사회 모범규준이 제시한 지속가능경영 체계를 적절히 갖추고 있으며, 비재무적 리스크로 인한 주주가치 훼손의 여지가 적음
B+	지배구조, 환경, 사회 모범규준이 제시한 지속가능경영 체계를 갖추기 위한 노력이 다소 필요하며, 비재무적 리스크로 인한 주주가치 훼손의 여지가 다소 있음
B	지배구조, 환경, 사회 모범규준이 제시한 지속가능경영 체계를 갖추기 위한 노력이 다소 필요하며, 비재무적 리스크로 인한 주주가치 훼손의 여지가 있음
C	지배구조, 환경, 사회 모범규준이 제시한 지속가능경영 체계를 갖추기 위한 노력이 절대적으로 필요하며, 비재무적 리스크로 인한 주주가치 훼손의 여지가 큼
D	지배구조, 환경, 사회 모범규준이 제시한 지속가능경영 체계를 거의 갖추지 못하여 비재무적 리스크로 인한 주주가치 훼손이 우려됨

가족기업과 비가족기업의 소유구조와 재무요인이 **ESG**성과에 미치는 영향 : 지속가능경영보고서 공시의 조절효과



2024년 4월 25일(목)

전덕영 책임전문위원(서울신용보증재단, 경영학박사)
추문갑 경제정책본부장(중소기업중앙회, 경영학박사)

목 차

I. 서론	●
II. 선행연구	●
III. 연구방법 및 모형	●
IV. 실증분석	●
V. 결론	●

(초 록)

본 연구는 가족기업과 비가족기업의 소유구조와 재무요인이 ESG성과에 미치는 영향과 지속가능경영보고서 공시의 조절효과 분석을 목적으로 한다. 2020년부터 2022년까지 3년 기간에 유가증권 상장기업의 데이터를 확보하여 가족기업 1,119개와 비가족기업 903개로 구성된 2,022개의 기업을 대상으로 회귀 분석하였다.

첫째, 가족기업과 비가족기업의 소유구조와 재무요인인 가족기업, 외국인지분율, 지속가능경영보고서 공시, 매출액은 일관성 있게 E, S, G, ESG 성과에 체계적으로 유의한 양 (+)의 관련성이 있었다.

둘째, 가족기업과 비가족기업의 ESG성과에서 지속가능경영보고서 공시, 매출액은 일관성 있게 가족기업, 비가족기업, 전체기업에서 ESG성과에 모두 체계적으로 유의한 양(+)¹의 영향이 있었다. 그러나 대주주지분율은 가족기업, 전체기업의 경우 ESG성과에 체계적으로 유의한 음(-)²의 값이 있었으나, 비가족기업의 경우 ESG성과에 유의한 영향이 없는 것으로 나타났다.

셋째, 가족기업과 비가족기업의 업종별 ESG성과에서 제조업, 도소매업, 기타업종은 ESG성과에 체계적으로 유의한 양(+)³의 값이 있었으나, 서비스업의 경우 ESG성과에 유의한 영향이 없는 것으로 나타났다.

넷째, 가족기업과 비가족기업의 소유구조와 재무요인의 ESG성과에 대한 지속가능경영보고서 공시의 조절효과에서 지속가능경영보고서 공시*대주주지분율이 E, S, G, ESG성과에서 일관성있게 상호작용효과가 있는 것으로 나타났다.

본 연구는 가족기업과 비가족기업의 소유구조와 재무성과의 특성을 고려하여 유가증권 상장기업들을 대상으로 매출이나 이익 등과 같은 재무적 성과가 아닌 비재무적성과인 ESG성과를 다루었다. 따라서 본 연구는 가족기업, 비가족기업 그리고 다수의 자본시장 투자자와 이해관계자들에게 지속가능경영에 기여할 수 있는 ESG성과에 영향을 미치는 다양한 요인들을 발견하고 분석하였다는 데에 그 의의가 있다.

연구목적과 연구방법

```
graph TD; A([연구목적과 연구방법]) --> B(본 연구의 목적은 가족기업과 비가족기업의 소유구조와 재무요인이 ESG성과에 미치는 영향과 지속가능경영보고서 공시의 조절효과를 분석하는 것이다.); A --> C(2020~2022년까지(3년). 유가증권 상장기업 대상. 가족기업 1,119개. 비가족기업 903개. 전체기업 2,022개. 상관분석, 차이분석, 회귀 분석하였다.);
```

본 연구의 목적은 가족기업과 비가족기업의 소유구조와 재무요인이 ESG성과에 미치는 영향과 지속가능경영보고서 공시의 조절효과를 분석하는 것이다.

2020~2022년까지(3년).
유가증권 상장기업 대상.
가족기업 1,119개.
비가족기업 903개.
전체기업 2,022개.
상관분석, 차이분석,
회귀 분석하였다.

I. 서론

본 연구의 차별성

구분	선행연구	본 연구
연구대상	Klein(2000), Chrisman et al.(2004), Arzubiaga et al.(2023): 미국, 독일, 스페인의 중소기업을 대상	대한민국의 ESG성과가 있는 유가증권시장 가족기업과 비가족기업이 대상
종속변수	Anderson and Reeb(2003), 강형철(2014), 최성섭·이미영(2017), 송준기·우태우(2018), 차한솔 외(2021), 김희은 외(2023): Tobin's Q, MTB, ROA, MB, EBITDA 등 재무성과 사용.	E성과, S성과, G성과, ESG성과를 나타내는 종속변수를 사용. ESG성과는 기업의 지속가능경영에 부합하는 비재무적성과를 보여주는 종속변수임.
자료조사	Klein(2000), Chrisman et al.(2004), 김완일(2012), 임외석(2018): 설문조사, 사례조사, 자료조사로 연구.	한국거래소 ESG포털, 공정거래위원회 기업집단별 소속회사 현황, 금융감독원 DART, 네이버증권의 데이터를 확보: 가족기업과 비가족기업의 실질자료로 분석.
표본수	Hamid et al.(2015)은 276개, 김희은 외(2023)는 534개, 송준기·우태우(2018)는 1,421개의 표본 수를 사용	2020년부터 2022년까지 3년 기간의 2,022개의 표본 수 사용, 최근 데이터임.
분석방법	Klein(2000), Arzubiaga et al.(2023), 김완일(2012), 임외석(2018): 구조방정식 모델, 비교분석, 사례분석.	업종별 차이분석, 상관분석, 회귀분석, 조절효과를 분석 실시. 가족기업과 비가족기업의 ESG성과를 세밀하게 분석.

II. 선행연구

가족기업과 비가족기업의 대리인 이론

연구자	가족기업과 비가족기업의 대리인이론(Agency Theory)
Jensen and Meckling(1976)	<p>대리인 이론은 경영자가 주주의 이익을 극대화하기보다 자신의 이익에 따라 행동할 수 있다는 것이다. 대리인 비용을 낮추려면 주주와 대리인의 이해관계가 일치해야 한다. 대리인의 행동을 모니터링하거나 성과 보상과 같은 금전적 인센티브를 활용함으로써 가능하다.</p> <p>(소유구조의 관점): 소유권이 집중된 구조를 가진 기업은 대주주가 경영자의 행위에 영향력을 행사할 수 있는 힘이 커져 대리인 비용이 절감되기 때문에 경영자를 효과적으로 감시하거나 통제할 수 있는 가능성이 높다. 소유권이 분산된 구조를 가진 기업은 대리인이 많은 자율성을 가져 대리인 비용이 더 증가할 수 있다.</p>
Chrisman et al.(2004)	<p>대리인 비용은 대리인이 소유자의 이익을 위해 행동하게 하기 위해 기업이 발생하는 비용이다. 대리인 비용은 경영자가 소유자의 이익을 침해하며, 자신의 이익을 추구할 때 발생한다. 능력이 부족한 가족구성원에게 일자리를 제공하는 것이 편익이고, 경영진이 일자리를 제공한다고 결정한다면 비가족기업에서는 대리인 비용이 발생하지만, 가족기업에서는 그렇지 않은 특전의 소비가 있다.</p>

II. 선행연구

가족기업과 비가족기업의 소유구조와 재무성과

연구자	가족기업과 비가족기업의 소유구조와 재무성과
Gao et al.(2022)	미국의 2,000개 대기업, 9,644개 표본을 사용하여 가족의 참여가 기업의 다양성에 미치는 영향을 연구하였다. 가족기업이 비가족기업보다 다양성에 덜 참여하는 경향이 있어, 가족 참여가 다양성에 부정적인 영향을 미치는 것을 발견하였다. 즉 가족기업이 비가족기업보다 다양성의 강점이 부족하다는 사실이다.
Koji et al.(2020)	일본의 가족기업 551개, 비가족기업 861개로 구성된 1,412개의 기업들을 대상으로 2014년~2018년 기간 기업지배구조와 재무성과를 연구하였다. 외국인소유권은 가족기업의 ROA성과에 양(+)의 값이 있었고, 비가족기업의 Tobin's Q에 양(+)의 관련성이 있는 것으로 나타났다.
Hamid et al.(2015)	말레이시아의 상장기업 276개 기업들을 대상으로 2009년~2011년까지 3년 기간 가족기업과 비가족기업의 단기부채비율, 장기부채비율, 부채비율의 자본구조가 자기자본이익률에 미치는 영향을 검증하였다. 부채비율은 자기자본이익률에 음(-)의 값이 있었다. 이는 자기자본이익률이 높은 기업들의 자금조달에서 지분에 더 많이 의존하고 있음을 시사한다.

II. 선행연구

가족기업과 비가족기업의 ESG성과

연구자	가족기업과 비가족기업의 ESG성과
Al Natour et al.(2022)	<p>영국의 상장기업 641개를 대상으로 2010년부터 2017년까지 Bloomberg 데이터를 통해 가족기업과 비가족기업의 지속가능성 보고와 정보 비대칭 사이의 연관성을 조사하였다. 가족기업은 비가족기업보다 지속가능성 보고와 정보비대칭의 관계가 더 낮았다. 이는 정부가 소유구조와 관련한 기업 지배구조 규칙을 개선하는 데 도움이 될 것이라고 하였다.</p>
Korkeamäki and Hedel(2023)	<p>스웨덴, 핀란드, 노르웨이, 덴마크의 144개 기업을 대상으로 2022년 Refinitiv Eikon의 ESG데이터를 통해 소유구조가 기업의 환경, 사회, 지배구조 요인을 고려하는 지속가능성 성과에 미치는 영향을 조사하였다. 소유권유형을 기관소유, 개인소유, 기업소유, 정부소유, 가족소유의 5개로 분류하였다. 기관투자자의 경우 ESG점수와 유의미한 양(+)의 관계가 있었으나, 기업투자자의 경우 ESG점수와 음(-)의 관계가 나타났다.</p>
Wang et al. (2023)	<p>S&P 1,500 기업들을 대상으로 2007년에서 2017년까지 E-index 조항을 통해 가족기업의 기업지배구조에 미치는 영향을 분석하였다. 가족기업이 비가족기업보다 E-index 조항을 덜 활용할 가능성이 있음을 확인하였다. 창립세대 가족구성원이 상장기업에 여전히 관여하고 있는 경우 창립가족이 계약상 E-index 조항에서 추가 혜택을 얻을 수 있지만, 가족 영향력이 확장되어 여러 세대가 포함됨에 따라 혜택이 줄어들 것이라고 하였다.</p>

II. 선행연구

국내외 선행연구의 요약

연구자	국가	연구대상	연구기간	표본 수	조사방법	분석방법
Arzubiaga et al.(2023)	스페인	중소기업	2013	289	설문	SEM
Chrisman et al.(2004)	미국	중소기업	2000	1,141	설문	회귀
Gao et al.(2022)	미국	대기업	2001-2018	9,644	KLD	회귀
Hamid et al.(2015)	말레이시아	상장기업	2009-2011	276	DataStream	회귀
Klein(2000)	독일	중소기업	1996-1997	1,085	설문	비교분석
Wang et al.(2023)	미국	S&P1,500	2007-2017	3,710	SEC, Compustat, ISS	패널회귀
강형철(2014)	대한민국	대기업집단	2001-2011	8,474	OPNI, KISLINE, DART, FnGuide	차이, 패널회귀
김완일(2012)	한국, 일본, 독일	-	-	-	-	비교분석
김지원 외(2018)	대한민국	KOSPI	2004-2017	7,640	KIS-Value	패널회귀
김희은 외(2023)	대한민국	KOSPI	2014-2020	534	KCGS	차이, 회귀
송준기 · 우태우(2018)	대한민국	상장기업	2012-2015	1,421	Kis-Value, KCGS	회귀
윤병섭(2022)	대한민국	KOSPI	2019-2021	91	한국거래소 자료	회귀
임외석(2018)	일본	천년기업	2018	3	사례조사	사례분석
정민규 외(2018)	대한민국	KOSPI	2004-2013	4,008	KIS-VALUE	패널회귀
차한솔 외(2021)	대한민국	KOSPI, KOSDAQ	2011-2019	11,614	KisValue, FnGuide, DART	차이, 회귀
최성섭 · 이미영(2017)	대한민국	KOSPI	2011-2014	1,696	한국거래소 자료	패널회귀, 2SLS
본연구	대한민국	KOSPI	2020-2022	2,022	DART, KCGS, 네이버증권	회귀

III. 연구방법 및 모형

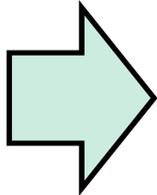
연구모형

독립변수

- 소유구조와 재무요인
- 가족기업 여부
 - 상장주식수
 - 외국인지분율
 - 대주주지분율
 - 매출액
 - 부채비율
 - ROE
 - 유보율

조절변수

종속변수



- ESG 성과**
- E(환경성과)
 - S(사회성과)
 - G(지배구조성과)
 - ESG성과

지속가능경영보고서 공시

III. 연구방법 및 모형

가족기업의 정의

연구자	가족기업의 정의
Westhead and Cowling(1998)	① 기업의 소유권을 50% 이상 보유하고 있는 경우(Westhead and Cowling 1998; 남영호 · 문성주 2007; 차한솔 외 2021). ② 친 · 인척 집단이 해당 기업을 가족기업으로 인정하는 경우 ③ 단일지배 가족의 구성원이 기업을 경영하는 경우 ④ 기업을 소유한 단일지배 가족의 구성원이 2세대 이상 승계된 경우
김희은 외(2023)	다음 3개 조건 중 1개 이상을 충족하는 기업이다. ① 최대주주 및 특수관계인의 지분율이 20% 이상인 경우 ② 공정거래위원회가 정한 기업집단에 포함되는 경우(김지원 외 2018; 정민규 외 2018). ③ 지배주주 또는 그의 가족구성원이 최고경영자에 포함되는 경우(정민규 외 2018; 허공회 · 김영수 2021)
본 연구	다음 3개 조건 중 1개 이상을 충족하는 기업이다. ① 최대주주 및 특수관계인의 지분율이 50% 이상인 경우 이는 소유권이 집중된 구조를 가진 가족기업이다. ② 공정거래위원회가 정한 기업집단에 포함되는 경우 ③ 지배주주의 가족구성원이 경영에 참여하는 경우

III. 연구방법 및 모형

자료수집 및 표본추출

	자료수집 및 표본추출
자료 수집	ESG성과가 있는 유가증권시장에 상장된 가족기업과 비가족기업들을 대상으로 분석. 한국거래소 ESG포털(https://esg.krx.co.kr), 네이버증권(https://finance.naver.com), 금융감독원 DART(https://dart.fss.or.kr), 공정거래위원회 기업집단별 소속회사 현황(https://www.egroup.go.kr)에서 공시된 자료로 변수를 확보하였다.
표본 추출	<ul style="list-style-type: none">① 본 연구의 표본대상은 2020년부터 2022년까지 3년기간 ESG성과가 있는 유가증권시장에 상장된 가족기업, 비가족기업을 분석의 대상으로 하였다.② 한국ESG기준원의 ESG등급이 있는 유가증권 상장기업을 대상으로 한 표본 수는 2,304개이다. 금융감독원 DART, 네이버증권, 공정거래위원회 기업집단별 소속회사 현황에서, 유가증권 상장기업에 대한 자료를 추가적으로 확보하였다.③ 한국ESG기준원의 ESG등급이 없거나, 금융업 업종인 경우, 결측치가 있는 기업에 대한 282개 표본 수는 제외하였다.④ 그러나 2020년부터 2022년 사이에 1회 이상 ESG등급이 있는 기업으로, ESG등급이 2022년에는 있는데 2020~2021년에는 없는 기업, 2021~2022년에 있는데 2020년에는 없는 기업의 24개 표본 수는 포함하여 D등급으로 처리하였다.⑤ 본 연구의 최종적인 표본 수는 2,022개이며, 이중에서 가족기업은 1,119개, 비가족기업은 903개가 된다.

III. 연구방법 및 모형

가족기업과 비가족기업의 표본특성

변수	구분	빈도	비율(%)	변수	구분	빈도	비율(%)
가족기업	여	1,119	55.3	지속가능경영 보고서	공시	324	16.0
	부	903	44.7		미공시	1,698	84.0
상장 주식수	5백만 주 이하	1,050	51.9	매출액	5천억 원 이하	1,012	50.0
	5백만 주 초과	972	48.1		5천억 원 초과	1,010	50.0
외국인 지분율	5% 이하	1,122	55.5	부채비율	100% 이하	1,106	54.7
	5% 초과	900	44.5		100% 초과	916	45.3
대주주 지분율	30% 이하	435	21.5	ROE	5% 이하	1,031	51.0
	30% 초과	1,587	78.5		5% 초과	991	49.0
N	2,022개			유보율	1,000% 이하	956	47.3
					1,000% 초과	1,066	52.7

III. 연구방법 및 모형

1. 가족기업과 비가족기업의 소유구조와 재무요인이 ESG성과에 긍정적인 영향이 있는지를 분석하기 위한 (가설 1)에 대한 회귀분석 모형은 (식 1)과 같다.

$$ESG = \alpha_0 + \beta_1 FAM_1 + \beta_2 NOS_2 + \beta_3 FOR_3 + \beta_4 OWN_4 + \beta_5 RPA_5 + \beta_6 SAL_6 + \beta_7 LEV_7 + \beta_8 ROE_8 + \beta_9 RER_9 + \epsilon_i$$

..... (식 1)

2. 가족기업과 비가족기업의 소유구조와 재무요인에서 가족기업과 비가족기업의 ESG성과가 차이가 있는지를 분석하기 위한 (가설 2)에 대한 회귀분석 모형은 (식 2)와 같다.

$$ESG = \alpha_0 + \beta_1 FAM_1 + \beta_2 NOS_2 + \beta_3 FOR_3 + \beta_4 OWN_4 + \beta_5 RPA_5 + \beta_6 SAL_6 + \beta_7 LEV_7 + \beta_8 ROE_8 + \beta_9 RER_9 + \epsilon_i$$

..... (식 2)

III. 연구방법 및 모형

3. 가족기업과 비가족기업의 소유구조와 재무요인에서 ESG성과에 대한 **제조업, 도소매업, 서비스업, 기타업종**에 대해 업종별 차이가 있는지를 분석하기 위한 (가설 3)에 대한 회귀분석 모형은 (식 3)과 같다.

$$ESG = \alpha_0 + \beta_1 FAM_1 + \beta_2 NOS_2 + \beta_3 FOR_3 + \beta_4 OWN_4 + \beta_5 RPA_5 + \beta_6 SAL_6 + \beta_7 LEV_7 + \beta_8 ROE_8 + \beta_9 RER_9 + \epsilon_i$$

..... (식 3)

4. 가족기업과 비가족기업의 소유구조와 재무요인의 ESG성과에서 **지속가능경영보고서 공시*외국인지분율, 지속가능경영보고서 공시*대주주지분율의 조절효과**가 있는지를 분석하기 위한 (가설 4)에 대한 회귀분석 모형은 (식 4)와 같다.

$$ESG = \alpha_0 + \beta_1 FAM_1 + \beta_2 NOS_2 + \beta_3 FOR_3 + \beta_4 OWN_4 + \beta_5 RPA * FOR_5 + \beta_6 RPA * OWN_6 + \beta_7 RPA_7 + \beta_8 SAL_8 + \beta_9 LEV_9 + \beta_{10} ROE_{10} + \beta_{11} RER_{11} + \epsilon_i$$

..... (식 4)

III. 연구방법 및 모형

변수의 조작적 정의

구분		변수 정의 및 계산식	측정지표
종속 변수	E	환경성과(A+, A, B+, B, C, D)(2020~2022년)	등급, 6~1점
	S	사회성과(A+, A, B+, B, C, D)(2020~2022년)	등급, 6~1점
	G	지배구조성과(A+, A, B+, B, C, D)(2020~2022년)	등급, 6~1점
	ESG	종합성과(A+, A, B+, B, C, D)(2020~2022년)	등급, 6~1점
독립 변수	FAM	가족기업(1), 비가족기업(0)	더미변수
	NOS	상장주식수(액면가 5,000원 기준)	실수(實數), log
	FOR	외국인지분율(외국인보유 주식 수/발행주식수)	비율, %
	OWN	대주주지분율(최대주주와 특수관계인의 주식 수/발행주식수)	비율, %
	RPA	지속가능경영보고서 공시(1), 미공시(0), (2020~2022년)	더미변수
	SAL	기업규모(매출액)(억원)(2020~2022년)	실수(實數), log
	LEV	부채비율(부채총계/총자산)(2020~2022년)	%, 비율
	ROE	자기자본이익률(순이익/자기자본)(2020~2022년)	%, 비율
RER	유보율(내부유보율)(2020~2022년)	%, 비율	

IV. 실증분석

기술통계량

변수	단위	평균	표준편차	최소	최대
환경성과	등급	2.45	1.387	1	6
사회성과	등급	3.17	1.560	1	6
지배구조성과	등급	3.16	1.267	1	6
ESG종합성과	등급	2.86	1.324	1	6
가족기업	더미	.55	.497	0	1
상장주식수	천주	20,704	65,036	126	728,002
외국인지분율	%	9.61	13.250	.00	90.24
최대주주지분율	%	43.87	16.411	4.16	85.74
지속가능경영보고서 공시	더미	.16	.367	0	1
매출액	억원	31,072	137,239	0	3,022,314
부채비율	%	74.01	2,039.560	-69,030.67	2,631.81
ROE	%	-1.08	62.878	-2,195.07	284.21
유보율	%	3,231.29	9,033.833	-2,379.29	152,913.19
N	2,022				

주) 상장주식수, 매출액은 log를 실수로 변환.

IV. 실증분석

가족기업과 비가족기업의 업종별 ESG성과 차이분석

경영지표			가족기업과 비가족기업	
			제조업(n=1,413)	도소매업(n=180)
가족기업과 비가족기업	서비스업(n=213)	ESG성과	2.76(a)	2.99(b)
		표준편차	1.279	1.515
		t-value	-5.807***	-2.175**
	기타업종(n=216)	ESG성과	3.31(c)	2.93(d)
		표준편차	1.359	1.308
		t-value	-1.826*	.450
차이검정 (N=2,022)		a와b	-.235	
		a와c	-.550***	
		a와d	-.171	
		b와c	-.315	
		b와d	.064	
		c와d	.379**	

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

IV. 실증분석

상관분석

	ESG	FAM	NOS	FOR	OWN	RPA	SAL	LEV	ROE	RER	VIF
ESG	1										
FAM	.269***	1									1.838
NOS	.380***	.099***	1								1.813
FOR	.359***	.162***	.295***	1							1.404
OWN	-.005	.580***	-.160***	-.160***	1						1.785
RPA	.492***	.230***	.418***	.373***	-.015	1					1.504
SAL	.581***	.313***	.511***	.435***	.047**	.507***	1				1.998
LEV	.026	.030	-.004	-.006	.013	.020	.048**	1			1.005
ROE	.075***	.045***	-.022	.083***	.008	.046**	.137****	.020	1		1.034
RER	.178***	.163***	-.164***	.251***	-.013	.202***	.260***	.002	.062***	1	1.343

주 1) ESG: 종합성과(등급), FAM: 가족기업(더미)(가족기업: 1, 비가족기업: 0), NOS: 상장주식수(주)(log), FOR: 외국인지분율(외국인 주식지분율)(%), OWN: 대주주지분율(최대주주와 특수관계인 주식지분율)(%), RPA: 지속가능경영보고서 공시(더미)(공시: 1, 미공시: 0), SAL: 매출액(log), LEV: 부채비율(총자산 대비 총부채)(%), ROE: 자기자본이익률(자기자본 대비 당기순이익)(%), RER: 유보율(내부유보율)(%).

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

IV. 실증분석

가족기업과 비가족기업의 소유구조와 재무요인이 ESG성과에 미치는 영향

	E	S	G	ESG
상수	-7.223*** (-15.491)	-7.626*** (-14.546)	-2.703*** (-5.481)	-5.628*** (-12.340)
FAM	.221*** (3.492)	.370*** (5.186)	.287*** (4.282)	.335*** (5.410)
NOS	.215*** (4.032)	.165*** (2.753)	-.023 (-.415)	.118** (2.262)
FOR	.006*** (2.736)	.005** (2.065)	.008*** (3.579)	.006*** (3.042)
OWN	-.006*** (-3.043)	-.006*** (-2.720)	-.006*** (-3.140)	-.006*** (-3.210)
RPA	.892*** (11.486)	1.016*** (11.631)	.514*** (6.251)	.815*** (10.731)
SAL	.693*** (16.248)	.810*** (16.876)	.509*** (11.280)	.644*** (15.435)
LEV	1.584E-6 (.139)	4.032E-6 (.314)	-2.217E-6 (-.183)	5.656E-7 (.051)
ROE	.000 (.802)	.000 (-.854)	.001 (1.433)	8.446E-5 (.230)
RER	2.244E-6 (.753)	7.758E-7 (.231)	-2.059E-7 (-.065)	9.366E-7 (.321)
R ²	.435	.435	.242	.407
Adj R ²	.433	.432	.239	.404
F	172.142***	172.113***	71.356***	153.220***

- ① 가족기업과 비가족기업의 소유구조와 재무요인인 **가족기업, 외국인지분율, 지속가능경영보고서 공시, 매출액은 일관성 있게 E성과, S성과, G성과, ESG성과에 체계적으로 유의한 양(+)**의 값이 있었다.
- ② 가족기업과 비가족기업의 소유구조와 재무요인인 **대주주지분율은 일관성 있게 E성과, S성과, G성과, ESG성과에 체계적으로 유의한 음(-)**의 값이 있었다.
- ③ 가족기업과 비가족기업의 소유구조와 재무요인인 **상장주식수는 E성과, S성과, ESG성과에 체계적으로 유의한 양(+)**의 값이 나타났으나, **G성과에는 유의하지 않은 음(-)**의 값이 나타났다.

IV. 실증분석

가족기업과 비가족기업의 ESG성과에 대한 회귀분석

	ESG		
	가족기업	비가족기업	전체기업
상수	-6.558*** (-9.325)	-3.760*** (-5.246)	-5.628*** (-12.340)
FAM	-	-	.335*** (5.410)
NOS	.022 (.317)	.110 (1.179)	.118** (2.262)
FOR	3.194E-5 (.013)	.023*** (5.219)	.006*** (3.042)
OWN	-.011*** (-4.329)	.004 (1.352)	-.006*** (-3.210)
RPA	.714*** (7.899)	.950*** (6.138)	.815*** (10.731)
SAL	.837*** (12.462)	.447*** (7.985)	.644*** (15.435)
LEV	.000 (-.868)	4.127E-6 (.382)	5.656E-7 (.051)
ROE	.000 (.363)	-.001 (-.907)	8.446E-5 (.230)
RER	-2.144E-6 (-.682)	-1.078E-5 (-.716)	9.366E-7 (.321)
R ²	.437	.263	.407
Adj R ²	.433	.257	.404
F	107.830***	39.910***	153.220***

- ① 지속가능경영보고서 공시, 매출액은 가족기업, 비가족기업, 전체기업의 **ESG**성과에 유의한 양(+)의 값이 나타났다.
- ② 외국인지분율은 비가족기업, 전체기업의 경우 **ESG**성과에 유의한 양(+)의 값이 있었으나, 가족기업의 경우 **ESG**성과에 유의한 영향이 없는 것으로 나타났다.
- ③ 대주주지분율은 가족기업, 전체기업의 경우 **ESG**성과에 유의한 음(-)의 값이 있었으나, 비가족기업의 경우 **ESG**성과에 유의한 영향이 없는 것으로 나타났다.
- ④ 상장주식수는 전체기업의 경우 **ESG**성과에 유의한 양(+)의 값이 있었으나, 가족기업, 비가족기업의 경우 **ESG**성과에 유의한 영향이 없는 것으로 나타났다.

IV. 실증분석

가족기업과 비가족기업의 ESG성과에 대한 업종별 회귀분석

구분	ESG			
	제조업	도소매업	서비스업	기타업종
상수	-6.944*** (-11.230)	-4.405** (-2.563)	-7.295*** (-4.049)	-3.452*** (-3.257)
FAM	.208*** (2.845)	.814*** (3.637)	.320 (1.525)	.686*** (3.566)
NOS	.051 (.730)	.160 (.820)	.123 (.693)	.224* (1.723)
FOR	.003 (1.302)	.017** (2.333)	.002 (.305)	.009 (1.226)
OWN	-.004* (-1.691)	-.012** (-2.131)	-.008 (-1.240)	-.008* (-1.687)
RPA	.812*** (8.207)	1.097*** (4.486)	.398* (1.764)	.670*** (3.274)
SAL	.795*** (12.636)	.484*** (2.752)	.834*** (5.605)	.382*** (5.098)
LEV	-6.401E-7 (-.058)	.001 (.874)	-2.348E-5 (-.074)	.000 (-1.344)
ROE	-.001 (-.928)	.000 (-.106)	.000 (-.265)	.001 (1.542)
RER	-1.066E-5* (-1.814)	7.202E-5** (1.998)	-1.783E-6 (-.328)	1.239E-5** (2.043)
R ²	.398	.628	.386	.397
Adj R ²	.394	.608	.359	.370
F	103.071***	31.858***	14.205***	15.059***

- ① 지속가능경영보고서 공시, 매출액은 일관성 있게 제조업, 도소매업, 서비스업, 기타업종의 전체업종에서 **ESG**성과에 모두 **유의한 양(+)**의 값이 나타났다.
- ② 가족기업은 비가족기업보다 제조업, 도소매업, 기타업종에서 **ESG**성과에 **유의한 양(+)**의 값이 있었으나, 서비스업의 경우 ESG성과에 유의한 영향이 없는 것으로 나타났다.
- ③ 외국인지분율, 유보율은 도소매업에서, 상장주식수, 유보율은 기타업종에서 **ESG**성과에 **유의한 양(+)**의 영향이 있는 것으로 나타났다.
- ④ 대주주지분율이 제조업, 도소매업, 기타업종에서 **ESG**성과에 **유의한 음(-)**의 영향이 있었고, 유보율은 제조업 업종, 기타업종에서 **ESG**성과에 **유의한 음(-)**의 영향이 있는 것으로 나타났다.

IV. 실증분석

가족기업과 비가족기업의 ESG성과에 대한 조절효과 분석

구분	E	S	G	ESG
상수	-4.598*** (-4.538)	-2.528** (-2.100)	-1.389 (-1.199)	-2.904*** (-2.806)
FAM	.816*** (4.441)	1.056*** (4.839)	.553*** (2.632)	.785*** (4.185)
NOS	.431*** (3.450)	.238 (1.602)	.191 (1.335)	.303** (2.378)
FOR	.016** (2.038)	.003 (.295)	.011 (1.281)	.011 (1.451)
OWN	-.020*** (-3.988)	-.019*** (-3.293)	-.007 (-1.244)	-.014*** (-2.692)
RPA*FOR	.019 (.981)	.068*** (2.981)	.031 (1.406)	.042** (2.124)
RPA*OWN	.045** (2.449)	.092*** (4.176)	.063*** (2.989)	.076*** (4.010)
RPA	-1.442 (-1.381)	-4.155*** (-3.348)	-2.934** (-2.457)	-3.301*** (-3.094)
SAL	.345*** (4.684)	.325*** (3.707)	.273*** (3.239)	.298*** (3.963)
LEV	3.618E-5 (.145)	.001** (2.060)	-.001* (-1.851)	.000 (-.701)
ROE	.000 (.801)	.000 (-.301)	.001** (2.194)	.001 (1.403)
PER	1.892E-5*** (3.295)	1.259E-5* (1.845)	6.703E-6 (1.021)	1.248E-5** (2.127)
R ²	.534	.435	.284	.442
Adj R ²	.509	.404	.245	.412
F	21.273***	14.251***	7.343***	14.688***

- ① 지속가능경영보고서 공시*대주주지분율은 E, S, G, ESG성과 모두에서 상호작용 효과가 있는 것으로 나타났다. 이는 지속가능경영보고서 공시와 대주주지분율이 상호작용할수록 E, S, G, ESG성과에 모두 긍정적인 영향이 있음을 의미한다.
- ② 지속가능경영보고서 공시*외국인지분율은 S, ESG성과에서 상호작용 효과가 있는 것으로 나타났다. 이는 지속가능경영보고서 공시와 외국인지분율이 상호작용할수록 S, ESG성과에 긍정적인 영향이 있음을 의미한다.

IV. 실증분석

회귀분석 결과 비교

구 분	종속변수				조절효과			
	E	S	G	ESG	E	S	G	ESG
FAM	****	****	****	****	****	****	****	****
NOS	****	****	-	**	****	+	+	**
FOR	****	**	****	****	**	+	+	+
OWN	-****	-****	-****	-****	-****	-****	-	-****
RPA*FOR					+	****	+	**
RPA*OWN					**	****	****	****
RPA	****	****	****	****	-	-****	-**	-****
SAL	****	****	****	****	****	****	****	****
LEV	+	+	-	+	+	**	-*	+
ROE	+	+	+	+	+	+	**	+
RER	+	+	-	+	****	+	+	**
회귀분석모형				(식 1)				(식 4)

IV. 실증분석

	학문적 시사점(본 연구)
1	가족기업은 비가족기업보다 ESG성과에 긍정적인 영향이 있었다. 유가증권 상장기업은 가족기업의 비중이 높고, 기업규모가 큰 편으로 지속가능경영을 위해 ESG경영을 도입하여 적극적으로 실행하기 때문에 ESG성과에 긍정적인 것으로 판단된다.
2	외국인지분율이 높은 기업들이 ESG성과에 긍정적인 영향이 있었다. 외국인은 금융자본에 대한 평가와 투자를 함에 있어 ESG경영을 하는 기업을 선호하며, ESG평가등급이 우수한 기업에 대한 투자를 선호한다고 판단된다.
3	지속가능경영보고서 공시를 하는 기업이 지속가능경영보고서 공시를 하지 않는 기업보다 ESG성과에 긍정적인 영향이 있었다. 지속가능경영보고서 공시를 하는 기업들은 ESG경영과 ESG등급평가에도 적극적으로 실행하기 때문에 ESG성과에 긍정적인 것으로 보여진다. 따라서 지속가능경영보고서를 공시하는 것은 외국인투자자의 투자가능성을 높인다고 판단된다.
4	매출액이 ESG성과에 긍정적인 영향이 있었다. 매출액은 기업의 재무성과이다. 매출액이 높은 기업들이 변화하는 국제환경과 영업환경의 변화에 빠르게 대응하기 때문에, ESG경영을 실행하여 영업경쟁력을 높이므로 ESG성과가 우수한 것으로 판단된다.
5	지속가능경영보고서 공시*대주주지분율이 상호작용할수록 ESG성과가 양호하였다. 지속가능경영보고서를 공시하는 기업들은 ESG경영의 중요성을 인식하는 기업으로 대주주지분율이 높으면 소유권이 집중된 대주주의 큰 영향력과 적극적인 의사결정을 통해 ESG경영을 실행하여 ESG성과를 높이는 것으로 판단된다.

IV. 실증분석

학문적 시사점(전덕영 · 윤병섭, 2024; 중견기업 연구)	
1	주식가격, 시가총액은 모두 일관성있게 ESG성과에 긍정적인 영향이 있었다. 이는 주식가격, 시가총액의 기업가치가 높은 기업이 비재무성과인 ESG성과를 적극적으로 관리하고 있다는 것을 의미한다. 따라서 경쟁 우위가 낮은 기업에서 ESG 정보공시를 늘리고, 비재무적 요소를 개선하기 위한 정책지원이 필요함을 시사한다 (Mohammad & Wasiuzzaman, 2021).
2	매출액과 대주주지분율의 상호작용할수록 ESG성과에 긍정적인 영향이 있었다. 이는 매출액이 높고, 대주주지분율이 높은 기업의 상호작용효과가 비재무성과인 ESG성과에 긍정적인 영향을 준다는 것을 시사한다.
3	전체업종, Non-4차 산업혁명 관련업종에서 주식가격, 외국인지분율, 대주주지분율, 상장주식수, 시가총액이 ESG성과에 긍정적인 영향이 있었다. 4차 산업혁명 관련업종에서 주식가격, ROE, 시가총액이 ESG성과에 긍정적인 영향이 있었다. 따라서 유가증권시장 중견기업의 전체업종에서 4차 산업혁명 관련업종으로 전환되면 외국인지분율, 대주주지분율, 상장주식수가 ESG성과에 긍정적인 영향이 없었다. 이는 4차 산업혁명 관련업종에서는 주식 지분율과 주식 수가 ESG성과에 미치는 영향이 제거된다는 사실을 보여주었다.

IV. 실증분석

구 분	실무적 시사점(기업의 관점)
1	글로벌 기업환경에서 ESG성과가 중요하게 다루어지고 있다. 국내 기업은 글로벌 환경의 변화를 받아들이고, 생존하기 위하여 환경, 사회, 지배구조의 ESG성과를 잘 관리해야 한다.
2	기업의 ESG 정보공시와 같은 지속가능한 활동은 장기적으로 기업 가치와 성과를 높인다(Porter et al., 2019).
3	최근에는 투자 결정을 위해 비재무정보를 사용하므로 ESG 요소를 더 많이 고려한다. 이에 따라 기업은 재무적 중요성을 사용하면서 자본시장의 정보를 잘 충족하도록 효과적으로 ESG 정보공시를 준비해야 한다(Madison & Schiehl, 2021).
4	ESG평가등급이 높으면 기업의 경쟁우위와 지속가능성에 영향을 준다.
5	기업은 ESG경영과 ESG평가에 대비한 기업역량을 강화해야 한다.
6	내부적으로 ESG시스템의 구축과 ESG경영을 실행하고, 외부적으로 지속가능경영보고서의 공시를 통해 기업가치를 높여야 한다.
7	ESG성과가 있는 국내기업은 대규모인 경우가 많다. 소규모인 중소기업은 ESG경영을 실행하기 위한 규제와 자원이 부족하여 ESG 정보공시에 소극적이다. 그러나 글로벌 환경에서 경쟁력을 강화하기 위해서는 중소기업도 ESG를 기업경영에 반영해야 한다.

IV. 실증분석

구 분	실무적 시사점(금융, 정책의 관점)
금융기관과 투자기관의 금융지원	금융기관과 투자기관은 ESG평가등급이 높은 기업에 대한 금융지원에 관심이 증가하고 있다.
	지속가능경영을 하는 기업에 대한 투자가 2019부터 2020년까지 1년 동안 2배 이상 증가했다. 이는 투자자들이 지속가능경영에 대한 변화를 추구하는 기업에 대한 실질적인 지원을 한다는 것을 보여준다(Zumente & Lace, 2021; Ademi & Klungseth, 2022).
	재무적 중요성이 ESG 점수와 가치에 영향을 미치므로 ESG 공시에서 높은 점수를 받은 기업이 더 나은 투자 기회를 얻을 수 있다(Madison and Schiehl, 2021).
정부의 정책지원	경쟁 우위가 낮은 기업에서 ESG 정보공시를 늘리고, 비재무적 요소를 개선하기 위한 정책지원이 필요함을 시사한다(Mohammad & Wasiuzzaman, 2021).
	정부에서도 대기업, 중견기업, 중소기업의 ESG성과가 향상시킬 수 있도록 통합적으로 정책지원을 해야 한다.

V. 결론

가족기업과 비가족기업의 소유구조와 재무요인이 ESG성과에 미치는 영향

1

가족기업, 외국인지분율,
지속가능경영보고서 공시, 매출액은 E, S,
G, ESG성과에 유의한 양(+)의 값이 있었다.

2

가족기업의 경우
대주주지분율이 ESG성과에
유의한 음(-)의 값이 있는
것으로 나타났다.



3

가족기업은 제조업,
도소매업, 기타업종에서
ESG성과에 유의한
양(+)의 값이 있었다.

4

지속가능경영보고서 공시*대주주지분율은
E, S, G, ESG성과에서 조절효과가 있는
것으로 나타났다.

V. 결론

본 연구의 목적은 가족기업과 비가족기업의 소유구조와 재무요인이 ESG성과에 미치는 영향과 지속가능경영보고서 공시의 조절효과를 분석하였다. 2020년부터 2022년까지 3년 기간 ESG성과가 있는 유가증권 상장기업에서 가족기업 1,119개, 비가족기업 903개로 된 전체 2,022개로 회귀 분석하였다.

- ① 가족기업과 비가족기업의 소유구조와 재무요인인 가족기업, 외국인지분율, 지속가능경영보고서 공시, 매출액은 일관성 있게 E, S, G, ESG성과에 체계적으로 유의한 양(+)의 값이 있었다.

이는 가족기업일수록, 외국인지분율이 높을수록, 지속가능경영보고서를 공시할수록, 매출액이 높을수록 E, S, G, ESG성과에 모두 긍정적인 영향이 있음을 의미한다.

- ② 가족기업과 비가족기업의 ESG성과에 대한 차이분석에서 가족기업과 비가족기업의 소유구조와 재무요인인 지속가능경영보고서 공시, 매출액은 일관성 있게 가족기업, 비가족기업, 전체기업의 성과에 모두 체계적으로 유의한 양(+)의 값이 나타났다.

이는 지속가능경영보고서를 공시하는 기업일수록, 매출액이 높은 기업일수록 ESG성과에 모두 긍정적인 영향이 있음을 의미한다.

- ③ 가족기업의 경우 대주주지분율이 ESG성과에 모두 체계적으로 유의한 음(-)의 값이 있는 것으로 나타났다. 그러나 비가족기업의 경우는 ESG성과에 유의한 영향이 없는 것으로 나타났다.

이는 가족기업의 경우에 있어 대주주지분율이 높은 기업일수록 ESG성과에 부정적인 영향이 있음을 의미한다.

V. 결론

- ④ 업종별 **ESG**성과에서 가족기업과 비가족기업의 소유구조와 재무요인인 가족기업은 제조업, 도소매업, 기타업종에서 **ESG**성과에 체계적으로 유의한 양(+)¹⁾의 값이 있었으나, 서비스업의 경우 **ESG**성과에 유의한 영향이 없는 것으로 나타났다.

이는 가족기업이 비가족기업보다 제조업, 도소매업, 기타업종에서 **ESG**성과에 긍정적인 영향이 있음을 의미한다.

- ⑤ 가족기업과 비가족기업의 소유구조와 재무요인의 조절효과에서 지속가능경영보고서 공시*대주주지분율은 **E, S, G, ESG**성과에서 일관성 있게 상호작용효과가 있는 것으로 나타났다.

이는 지속가능경영보고서 공시와 대주주지분율이 상호작용할수록 **E, S, G, ESG**성과에 모두 긍정적인 영향이 있음을 의미한다.

1	가족기업의 지속가능경영을 위해 ESG 성과에 대한 포괄적인 범위가 아니라, ESG 성과의 개별성과들을 세밀하게 분류하여 ESG 성과를 분석하는 연구가 이루어졌으면 한다.
2	코스닥 상장기업, 비상장기업, 중소기업, 소상공인 등 기업규모별로 다양한 자료를 확보하여 가족기업과 비가족기업의 ESG 성과를 계속 연구해 나갔으면 한다.
3	ESG 성과가 있는 기업들이 연도별로 증가하고 있으므로 여러 가지 분석방법으로 가족기업과 비가족기업의 성과를 다루어 보는 다양한 연구가 이루어졌으면 한다.



이는 국제적으로 요구되는 기업환경의 변화에 대응하는 능력을 키우고, 지속가능경영을 이루려는 가족기업과 비가족기업의 기업가치를 높이며, 국가경쟁력을 강화하는데 기여할 수 있을 것으로 판단된다.

참고문헌

- Ademi, B., & Klungseth, N. J. (2022). Does it Pay to Deliver Superior ESG Performance? Evidence from US S&P 500 Companies. *Journal of global responsibility*, 13(4), 421- 449.
- Aich, S., A. Thakur, D. Nanda, S. Tripathy and H. C. Kim. 2021. “Factors Affecting ESG Towards Impact on Investment: a Structural Approach”. *Sustainability*, 13(19) : 1- 14. DOI: 10.3390/su131910868
- Al Natour, A. R., R. Meqbel, S. Kayed and H. Zaidan. 2022. “The Role of Sustainability Reporting in Reducing Information Asymmetry: the Case of Family- and Non-Family- Controlled Firms.”. *Sustainability*, 14(11) : 1- 17. DOI: 10.3390/su14116644
- Anderson, R. C. and D. M. Reeb. 2003. “Founding- Family Ownership and Firm Performance: Evidence from the S&P 500”, *Journal of Finance*, 58(3) : 1301- 1328. DOI: 10.1111/1540- 6261.00567
- Arzubiaga, U., A. De Massis, A. Maseda and T. Iturralde. 2023. “The Influence of Family Firm Image in Family SMEs a Signaling Theory Perspective”. *Review of Managerial Science*, 17(1). 233- 258. DOI: 10.1007/s11846- 021- 00516- 2
- Bamahros, H. M., A. Alquhaif, A. Qasem, W. N. Wan- Hussin, M. Thomran, S. D. Al- Duais, S. N. Shukeri and H. M. Khojally. 2022. “Corporate Governance Mechanisms and ESG Reporting: Evidence from the Saudi Stock Market”. *Sustainability*, 14(10) : 1- 20. DOI: 10.3390/su14106202
- Buchetti, B. and F. R. Arduino. 2022. “a Systematic Literature Review on Corporate Governance and ESG Research: Trends and Future Directions”. Available at SSRN 4513353 : 1- 58. DOI: 10.2139/ssrn.4286866
- Chrisman, J. J., J. H. Chua and R. A. Litz, 2004. “Comparing the Agency Costs of Family and Non- Family Firms”. *Entrepreneurship Theory and practice*, 28(4) : 335- 354. DOI: 10.1111/j.1540- 6520.2004.00049.x
- Claessens, S., S. Djankov and L. H. Lang. 2000. “The Separation of Ownership and Control in East Asian Corporations”. *Journal of financial Economics*, 58(1- 2) : 81- 112. DOI: 10.1016/S0304- 405X(00)00067- 2
- Elena, V. D. and B. Renate. 2022. “an Overview on Environmental, Social and Governance- ESG- Topics from the Financial Markets Perspective”. *Management of Sustainable Development*, 14(2) : 76- 82. DOI: 10.54989/msd- 2022- 0021
- Gao, J., M. Liu and Y. Wang. 2022. “Diversity in Family Business”. *Review of Corporate Finance*, 2(4) : 861- 884. DOI: 10.1561/114.00000032
- Hamid, M. A., A. Abdullah and N. A. Kamaruzzaman. 2015. “Capital Structure and Profitability in Family and Non- Family Firm_Malaysian Evidence”. *Procedia Economics and Finance*, 31 : 44- 55. DOI: 10.1016/S2212- 5671(15)01130- 2
- Jensen, M. C. and W. H. Meckling. 1976. “Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure”. *Journal of Financial Economics*, 3(4) : 305 – 360.
- Jensen, M. C. and W. H. Meckling. 1994. “The Nature of Man”. *Journal of Applied Corporate Finance*, 7(2) : 4- 19. DOI: 10.1111/j.1745- 6622.1994.tb00401.x
- Klein, S. B. 2000. “Family Businesses in Germany: Significance and Structure”. *Family Business Review*, 13(3) : 157- 182. DOI: 10.1111/j.1741- 6248.2000.00157.x
- Koji, K., B. K. Adhikary and L. Tram. 2020. “Corporate Governance and Firm Performance: Family and Non- Family Firms in Japan”. *Journal of risk and financial management*, 13(9) : 1- 20. DOI: 10.3390/jrfm13090215
- Korkeamäki, A. and A. Hedell. 2023. “Sustainability Performance as a Determinant of Ownership Structure: A Quantitative Study on ESG as a Benchmark of Investor Preferences”. : 1- 83. URN: urn:nbn:se:umu:diva- 210333
- Madison, N., & Schiehl E. (2021). The Effect of Financial Materiality on ESG Performance Assessment. *Sustainability* 2021, 13, 3652, 1- 21.
- Mohammad, W. M. W., & Wasiuzzaman S. (2021). Environmental, Social and Governance(ESG) Disclosure, Competitive Advantage and Performance of Firms in Malaysia. *Cleaner Environmental Systems*, 2, 100015, 1- 11.
- Porter, M., Serafeim G., & Kramer M. (2019). Where ESG Fails. *Institutional Investor*, 16(2), 1- 17.
- Wang, Z., R. Randolph, E. Su and E. Memili. 2023. “How does the Founding Family Matter in Corporate Governance? a Study of the Entrenchment Heterogeneity among S&P 1,500 Firms”. *Journal of Business Research*, 154 : 1- 15. DOI: 10.1016/j.jbusres.2022.113362
- Westhead, P. and M. Cowling. 1998. “Family Firm Research: The Need for a Methodological Rethink”. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 23(1) : 31- 56. DOI: 10.1177/104225879802300102
- Zumente, I., & Lăce N. (2021). ESG Rating—Necessity for the Investor or the Company?. *Sustainability* 2021, 13, 8940, 1- 14.

Effect of Ownership Structure and Financial Factors of Family Companies and Non-Family Companies on ESG Performance :

Moderating Effect of Disclosure of Sustainability Management
Report *Jeon, Deok-Young** · *Choo, Moon-Gab***



* Ph.D., Senior Expert Fellow, Seoul Credit Guarantee Foundation

** Ph.D., Director of Economic Policy Division, Korea Federation of SMEs