

# 한국거래소 상장 가족기업의 ESG 성과가 기업가치에 미치는 영향

박우석\*.성종수\*\*

<요약>

**[연구목적]** 본 연구의 목적은 한국거래소 상장 가족기업의 ESG 성과가 기업가치(Tobin's Q)에 영향을 미칠 때 소유구조의 조절효과를 분석하고, ESG 성과와 가족기업의 가치 사이 이해관계자 가설을 설명할 수 있는지 분석함에 있다.

**[연구방법]** 연구표본은 한국거래소(KRX)에 상장된 가족기업과 비가족기업 중 2020년부터 2023년까지 4년 동안 ESG 데이터를 보유한 기업을 대상으로 한다. 본 연구의 표본대상, 즉 모집단은 ESG 성과가 있는 유가증권 상장기업으로 2020년부터 2023년까지 4년 사이 3,089개이다. 유가증권시장에서 4년 기간 ESG 성과가 있는 기업 3,089개에서 임의표본 849개를 구성하였다.

**[연구결과]** ESG 성과, 즉 환경 등급 점수, 사회 등급 점수, 지배구조 등급 점수, ESG 통합 등급 점수가 Tobin's Q 비율에 영향을 미칠 때 대주주 및 특수관계인의 보통주지분율, 외국인 보통주 지분율, 기관투자자 보통주지분율 각각 상호작용이 있어 소유구조의 조절효과가 있다. 그리고 가족기업의 ESG 성과가 기업가치에 차별적 영향을 미치는지 고정효과모형에 의한 회귀분석을 실시한 결과 대주주 및 특수관계인의 보통주지분율(*OWC*)은 기업가치에 유의한 음(-)의 영향을, 대주주 및 특수관계인의 보통주지분율의 제곱(*OWC*<sup>2</sup>)은 기업가치에 유의하게 긍정적인 양(+)의 영향을 미치고 있다. 하지만 환경 등급 점수(*ESG<sub>E</sub>*), 사회 등급 점수(*ESG<sub>S</sub>*), 지배구조 등급 점수(*ESG<sub>C</sub>*), ESG 통합 등급 점수(환경 등급+사회 등급+지배구조 등급)(*ESG*)에 따라 그 값은 다소 차이가 있다. 이는 대주주 및 특수관계인의 보통주지분율과 기업가치가 역 U자형의 비선형관계가 있다는 것을 보여주며, 위로 볼록한 곡선 관계로 나타났다. 구조적 전환점을 계산하면 가족기업 대주주 및 특수관계인의 보통주 평균지분율이 E. S. G 및 ESG가 29.46±.12% 구간에 위치하고 있다. 기업가치가 곡선인 비선형관계를 보이고 ESG 성과 도출에 필요한 비용이 유의한 양(+)의 관계를 보이는 것은 현재 우리나라 가족기업의 ESG 성과 도출에 필요한 비용 지출 규모가 최적 지출 규모보다 아직 낮은 수준으로 평가할 수 있다.

**[연구의 시사점]** 의사결정권을 갖은 보통주의 주주는 지속가능경영보고서 등을 통해 적극적인 ESG 활동을 홍보하고 성과를 냄으로써 대리인문제를 해소하고 자본조달이론에 근간하여 품질 좋은 ESG 활동을 빠르고 혁신적으로 할 수 있음을 시사한다. 의사결정권이 있는 최대주주의 보통주 지분율이 높을수록, 홍보비용을 많이 쓸수록 기업가치를 향상시키는 데 조절효과를 한다는 것이다. 이는 의결권 있는 보통주에 의결권프리미엄이 있음을 의미한다.

<주제어> 가족기업, ESG 성과, 기업가치, 절충가설, 역U자형 비선형관계

\* 경영학박사, 이노스TV 대표, 제1저자(svc53@nate.com)

\*\* 경영학박사, 한국표준협회 미래전략추진단 연구위원, 교신저자(sjs@ksa.or.kr)

## I. 서론

일반적으로 가족기업은 안정적인 지배구조를 바탕으로 좋은 경영성과를 내는 경우가 많다. 영국 런던에 본사를 두고 있는 글로벌 회계법인 언스트 앤 영(Ernst and Young: EY)은 가족기업의 부가가치 성장률과 매출액 성장률이 비가족기업보다 각각 6.6%포인트, 3%포인트 높다고 했고, 1967년 독일에서 설립된 Roland Berger Strategy Consultants가 독일 기업을 대상으로 실시한 조사에서는 가족기업의 연구개발(Research and Development: R&D) 투자액이 비가족기업보다 평균 2.5배 많았다(이종현 기자, 2017.10.23.). 한편, 2004년 UN 보고서에서 처음 사용된 ESG는 환경(Environment), 사회(Social), 지배구조(Governance)를 말한다. 최근 ESG가 새로운 투자 기준으로 사용되면서 기업의 재무적 성과뿐 아니라 환경보호, 사회적 책임, 기업의 지배구조와 같은 비(非)재무적 성과를 보고 투자 결정을 내리는 투자자가 증가하고 있다. 기업과 투자자 사이 ESG 관심이 증가하고 있다. 투자자는 ESG 관련 정보를 우수하게 공시하는 기업에게 투자할 의향을 보이지만 ESG 관련정보를 공시하지 않은 기업은 투자를 회피할 가능성이 커 ESG 관련 정보가 투자를 필요로 하는 기업에게 위협이 될 수 있다. 투자자가 기업 투자 의사결정에 ESG를 포함하면 재무성과뿐만 아니라 비재무성과를 알 수 있어 의사결정에 도움이 된다. ESG는 기업의 사회적 책임과 이해관계자들이 공정하고, 지속가능한 부를 창출하는데 기여한다. ESG를 준수하는 기업은 환경과 지속가능한 발전에 관심이 있고, 지배구조가 개선되고, 수익 변동성이 낮으며, 저금리의 자금에 접근할 수 있다(Mohammad and Wasiuzzaman, 2021). 지속가능경영을 하는 기업에 대한 투자가 2019부터 2020년까지 1년 동안에 2배 이상 증가했다. 이는 투자자가 지속가능경영의 변화를 추구하는 기업에 실질적인 지원을 하고 있음을 나타낸다(Zumente and Lăce, 2021; Ademi and Klungseth, 2022). 따라서 지속가능경영을 하는 기업은 정보공시가 중요하다. 기업의 정보공시는 투자자와 이해관계자의 적절한 자본투자와 위험관리를 공유하므로 정보공시가 필수적이다(Alareeni and Hamdan, 2020). 한국거래소는 다수가 상장 가족기업이다. 가족기업과 관련한 선행연구는 재무성과(남영호와 문성주, 2007), 가족지분율(최성섭과 이미영, 2017), 영업위험(박재환과 성낙필, 2012), 자본구조(Hamid et al., 2015; 김지원 외, 2018), 연구개발(윤병섭, 2022), 다양성(Gao et al., 2022), 신호이론(Arzubiaga et al., 2023) 등 다양한 분야에서 이뤄졌다. 그리고 ESG활동이 시장성과(Sahut and Pasquini-Descomps, 2015), 재무성과(Zhao et al., 2018; Alareeni and Hamdan, 2020; 김윤경, 2020), 수익률(Karoui and Nguyen, 2022), 기업가치(김영환 외, 2022; 전덕영, 2023), 투자효율성(전진규, 2022), 기업위험(Sciarelli et al., 2024; 이정환 외, 2022; 최금화, 2023), 브랜드이미지(김지훈, 2023) 등에 미치는 영향 또는 그 관계를 다루었다. 이와 같이 선행연구는 한국거래소의 상장 가족기업을 대상으로 ESG 성과가 기업 가치에 미치는 영향을 그리 중요하게 다루지 않았다. 하지만 최근 글로벌 환경에서 ESG 경영의 중요성이 강조되면서, 기업의 지속 가능성과 장기적 성장 전략 수립에 있어 ESG의 역

할이 부각되고 있다(Eccles et al., 2014). 한국의 가족기업은 소유구조, 경영 승계, 장기적 전략, 기업 지배구조 등의 측면에서 일반 비(非)가족기업과 다른 특징을 가지므로 ESG 성과가 기업가치에 미치는 영향이 차별적으로 나타날 가능성이 크다(Kim and Kim, 2020). 따라서 한국거래소 상장 가족기업이 ESG와 관련하여 사회적 요구에 능동적으로 대응하는 것이 필요하다(차한솔 외, 2021). 이는 한국거래소의 상장 가족기업을 대상으로 ESG 활동이 있는 가족기업의 기업가치와 관련한 연구에서 다양한 흥미와 시사점을 얻을 수 있을 것이다. 본 연구의 목적은 한국거래소 상장 가족기업의 ESG 성과가 기업가치(Tobin's Q)에 영향을 미칠 때 소유구조의 조절효과를 분석하고 ESG 성과와 가족기업의 가치 사이 이해관계자 가설을 설명할 수 있는지 분석함에 있다. 이는 가족기업의 ESG 성과가 이해관계자와 긍정적인 관계를 지닐 때 나타난다면 가족기업의 가치 향상에 이해관계자의 역할이 있음을 주장할 수 있다. 본 연구의 결과는 ESG 성과가 공시되는 한국거래소 상장 가족기업에 대해 가족기업의 가치 증대와 지속가능경영에 시사점을 줄 수 있을 것으로 판단한다. 즉 한국거래소 상장 가족기업이 비재무성과를 중시하는 ESG 성과를 나타낼 때 가족기업의 가치에 긍정적인 영향을 미친다는 결과를 제시한다면 가족기업의 지속가능경영과 기업가치를 높이는데 기여할 것이다.

## II. 가족기업과 ESG

### 1. 가족기업의 의의와 특성

#### 가. 가족기업의 의의

일반적으로 가족기업은 기업의 소유(ownership), 경영(management), 승계(succession)라는 세 가지 핵심 요소를 바탕으로 정의된다(Anderson and Reeb, 2003). Handler(1989), Westhead and Cowling(1998) 등은 선행연구를 정리하여 가족기업을 가족의 관련성(Carsrud, 1994), 가족과 기업의 상호의존적인 하위시스템(Beckhard and Dyer Jr., 1983; Davis, 1983), 가족에 의한 경영(Daily and Dollinger, 1992; 1993), 가족 소유권(Lansberg et al., 1988; Barnes and Hershon, 1989; Donckels and Fröhlich, 1991), 세대간 소유권 이전(Donnelley, 1964; Rosenblatt et al., 1985; Churchill and Hatten, 1987; Handler, 1989; Ward, 2011) 등으로 정의하고 있다.

#### 나. 가족기업의 특성

가족기업은 일반기업과 비교할 때 다음과 같은 고유한 특징을 가진다. 첫째, 가족기업은 감정적 자산(Socioemotional Wealth: SEW)을 중시하기 때문에 단기적인 이익보다는 가족의 명성과 기업의 세대 간 지속성(Chrisman et al., 2005), 기업가치의 지속성(Villalonga and Amit,

## 가족기업연구

2006)을 중요하게 고려하는 장기적 경영 전략을 지니는 경향이 있다(Berrone et al., 2012). 둘째, 가족 중심의 의사결정을 한다. 가족 구성원이 주요 의사결정을 내리므로 의사결정 속도가 빠르다(Anderson and Reeb, 2003). 가족 내부에서의 의견조율이 필요하며, 내부 갈등이 발생할 가능성도 존재한다(Klein, 2000). 셋째, 기업문화의 안정성이 있다. 가족의 가치와 윤리가 기업경영에 반영되며, 기업문화가 장기적으로 유지되는 경향이 있다(Eccles et al., 2014). 직원 및 고객과의 신뢰 관계가 장기적으로 유지될 가능성이 크다(Kim and Kim, 2020). 넷째, 경영 승계 및 지속가능성이 있다. 창업자가 기업을 설립하고, 후계자인 가족 구성원에게 경영권을 승계하는 과정이 중요하다(Sharma et al., 1997). 이는 가족 소유 및 지배구조에 의한다(Villalonga and Amit, 2006). 가족기업은 기업의 소유권이 특정 가족 구성원에게 집중되어 있으며, 이는 기업의 전략적 방향성과 의사결정에 중요한 영향을 미친다(Chrisman et al., 2005). 가족 구성원이 이사회 및 경영진에 적극적으로 참여하며, 기업 운영의 안정성이 높지만, 독립적 의사결정이 제한될 가능성이 있다(Gómez-Mejía et al., 2011). 가족기업은 가족 구성원들이 소유 및 경영을 담당하며, 기업의 소유권이 세대를 거쳐 계승되는 경우가 많다(Gersick et al., 1997). 경영권을 유지하기 위해 지주회사 및 순환출자와 같은 지배구조를 활용하는 경우가 많으며, 이는 한국, 일본 및 유럽 국가의 가족기업에서 흔히 관찰된다(Claessens et al., 2002). 다섯째, 재무적 보수성이다. 가족기업은 대체로 신중한 재무 전략을 취하며, 외부 부채보다는 내부 자금조달을 선호하는 경향이 있다. 이들은 외부 금융기관 의존도를 줄이고 가족 간 재투자 및 내부 유보금 활용을 최우선 전략으로 삼는다. 이러한 재무적 보수성은 기업의 장기적인 생존 가능성을 높이는 요소로 작용하며, 경기 침체기에도 상대적으로 안정적인 운영이 가능하게 한다(Mishra and McConaughy, 1999; Poutziouris, 2001; Miller and Le Breton-Miller, 2005; Sraer and Thesmar, 2007; Anderson et al., 2012). 연구에 따르면 가족기업은 비가족기업보다 부채비율이 낮고, 자기자본 비중이 높으며, 단기적인 투자보다는 장기적인 지속 가능성에 초점을 맞춘다(Anderson and Reeb, 2003). 가족기업의 이러한 재무적 보수성은 경제적 불확실성이 높은 환경에서도 기업이 지속적으로 성장할 수 있도록 한다(Gómez-Mejía et al., 2007). 한편, 부정적인 영향은 가족 구성원 간의 갈등이 발생할 경우, 감정적 개입은 비효율적인 의사결정과 기업성과 저하로 이어질 수 있다(Gómez-Mejía et al., 2007)는 점이다. 가족 내 역할이 기업경영에 직접적인 영향을 미치면서, 자원의 비효율적 배분과 후계 구도 문제를 초래할 가능성이 있다(Berrone et al., 2012). 감정적 자산(SEW)은 가족기업이 경제적 이익뿐만 아니라 가족의 명성, 전통, 유산 보존 등의 비재무적 목표를 우선하는 경향이 있음을 설명하는 중요한 요소이다(Gómez-Mejía et al., 2011).

## 2. ESG의 의의와 특성

### 가. ESG의 의의

환경(E), 사회(S), 지배구조(G)를 의미하는 ESG는 지속 가능성을 추구하는 경영원칙(Eccles

et al., 2014)으로 2004년 UN의 책임투자원칙(Principles for Responsible Investment: PRI) 발표 이후, 글로벌시장에 본격적으로 도입되었다. 유럽연합(EU)은 2021년 3월부터 ESG 공시를 법적으로 의무화하기로 했고 2023년 6월 국제지속가능성기준위원회(International Sustainability Standards Board: ISSB)는 IFRS S1(일반 지속가능성 관련 재무정보 공시안), S2(기후 관련 재무정보 공시안) 기준을 발표했다. 유엔은 기업이 2030년까지 ESG에 관한 정보공시를 권장하고 있다. 우리나라 ESG 정보공시 의무화 시기는 자산 2조 원 이상(대기업)은 2025년부터이며, 2030년부터 모든 코스피 상장기업이 의무화 대상이다. 자산 2조 원 이상(대기업)은 2025~2026년까지 거래소 공시를 하고 2027년부터 법정공시를 한다. 모든 코스피 상장기업과 코스닥시장 자산 5000억 원 이상 상장기업은 2029년 혹은 2030년부터 거래소 공시를 하고 2031년 혹은 2032년부터 법정공시를 한다.

#### 나. ESG의 특성

기업이 사적 이익을 추구하기보다 환경적 영향력, 사회적 가치 창출, 투명한 지배구조 추구 등 공익을 반영하는 경영이 ESG 경영이다. 종전 기업가치는 재무적 가치로 판단되었다. 하지만, 재무가치가 더 이상 투자판단의 우선순위가 아니다. 이제는 기업의 지속가능성에 중대한 영향을 미치는 비재무적 가치인 환경, 사회, 지배구조가 투자가치에 매우 중요한 요소가 되었다. 이것이 ESG가 가지는 주 특성과 ESG 경영의 주 의미이다. 기업은 ESG 경영을 실행하여 고품질의 ESG 성과를 내는 과정에서 비재무적 성과와 재무적 성과를 달성해 평가 받는다. 핵심내용은 첫째, 경영의 효율성이다. ESG를 통한 환경 개선 활동과 에너지 절감은 비용뿐 아니라 내부 운영을 효율적으로 할 수 있게 한다. 둘째, 리스크 관리이다. 나쁜 기업 이미지는 매출에 악영향을 주고 주가를 하락하게 하며, 기업 구성원의 사기를 떨어뜨린다. 셋째, 성장전략 실행이다. ESG 경영실행은 신규 비즈니스모델을 창출하고 경쟁력과 시장점유율을 높인다. 넷째, ESG는 기업의 품질을 개선하고 기업가치를 향상시킨다. 고품질 ESG 평가지표는 기업의 이미지 개선에 도움을 주고 원활한 투자유치와 기업가치 상승에 긍정적인 영향을 준다.

### 3. ESG 활동과 관련이론의 연계성

이해관계자이론은 ESG 활동을 기업의 이해관계자 이익 극대화 방향으로 추구해 기업가치에 긍정적인 영향을 가져올 것으로 기대하는 것이다. 기업의 외부활동이 가져오는 효과는 이해관계자(stakeholders)에게 긍정적 또는 부정적 영향을 미친다. 기업이 이윤만 추구하고 외부효과를 경영 의사결정에 반영하지 않으면 이해관계자에게 부정적 영향을 미쳐 사회적 비용과 후생 손실 등 시장실패를 겪는다. 시장실패를 억제하는 기존 접근법은 정부가 관련 규제와 법규를 정비하고, 기업이 제도 안에서 이윤 극대화를 추구하는 것이다(Freeman, 1984). 대리인이론은 주요 경영사항 이외의 사항에 대하여 상장기업의 자율적인 판단에 의한 공시, 즉 자율공시와 연계하여 논의할 수 있다. 경영자와 주주 사이 정보비대칭성은 대리인문제를

## 가족기업연구

유발하므로 경영자가 자발적으로 기업의 정보를 공개해 정보비대칭성 문제를 완화한다는 것이다(Healy and Palepu, 2001). 자본시장에 적절한 의사결정 및 지배구조 확립(Shleifer and Vishny, 1997)으로 경영자의 대리인문제를 해결할 수 있다는 주장이다. 한편, 레몬의 법칙은 품질이 불확실할 때 레몬을 포함한 경계는 그렇지 않은 경우에 비해 시장메커니즘이 잘 작동하지 않는다는 법칙이다(Akerlof, 1970). 구매자와 판매자 간의 판매되는 제품의 품질에 대한 정보비대칭성에 의해 일어날 수 있는 역선택 현상이다. 품질에 대한 정보비대칭성으로 발생하는 역선택 해소 방안은 정보보유자의 간접적 정보공개 활동을 필요로 한다. 우량기업인 자신이 불량기업과 구별하기 위해서 스스로 신호를 전달하려는 유인은 분명히 존재한다. 문제는 정보의 공시가 신호전달로서 역할을 하느냐는 것이다. 경영자의 자발적인 이익예측 정보 공시시점이 정보비대칭성을 지닌 자본시장에서 새로운 가치, 즉 신호효과와 분배효과를 가져오는지가 중요하다(Trueman, 1986). 이와 같이 이해관계자이론, 대리인이론, 신호전달이론은 ESG 활동을 추구해 기업가치에 미치는 긍정적 또는 부정적 영향 및 그 효과를 측정하는 이론으로 기능을 한다. 경영자가 기업의 ESG 활동에 대해 자발적으로 정보를 공시할 때 얻는 효익을 각 이론으로 설명할 수 있다.

## Ⅲ. 선행연구

### 1. ESG 활동과 기업가치

ESG 활동이 기업가치 및 소유구조에 미치는 영향을 분석하는 것은 현대 기업 경영과 투자 의사결정에서 중요한 주제이다. ESG 활동이 기업가치에 긍정적인 영향을 미친다는 연구가 많으며, 기업의 소유구조는 ESG 활동의 추진 방식과 효과를 조절하는 중요한 요소로 작용한다. 첫째, 평판 및 브랜드 가치 상승이다. Friede et al.(2015)은 2,200개 이상의 연구를 분석한 메타 연구에서 90% 이상의 연구가 ESG 요소가 기업 재무 성과에 긍정적인 영향을 미친다고 보고하였다. Eccles et al.(2014)은 ESG 리더 기업은 장기적으로 주가 성과가 더 높으며, 브랜드 신뢰도가 증가한다고 한다. Waddock and Graves(1997)는 ESG를 고려한 기업이 사회적 책임을 다하면서 시장에서 경쟁 우위를 차지하는 경향이 있다는 주장을 하고 있다. 둘째, 리스크 관리 및 비용 절감이다. Orlitzky et al.(2003)은 ESG 활동이 법적 및 운영 리스크를 줄이며 기업 안정성을 높인다는 실증연구 결과를 제시하였다. Schaltegger and Wagner(2006)는 환경 지속가능성 전략을 채택한 기업이 비용 절감 및 법적 리스크 완화에 성공함을 보고 하였다. Luo et al.(2015)은 ESG 활동이 기업의 운영 효율성을 향상시키며, 사고 및 소송 발생률을 낮춘다고 한다. 셋째, 자본비용 절감이다. Dhaliwal et al.(2011)은 ESG 정보 공개 기업이 그렇지 않은 기업보다 자본비용이 낮고 투자 유치가 용이하다고 한다. El Ghoul et al.(2011)는 ESG 활동이 활발한 기업이 낮은 금리로 자본을 조달할 수 있다는 연구

결과를 도출하였다. Chen et al.(2011)는 ESG 성과가 높은 기업일수록 금융 시장에서 신뢰도가 높아져 투자자들이 더 낮은 수익률을 요구하였다는 보고이다. 넷째, 종업원 생산성 향상이다. Edmans(2011)는 직원 복지에 투자하는 ESG 기업이 종업원 생산성이 향상되어 장기적 재무성과 개선 효과를 보인다고 한다. Khan et al.(2016)는 기업의 ESG 활동이 종업원의 충성도를 높이고, 인재 유치 및 유지에 긍정적 영향을 미친다는 보고를 하였다. 한편, ESG 활동이 기업가치를 저해할 가능성도 있다. 첫째, 단기 비용의 증가이다. Hong and Kacperczyk(2009)는 ESG 규제 강화로 인해 기업이 단기적으로 추가 비용을 부담해야 하는 문제가 발생한다고 보고하였다. Lev et al.(2010)는 ESG 투자가 단기적으로 높은 비용을 유발하며, 수익성이 낮은 기업에서는 부담이 클 수 있다고 한다. Chen et al.(2011)은 ESG 투자로 인해 발생하는 단기적 비용이 기업의 재무적 유동성을 저하시킬 가능성이 있다고 주장한다. 둘째, 성과 측정의 어려움이다. Barnett and Salomon(2012)은 ESG 활동의 효과를 정량적으로 측정하는 것이 어렵고, 투자자들이 이를 정확하게 평가하기 어렵다고 한다. 도연우와 김성환(2022)은 주식시장에서의 ESG 지표의 비대칭적 정보 효과를, 조형태 외(2023)는 ESG가 기업 가치평가 오류에 미치는 영향, 이정환 외(2022)는 기업의 ESG 성과가 비대칭적 변동성에 미치는 영향을 보고했다.

## 2. ESG 활동과 소유구조

대주주 지배기업과 ESG 활동의 선행연구를 다음과 같이 정리할 수 있다. 첫째, 장기적 투자 유도이다. Anderson and Reeb(2003)는 가족기업이 일반 기업보다 ESG 활동을 장기적 성장 전략으로 활용하는 경향이 있다고 한다. Miller et al.(2010)는 대주주 지배력이 강한 기업이 지속가능경영을 더욱 중요하게 고려하는 경향이 있다고 한다. 둘째, 사적 이익 문제이다. Shleifer and Vishny(1997)는 대주주가 개인적인 이익을 우선시할 가능성이 있다고 한다. Morck et al.(1998)는 대주주의 권력이 강할 경우 CSR 활동이 통제받으면 단순한 마케팅 전략으로 활용될 위험이 존재한다고 주장한다.

<표 1> 소유구조, ESG 활동, 기업가치의 상호작용

소유구조 유형	ESG 활동 경향	기업가치에 미치는 영향
대주주 지배기업	대주주의 장기 이익과 일치할 경우 적극적, 그렇지 않으면 소극적	장기적인 관점에서 ESG 투자 시 가치 상승, 단기 이익 우선 시 가치 저하 가능
기관투자자 주도기업	ESG 기준을 충족하기 위해 적극적	ESG 평가가 높을수록 기관투자자의 유입 증가 → 기업가치 상승
소액주주 중심기업	단기 수익성 고려하여 ESG 투자에 대한 변동 가능성 높음	ESG가 단기 비용 증가로 작용할 경우 가치 저하, 장기적으로는 브랜드 신뢰도 향상 가능

한편, 기관투자자가 투자 압력을 통한 ESG 강화이다. 기관투자자가 ESG를 중시할 경우 기업의 ESG 성과가 개선된다. Gillan et al.(2021)은 ESG 기준을 고려하는 기관투자자가 증가하면서 기업지배구조 개선압력이 높아진다고 한다(Dyck Jr. et al., 2019). Ferrell et al.(2016)은

## 가족기업연구

CSR 투자가 활발한 기업에서 경영진과 주주 간 갈등이 감소한다고 밝혔다.

<표 2> 우리나라 가족기업의 ESG 성과와 기업가치 관련 선행연구

연구자 (연도)	연구주제	주요 내용	연구방법	주요 결과
김희은 외 (2023)	가족기업의 대리인 문제와 ESG 효과	가족경영 참여가 기업 가치에 미치는 영향과 ESG 경영의 효과 분석	유가증권시장 상장 비금융가족기업 대상 실증분석	가족경영 참여 기업의 기업가치가 낮았으나, ESG 성과 개선 시 부정적 영향 완화
김정섭 외 (2024)	해외 의존도와 ESG 성과가 기업 가치에 미치는 시너지 효과	ESG 성과와 해외 의존도가 기업가치에 미치는 영향 분석	2015~2021년 KOSPI 상장기업 대상 실증분석	ESG 성과가 기업가치에 긍정적인 영향을 미치며, 수출 의존도와 외국인 지분율이 높을수록 그 효과가 강화됨
이기현, 이형용 (2024)	ESG 평가등급이 재무성과에 미치는 영향: 기업규모의 조절효과를 중심으로	ESG 등급이 재무성과에 미치는 영향과 기업규모의 조절효과 분석	2017~2023년 한국 ESG 기업준원 데이터 활용	우량 ESG 등급 기업이 ROE에서 긍정적 성과를 보였으며, 기업 규모에 따라 그 영향이 다르게 나타남
오환방 (2023)	가족기업의 ESG 적용에 관한 연구	중국 가족기업의 소유구조와 ESG 성과 간 관계 및 대리인 비용과 재무적 제약에 미치는 영향 분석	2009~2021년 중국 A주 상장 가족기업 대상 실증분석	가족기업 여부와 소유권 집중도가 ESG 성과에 긍정적 영향을 미치며, ESG 성과가 대리인 비용을 절감하는 데 기여함
김용, 조재한 (2022)	기업 ESG 경영 확대 속 산업정책 과제와 시사점 연구	ESG 경영 확산에 따른 산업정책 과제와 시사점 도출	문헌연구 및 정책분석	ESG 경영이 재무실적 향상과 사회적 가치 창출에 기여하며, 지속가능한 성장의 핵심 요소로 작용함
이상호 외 (2022)	ESG 활동의 가치 관련성 제고를 위한 개선과제	ESG 활동과 기업가치 간 관계 및 개선과제 분석	국내 상장기업 대상 실증분석	재무적으로 중요한 ESG 활동에 집중한 기업이 장기적으로 초과수익률을 달성하며, ESG 성과 개선이 기업가치 제고에 기여함
김세희 외 (2022)	기업의 ESG 성과가 기업가치에 미치는 영향 분석	코로나19 이후 ESG 성과가 기업가치 및 주가변동성에 미치는 영향 분석	2020~2023년 상장기업 723개 대상 실증분석	ESG 평가 등급과 세부 요소별 평가 등급이 주가수익률 및 시장초과수익률에 유의미한 영향을 미치지 않음

## IV. 연구설계

### 1. 연구표본

본 연구의 목적은 한국거래소(KRX) 상장 가족기업의 ESG 성과가 기업가치에 미치는 영향을 분석함에 있다. Ademi and Klungseth(2022), Maaloul et al.(2023), Sciarelli et al.(2024)은 미국의 S&P500 상장기업을 대상으로 연구하였다. 김영환 외(2022), 김용기 외(2023)는 국내의 유가증권 상장기업, 코스닥 상장기업을 대상으로 연구하였다. 본 연구대상은 유가증권 상

한국거래소 상장 가족기업의 ESG 성과가 기업가치에 미치는 영향

장기업을 대상으로 한국거래소(KRX)에 ESG 공시를 하고 ESG 포털(esg.krx.co.kr)에 지속가능 경영보고서를 발간하고 있는 가족기업 및 비가족기업이다.

<표 3> ESG 통합등급 부여 현황

(단위: 사, %)

등급	2020		2021		2022		2023	
	회사수	비중	회사수	비중	회사수	비중	회사수	비중
S	0	0	0	0	0	0	0	0
A <sup>+</sup>	16	2.1	14	1.8	5	0.6	19	2.4
A	92	12.1	171	22.3	117	15.1	169	21.4
B <sup>+</sup>	134	17.6	136	17.8	124	16.1	144	18.2
B	260	34.2	211	27.6	75	9.7	49	6.2
C	236	31.1	221	28.9	195	25.3	210	26.5
D	22	2.9	12	1.6	257	33.2	200	25.3
계	760	100	765	100	773	100	791	100

자료: 한국거래소 ESG 포털(<https://esg.krx.co.kr>)(2022; 2023; 2024).

연구표본은 한국거래소(KRX)에 상장된 가족기업과 비가족기업 중 2020년부터 2023년까지 4년 동안 ESG 데이터를 보유한 기업을 대상으로 한다. 본 연구의 표본대상, 즉 모집단은 ESG 성과가 있는 유가증권 상장기업으로 2020년부터 2023년까지 4년 사이 즉, 2020년 760개, 2021년 765개, 2022년 773개, 2023년 791개 합 3,089개이다(<표 3> 참조). 유가증권시장에서 4년 기간 ESG 성과가 있는 기업 3,089개에서 임의표본 849개를 구성하였다. 2024년 결산 보고서를 확보하지 못하여 2020년부터 2023년까지 4년 사이 표본이다. 이 표본에는 공공기관, 공기업, 비영리법인, 외국법인과 금융, 보험, 건설 업종은 제외되었으며, 공정거래위원회 기업집단에 속하는 기업, 매출치가 있는 기업 등을 제외하고 849개의 표본 수를 최종적으로 확정하였다(<표 4> 참조).

<표 4> 표본기업 ESG 통합등급 현황

(단위: 개)

등급	2020	2021	2022	2023	합계	구성비
S	0	0	0		0	0.00
A <sup>+</sup>	8	6	2	4	20	2.36
A	47	82	63	51	243	28.62
B <sup>+</sup>	47	32	38	52	169	19.91
B	52	48	14	21	135	15.90
C	49	44	51	48	192	22.61
D	3	0	45	42	90	10.60
계	206	212	213	218	849	100.00

## 가족기업연구

가족기업은 최대주주 및 특수관계인의 지분율이 일정 비율 이상이며, 가족 구성원이 경영에 직접 참여하는 기업으로 설정한다(Anderson and Reeb, 2003; Villalonga and Amit, 2006). 가족기업과의 비교를 위해 동일한 산업군에서 비슷한 규모(자산총액 기준)의 비가족기업을 통제군으로 설정한다. 연구표본은 한국표준산업분류(KSIC)(<http://kssc.kostat.go.kr>)의 제조업(C)이며, 총 16개 업종으로 분류하였다(<표 5> 참조). 연구표본 849개는 가족기업 464개, 비가족기업 385개로 구성된다.

<표 5> 연구표본의 업종 분포

KSIC	업종	가족기업		비가족기업		계	
		표본	%	표본	%	표본	%
C10	식품	26	5.60	24	6.23	50	5.92
C13	섬유	8	1.72	6	1.56	14	1.64
C14	의복/모피	14	3.02	11	2.86	25	2.94
C17	펄프/종이	13	2.80	10	2.60	23	2.70
C20	화학물질 및 화학제품 제조업: 의약품 제외	75	16.16	51	13.25	126	14.71
C21	의료용 물질 및 의약품	16	3.45	13	3.38	29	3.41
C22	고무/플라스틱	21	4.53	15	3.90	36	4.21
C23	비금속 광물	18	3.88	12	3.11	30	3.50
C24	1차 금속	43	9.27	32	8.31	75	8.79
C25	금속가공제품: 기계 및 가구 제외	12	2.59	9	2.34	21	2.46
C26	전자부품, 컴퓨터, 영상, 음향 및 통신장비	74	15.95	58	15.06	132	15.51
C27	의료, 정밀, 광학기기 및 시계	37	7.97	31	8.05	68	8.01
C28	전기장비	29	6.25	28	7.27	57	6.76
C29	기타 기계 및 장비	8	1.72	8	2.08	16	1.90
C30	자동차 및 트레일러	12	2.59	7	1.82	19	2.20
C31	기타 운송장비	58	12.50	70	18.18	128	15.34
제조업 총합계		464	100.00	385	100.00	849	100.00

자료: 통계청([www.kostat.go.kr](http://www.kostat.go.kr)) 한국표준산업분류(<http://kssc.kostat.go.kr>)의 제조업(C)

## 2. 회귀분석 모형

가족기업의 ESG 성과가 기업가치에 미치는 영향과 소유구조의 조절효과로 인하여 기업가치가 향상되는지 분석하는 본 연구의 목적을 충족하려면 변수별로 세분하여 분석할 필요성이 있다. ESG 성과를 창출하는 가족기업이 가치를 향상시킬 때 소유구조가 조절하는지 여부, ESG 성과를 창출하는 가족기업의 가치향상에 이해관계자 가설이 적용되는지 여부 등을 분석함으로써 본 연구가 선행연구 대비 차별성을 확보할 수 있다. 회귀분석 모형은 다음과 같다.

### 가. 가족기업 여부와 ESG 성과 회귀분석 모형

가족기업과 비가족기업의 ESG 성과 분석 회귀모형은 (식 1), (식 2), (식 3), (식 4)와 같다.

한국거래소 상장 가족기업의 ESG 성과가 기업가치에 미치는 영향

$$ESG_E = \alpha_0 + \beta_1 FAM + \beta_2 DEB + \beta_3 AGE + \beta_4 ASS + \sum_{j=5}^{20} \beta_j (IND_{j-4}) + \sum_{t=2020}^{2023} \beta_t (YEA)_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

..... (식 1)

$$ESG_S = \alpha_0 + \beta_1 FAM + \beta_2 DEB + \beta_3 AGE + \beta_4 ASS + \sum_{j=5}^{20} \beta_j (IND_{j-4}) + \sum_{t=2020}^{2023} \beta_t (YEA)_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

..... (식 2)

$$ESG_G = \alpha_0 + \beta_1 FAM + \beta_2 DEB + \beta_3 AGE + \beta_4 ASS + \sum_{j=5}^{20} \beta_j (IND_{j-4}) + \sum_{t=2020}^{2023} \beta_t (YEA)_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

..... (식 3)

$$ESG = \alpha_0 + \beta_1 FAM + \beta_2 DEB + \beta_3 AGE + \beta_4 ASS + \sum_{j=5}^{20} \beta_j (IND_{j-4}) + \sum_{t=2020}^{2023} \beta_t (YEA)_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

..... (식 4)

여기서,

- ESG* : ESG 통합 등급 점수(환경 등급+사회 등급+지배구조 등급)
- ESG<sub>E</sub>* : 환경 등급 점수
- ESG<sub>S</sub>* : 사회 등급 점수
- ESG<sub>G</sub>* : 지배구조 등급 점수
- FAM* : 가족기업 여부(더미변수)(가족기업=1, 비가족기업=0)
- DEB* : 부채비율(%)
- AGE* : 업력(년)
- ASS* : 기업규모(총자산)(억 원)(자연log 값)
- IND* : 16개 업종
- YEA* : 2020년부터 2023년까지 해당연도

나. ESG 성과와 가족기업의 가치 분석 모형: 소유구조의 조절효과

ESG 성과가 가족기업의 가치에 영향을 미칠 때 소유구조의 조절효과를 분석하는 회귀모형은 (식 5), (식 6), (식 7)과 같다.

$$TBQ = \alpha_0 + \beta_1 ESG_E + \beta_2 ESG_S + \beta_3 ESG_G + \beta_4 ESG + \beta_5 OWC + \beta_6 (ESG_E^* OWC) + \beta_7 (ESG_S^* OWC) + \beta_8 (ESG_G^* OWC) + \beta_9 (ESG^* OWC) + \beta_{10} DEB + \beta_{11} AGE + \beta_{12} ASS + \sum_{j=13}^{28} \beta_j (IND_{j-12}) + \sum_{t=2020}^{2023} \beta_t (YEA)_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

가족기업연구

..... (식 5)

$$TBQ = \alpha_0 + \beta_1 ESG_E + \beta_2 ESG_S + \beta_3 ESG_G + \beta_4 ESG + \beta_5 FOC + \beta_6 (ESG_E^* FOC) + \beta_7 (ESG_S^* FOC) + \beta_8 (ESG_G^* FOC) + \beta_9 (ESG^* FOC) + \beta_{10} DEB + \beta_{11} AGE + \beta_{12} ASS + \sum_{j=13}^{28} \beta_j (IND_{j-12}) + \sum_{t=2020}^{2023} \beta_t (YEA)_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

..... (식 6)

$$TBQ = \alpha_0 + \beta_1 ESG_E + \beta_2 ESG_S + \beta_3 ESG_G + \beta_4 ESG + \beta_5 STC + \beta_6 (ESG_E^* STC) + \beta_7 (ESG_S^* STC) + \beta_8 (ESG_G^* STC) + \beta_9 (ESG^* STC) + \beta_{10} DEB + \beta_{11} AGE + \beta_{12} ASS + \sum_{j=13}^{28} \beta_j (IND_{j-12}) + \sum_{t=2020}^{2023} \beta_t (YEA)_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

..... (식 7)

여기서,

- TBQ* : 기업가치(Tobin's Q)
- OWC* : 대주주 및 특수관계인의 보통주지분율
- FOC* : 외국인의 보통주지분율
- STC* : 기관투자자의 보통주지분율

다. ESG 성과와 가족기업의 가치 분석 모형: 절충가설

ESG 성과가 가족기업의 가치에 영향을 미칠 때 보통주지분 구간별 차별적 영향력 분석 회귀모형은 (식 8)과 같다.

$$TBQ = \alpha_0 + \beta_1 ESG_E + \beta_2 ESG_S + \beta_3 ESG_G + \beta_4 ESG + \beta_5 (ESG_E)^2 + \beta_6 (ESG_S)^2 + \beta_7 (ESG_G)^2 + \beta_8 (ESG)^2 + \beta_9 OWC + \beta_{10} (OWC)^2 + \beta_{11} DEB + \beta_{12} AGE + \beta_{13} ASS + \sum_{j=14}^{29} \beta_j (IND_{j-13}) + \sum_{t=2020}^{2023} \beta_t (YEA)_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

..... (식 8)

여기서,

- $(ESG_E)^2$  : 환경 등급 점수의 제곱
- $(ESG_S)^2$  : 사회 등급 점수의 제곱
- $(ESG_G)^2$  : 지배구조 등급 점수의 제곱
- $(ESG)^2$  : ESG 등급 점수의 제곱
- $(OWC)^2$  : 대주주 1인 지분율의 제곱

### 3. 변수의 조작적 정의

#### 가. 종속변수

##### a. 기업가치(*TBQ*)

Tobin's Q 비율을 기업가치(*TBQ*)의 대용변수로 쓴다. 기업의 총시장가치를 총자산가치로 나눈 것, 즉 시장가치를 대체비용으로 나눠 계산한 것이다. Tobin's Q 비율이 1보다 클수록 투자자들이 ESG 활동을 추진하는 기업에 대해 미래가치를 높게 평가한다는 의미이다(박진혁과 이장우, 2022; 고병국 외, 2022). Alareeni and Hamdan(2020), Mohammad and Wasiuzzaman(2021), 김윤경(2020), 김영환 외(2022), 전진규(2022), 전덕영(2023) 등은 Tobin's Q, ROA, 매출액성장률 등의 재무성과를 종속변수로 사용하였다. 종속변수로 사용한 본 연구의 Tobin's Q는 다음과 같이 산출하였다.

$$TBQ = \frac{[(\text{기말보통주주식수} \times \text{보통주종가}) + (\text{기말우선주주식수} \times \text{우선주종가}) + \text{부채의장부가액}]}{\text{총자산의장부가액}} \dots\dots\dots (\text{식 } 5)$$

#### 나. 독립변수

##### a. 가족기업(*FAM*)

가족은 창업자 또는 지분인수로 최대주주가 된 개인 또는 가족이다(Villalonga and Amit, 2006). 가족기업은 가족이 상당한 지분을 소유하고 경영에 상당한 영향력을 행사한다. Astrachan et al.(2002), Klein et al.(2005) 등의 연구에 따르면 가족기업은 비가족기업에 비해 가족의 기업 소유와 경영에 중점을 맞추며, 가족기업의 지배구조, 승계, 사회적 책임이 기업 가치에 영향을 미친다고 한다. 본 연구는 가족기업 1, 비가족기업 0의 더미변수를 사용한다.

##### b. ESG 통합등급 점수(*ESG*)

한국ESG기준원(KCGS)은 각 기업의 ESG 성과를 측정해 평가등급을 부여하며, 한국거래소(KRX)에 ESG 공시를 하고 ESG 포털(esg.krx.co.kr)에 지속가능경영보고서를 발간하고 있다. 통합평가등급(*ESG*)은 환경(E), 사회적책임(S), 지배구조(G)를 포함하고 있다. Sahut and Pasquini-Descomps(2015), Karoui and Nguyen(2022), Maaloul et al.(2023), 강현정 외(2018), 이정환 외(2022), 최금화(2023)는 ESG를 독립변수로 사용하였다. 본 연구는 ESG를 독립변수로 사용하며, 2020년부터 2023년까지 4년 사이 KCGS가 제공하는 ESG 통합등급 점수(*ESG*)을 환경등급 점수(*ESG<sub>E</sub>*), 사회등급 점수(*ESG<sub>S</sub>*), 지배구조등급 점수(*ESG<sub>G</sub>*)로 분류한다. 즉 ESG

## 가족기업연구

성과는 E, S, G의 개별적인 성과, ESG의 종합적인 성과를 측정한다. ESG 등급 점수의 제공은  $(ESG)^2$ 이다. ESG 통합등급 점수는 S(탁월) 7점, A+(매우 우수) 6점, A(우수) 5점, B+(양호) 4점, B(보통) 3점, C(취약) 2점, D(매우 취약) 1점 등으로 부여한다.

### 다. 조절변수

#### a. 대주주 및 특수관계인의 지분율(*OWC*)

대주주는 회사에서 일정 기준 이상 주식을 많이 소유한 주주를 말한다. 자본시장법에 따르면 개별기업 보통주식 총수의 5% 이상을 보유하여 금융감독원에 공시 대상인 자를 대주주라고 한다. 이를 5% 규칙이라고 한다. 대주주 및 특수관계인의 지분율은 기말 현재 최대주주 및 특수관계자 지분율이다. 본 연구에서 대주주 및 특수관계인의 지분율(*OWC*)은 보통주의 지분율이며, 대주주 1인 지분율의 제공은  $(OWC)^2$ 이다.

#### b. 외국인의 지분율(*FOC*)

신흥국에서 자본에 대한 수요가 증가함에 따라 외국인투자자가 커다란 영향력을 발휘하고 경영 활동에 직접적인 개입, 주식 매수 및 매도 등 간접적인 수요-공급으로 지배구조의 변화에 관여한다(Gillan and Starks, 2003). 이는 국내 기업을 대상으로 한 실증연구에서도 나타난다. 외국인투자는 기업지배구조 개선과 합리적인 투자 및 배당 정책으로 이어지며(박경서와 이은정, 2006), 이익조정 억제 역할을 한다(강신애, 2017).

#### c. 기관투자자의 지분율(*STC*)

대주주로서 기관투자자는 소액주주와 달리 경영 활동을 감시하는 데 필요한 비용을 부담할 유인이 존재하므로 정보비대칭을 완화해 대리인비용을 감소시킬 수 있다(Gillan and Starks, 2003). 그러나 실증연구에서는 다소 혼재된 결과가 나타난다. 먼저 긍정적인 결과를 보면, 기관투자자는 경영진 보상을 감시하고(Hartzell and Starks, 2003), 이익조정을 억제하며(전홍민 외, 2011), R&D 투자를 늘리는(Bushee, 1998) 역할하는 것으로 나타났다. 반면 기관투자자는 경영진을 효과적으로 감시하지 못한다는 연구(Wahal and McConnell, 2000)도 존재한다.

### 라. 통제변수

#### a. 부채비율(*DEB*)

부채비율 변수는 기업의 자산 중 부채가 차지하는 비율 및 타인자본의 의존도를 나타내며, 부채비율이 클수록 채권자 위험 수준이 크다는 것을 의미한다. 기업의 재무상태표에서 기업 재무 건전성을 판단하고 기업신용등급 평가 시 중요 지표로 활용되고 있다. 부채비율은  $(\text{부채총계}/\text{자본총계}) \times 100$ 으로 계산하며 부채비율이 100% 이하면 재무상태가 안정적이라고 평가받는다. 하지만 부채비율이 200%를 초과하면 자기자본대비 부채비율이 2배 이상

을 의미하며, 기업 리스크는 증가한다. Jensen and Meckling(1976)은 기업의 부채비율과 소유 구조에 관하여 대리인이론을 바탕으로 연구하였다. 부채비율(*DEB*)은 실수(實數)이며, %로 나타낸다.

b. 사업 기간(*AGE*)

사업 기간은 설립 이후 경과년수, 즉 업력이다. 사업 기간은 본 표본 종료 시점인 2021년 말에서 사업을 시작한 시점을 차감한 기간이다. 업력, 즉 사업 기간이 오래될수록 대체적으로 기업 규모가 커지며, 더 많은 ESG 활동을 할 수 있다. 사업기간의 단위는 년으로 반영하며, 실수(實數)이다.

c. 규모(*ASS*)

기업의 규모는 총자본, 자본금, 직원 수 등 경영자본의 크기를 의미하고, 기업의 이익 규모, 즉 생산 및 판매량 등을 의미하기도 한다. 기업의 규모가 클수록 더 많은 가치를 부여할 수 있으므로 기업의 규모 변수가 ESG 활동에 어떤 영향을 미치는지 측정할 수 있다. 기업의 규모는 총자산(억 원)의 자연로그(*log*)이다.

d. 업종(*IND*)

업종은 기업의 영위하고 경영하는 특성을 반영하여 대, 중, 소로 분류할 수 있다. 통계청 표준산업분류에서 업종 분류를 확인할 수 있다. 본 연구표본은 제조업 16개 업종이다.

e. 연수(*YEA*)

「자본시장과 금융투자업에 관한 법률」(자본시장법) 제149조(보고서 등의 공시)에 의하면 금융위원회 및 거래소는 기업이 제출한 보고서를 3년간 비치하고 인터넷 홈페이지 등을 이용하여 공시하여야 한다. 본 연구의 해당연도(*YEA*)는 2020년부터 2023년까지 4년 사이 패널데이터이다.

## V. 실증분석

### 1. 기술통계량 분석

본 연구가 분석하기 위해 도입한 각 변수의 기술통계량을 측정하였다. 변수의 기술통계량은 <표 6>과 같다. <표 6>은 2020년부터 2023년까지 4년 사이 가족기업 464개, 비가족기업 385개 합계 849개 연구표본의 기술통계량이다.

## 가족기업연구

<표 6> 기술통계량

변수	단위	표본수	평균	표준편차	최소값	최대값
<i>TBQ</i>	$0 < TBQ < 1$	849	1.812	2.165	.495	13.218
<i>ESG</i>	점수	849	3.404	6.162	1.000	6.000
<i>ESG<sub>E</sub></i>	점수	849	3.254	5.896	1.000	6.000
<i>ESG<sub>S</sub></i>	점수	849	4.287	6.157	1.000	6.000
<i>ESG<sub>G</sub></i>	점수	849	3.733	6.524	1.000	6.000
<i>FAM</i>	더미	849	.546	.662	.000	1.000
<i>OWC</i>	%	846	18.872	22.465	4.894	72.498
<i>FOC</i>	%	645	10.135	13.422	2.441	26.654
<i>STC</i>	%	718	6.867	9.334	1.556	15.285
<i>STP</i>	%	649	4.489	5.218	.000	13.881
<i>DEB</i>	%	849	98.423	158.005	12.334	181.665
<i>AGE</i>	년	849	28.425	62.445	12.000	61.000
<i>ASS</i>	자연로그(억 원)	849	17.465	21,115	8,414	62,714

주) *TBQ*: 기업가치(Tobin's Q), *ESG*: ESG 통합 등급 점수(환경 등급+사회 등급+지배구조 등급), *ESG<sub>E</sub>*: 환경 등급 점수, *ESG<sub>S</sub>*: 사회 등급 점수, *ESG<sub>G</sub>*: 지배구조 등급 점수, *FAM*: 가족기업 여부(더미변수)(가족기업=1, 비가족기업=0), *OWC*: 대주주 및 특수관계인의 보통주지분율, *FOC*: 외국인의 보통주지분율, *STC*: 기관투자자의 보통주지분율, *DEB*: 부채비율(%), *AGE*: 업력(년), *ASS*: 기업규모(총자산)(억 원)(자연log 값을 환산).

## 2. 상관분석

본 연구표본의 각 변수 사이 상관계수를 분석한 결과는 <표 7>과 같다. ESG 통합 등급 점수(*ESG*)와 기업가치(*TBQ*) 사이, 가족기업 여부(*FAM*)와 ESG 통합 등급 점수(*ESG*) 사이, 대주주 및 특수관계인의 보통주와 우선주의 지분율 총합(*OWN*)과 가족기업 여부(*FAM*) 사이 유의한 관계를 나타내었다.

<표 7> 상관분석

변수	<i>TBQ</i>	<i>ESG</i>	<i>FAM</i>	<i>OWN</i>	<i>FOR</i>	<i>STS</i>	<i>DEB</i>	<i>AGE</i>	VIF
<i>TBQ</i>	1								
<i>ESG</i>	.394***	1							3.925
<i>FAM</i>	.079	.315***	1						3.385
<i>OWN</i>	.011	.191*	.268**	1					2.665
<i>FOR</i>	.056	.056	.322***	.179*	1				3.655
<i>STS</i>	.034	.203*	.023	.203*	.172*	1			3.306
<i>DEB</i>	.056	.193*	.041	.011	.034	.090	1		2.193
<i>AGE</i>	.158*	.180*	.158*	.056	.203*	.169*	.225**	1	2.339
<i>ASS</i>	.056	.259**	.180*	.146	.090	.171*	.160*	.154*	2.981

주 1) *TBQ*: 기업가치(Tobin's Q), *ESG*: ESG 통합 등급 점수(환경 등급+사회 등급+지배구조 등급), *FAM*: 가족기업 여부(더미변수)(가족기업=1, 비가족기업=0), *OWN*: 대주주 및 특수관계인의 보통주와 우선주의 지분율 총합, *FOR*: 외국인의 보통주와 우선주의 지분율 총합, *STS*: 기관투자자의 보통주와 우선주의 지분율 총합, *DEB*: 부채비율(%), *AGE*: 업력(년), *ASS*: 기업규모(총자산)(억 원)(자연log 값을 환산)

2) \*\*\*  $p < 0.01$ , \*\*  $p < 0.05$ , \*  $p < 0.10$

한편, 다중공선성(multicollinearity) 여부를 확인하기 위해 예측모델 사이 상관행렬을 분산 팽창지수(Variance Inflation Factor: VIF)로 분석하였다. 다중공선성 문제가 있는 회귀식은 추정된 회귀계수가 부정확하므로 이 회귀분석 결과는 가설검증을 왜곡할 우려가 있다. 회귀분석에서 나타날 수 있는 독립변수 사이 상관관계를 보면 VIF 값이 2.193~3.925 범위 내 10 이하에 있다. 이는 상관관계가 없거나 있더라도 낮은 수준을 보이는 것으로 다중공선성 문제가 없음을 의미한다. 따라서 본 연구의 회귀모형은 타당하다고 판단한다.

### 3. 회귀분석 결과

#### 가. 가족기업 여부와 ESG 성과 회귀분석

선행연구는 ESG 활동이 기업가치에 미치는 영향을 긍정적인 영향, 부정적인 영향, 그리고 무관련성(김윤경, 2020) 등으로 살펴보고 있다. 긍정적인 영향을 미친다는 연구(Gillan et al., 2010; 최정혁, 2021; Irawan and Tatsuyoshi, 2021; 이용대와 이치송, 2021)는 기업이 ESG를 지속적인 성장에 중요한 경영 요인으로 인식하는 것이다(박성욱 외, 2022; 장유진 외, 2023). 이창섭 외(2021)는 영업이익 변동성이 높은 ESG 경영이 기업가치에 긍정적인 영향을 미친다고 주장하였다. 박진혁과 이장우(2022)는 국내 상장기업을 대상으로 ESG 평가가 높을수록 기업의 수익성과 시장가치가 증가한다는 결과를 제시했다. 한편, ESG 활동이 오히려 기업가치에 부정적인 영향을 미친다는 연구도 존재한다(Friedman, 1970; Fatemi et al., 2018; 변혜영, 2018; Duque-Grisales and Aguilera-Caracuel, 2021). Waddock and Graves(1997)은 ESG 활동으로 기업가치를 향상할 수 있지만, 기업가치가 높아 ESG 활동이 활발해지는 내생성의 문제가 있을 수 있다는 주장이다. Jensen(2002)은 ESG 관련 비용이 명확한 경제적 가치 창출 없이 재무적 부담만을 증가시키고, 주주가치 극대화라는 기본적 경영 목표를 저해할 위험성을 지적하였다. 김세희 외(2022)는 ESG 점수가 높을수록 타인자본비용 및 자기자본비용이 낮다는 유의한 결과를 발견하였다. 이러한 상반된 연구결과는 본 연구의 분석결과를 흥미롭게 볼 수 있는 기회를 제공하고 있다.본 연구는 가족기업과 비가족기업으로 양분할 때 어느 집단이 ESG 성과에 긍정적인 영향을 미치는지 분석한다. 종속변수로 환경 등급 점수( $ESG_E$ ), 사회 등급 점수( $ESG_S$ ), 지배구조 등급 점수( $ESG_G$ ), ESG 통합 등급 점수(환경 등급+사회 등급+지배구조 등급)( $ESG$ )를 두고, 독립변수로 가족기업 여부( $FAM$ ), 통제변수로 부채비율( $DEB$ ), 사업기간( $AGE$ ), 규모( $ASS$ ), 업종(16개 업종 중 해당업종에 1부여)( $IND$ ), 2020년부터 2023년까지 해당연도( $YEA$ ) 등을 설정하고 독립변수(터미변수)인 가족기업( $FAM$ ) 여부에 따라 나타나는 반응을 관찰하였다. 분석결과는 <표 8>과 같다. 독립변수인 가족기업이 종속변수인 환경 등급 점수( $ESG_E$ ), 사회 등급 점수( $ESG_S$ ), 지배구조 등급 점수( $ESG_G$ ), ESG 통합 등급 점수(환경 등급+사회 등급+지배구조 등급)( $ESG$ ) 등에 양(+의 영향을 미치고 있어 가족기업이 비가족기업보다 ESG 성과가 유의하게 긍정적임을 보여주고 있다. 이러한 본 연구는 가족기업이 비가족기업보다 ESG 성과에 유의하게 긍정적인 영향을 미친다고 보고하는 우리나라의 초기

가족기업연구

연구라는 의의가 있다. 지금까지 가족기업과 비가족기업의 비교 연구는 소유권, 지배구조, 경영, 승계를 중심으로 경영전략, 성과와 관련한 연구이다(김기형 외, 2017). 가족기업의 성과가 비가족기업의 성과보다 우수하다는 주장은 대리인이론, 소유권 집중, 가족 중심, 장기 지향 추구 등에 근거한다.

<표 8> 가족기업 여부와 ESG 성과 회귀분석

$$ESG_E = \alpha_0 + \beta_1 FAM + \beta_2 DEB + \beta_3 AGE + \beta_4 ASS + \sum_{j=5}^{20} \beta_j (IND_{j-4}) + \sum_{t=2020}^{2023} \beta_t (YEA)_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

$$ESG_S = \alpha_0 + \beta_1 FAM + \beta_2 DEB + \beta_3 AGE + \beta_4 ASS + \sum_{j=5}^{20} \beta_j (IND_{j-4}) + \sum_{t=2020}^{2023} \beta_t (YEA)_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

$$ESG_G = \alpha_0 + \beta_1 FAM + \beta_2 DEB + \beta_3 AGE + \beta_4 ASS + \sum_{j=5}^{20} \beta_j (IND_{j-4}) + \sum_{t=2020}^{2023} \beta_t (YEA)_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

$$ESG = \alpha_0 + \beta_1 FAM + \beta_2 DEB + \beta_3 AGE + \beta_4 ASS + \sum_{j=5}^{20} \beta_j (IND_{j-4}) + \sum_{t=2020}^{2023} \beta_t (YEA)_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

변수	ESG <sub>E</sub>		ESG <sub>S</sub>		ESG <sub>G</sub>		ESG	
FAM	.311***		.236**		.331***		.292**	
DEB	-.201*	-.179*	-.110	-.112	-.111	-.110	-.141	-.154*
AGE	.214**	.194*	.209*	.205*	.199*	.195*	.207*	.226**
ASS	.277**	.236**	.183*	.203*	.183*	.194*	.215**	.234**
IND	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
YEA	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
상수	11.126	10.876	10.246	13.431	12.771	10.934	11.381	12.428
R <sup>2</sup>	.216	.183	.209	.136	.212	.182	.212	.232
Adj R <sup>2</sup>	.199	.173	.176	.103	.195	.173	.190	.207
F-value	28.345	28.862	28.089	30.460	25.094	28.221	27.176	29.676
	(.000)	(.000)	(.000)	(.000)	(.000)	(.000)	(.000)	(.000)

주 1) ESG: ESG 통합 등급 점수(환경 등급+사회 등급+지배구조 등급), ESG<sub>E</sub>: 환경 등급 점수, ESG<sub>S</sub>: 사회 등급 점수, ESG<sub>G</sub>: 지배구조 등급 점수, FAM 가족기업, DEB 부채비율, AGE 사업기간, ASS 규모, IND: 업종(16개 업종 중 해당업종에 1부여), YEA: 2020년부터 2023년까지 해당연도.

2) \*\*\* p<0.01, \*\* p<0.05, \* p<0.10

나. ESG 성과와 가족기업의 가치 분석: 소유구조의 조절효과

본 연구는 가족기업의 ESG 성과가 기업가치를 제고할 때 소유구조, 즉 보통주지분율이 조절하는지 분석하였다. ESG 성과와 가족기업의 가치에 대해 소유구조(대주주 및 특수관계인의 보통주지분율)의 조절효과를 분석하였다. 가족기업의 ESG 성과가 기업가치를 제고할 때 대주주 및 특수관계인의 보통주지분율 조절효과 분석 결과는 <표 9>와 같다. <표 9>와 같이 환경 등급 점수(ESG<sub>E</sub>)와 소유구조(대주주 및 특수관계인의 보통주 지분율), 사회 등급 점수(ESG<sub>S</sub>)와 소유구조, 지배구조 등급 점수(ESG<sub>G</sub>)와 소유구조, ESG 통합 등급 점수(환경 등급+사회 등급+지배구조 등급)(ESG)와 소유구조의 상호작용은 기업가치(Tobin's Q)(TBQ)에 유의한 양(+)의 영향을 미치고 있다. 이는 ESG 성과, 즉 환경 등급 점수(ESG<sub>E</sub>), 사회 등급 점수(ESG<sub>S</sub>), 지배구조 등급 점수(ESG<sub>G</sub>), ESG 통합 등급 점수가 Tobin's Q 비율(TBQ)에 영향을 미칠 때 대주주 및 특수관계인의 보통주지분율의 상호작용, 즉 소유구조의 조절효과가 있음을 보여주는 것이다. 그리고 ESG 성과와 가족기업의 가치에 대해 외국인 보통주지분

한국거래소 상장 가족기업의 ESG 성과가 기업가치에 미치는 영향

율의 조절효과, ESG 성과와 가족기업의 가치에 대해 기관투자자의 보통주지분율의 조절효과를 분석하였다. 그 결과 대주주 및 특수관계인의 보통주지분율의 조절효과와 같은 맥락을 보였다.

<표 9> ESG 성과와 가족기업의 가치 분석:소유구조(대주주 및 특수관계인의 보통주 지분율)의 조절효과

$$TBQ = \alpha_0 + \beta_1 ESG_E + \beta_2 ESG_S + \beta_3 ESG_G + \beta_4 ESG + \beta_5 OWC + \beta_6 (ESG_E * OWC) + \beta_7 (ESG_S * OWC) + \beta_8 (ESG_G * OWC) + \beta_9 (ESG * OWC) + \beta_{10} DEB + \beta_{11} AGE + \beta_{12} ASS + \sum_{j=12}^{28} \beta_j (IND_{j-12}) + \sum_{t=2020}^{2023} \beta_t (YEA)_{i,t} + \epsilon_{i,t}$$

변수	TBQ	TBQ	TBQ	TBQ
<i>ESG<sub>E</sub></i>	.195*			
<i>ESG<sub>S</sub></i>		.181*		
<i>ESG<sub>G</sub></i>			.183*	
<i>ESG</i>				.201*
<i>OWC</i>	.159*	.162*	.161*	.166*
<i>ESG<sub>E</sub>* OWC</i>	.167*			
<i>ESG<sub>S</sub>* OWC</i>		.159*		
<i>ESG<sub>G</sub>* OWC</i>			.161*	
<i>ESG* OWC</i>				.178*
<i>DEB</i>	-.194*	-.217**	-.206*	-.162*
<i>AGE</i>	.207*	.228**	.216**	.217**
<i>ASS</i>	.252**	.296**	.273**	.216**
<i>IND</i>	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>YEA</i>	Yes	Yes	Yes	Yes
상수	3.916	4.539	4.357	3.073
R <sup>2</sup>	.165	.164	.164	.166
Adj R <sup>2</sup>	.145	.141	.140	.142
F-value	12.675 (.000)	12.668 (.000)	12.657 (.000)	12.529 (.000)

주 1) *TBQ*: 기업가치, *ESG<sub>E</sub>*: 환경 등급 점수, *ESG<sub>S</sub>*: 사회 등급 점수, *ESG<sub>G</sub>*: 지배구조 등급 점수, *ESG*: ESG 통합 등급 점수(환경 등급+사회 등급+지배구조 등급), *OWC*: 대주주 및 특수관계인의 보통주지분율, *DEB*: 부채비율, *AGE*: 사업기간, *ASS*: 규모, *IND*: 업종(16개 업종 중 해당업종에 1부여), *YEA*: 2020년부터 2023년까지 해당연도

2) \*\*\* p<0.01, \*\* p<0.05, \* p<0.10

다. ESG 성과와 가족기업의 가치 분석: 절충가설 검증

가족기업의 ESG 성과가 기업가치에 차별적 영향을 미치는지 분석하기 위하여 고정효과모형에 의한 회귀분석을 실시했다. 기업가치의 대용변수로 사용한 Tobin's Q 비율인 종속변수에 영향을 미치는 독립변수를 <표 10>과 같이 도출했다. <표 10>의 고정효과모형에 의한 회귀분석에서 환경 등급 점수의 제곱((*ESG<sub>E</sub>*)<sup>2</sup>)과 대주주 및 특수관계인의 보통주지분율의 제곱((*OWC*)<sup>2</sup>)이 기업가치(*TBQ*)에 미치는 영향, 사회 등급 점수의 제곱((*ESG<sub>S</sub>*)<sup>2</sup>)과 대주주 및 특수관계인의 보통주지분율의 제곱((*OWC*)<sup>2</sup>)이 기업가치(*TBQ*)에 미치는 영향, 지배구조 등급 점수의 제곱((*ESG<sub>G</sub>*)<sup>2</sup>)과 대주주 및 특수관계인의 보통주지분율의 제곱((*OWC*)<sup>2</sup>)이 기업가치(*TBQ*)에 미치는 영향, ESG 통합 등급 점수(환경 등급+사회 등급+지배구조 등급)의 제곱((*ESG*)<sup>2</sup>)과 대주주 및 특수관계인의 보통주지분율의 제곱((*OWC*)<sup>2</sup>)이 기업가치(*TBQ*)에 미치는 영향을 분석하였다. 그 결과 각각 기업가치(Tobin's Q)(*TBQ*)에 유의한 양(+)의 영향을 체계적으로 미치고 있다. 이는 앞에서 논의한 <표 9>의 긍정적 영향과 일관되게 기업가

가족기업연구

치(*TBQ*)에 유의하게 체계적인 양(+의 영향을 미치고 있다.

<표 10> ESG 성과와 가족기업의 가치 분석: 절충가설 검증

$$TBQ = \alpha_0 + \beta_1 ESG_E + \beta_2 ESG_S + \beta_3 ESG_G + \beta_4 ESG + \beta_5 (ESG_E)^2 + \beta_6 (ESG_S)^2 + \beta_7 (ESG_G)^2 + \beta_8 (ESG)^2 + \beta_9 OWC + \beta_{10} (OWC)^2 + \beta_{11} DEB + \beta_{12} AGE + \beta_{13} ASS + \sum_{j=14}^{26} \beta_j (IND_{j-13}) + \sum_{t=2020}^{2023} \beta_t (YEA)_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

변수	고정효과모형							
	<i>TBQ</i>		<i>TBQ</i>		<i>TBQ</i>		<i>TBQ</i>	
<i>ESG<sub>E</sub></i>		.179*						
<i>ESG<sub>S</sub></i>				.163*				
<i>ESG<sub>G</sub></i>						.152*		
<i>ESG</i>								.159*
$(ESG_E)^2$	.160*							
$(ESG_S)^2$			.165*					
$(ESG_G)^2$					.171**			
$(ESG)^2$							.164*	
<i>OWC</i>		-.269**		-.262**		-.255**		-.256**
$(OWC)^2$	.302***	.439***	.294**	.427***	.288**	.416***	.242**	.417***
<i>DEB</i>	-.114	-.115	-.118	-.118	-.135	-.129	-.119	-.120
<i>AGE</i>	.230**	.252**	.228**	.234**	.229**	.231**	.231**	.236**
<i>ASS</i>	.249**	.250**	.241**	.247**	.266**	.256**	.315***	.275**
<i>IND</i>	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>YEA</i>	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
상수	4.363	5.001	4.421	5.026	3.413	4.836	4.225	4.951
R <sup>2</sup>	.223	.210	.216	.211	.221	.213	.215	.210
Adj R <sup>2</sup>	.192	.187	.186	.184	.192	.187	.185	.183
F-value	4.299	4.193	4.128	4.148	4.325	4.145	4.049	4.045
	(.000)	(.000)	(.000)	(.000)	(.000)	(.000)	(.000)	(.000)

주 1) *TBQ*: 기업가치, *ESG<sub>E</sub>*: 환경 등급 점수, *ESG<sub>S</sub>*: 사회 등급 점수, *ESG<sub>G</sub>*: 지배구조 등급 점수, *ESG*: ESG 통합 등급 점수(환경 등급+사회 등급+지배구조 등급),  $(ESG_E)^2$ : 환경 등급 점수의 제곱,  $(ESG_S)^2$ : 사회 등급 점수의 제곱,  $(ESG_G)^2$ : 지배구조 등급 점수의 제곱,  $(ESG)^2$ : ESG 등급 점수의 제곱, *OWC*: 대주주 및 특수관계인의 보통주지분율,  $(OWC)^2$ : 대주주 및 특수관계인의 보통주지분율의 제곱, *DEB*: 부채비율, *AGE*: 사업기간, *ASS*: 규모, *IND*: 업종(16개 업종 중 해당업종에 1부여), *YEA*: 2020년부터 2023년까지 해당연도.

2) \*\*\* p<0.01, \*\* p<0.05, \* p<0.10

이러한 결과는 가족기업 경영자가 ESG 성과를 통해 지속가능한 경영을 한다는 긍정적인 이미지를 이해관계자에게 설득할 만큼 충분한 노력이 있었음을 시사한다. 즉, ESG 활동을 비용이라기보다 투자로 판단한 경영자의 리더십을 읽을 수 있다. 그러나 ESG 활동에 필요한 예산의 의사결정을 대주주 및 특수관계인이 한다고 판단할 때 대주주 및 특수관계인과 기업 가치 사이 지속적 선형관계인지는 알 수 없어 이를 분석할 필요가 있다. 본 연구는 ESG 성과가 기업가치(*TBQ*)에 미치는 영향을 대주주 및 특수관계인의 보통주지분율(*OWC*), 대주주 및 특수관계인의 보통주지분율의 제곱( $(OWC)^2$ )을 분석하였다. 그 결과 대주주 및 특수관계인의 보통주지분율(*OWC*)은 기업가치에 유의한 음(-)의 영향을, 대주주 및 특수관계인의 보통주지분율의 제곱( $(OWC)^2$ )은 기업가치에 유의하게 긍정적인 양(+의 영향을 미치고 있다. 하지만 환경 등급 점수(*ESG<sub>E</sub>*), 사회 등급 점수(*ESG<sub>S</sub>*), 지배구조 등급 점수(*ESG<sub>G</sub>*), ESG 통합 등급 점수(환경 등급+사회 등급+지배구조 등급)(*ESG*)에 따라 그 값은 다소 차이

가 있다. 이는 고정효과모형에 의한 분석에서 대주주 및 특수관계인과 기업가치 사이 E. S. G.에 따라 다소 상이한 지속적 선형관계를 지니고 있음을 보여준다. 그리고 이러한 결과는 대주주 및 특수관계인의 보통주지분율과 기업가치가 역 U자형의 비선형관계가 있다는 것을 보여주며, 위로 볼록한 곡선 관계로 나타났다. 이는 ESG 성과 도출에 필요한 비용을 경영자 본인의 명성이나 사적 소비를 위해 과다하게 지출한다면 주주와 경영자 간의 이해 상충으로 대리인 문제가 발생하여 오히려 기업가치가 하락한다는 점을 보여주고 있다. 대주주 및 특수관계인의 보통주지분율(*OWC*), 대주주 및 특수관계인의 보통주지분율의 제곱( $(OWC)^2$ ) 등의 변수를 사용할 때 고정효과모형 등 분석방법에 따라 ESG 성과 도출에 필요한 비용은 구조적 전환점이 다른 결과로 나타남을 시사하고 있다. 구조적 전환점을 계산하면 가족기업 대주주 및 특수관계인의 보통주 평균지분율이 E. S. G 및 ESG가 29.46±.12% 구간에 위치하고 있다. 기업가치가 곡선인 비선형관계를 보이고 ESG 성과 도출에 필요한 비용이 유의한 양(+)<sup>1</sup>의 관계를 보이는 것은 현재 우리나라 가족기업의 ESG 성과 도출에 필요한 비용 지출 규모가 최적 지출 규모보다 아직 낮은 수준으로 평가할 수 있다. Nollet, Filis and Mitrokostas(2016)는 Bloomberg ESG 점수를 이용하여 ESG와 순자산이익률, 총자산이익률 사이 선형관계는 유의하지 않았으나 비선형관계는 유의함을 밝혔다. Barnett and Salomon(2012)은 ESG 투자의 성과가 비선형적이라는 점을 실증적으로 분석하였다. 이 연구에 따르면, ESG 활동의 초기 단계에서는 비용 부담이 크기 때문에 재무성과가 감소할 수 있지만, 일정 임계점(threshold)을 넘어 ESG 활동이 충분히 성숙하게 되었을 때부터는 브랜드 평판, 고객 충성도 및 시장에서의 차별화를 통해 긍정적인 재무성과로 이어질 수 있다고 주장하였다. 윤태식과 최은정(2021)은 ESG 성과가 재무성과에 미치는 영향이 산업 특성과 기업 규모에 따라 상이하게 나타난다고 분석하며, ESG 활동의 효과가 일률적이지 않음을 주장하였다.

#### 4. 시사점

##### 가. 이론적 시사점

첫째, 가족기업이 비가족기업보다 ESG 성과를 긍정적으로 도출하고, 가족기업의 ESG 성과가 기업가치 제고에 긍정적임을 확인하였다. 이는 ESG 활동을 적극적으로 하는 가족기업이 정보비대칭성을 해소하고 자본조달을 용이하게 함으로써 자본비용을 감소시킨다(Frankel et al., 1999; 이정은과 노길관, 2021)는 점이 시장에서 정보비대칭성 문제를 해소할 수 있는 경제적 대리이론과 재무적 대리이론에 근간한 ESG 성과 관련 이론의 연계성을 보여주고 있음을 시사한다. Friedman(1970)의 대리인 문제 해소 역할에 긍정적임을 시사한다. 둘째, 가족기업이 ESG 활동을 수행하여 성과를 도출함으로써 기업의 성장 잠재력과 지속가능경영에 대한 예측가능한 정보를 전달할 수 있다는 시사점은 ESG 활동을 통한 성과 창출이 기업가치를 향상시킨다는 신호전달이론이 유효함을 증거한다. 결국, 가족기업의 자발적 ESG 활동은 경쟁자본시장에서 가족기업의 신뢰와 경쟁력을 제고시킨다는 시사점을 준다. 셋째, 의결

## 가족기업연구

권 없는 우선주뿐만 아니라, 보통주는 의사결정권 있는 소유경영자의 사적이익 추구가 아닌, 기업가치를 향상시키는데 기여할 수 있다. 특히, 의사결정권을 갖은 보통주의 주주는 지속가능경영보고서 등을 통해 적극적 ESG 활동을 홍보하고 성과를냄으로써 대리인문제를 해소하고 자본조달이론(Myers and Majluf, 1984)에 근간하여 품질 좋은 ESG 활동을 빠르고 혁신적으로 할 수 있음을 시사한다. 의사결정권이 있는 최대주주의 보통주 지분율이 높을수록 투자자의사결정, 연구개발, 기술혁신 등 양질의 기업정보를 적극적으로 공개하고, 홍보비용을 많이 쓸수록 기업가치를 향상시키는 데 조절효과를 한다는 것이다. 이는 의결권 있는 보통주에 의결권프리미엄이 있음을 의미한다. 넷째, Borghesi et al.(2014)은 기관 소유가 기업의 ESG/CSR 점수와 부정적으로 관련되어 있으며, Gillan et al.(2010)은 기업이 ESG 점수를 향상시키는 동안, 기관 소유가 실제로 감소한다는 증거를 제공하였다. 본 연구는 Borghesi et al.(2014)의 연구와 달리 기관 소유가 기업의 ESG점수를 향상시킨다는 Gillan et al.(2010)의 연구를 지지하고 있으나 기관 소유가 실제로 감소하는지는 밝히지 못하였다. 다섯째, 본 연구는 Nollet et al.(2016), Barnett and Salomon(2012) 등의 연구와 유사하게 가족기업의 ESG 성과가 기업가치에 차별적 영향을 미치는지 고정효과모형에 의한 회귀분석을 실시했다. 그 결과 대주주 및 특수관계인의 보통주지분율과 기업가치가 역 U자형의 비선형관계, 즉 위로 볼록한 곡선 관계로 나타난 절충가설을 지지하였다.

### 나. 실무적 시사점

첫째, 가족기업이 비가족기업보다 ESG 성과를 긍정적으로 도출하고, 가족기업의 ESG 성과가 기업가치 제고에 긍정적임을 확인한 실무적 시사점은 비가족기업도 가족기업처럼 ESG 성과를 긍정적으로 도출하도록 적극적인 ESG 활동이 필요함을 시사한다. 특히 우리나라에서 적극적인 활동에 비해 성과가 미흡한 환경(E) 범주에 대한 노력이 요구된다고 여긴다. 둘째, 가족기업 경영성과의 주요 요인이 ESG 활동에 의한 ESG 성과임을 다양한 이해관계자들에게 충분히 설득할 수 있는 자연스러운 환경 조성으로 ESG 활동 촉진 기반을 마련하고 ESG 예산이 비용이 아니라 투자임을 홍보할 필요성이 있음을 시사한다. 홍보비용을 들여서 기업정보를 지속적으로 알리는 것이 이해관계자들과의 갈등을 해소하고 기업가치를 향상시킨다(Freeman, 1984; Pfeffer, 1994; Clarkson, 1995)는 이해관계자 이론에 근거하여 기업은 이해관계자들을 고려하여야 한다. 셋째, 구조적 전환점을 계산하면 가족기업 대주주 및 특수관계인의 보통주 평균지분율이 E. S. G 및 ESG가 29.46±.12% 구간에 위치하고 있다. 기업가치가 곡선인 비선형관계를 보이고 ESG 성과 도출에 필요한 비용이 유의한 양(+)의 관계를 보이는 것은 현재 우리나라 가족기업의 ESG 성과 도출에 필요한 비용 지출 규모가 최적 지출 규모보다 아직 낮은 수준으로 평가할 수 있다. 하지만, 보통주 평균지분율 29.46±.12%를 기점으로 29.46±.12% 이상이면 가족기업의 ESG 활동이 기업가치에 더 높은 영향을 미치지 않음을 시사한다. 즉 보통주지분율에 따라 의사결정권한이 다르나 전문경영인으로 인한 대리인 문제가 가져오는 기업가치 저평가 문제를 높은 지분율을 보유한 가족기업이 이를 해결한다는 실무적 시사점을 주고 있다. 그러므로 ESG 활동은 의사결정을 과감히 할 수 있는 가족

이 소유하고 경영하는 가족기업 경영에서 그 필요성을 더 인식시키고 있다. 가족기업은 지속가능경영에 대한 간절함과 의지, 그리고 결단력 있는 ESG 활동을 함으로써 기업가치를 향상시킨다는 시사점을 주고 있다. 넷째, ESG 활동은 기업의 지속가능성을 확보하고 장기적인 기업가치를 향상시키는 핵심 요소이다. 기업이 ESG 경영을 적극적으로 도입할 경우, 브랜드 이미지 개선, 리스크 관리 강화, 투자 유치 증가, 직원 만족도 향상 등의 긍정적인 효과를 기대할 수 있다. 또한, 환경 보호 및 사회적 책임을 다하는 기업으로서의 입지를 확보함으로써 소비자들과 투자자들의 신뢰를 얻을 수 있다. 그러나 ESG 활동은 초기 투자 비용이 높고, 운영 부담을 증가시킬 수 있기 때문에 단기적으로 재무적 성과에 부담을 줄 가능성이 존재한다. 이에 따라 기업들은 ESG 투자에 따른 비용과 기대 효과를 균형 있게 고려하며, 장기적인 경쟁력을 강화할 수 있는 지속 가능 경영 전략을 수립해야 한다. 다섯째, 기업의 소유구조는 ESG 활동의 추진 방식과 강도를 결정하는 중요한 요소이다. 일반적으로 기관투자자의 개입이 강한 기업들은 ESG 활동을 보다 적극적으로 수행하는 경향을 보이며, 이는 기관투자자들이 장기적인 지속 가능성을 고려한 투자를 선호하기 때문이다. 이들은 기업의 ESG 성과를 중요한 투자 판단 요소로 삼고 있으며, 기업이 ESG 활동을 충실히 수행하도록 압력을 가하는 역할을 한다. 반면, 대주주 지배력이 강한 기업은 ESG 활동이 대주주의 이익과 충돌할 경우 소극적인 태도를 보일 가능성이 높다. 이는 단기적인 경영성과를 우선시하는 경향 때문일 수 있으며, ESG 경영이 기업의 단기 이익을 감소시킬 수 있는 점이 반영된 결과라고 볼 수 있다. 따라서 대주주 중심의 기업들이 ESG 활동을 효과적으로 추진하기 위해서는 거버넌스 구조의 개선이 필요하며, 이를 위한 제도적 지원 및 인센티브가 마련될 필요가 있다. 여섯째, ESG 활동이 기업가치에 긍정적인 영향을 미칠수록 ESG 친화적인 투자자들의 기업 유입이 증가하면서 소유구조의 변화를 유발할 가능성이 크다. 특히, ESG를 적극적으로 고려하는 기관투자자의 비중이 증가할 경우, 기업 경영진은 ESG를 전략적으로 활용하는 방향으로 경영 의사결정을 내릴 가능성이 높다. 이러한 변화는 기업이 ESG 활동을 지속적으로 확대할 수 있도록 하는 중요한 요인으로 작용할 수 있으며, 이에 따라 ESG 경영을 추진할 수 있는 제도적 장치와 유인책이 마련된다면, 기업들은 보다 지속 가능한 방식으로 성장할 수 있을 것이다.

## VI. 결론

본 연구는 가족기업의 ESG 성과가 기업가치에 미치는 영향과 소유구조의 조절효과로 인하여 기업가치가 향상되는지 분석하기 위해 2020년부터 2023년까지 4년 사이 가족기업 464개, 비가족기업 385개 합계 849개 표본을 회귀분석하였다. 분석 결과는 다음과 같다. 첫째, 가족기업과 비가족기업으로 양분할 때 독립변수인 가족기업이 종속변수인 환경 등급 점수, 사회 등급 점수, 지배구조 등급 점수, ESG 통합 등급 점수(환경 등급+사회 등급+지배구조 등급) 등에 양(+)의 영향을 미치고 있어 가족기업이 비가족기업보다 ESG 성과가 유의하게

## 가족기업연구

긍정적임을 보여주고 있다. 둘째, ESG 성과, 즉 환경 등급 점수, 사회 등급 점수, 지배구조 등급 점수, ESG 통합 등급 점수가 Tobin's Q 비율에 영향을 미칠 때 대주주 및 특수관계인의 보통주지분율, 외국인 보통주지분율, 기관투자자 보통주지분율 각각 상호작용이 있어 소유구조의 조절효과가 있음을 보여준다. 셋째, 가족기업의 ESG 성과가 기업가치에 차별적 영향을 미치는지 고정효과모형에 의한 회귀분석을 실시한 결과 대주주 및 특수관계인의 보통주지분율( $OWC$ )은 기업가치에 유의한 음(-)의 영향을, 대주주 및 특수관계인의 보통주지분율의 제곱( $(OWC)^2$ )은 기업가치에 유의하게 긍정적인 양(+)의 영향을 미치고 있다. 하지만 환경 등급 점수( $ESG_E$ ), 사회 등급 점수( $ESG_S$ ), 지배구조 등급 점수( $ESG_G$ ), ESG 통합 등급 점수(환경 등급+사회 등급+지배구조 등급)( $ESG$ )에 따라 그 값은 다소 차이가 있다. 이는 대주주 및 특수관계인의 보통주지분율과 기업가치가 역 U자형의 비선형관계가 있다는 것을 보여주며, 위로 볼록한 곡선 관계로 나타났다. 구조적 전환점을 계산하면 가족기업 대주주 및 특수관계인의 보통주 평균지분율이 E. S. G 및 ESG가 29.46±.12% 구간에 위치하고 있다. 기업가치가 곡선인 비선형관계를 보이고 ESG 성과 도출에 필요한 비용이 유의한 양(+)의 관계를 보이는 것은 현재 우리나라 가족기업의 ESG 성과 도출에 필요한 비용 지출 규모가 최적 지출 규모보다 아직 낮은 수준으로 평가할 수 있다.

본 논문은 다음의 기여가 있다. 첫째, 본 연구는 연구대상을 일반기업이 아닌 한국거래소 상장기업으로 정하고 이 상장기업을 가족기업과 비가족기업으로 양분해 ESG 성과가 기업가치에 미치는 영향을 비교하여 살펴본 점이다. 둘째, 가족기업만을 대상으로 ESG 성과가 기업가치에 미치는 영향을 살펴본 점이다. 이는 가족기업의 기업가치에 영향을 주는 결정요인을 밝힐 수 있는 기회, 즉 ESG 성과의 기여도를 측정한 연구라는 기여가 있다. 셋째, 일반적으로 의결권에 초점을 두고 연구를 하면 보통주에 관점이 쏠린다. 하지만 본 연구는 배당 등 투자효율을 중시하는 우선주에 관심을 지니고 보통주, 우선주 등 종류주식별, 즉 가족기업의 주식 종류별로 ESG 성과에 미치는 차별적 영향 여부를 분석한 기여가 있다. 넷째, 대개 일반회사뿐만 아니라 상장회사는 보통주의 주주를 중심으로 의사결정을 한다. 본 연구는 가족기업의 ESG 성과가 기업가치를 제고할 때 소유구조, 즉 보통주지분율이 조절하는지 분석하였다. 이는 ESG 성과에 보통주가 지니는 영향력으로 우선주 또는 우선주와 보통주를 혼재한 분석이 아닌 보통주의 의사결정이 ESG 성과를 조절하는지 그 효과를 분석한 의의를 지닌다. ESG 활동을 할 때 더 효과적인 ESG 성과를 도출한 실증분석이 ESG의 조절역할을 뒷받침하는 증거로 제공될 것이다. 이는 대리인문제를 해소하고, 자본시장에서 고품질 정보를 제공하여 경제 주체들간의 상호협력, 신뢰하고 서로 상호 지속가능한 사회를 만들 수 있는 근간이자 토대가 될 것이다. 뿐만 아니라 가족기업의 소유구조와 ESG 성과 사이 상호작용을 실증적으로 분석한 기여도는 ESG 연구에서 환경, 사회, 지배구조 요인의 상대적 중요성을 환기하는 기여가 있다. 다섯째, 고정효과모형에 의한 회귀분석으로 대주주 및 특수관계인의 보통주지분율과 기업가치가 역 U자형의 비선형관계, 즉 위로 볼록한 곡선 관계로 나타난 절충가설을 지지함은 가족기업의 ESG 성과가 기업가치에 차별적 영향을 미치는 지분율의 경계를 제공한 기여가 있다. 여섯째, 가족기업이 ESG 경영을 도입·강화할 경우 기업가치를 어떻게

향상시킬 수 있는지에 대한 실질적 전략 수립에 기여한다. 정부 및 정책 입안자가 가족기업을 위한 세제 혜택, ESG 인증제도, 투자 유치 지원 등 ESG 지원 정책을 수립할 때 참고할 수 있는 실증적 근거 제공의 기여가 있다.

연구의 한계는 다음과 같다. 첫째, 연구표본대상이 국내에 머문 한계에서 더 나아가 글로벌 기업과 국내 기업 사이 ESG 활동에 대한 비교 연구를 통하여 글로벌 상호 지속가능한 경영의 실증연구가 필요하다. 둘째, Pedersen et al.(2021)은 환경(E), 사회(S), 지배구조(G)를 각각 측정된 값과 미래 순영업자산이익률, 매출총이익률을 분석한 결과 환경(E), 사회(S)는 미래 순영업자산이익률, 매출총이익률 등 미래 이익률 측정치에 따라 상이한 결과를 나타내고 있으며, 지배구조(G)는 기업의 향후 이익률에 양(+)의 유의한 관계를 가진다고 보고하였다. 본 연구는 Pedersen et al.(2021)가 측정된 이익률 등의 변수를 고려하지는 않았으나 향후 우리나라가 연구할 주제이다. 셋째, 가족기업의 ESG 경영 활성화 방안에 대한 확장성 있는 사례연구, 소유구조와 ESG 경영의 최적화 연구, 가족기업에서 ESG 경영을 도입하는 과정에서 발생하는 주요 장애 요소 분석, 대주주 중심 기업에서 ESG 경영을 촉진할 수 있는 정책적, 제도적 인센티브 설계 등을 통해 가족기업이 ESG 활동을 보다 효과적으로 추진하고, 장기적인 경쟁력을 강화할 수 있도록 실증적 연구와 정책적 제언을 제공할 필요성이 있다.

“본 논문은 사단법인 가족기업학회 연구윤리규정을 준수하였음을 확인함.”

## 참고문헌

- 김영환, 허정하와 송동엽(2022), “기업의 ESG활동과 자율공시가 기업가치에 미치는 영향”, 「재무관리연구」, 제39권, 제1호, pp.121~144.
- 김윤경(2020), “기업 비재무정보(ESG) 공시가 재무성과와 기업가치에 미치는 영향”, 「규제연구」, 제29권, 제1호, pp.35~59.
- 김정섭, 정진영과 조성우(2024), “해외 의존도와 ESG 성과가 기업가치에 미치는 시너지 효과”, 「재무관리연구」, 제41권, 제2호, pp.85~106.
- 박성욱, 한가록과 이재은(2022), “중소기업 ESG에 대한 향후 연구 및 지원정책 방향: 키워드 네트워크 분석을 중심으로”, 「기업경영연구」, 제29권, 제6호, pp.71~95.
- 윤병섭(2022), “가족기업 소유구조가 연구개발 투자에 미치는 영향”, 「가족기업연구」, 제1권, 제1호, pp.23~62.
- 장유진, 한가록과 이재은(2023), “ESG 필요성 인식이 중소기업의 동적역량에 미치는 영향: 혁신지향성의 조절효과를 중심으로”, 「기업경영연구」, 제30권, 제5호, pp.75~91.
- 전덕영(2023), “유가증권시장 가족기업의 ESG성과와 기업특성이 기업가치에 미치는 영향”, 「가족기업연구」, 제2권, 제2호, pp.45~77.
- 전덕영(2024), “유가증권 상장기업의 특성이 ESG성과에 미치는 영향: 가족기업을 중심으로”, 「기업경영연구」, 제31권, 제3호, pp.27~56.
- 전덕영과 윤병섭(2022), “서울신용보증재단 지원 소상공인 예비창업자의 특성별 성과”, 「유라시아연구」, 제19권, 제1호, pp.1~40.
- Akerlof, G. A.(1970), “The Market for ‘Lemons’: Quality Uncertainty and the Market Mechanism”, *Quarterly Journal of Economics*, Vol.84, No.3, pp.488~500.
- Anderson, R. C., D. M. Reeb, W. Zhao(2012), “Family-Controlled Firms and Informed Trading: Evidence from Short Sales”, *Journal of Finance*, Vol.67, No.1, pp.351~385.
- Behl, A., P. S. R. Kumari, H. Makhija and D. Sharma(2021), “Exploring the Relationship of ESG Score and Firm Value Using Cross-Lagged Panel Analysis: Case of the Indian Energy Sector”, *Annals of Operations Research*, Vol.313, pp.231~256.
- Bifulco, G. M., R. Savio, M. F. Izzo and R. Tiscini(2023), “Stopping or Continuing to Follow Best Practices in Terms of ESG during the COVID-19 Pandemic? An Exploratory Study of European Listed Companies”, *Sustainability*, Vol.15, No.3, pp.1-16.
- Breuer, W., T. Müller, D. Rosenbach and A. Salzmann(2018), “Corporate Social Responsibility, Investor Protection, and Cost of Equity: A Cross-Country Comparison”, *Journal of Banking and Finance*, Vol.96, pp.34~55.
- Cornell, B. and A. Damodaran(2020), “Valuing ESG: Doing Good or Sounding Good?”, *Journal of Impact and ESG Investing*, Vol.1, No.1, pp.76~93.

- Duque-Grisales, E. and J. Aguilera-Caracuel(2021), “Environmental, Social and Governance(ESG) Scores and Financial Performance of Multilatinas: Moderating Effects of Geographic International Diversification and Financial Slack”, *Journal of Business Ethics*, Vol.168, No.2, pp.315~334.
- Fama, E. F. and M. C. Jensen(1983a), “Agency Problems and Residual Claims”, *Journal of Law and Economics*, Vol.26, No.2, pp.327~349.
- Fama, E. F. and M. C. Jensen(1983b), “Separation of Ownership and Control”, *Journal of Law and Economics*, Vol.26, No.2, pp.301~325.
- Friedman, M.(2020), “The Evolving Role of ESG in Corporate Strategy and Financial Performance”, *Harvard Business Review*, Vol.98, No.6, pp.34~47.
- Giese, G., L. E. Lee, D. Melas, Z. Nagy and L. Nishikawa(2019), “Foundations of ESG Investing: How ESG Affects Equity Valuation, Risk, and Performance”, *Journal of Portfolio Management*, Vol.45, No.5, pp.69~83.
- Gillan, S. L., J. C. Hartzell, A. Koch and L. T. Starks(2010), “Firms’ Environmental, Social and Governance(ESG) Choices, Performance and Managerial Motivation”, *Working Paper*, Texas Tech University.
- Jensen, M. C. and W. H. Meckling(1976), “Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure”, *Journal of Financial Economics*, Vol.3, No.4, pp.305~360.
- Jensen, M. C. and R. S. Ruback(1983), “The Market for Corporate Control: The Scientific Evidence”, *Journal of Financial Economics*, Vol.11, No.1-4, pp.5~50.
- Mohammad, W. M. W. and S. Wasiuzzaman(2021), “Environmental, Social and Governance(ESG) Disclosure, Competitive Advantage and Performance of Firms in Malaysia”, *Cleaner Environmental Systems*, Vol.2, 100015.
- Porter, M., G. Serafeim and M. Kramer(2019), “Where ESG Fails”, *Institutional Investor*, Vol.16, No.2, pp.1~17.
- Villalonga, B. and R. Amit(2006), “How Do Family Ownership, Control and Management Affect Firm Value?”, *Journal of Financial Economics*, Vol.80, No.2, pp.385~417.
- Zhao, C., Y. Guo, J. Yuan, M. Wu, D. Li, Y. Zhou and J. Kang(2018), “ESG and Corporate Financial Performance: Empirical Evidence from China’s Listed Power Generation Companies”, *Sustainability*, Vol.10, 2607.
- Zumente, I. and N. Lāce(2021), “ESG Rating-Necessity for the Investor or the Company?”, *Sustainability*, Vol.13, 8940.

## The Effects of ESG Performance of Family Businesses Listed on the Korea Exchange on Corporate Value

Park, Woo-Seok\* · Sung, Jong Soo\*\*

— <Abstract> —

**[Purpose]** The purpose of this study is to analyze the moderating effect of ownership structure when ESG performance of family companies listed on the Korea Exchange affects corporate value (Tobin's Q) and to analyze whether stakeholder hypotheses can be explained between ESG performance and family company value.

**[Design/Methodology]** The study sample targets companies that have ESG data for four years from 2020 to 2023 among family companies and non-family companies listed on the Korea Exchange (KRX). The sample target of this study, that is, the population, is 3,089 companies listed on securities with ESG performance between 2020 and 2023. 849 random samples were composed of 3,089 companies with ESG performance over a four-year period in the securities market.

**[Findings]** When ESG performance, i.e., environmental rating score, social rating score, governance rating score, and ESG integration rating score affect Tobin's Q ratio, there is an interaction between major shareholders and related parties, foreign common share, and institutional investors' common share, which has a moderating effect on ownership structure. A regression analysis based on a fixed-effect model was conducted to determine whether ESG performance of family companies had a discriminatory effect on corporate value. This shows that there is an inverted U-shaped nonlinear relationship between the common stock share of major shareholders and related parties and the corporate value, and it was found to be an upwardly convex curved relationship. When calculating the structural turning point, the average share of common stocks of major shareholders and related parties of family companies is located in the 29.46±.12% range of E.S.G and ESG. The fact that the corporate value shows a curved nonlinear relationship and the cost of deriving ESG performance shows a significant positive (+) relationship can be evaluated at a level where the current expenditure required for deriving ESG performance of Korean family companies is lower than the optimal expenditure.

**[Research implications]** This suggests that shareholders of common stock with decision-making rights can quickly and innovatively engage in quality ESG activities based on capital raising theory and solve agent problems by promoting active ESG activities through sustainable management reports. The largest shareholder with decision-making rights has a moderating effect on improving corporate value, the higher the common stock ownership and the more publicity costs are spent. This means that common stock with voting rights has a voting premium.

<Key Words> Family Business, ESG Performance, Corporate Value, Trade-off Hypothesis, Inverse U-shaped Nonlinear Relationship

\* Ph.D., CEO, Innos TV (svc53@nate.com, First Author)

\*\* Ph.D., KSA Future Strategy Promotion Team Researcher (sjs@ksa.or.kr, Corresponding Author)