

# 가족기업의 자발적 IR커뮤니케이션 활동이 기업가치에 미치는 영향: 소유구조의 조절효과, ESG의 매개효과

2024.04.25

서울벤처대학원대학교 융합산업학과(경영학 전공)

발 표 자: 이 지 연



# 목차

가족기업의 자발적 IR커뮤니케이션 활동이  
기업가치에 미치는 영향  
소유구조의 조절효과, ESG의 매개효과

- I 서론
- II 이론적 배경
- III 선행연구
- IV 연구방법
- V 실증분석
- VI 결론





# I. 서론





# I. 서론

## 1. 연구의 목적

### 연구의 필요성1

급변하는 불확실성의 4차 산업혁명시대에 기업을 둘러싼 다양한 이해관계자들과의 지속가능한 ESG경영과 기업의 자발적 IR커뮤니케이션 활동이 기업가치에 유의한 영향에 대한 선행연구 다수 존재, 하지만 가족기업의 자발적 IR커뮤니케이션과 소유구조와의 매개효과, ESG의 조절효과의 유의성을 분석하여 미래가치 제언하는 연구 없음

### 연구의 필요성2

지금은 PR의 시대, 기업이 ESG관점에서 이해관계자에게 IR하는 것은 기업가치 향상에 매우 필요함  
대를 이어 전통을 이어가고 혁신을 이루고자 하는 가족기업의 자발적 IR은 2025년부터 의무화 되는  
ESG 공시의 체계성과 이를 통한 ESG 성과개선 및 지속가능한 경영 실행이 필요함.

→ 본 연구는 선행연구를 토대로 2019년부터 2021년 3년 사이 한국거래소 ESG 포털에 ESG 공시를 하고

지속가능 보고서를 보유한 226개 가족기업의 668개 표본을 확보. 결측치를 제외한 최종 216개 기업, 648개 자료를 분석활용.

기존 연구가 기업 IR과 기업가치에 관한 연구, ESG 공시와 기업가치에 관한 연구에 머물렀다면

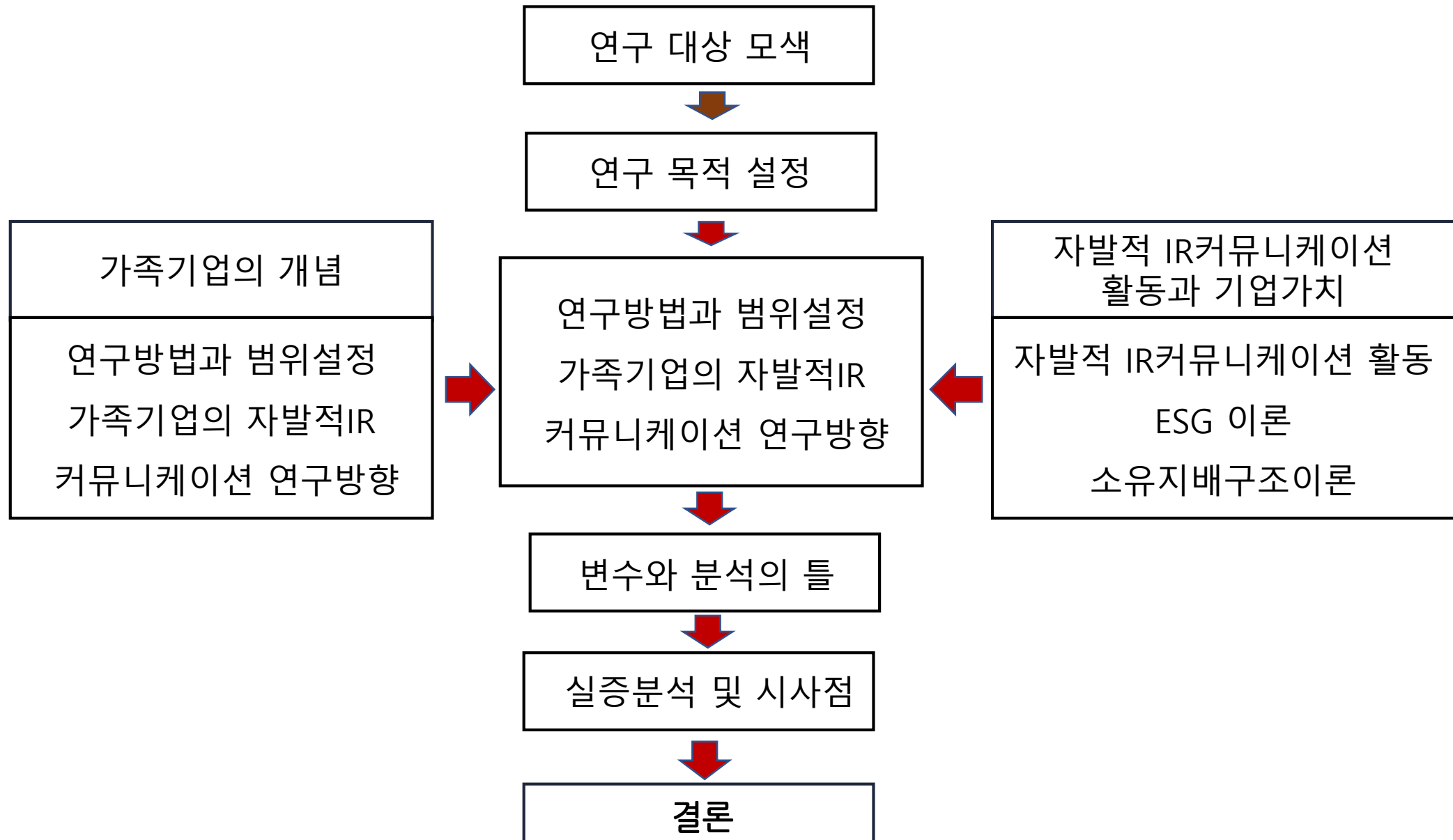
가족기업의 자발적 IR커뮤니케이션이 기업가치에 미치는 영향을 분석하고, 자발적IR커뮤니케이션 이론, ESG이론,

소유지배구조 이론을 중심축으로 가족기업의 독특한 소유구조의 조절효과와 ESG의 각 요소인 환경(E), 사회(S), 지배구조(G)의 매개효과를 실증분석하여, 기업가치에 체계적으로 유의한 영향을 주는지 실증 검증하는 최초의 연구임



# I. 서론

## 2. 연구의 방법 및 범위





## II. 이론적 배경





## II. 가족기업과 자발적 IR커뮤니케이션 활동

### 1. 가족기업의 의의와 특성, 역할

#### 가족기업 범위

◦ 가족기업은 오래된 기업의 형태, 가족이 지배하는 기업, 가족이 소유권이나 경영권 둘 중 하나를 지배하는 경우 기업가족이라고 함. 전세계적으로 국내외 약 60~80%의 기업이 해당  
LNT(2007)는 가족이 기업 소유권의 15% 이상을 가지고 전략적 영향을 미치며, 영속유지를 하는 기업이라 함. Astrachan(2002)  
Kleine(2005)은 가족의 관여 정도가 가족기업을 결정한다고 함



## II. 가족기업과 자발적 IR커뮤니케이션 활동

### 1. 가족기업의 의의와 특성, 역할

#### 가족기업 범위

- 규모에 따라 소상공인, 중소벤처, 중소기업, 대기업으로 분류, 약 37%가 대규모 가족기업에 해당.
- Westhead and Cowling(1998)은 가족기업의 기준을 4가지 유형으로 분류함
  - 첫째, 하나의 지배가족이 하나의 기업에 지분율을 50% 이상 소유(ownership).
  - 둘째, 지배기업을 친·인척집단이 가족기업으로 인정 또는 지각(perception)
  - 셋째, 하나의 지배가족 구성원이 가족기업을 경영(management).
  - 넷째, 하나의 지배가족이 보유한 소유권을 2세대 이상의 세대로 세대를 이전한 경험(ownership transition)



## II. 가족기업과 자발적 IR커뮤니케이션 활동

### 1. 가족기업의 의의와 특성, 역할

#### 가족기업 역할

- 가족기업은 창업의 엔진, 경제적, 사회적 역할,
- 지속성(Miller and Le Breton-Miller, 2005), 장기 지향성
- 가족기업의 공동체의식은 종업원에 대한 조직차원의 배려로 종업원의 직무에 대한 동기부여 가능 (Lee and Miller, 1999; Miller and Lee, 2001).
- 관계지향적, 네포티즘(친척중용주의), 집단적, 고립적 Anderson and Reeb(2003)



## II. 가족기업과 자발적 IR커뮤니케이션 활동

### 2. 자발적 IR커뮤니케이션 활동의 의의와 역할

#### IR의의 역할

- IR(Investor relations)은 기업이 자본시장에서 정당한 평가를 얻기 위하여 투자자를 대상으로 실시하는 홍보활동, 쌍방향 기업 재무 커뮤니케이션으로 기업 마케팅 활동, 전략적 경영책무으로 정의(전미IR협회, 1988)
- 자발적 IR 역할: 기업정보를 신속정확, 투명하게 투자자에게 제공하여 정보불균형 감소, 투자 판단에 도움, .(Frankel et al. 1999; Healy & Palepu 2001), 투자자와의 신뢰관계를 구축하여 기업의 장기발전에 기여(조준희, 2003).

#### 자발적IR 필요성, 효과

- 올바른 기업가치 평가, 자금조달 비용 감소, 경영권 안정, 기업 이미지 제고, 시장의견 반영, 투자자 보호의무 수행.
- 기업의 적극적이고 자발적인 IR커뮤니케이션으로 우호주주를 확보, 정보비대칭 완화 및 투자자 보호 효과, 경영진 보호 및 M&A, 4. 기업투자가치 상승 및 기업성장, 자본조달 비용 감소, 재투자에 따른 기업성장 및 적정주가 실현 이라는 선순환 효과



## II. 가족기업과 자발적 IR커뮤니케이션 활동

### 2. 자발적 IR커뮤니케이션 활동의 의의와 역할

#### 자발적IR 활동 이론

- 대리인이론: 기업 경영자인 대리인의 사익 추구 행동으로 인해 대리비용이 발생 Jensen, M. C.(1983), 대리인 행동 통제 감시 수단과 기업가치 향상 유인수단, 자발적IR이 보증수단이필요하다
- Jenses과 Meckling(1976), Fama(1980)
- 신호전달이론: 기업경영자와 이해관계자들 사이에 존재하는 정보불균형 현상(역선택 문제가 발생)을 해소를 위해 기업경영자가 자신이 알고 있는 사적 정보(private information)를 스스로 알리는 이론  
신호전달자인 기업 경영자는 좋은 품질의 신호전달을 통해 투자자에게 신뢰성 높은 기업정보를 전달하여 예측가능한 양질의 신호를 전달-> 시장과 투자자에게 상호커뮤니케이션



## II. 가족기업과 자발적 IR커뮤니케이션 활동

### 3. ESG의 의의와 역할

#### ESG의 개념

- ESG는 기업의 비재무적 요소인 **환경(Environment)**, **사회(Social)**, **지배구조(Governance)**를 의미.
- ESG는 투자자에게 기업의 비재무성과인 지속가능보고서, 이사회보고서 등을 IR커뮤니케이션 하는 툴이자 프레임이다. 환경, 사회, 지배구조를 자본시장과 투자자의 관점에서 보는 관점을 의미한다.

#### ESG공시와 평가기관

- ESG 공시는 사실에 기반한 경영이슈에 대한 공시로, 사업보고서, 주요사항보고서, 수시공시를 말한다.
- ESG 성과에 대한 평가는 국내 평가기관으로는 한국기업지배구조원, 대신지배구조연구소 등이 있으며, 각 기관에 따라 평가대상, 평가주기, 데이터 수집방식, 등급부여 등 평가방식에 다소 차이가 있다.



## II. 가족기업과 자발적 IR커뮤니케이션 활동

### 3. ESG의 효과와 이론

#### ESG 효과

- ESG는 기업의 재무성과와 비재무 가치를 창출한다. (Cornell & Damodaran, 2020)
  - ESG활동은 소비자 선호도를 높여 매출액 신장에 도움 (Lev et al., 2010)
  - 안정된 인적자원 운영을 하고 유능한 인재영입 가능성이 높다. (Turban & Greening, 1997)
1. 내부운영의 효율성: 에너지 절감, 환경 개선 2. 리스크 관리(안전사고) 3. 기업 성장 전략 실행(ESG비즈니스모델)

#### ESG 이론

- 이해관계자: 2019년 비즈니스라운드테이블에서 기업의 목적을 주주중심에서 이해관계자 중심 경영 선언  
기업에게 환경 및 사회적 책임 요구, 지속가능한 경영이 기업가치 증가 (Freeman, 1984)
- 대리인이론: 경영자의 사적이익 추구 행동은 기업가치에 부정적 영향을 미친다.  
경영자와 주주 사이 정보비대칭은 대리인 문제를 유발하므로 경영자의 자발적 IR커뮤니케이션 정보 공개로 문제 완화함 (Healy & Palepu, 2001).  
자본시장에 적절한 의사결정 및 지배구조 확립으로 경영자의 대리인 문제 해결 가능 (Shleifer & Vishny, 1997)



## II. 가족기업과 자발적 IR커뮤니케이션 활동

### 4. ESG성과의 의의와 특성

DBL(Double Bottle Line)기반 ESG 경영성과 측정체계

|                       | 환경 (E)                           |                                                            | 사회 (S)                                                                    | 거버넌스 (G) |
|-----------------------|----------------------------------|------------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------|----------|
| Product<br>(제품)       | 자원소비 절감<br>·재료 소비<br>·에너지<br>·용수 | 환경오염 저감<br>·온실가스 배출<br>·대기오염물질 배출<br>·수질오염물질 배출<br>·폐기물 배출 | 삶의 질<br>·불평등 해소<br>·일탈행위 방지<br>·사회제도적 안정<br>·공공이익 증대                      | 주주권익 보호  |
| Process<br>(공정)       |                                  |                                                            | 소비자 보호<br>·안전<br>·품질<br>·정보                                               | 회계투명성    |
| Value Chain<br>(가치사슬) |                                  |                                                            | 노동<br>·근로소득 불평등해소<br>·인사관리 관행<br>·안전/보건 관리                                | 부정부패행위   |
| Community<br>(공동체)    |                                  |                                                            | 동반성장<br>·계약이행 공정성<br>·불공정거래행위<br>·상생협력지원<br>·동반성장활동<br>·사회공헌구매<br>·사회책임구매 | 법질서 위반   |



## II. 가족기업과 자발적 IR커뮤니케이션 활동

5. 소유구조와 지배구조이론

### 절충 가설

- 경영자 지분율과 기업가치 사이의 관계는 경영자의 지분율이 증가하면 기업자원을 경영자 사익추구를 위한 행위와 경영자와 외부주주들 사이 이해관계를 일치하려는 행위 중 더 강력한 성향에 따라 달라진다.
- Stulz(1988)는 기업 경영자 소유지분은 기업가치와 비선형 관계라고 함. 김영숙과 이재춘(2000)은 주주의 지분율은 기업가치에 곡선관계라고 함. 경영자가 일정 지점 이상 지분율을 가지는 경우 가치비극대화 행위 할수 있다.

### 이해일치 가설

- 경영자와 외부 주주 간에 발생하는 대리인 문제에서 제기된 이해일치가설(Jensen and Meckling, 1976) 경영에 참여하는 내부주주의 지분률이 증가할수록 기업가치가 증가한다.
- 소유구조와 기업가치가 일치하도록 변동한다(Demsetz and Lehn, 1985)
- 경영자의 지분이 많을수록 경영자 스스로 시장의 정보 비대칭 문제를 해소하기 위해 자발적IR을 적극적으로 한다.

### 경영자 안주가설

- 경영자의 소유지분이 늘어나면 기업가치가 감소한다.(Morck et al, 1988)
- 기업에 대한 지분을 일정 한도 이상 가지면 경영자는 기업에 대한 의사결정권과 통제권을 가지게 되어 안주한다. 즉, 경영자 자신의 이익추구를 하는 행위를 한다: 자녀 불법 증여, 자식 계열사 일감 몰아주기 등 주주가치에 반대하는 행동을 함. 이는 ESG투자판단의 주요 요소로 다루고 있음



# III. 선행연구





### III. 선행연구

#### 1. 가족기업, 자발적 IR 커뮤니케이션, 소유구조, ESG의 선행연구



#### 선행연구

| 연구자                           | 주요 분석내용                                               |
|-------------------------------|-------------------------------------------------------|
| 이아영 외(2012)                   | • 소유구조를 가지고 있는 가족기업이 비가족기업보다 더 적극적인 공시를 함             |
| 강원 외(2005)                    | • 지배주주는 자신의 사익추구를 위해 기업가치를 낮게 하는 의사결정을 함              |
| Chen(2008)                    | • 정보비대칭이 클수록 정보수요 증가하며, 자발적 IR 커뮤니케이션 활동을 더 적극적으로 함   |
| Landon and Smith(1997)        | • 기업 평판은 더 좋은 경영성과에 긍정적 영향을 줌                         |
| 위평량(2006)                     | • 기업윤리경영, ESG 관련 정보 공시효과가 존재하며, 사회공헌이 기업가치에 긍정적 영향(+) |
| Abeysekera and Fernando(2018) | • 대리인 문제 해결을 위해 가족기업은 ESG를 선택함                        |
| Chava (2014)                  | • 환경 프로필이 나쁜 기업의 자본과 부채가 더 높음.                        |
| Tamayo(2013)                  | • 광고 수준에 따라 기업가치에 대한 ESG와의 연관성이 있음                    |



### III. 선행연구

#### 4. 선행연구의 시사점과 본 연구의 방향



#### 선행연구의 시사점

가족기업의 자발적 IR공시활동을 독립변수로 연구한 선행연구는 기업가치와 재무성과에 유의한 영향과 관련한 연구가 되어 왔다.

가족기업의 소유구조가 기업가치에 유의한 영향이 있다는 연구가 존재한다

자발적 ESG IR공시활동을 독립변수로 연구한 선행연구는 기업성과와 가치에 양(+)의 영향을 준다는 연구가 되어 왔다.

ESG는 기업의 경영성과에 유의한 영향을 준다는 연구가 되어 왔다.



- 본 연구는 가족기업을 대상으로 기업의 자발적 IR 커뮤니케이션(독립변수) 기업가치(종속변수)에 미치는 영향에서 ‘가족기업의 소유구조를 조절변수로 도입하여 매개변수인 ‘ESG 성과’의 하위변수인 환경(E), 사회(S), 지배구조(G) 각각에 체계적으로 유의한 영향을 다룬 초기연구이다.



## IV. 연구방법





## IV. 연구방법:가설

### 1. 연구가설

가설:가족기업의 자발적IR커뮤니케이션 활동이 기업가치에 영향을 미칠 것이다.

가설1

가족기업이 비가족기업보다 자발적 IR커뮤니케이션 활동을 더 많이 할 것이다.

가설2

자발적 IR커뮤니케이션 활동을 하는 가족기업의 가치가 클 것이다.

가설3

가족기업의 지분율이 클수록 자발적 IR커뮤니케이션 활동을 잘 할 것이다

가설2

자발적 IR커뮤니케이션 활동을 하는 가족기업의 가치향상에는 소유구조가 조절할 것이다.

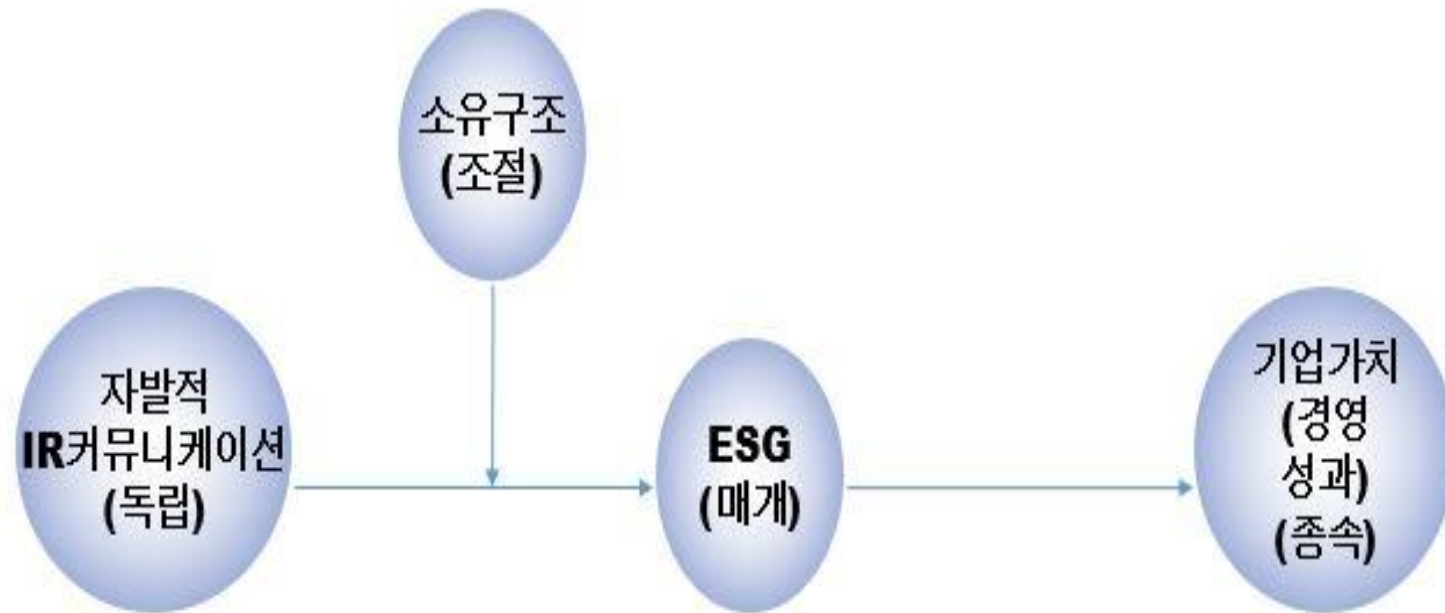
가설3

자발적 IR커뮤니케이션 활동을 하는 가족기업의 가치향상에는 ESG가 매개할 것이다.



## IV. 연구방법

### 2. 연구모형





## IV. 연구방법

### 4. 자료수집 및 분석방법

연구대상은 한국거래소에 ESG 공시를 하고 ESG 포털(esg.krx.co.kr)에 지속가능보고서를 보유하고 있는 기업이며, 216개 가족기업이다. 연구표본은 총 648개이다.



기술통계량 및 상관관계 분석  
회귀분석 및 가설검증 결과



# V. 실증분석





# VI. 결론





## VI. 결론

## VI. 결론

### 첫째

가족기업은 지속가능보고서 공시를 통해 적극적이고 자발적인 IR커뮤니케이션 활동을 한다

### 둘째

자발적인 IR커뮤니케이션 활동을 하는 가족기업의 가치는 높다.

### 셋째

가족기업의 소유구조, 지분율에 따라 자발적 IR커뮤니케이션 활동에 유의한 영향을 준다.

### 넷째

자발적 IR커뮤니케이션 활동을 하는 가족기업의 가치향상에 소유구조가 조절한다.

### 다섯째

가족기업의 자발적 IR커뮤니케이션 활동에 ESG가 부분 매개한다.

가족기업의 자발적IR  
커뮤니케이션 활동이  
기업가치에 미치는 영향



경청해주셔서  
대단히 감사합니다

Q&A

