

유가증권시장 가족기업의 ESG성과와 기업특성이 기업가치에 미치는 영향

전덕영**

<요약>

[연구목적] 연구의 목적은 유가증권시장 가족기업의 ESG성과와 기업특성이 Tobin's Q, BPS, EPS, ROA의 기업가치에 미치는 영향을 분석하는 데 있다.

[연구방법] 연구표본은 2020년부터 2022년까지 ESG등급이 있는 유가증권시장에 상장된 가족기업 182개 기업에 대하여 3년 동안 각 연도의 자료를 가지고 546개의 데이터를 통해 회귀 분석하였다.

[연구결과] 첫째, 유가증권시장 가족기업의 ESG성과와 기업특성 요인인 ESG의 사회성과, 종업원 수, 외국인지분율, 제조업 업종은 Tobin's Q에 유의한 양(+)의 영향이 있었다. 둘째, 유가증권시장 가족기업의 ESG성과와 기업특성 요인인 ESG의 사회성과, 서울지역, 가족기업 규모(총자산), 제조업 업종은 BPS에 유의한 양(+)의 영향이 있었다. 셋째, 유가증권시장 가족기업의 ESG성과와 기업특성 요인인 ESG의 환경성과, 서울지역, 가족기업 규모(총자산), 외국인지분율, 대주주지분율, 제조업 업종은 EPS에 유의한 양(+)의 영향이 있었다. 넷째, 유가증권시장 가족기업의 ESG성과와 기업특성 요인인 ESG의 환경성과, 외국인지분율이 ROA에 유의한 양(+)의 영향이 있었다. 다섯째, 유가증권시장 가족기업의 ESG성과와 종업원 수의 상호작용효과에서 사회성과*종업원 수는 Tobin's Q, BPS에, 환경성과*종업원 수는 ROA에 상호작용효과가 나타났으나, EPS는 상호작용효과가 없는 것으로 나타났다.

[연구의 시사점] 가족기업이 존속하고 성장하기 위한 지속가능한 경영을 위해서는 ESG에 대한 성과관리를 포함한 가족기업의 소유와 경영의 발전이 중요하다. 본 연구는 아직까지 국내에서 다루지 못한 가족기업의 ESG성과와 기업특성이 기업가치를 향상시킬 수 있다는 것과 가족기업의 기업가치를 향상시킬 수 있는 ESG성과와 가족기업의 특성요인들을 발견한 의의를 가진다.

<주제어> 가족기업, ESG성과, 기업특성, 기업가치, 유가증권시장

논문투고일 : 2023. 11. 30. 1차 수정일 : 2023. 12. 26. 게재확정일 : 2023. 12. 28.

* 본 논문은 가족기업학회 추계학술발표대회에서 발표한 논문으로 토론자와 심사자에게 감사드립니다.

** 경영학박사, 서울신용보증재단 책임전문위원(jjjdddy@hanmail.net)

I. 서 론

가족기업은 세계 경제에서 중요한 역할을 하며, 세계화와 경제 건전성에 상당한 기여를 하고 있다. 2021년 500대 가족기업의 매출액은 7조 2,800억 달러로 미국, 중국에 이어 세계 3위의 경제적 기여와 세계 고용시장에 기여하고 있음을 입증하였다(Espinosa-Méndez et al. 2023). 가족기업은 선진국, 개발도상국가, 저개발국가에서도 쉽게 찾을 수 있는 기업의 형태이다(Anderson and Reeb 2003; 정민규 외 2018). 임외석(2018)에 따르면 세계적으로 창업한 지 100년 이상의 장수기업 보유 국가는 2014년 기준으로 일본 25,321개, 미국 11,735개, 독일 7,632개, 영국 3,435개, 스위스 1,747개, 이태리 1,472개, 프랑스 1,319개, 오스트리아 1,086개, 네덜란드 1,060개, 캐나다 828개로 나타났다. 국가별로 장수기업이 많으면 기업승계를 통해 지속가능경영을 하므로 국가발전, 산업발전, 일자리창출 등에 도움이 된다. 선진국에서는 창업자 가족이 최대주주인 가족기업의 성장률과 재무성과를 주목하였다.

지속가능경영을 위해서는 가족기업의 역할이 중요하다. 가족기업은 창업과 경영의 과정에서 자연스럽게 형성된 기업의 형태로 소유와 지배가족이 존재한다. 가족기업은 가족이 기업 활동을 관리하면서 기업의 중요한 의사결정 또는 전략적 방향을 결정하는 특성이 있다. 글로벌 투자은행 크레디트스위스는 가족들의 지분 또는 의결권이 약 20% 이상인 기업을 가족기업으로 분류하였다. 가족기업에 월마트, 이케아, 알파벳, 로레알, 하이네켄, LVMH, 폴스크바겐, 삼성그룹 등과 같은 기업들이 포함되었다(허공희 외 2021).

가족기업과 관련한 선행연구에는 경제적 성과가 그들의 유일한 목표라는 암묵적인 가정이 있다. 가족기업은 경제적 목표와 비경제적 목표를 모두 가질 수 있다(Chrisman et al. 2004). 가족기업의 재무성과와 비재무성과는 모든 기업의 핵심자원으로, 특히 금융자원의 제약으로 어려움을 겪는 기업에게는 더욱 중요하다. 금융에 대한 접근성은 금융기관의 인식에 따라 가족기업이 해결해야 하는 주요과제가 된다(Arzuabiaga et al. 2023). 최근 국내 투자와 평가기관들은 스투어드십 코드를 도입하여 투자기업에 대한 경영 참여를 적극적으로 진행한다. 기관 투자자는 투자대상기업을 평가하기 위한 활동 지침이나 절차, 방법에 대한 내부지침을 마련하고 있다. 여기서 핵심이 ESG이다. ESG평가는 투자 및 평가기관들이 기업성과 및 가치평가에서 재무성과와 비재무성과를 함께 고려하여 기업위험을 측정하고 관리하기 위한 것으로, 기업의 지속가능경영을 추론하는 역할을 한다(박진혁·이장우 2022).

선행연구들은 가족기업과 비가족기업에 대한 재무성과, 금융접근성, 영업위험, 부채조달, 자본구조, R&D, 다양성, 사례연구(Hamid et al. 2015; Gao et al. 2022; Arzuabiaga et al. 2023; 남영호·문성주 2007; 박재환·성낙필 2012; 최성섭·이미영 2017; 김지원 외 2018; 임외석 2018; 정민규 외 2018; 윤병섭 2022)등을 다루었다. 그러나 가족기업의 ESG성과와 기업가치에 대한 연구는 많이 부족하다. 세계적으로 기업의 지속가능경영의 중요성이 강조되고 있고, 가족기업이 ESG와 관련하여 사회적 요구에 능동적으로 대응하는 것이 필요하다(차한솔 외

2021). 국내에서 유가증권 상장기업의 다수가 가족기업이다. 유가증권시장의 가족기업들은 다른 기업들보다 ESG경영을 적극적으로 실천하고 있으며, ESG성과도 공시되고 있다. ESG 성과가 있는 가족기업의 기업가치와 관련한 유가증권 상장기업들을 대상으로 객관적인 자료들을 확보할 수 있다면 연구에서 다양한 흥미와 발전을 제공할 것이다.

본 연구의 목적은 유가증권시장 가족기업들을 대상으로 ESG성과와 기업특성이 기업가치에 영향을 미치는 영향을 분석함에 있다. 유가증권시장 가족기업의 기업가치인 Tobin's Q, BPS, EPS, ROA에 긍정적 영향을 미치는 ESG성과와 기업특성 요인들을 밝힌다면 가족기업의 지속가능경영과 기업성장에 기여할 수 있을 것이다. 본 연구는 선행연구와 비교하여 다음과 같은 차별성을 가진다.

첫째, 연구의 대상이 되는 국가에서 Gao et al.(2022)은 미국 국가를, Arzubagi et al.(2023)은 스페인 국가를, Hamid et al.(2015)은 말레이시아 국가를 대상으로 연구하였으나, 본 연구는 대한민국을 중심으로 연구하였다. 그리고 독립변수에서 가족기업이 가장 많은 서울지역 여부를 더미변수로 사용하고, 국내 지역별로 나누어 기업가치를 정치하게 분석하였다. 둘째, Gao et al.(2022), 박재환·성낙필(2012), 차한솔 외(2021), 김희은 외(2023)는 Tobin's Q, ROA 등을 종속변수로 사용하였다. 본 연구는 Tobin's Q, BPS, EPS, ROA의 변수를 기업가치를 나타내는 종속변수로 사용하였다. 기업가치 변수는 가족기업이 가장 중요시 하는 객관적 성과로서 가족기업이 경영하는 목적에 맞는지 판단할 수 있는 변수이다. 셋째, 자료조사 방법의 차별성이다. Arzubagi et al.(2023), 최성섭·이미영(2017), 임외석(2018), 윤병섭(2022) 등은 설문조사, 사례조사, 한국거래소 자료를 사용하여 분석하였다. 본 연구는 한국거래소 ESG 포털, 공정거래위원회 기업집단별 소속회사 현황, 네이버증권, 금융감독원 DART로부터 유가증권시장에 상장된 가족기업에 대한 자료를 확보하여 분석에 사용하였다. 넷째, 연구기간의 차별성이다. Hamid et al.(2015)은 3년(2009~2011년), 남영호·문성주(2007)는 6년(1997~2002년), 박재환·성낙필(2012)은 5년(2006~2010년), 정민규 외(2018)는 10년(2004~2013년)에 비해 본 연구는 최근의 실증자료를 확보할 수 있는 최대기간인 3년(2020~2022년)의 자료로서 ESG성과와 기업특성을 반영할 수 있는 최근 데이터를 가지고 분석에 활용한 차별성이 있다. 다섯째, 분석방법의 차별성이다. Arzubagi et al.(2023), 김지원 외(2018), 임외석(2018), 차한솔 외(2021)는 구조방정식모델, 사례분석, 회귀분석 등을 주로 사용하였다. 하지만 본 연구는 차이분석, 상관분석, 회귀분석, ESG성과*종업원 수의 상호작용효과에 대한 분석을 실시하여 기업가치에 대해 세밀하게 분석하는 노력을 기울였다.

본 연구는 유가증권시장 가족기업의 ESG성과와 기업특성 요인이 기업가치에 기여하는 다양한 시사점을 제공하고자 한다. 선행연구가 중요하게 다루지 못한 가족기업의 기업가치에 대한 영향 요인을 실증 분석한다면 가족기업의 기업가치 증대와 지속가능경영에 도움이 될 것이다. 본 연구 결과에서 가족기업들을 중심으로 재무성과로 중요시되고 있는 ESG성과와 기업특성이 기업가치에 긍정적인 영향을 미친다는 결과를 제시한다면 가족기업의 지속가능경영과 기업가치를 높이는데 기여할 것으로 판단된다.

II. 선행연구

1. 가족기업과 대리인 이론

가족기업은 가족이 지분을 보유하고, 가족구성원이 이사회에 참여하며, 창업자 또는 창업자의 후계자가 경영자로 참여하는 경우로 가족기업을 정의한다. 가족기업은 다양한 명칭으로 불리고 있으며, 대체적으로 가족기업의 분류기준은 소유 기준과 경영 참여를 기준으로 한다. 소유 기준은 최종오너, 최대주주, 지분 및 의결권 보유 등이며, 경영참여 기준은 이사회·감사위원회 참여 등이 기준이다. 가족기업을 넓게 정의하면 창업자 가족이 소유지분을 갖고 있거나 창업자 가족구성원이 이사회에 참여하고 있는 경우이다(Anderson and Reeb 2003; 박재환·성낙필 2012; 최성섭·이미영 2017).

Westhead and Cowling(1998)에 의하면 가족기업은 4가지 기준으로 정의된다. 첫째, 단일 지배 가족으로 기업의 소유권을 50% 이상 보유하고 있는 경우, 둘째, 해당 기업을 친·인척 집단이 가족기업으로 인정하는 경우, 셋째, 단일지배 가족의 구성원이 기업을 경영하는 경우, 넷째, 소유한 기업을 단일지배 가족의 구성원이 2세대 이상 승계된 경우 등이다. 이는 가족기업을 구분하는 기준에 있어 가족의 경영참여 보다 소유권에 비중을 두고 있으며, 가족기업의 개념을 하나의 기준보다 4가지 기준을 혼용한 복합기준이 적용된다고 주장한 것이다(윤병섭 2022).

대리인 이론(Agency Theory)은 가족기업과 비가족기업의 성과 연구를 위해 적용할 수 있다. 대리인 이론의 관점에서 가족기업은 비가족기업보다 성과가 양호하다. 이는 가족구성원이 소유와 경영에 모두 참여하여, 소유자와 경영자 사이의 특별한 이해충돌이 최소화되기 때문이다. 가족기업은 장기간의 투자기간으로 인한 투자의 효율성이 높다. 이는 가족구성원의 다음 세대를 위해 기업가치를 유지하기를 원하기 때문이다(Koji et al. 2020). Chrisman et al.(2004)은 가족기업에서 가족참여가 대리인 문제를 완화, 악화 또는 생성하는지 연구하였다. 가족기업은 경제적 목표, 비경제적 목표를 모두 추구할 가능성이 높기 때문에 비가족기업에서 발생하는 대리인문제의 행동들이 가족기업에는 없을 수 있다고 설명하였다.

Anderson and Reeb(2003)은 미국의 S&P 500 기업들을 대상으로 가족소유권과 기업성과를 연구하였다. 외부 CEO보다 가족구성원 CEO가 재직할 때 기업성과가 더 양호하게 나타났다. 이는 가족기업의 성과가 가족의 부와 강하게 연결되어 있기 때문에 경영자를 모니터링하고, 소액주주에게 있는 무임승차 문제를 최소화하므로 대리인 문제를 줄이고자 한다고 보고하였다. 김희은 외(2023)는 대리인문제와 ESG경영의 측면에서 가족기업들을 대상으로 대주주 가족의 직접 경영과 기업가치의 관련성을 분석하였다. 전문경영인이 경영하는 가족기업보다 지배주주 가족이 직접경영에 참여하는 가족기업의 기업가치가 낮게 나타났다. ESG

성과가 향상된 기업은 기업가치에서 가족경영의 긍정적 효과가 높아지는 것으로 나타났다.

2. 가족기업의 ESG성과와 기업가치

Amel-Zadeh and Serafeim(2018)은 투자자들을 대상으로 설문조사하여 환경, 사회 및 지배구조의 ESG정보를 사용하는 이유와 방법을 조사하였다. 투자자들이 ESG정보를 투자 의사결정에서 고려하는 가장 큰 이유는 ESG정보가 투자성과에 재무적으로 중요하다고 생각하기 때문이다. ESG정보는 주로 위험에 대한 정보를 제공하는 것으로 인식하였다. 기업을 스크리닝하는 데 가장 많이 사용하는 방법은 네거티브 스크리닝(Negative Screening)으로 정보를 사용하는 경우가 많았으나, 미래에는 포지티브 스크리닝(Positive Screening)을 더 많이 활용할 것으로 예상하였다.

박진혁·이장우(2022)는 ESG를 ESG경영, ESG평가, ESG투자의 세가지로 나누었다. ESG경영은 투자자의 요구에 대응하여 기존 경영방식에 환경, 사회적책임, 지배구조개선의 3가지 요구사항들을 반영한 경영방식을 말한다. 이는 ESG목표의 수립, 목표달성을 위한 전략과제 도출, ESG전략을 수행하기 위한 제도 및 경영 인프라 구축 등으로 재무성과를 추구하던 경영 방식과 다르게 환경, 사회적책임, 지배구조개선의 비재무적 활동을 기업이 자발적으로 수행하도록 하는 것이다. ESG평가는 투자자가 기업의 비재무적 정보들을 고려한 자금 투자를 위해 객관화한 평가 지표이다. 이는 기업의 환경, 사회적 책임활동과 지배구조개선에 대한 평가, 기업의 지속가능경영 수준에 대한 평가를 정량화한 것이다. ESG투자는 사회적책임을 다하는 기업에 투자하는 것이다. 이는 투자자의 관점에서 기업이 환경, 사회적책임, 지배구조개선 활동을 자발적으로 수행하도록 투자자가 직접 주도하는 것이라고 하였다.

Espinosa-Méndez et al.(2023)은 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. ESG성과의 환경성과와 사회성과가 기업가치에 유의한 양(+)의 영향을 미치는 것으로 나타났다. 그러나 지배구조성과는 기업가치에 유의한 영향이 없는 것으로 나타났다. 더 중요한 것은 재무적제약과 대리인비용이 있는 경우에 ESG성과가 기업가치에 미치는 영향이 더 낮음을 발견하였다.

Pulino et al.(2022)은 2011년부터 2020년까지 이탈리아 상장기업들을 대상으로 ESG공시가 기업성과에 미치는 영향을 패널회귀분석하였다. ESG공시와 EBIT의 기업성과 사이에는 긍정적인 양(+)의 값이 있음을 발견하였다. Raja Ahmad et al.(2023)은 2018년부터 2021년까지 180개 표본 수를 가지고 말레이시아의 상장기업들을 대상으로 ESG점수 공시가 기업성과에 미치는 영향을 조사하였다. 전체 ESG점수는 Tobin's Q의 시장기반성과와 ROA, ROE의 재무기반성과를 향상시키는 것으로 나타났다. 이와 같이 ESG점수 공시는 투자자의 신뢰를 얻고, 투자와 경영성과를 높임으로써 기업성과에 기여하는 것으로 나타났다.

Koji et al.(2020)은 2014년부터 2018년까지 Bloomberg 데이터를 통해 551개의 가족기업,

861개의 비가족기업으로 구성된 1,412개의 일본기업들을 대상으로 기업지배구조가 ROA, Tobin's Q의 재무성과에 미치는 영향을 연구하였다. 가족기업은 비가족기업보다 우수한 성과를 보여주었다. 지배구조 요소가 Tobin's Q에 미치는 영향에 있어 기관소유권은 가족기업, 비가족기업의 Tobin's Q의 기업성과에 긍정적인 영향이 있었다. 외국인소유권은 가족기업의 ROA의 성과에 긍정적인 영향이 있었고, 외국인소유권은 비가족기업의 Tobin's Q에 긍정적인 영향이 있었다. 정부소유권은 ROA로 측정되는 가족기업의 성과에 긍정적인 영향을 주었으나, Tobin's Q는 부정적인 영향이 있는 것으로 나타났다.

김영환 외(2022)는 2013년부터 2019년까지 유가증권 상장기업을 대상으로 ESG활동과 자율공시가 기업가치에 미치는 영향을 분석하였다. 기업의 ESG활동에서 환경활동은 자율공시 수준을 향상시켰다. 그러나 사회활동, 지배구조활동은 자율공시수준에 유의한 영향이 없었다. 자율공시는 Tobin's Q에 유의한 양(+)의 값이 있었으나, 기업의 ESG활동은 Tobin's Q에 유의한 영향이 없는 것으로 나타났다. 박진혁·이장우(2022)는 2011년부터 2020년까지 유가증권 상장기업 5,151개의 ESG평가 자료를 사용하여 기업의 소유구조 특성이 ESG평가에 미치는 영향을 분석하였다. 가족기업의 경우 ESG평가가 유의한 음(-)의 값이 있었고, 대규모기업집단에서는 ESG평가가 유의한 양(+)의 값이 있었다. 그리고 ESG평가는 기업가치에 긍정적인 영향을 미치는 것으로 나타났다.

3. 가족기업의 특성과 기업가치

Klein(2000)에 의하면 독일 가족기업의 핵심은 소유권이다. 독일의 가족기업은 가족들이 밀접하게 소유하고 있다. 분석 자료는 주주 수와 가족이 소유하고 있는 주식비율 사이에 음(-)의 상관관계를 보여주었다. 가족기업은 사업을 가족 내에 유지하기 위해 제한된 주주의 수를 유지하고 있다. 정책적으로도 개인의 소유를 지원하고 보호함으로써 가족기업을 지원한다. 기업에 대한 소유권을 줄이고, 소유권에 대한 책임을 늘리는 것은 가족기업을 유지하는 매력을 줄이는 것이라고 주장하였다.

윤병섭 외(2005)는 유가증권시장 상장기업들을 대상으로 소유지분과 기업가치를 분석하였다. 종속변수인 기업가치에는 Tobin's Q의 비율을 사용하였고, 독립변수에는 대주주 1인 지분율, 기관투자자 지분율, 외국인지분율, 연구개발비율, 광고비율, 부채비율, 기업규모의 변수를 사용하였다. 연구개발비율과 광고비율이 기업가치에 양(+)의 값이 나타난 결과에 대해 연구개발비율과 광고비율이 높으면 기업의 수익성을 증가시킨다고 설명하였다. 부채비율이 기업가치에 양(+)의 값이 나타난 결과에 대해 부채규모가 크면 감세효과로 인해 기업의 이익증가가 나타나 기업가치가 상승한다고 하였다. 대주주 1인 지분율이 높으면 대주주 대리비용 정보가 시장에 즉시 반영되어 기업가치에 긍정적이라고 보고하였다.

Hamid et al.(2015)은 말레이시아의 가족기업과 비가족기업에 대해 단기부채비율, 장기부채비율, 부채비율의 자본구조가 자기자본이익률(ROE: Return on Equity)의 수익성에 미치는 영향을 연구하였다. 2009년부터 2011년까지 3년 기간 말레이시아 상장기업 276개 기업을 연

구한 결과 부채비율은 수익성과 높은 음(-)의 관련성이 있음을 보여주었다. 즉 수익성이 있는 기업들이 주요자금조달 옵션으로 지분에 더 많이 의존하고 있음을 시사하였다. 이는 부채비율의 증가가 수익성 감소와 관련이 있음을 나타낸 것이다. Chrisman et al.(2004)은 미국 중소기업개발센터(SBDC : Small Business Development Center)에서 상담지원을 받은 48개주의 27,167개 중소기업들을 대상으로 설문지를 발송하였다. 최종적으로 가족기업과 비가족기업의 표본 1,141개로 확정하여 분석한 결과 업력이 낮을수록 매출성장이 높았고, 매출액이 낮을수록 매출성장이 높게 나타났다. 그리고 가족기업과 전략계획의 상호작용은 음(-)의 상호작용효과가 있는 것으로 나타났다.

변혜영(2012)은 Kis-Value, TS2000, KCMi 데이터를 가지고 코스닥 상장기업의 대주주 지분율과 기업가치를 분석하였다. 종속변수인 기업가치에는 Tobin's Q, ROA, ROE, 주가수익률 등을 사용하였다. 대주주지분율이 50% 이하는 기업가치에 양(+)이 값이 있었고, 50% 초과시에는 음(-)의 값이 나타나 역 'U자형' 관계가 나타났다. 최성섭·이미영(2017)은 2011년부터 2014년까지 유가증권시장 가족기업 424개의 1,696개 표본 수를 가지고 가족기업의 가족지분율이 Tobin's Q, EBIT, EBITDA의 기업성과에 미치는 영향을 연구하였다. 가족기업의 가족지분율과 기업성과 사이에는 선형이 아닌 비선형구조가 있었다. 추가적으로 변동성, 기업연수를 추가하여 2SLS로 추정한 결과 가족지분율과 기업성과 사이에 비선형구조는 여전히 존재하고 있음을 확인하였다.

김동욱·김병곤(2014)은 2002년부터 2013년까지 유가증권 상장기업의 가족기업에서 관계사가 있는 4,925개의 기업 자료를 사용하여, 지배주주의 소유권이 기업가치에 미치는 영향을 분석하였다. 기업가치에 영향을 주는 변수로 소유권, 지배구조, 총자산순이익률, 기업규모, 매출액증가율, 레버리지비율, 산업더미 등의 변수를 사용하였다. 기업지배구조변수로는 외국인지분율, 지배주주의 경영참여 여부, 이사회규모, 사외이사비율을 사용하였다. 지배주주의 소유권이 낮은 기업은 관계사에 대한 대여금이 많은 것으로 나타났다. 그리고 관계사에 대한 신용공여와 자금대여는 가족기업의 기업가치를 하락하게 하는 것으로 나타났다. 윤병섭(2022)은 2019년부터 2021년까지 3년 기간 한국거래소에 상장된 91개 기업을 대상으로 가족기업의 소유지분과 경영참여가 R&D 투자에 미치는 영향을 분석하였다. 가족기업에서 전문경영자보다 소유와 경영이 동일한 소유경영자가 R&D 집약도에 긍정적 영향이 있어 R&D 투자를 촉진시키고 있다고 하였다. 그리고 가족기업의 가족구성원의 수가 많을수록 R&D 투자에 긍정적 영향이 있는 것으로 나타났다.

본 논문은 가족기업의 ESG성과와 기업특성이 기업가치에 미치는 영향을 유가증권 상장기업의 자료를 가지고 그 대안을 제시하고자 한다. 본 연구의 선행연구에 대해 <표 1>의 국내외 선행연구와 <표 2>의 국내외 선행연구에 대한 변수요약을 체계적으로 정리하였다.

가족기업연구 제2권 제2호

<표 1> 국내외 선행연구

연구자	국가	연구기간	연구대상	표본 수	조사방법	분석방법
Arzubiaga et al.(2023)	스페인	2013	중소기업	289	설문	SEM
Gao et al.(2022)	미국	2001~2018	대기업	9,644	KLD	회귀
Hamid et al.(2015)	말레이시아	2009~2011	상장기업	276	DataStream	회귀
Wang et al.(2023)	미국	2007~2017	S&P 1500	3,710	SEC, Compustat, ISS	패널회귀
김지원 외(2018)	한국	2004~2017	KOSPI	7,640	Kis-Value	패널회귀
김희은 외(2023)	한국	2014~2020	KOSPI	534	KCGS	차이, 회귀
남영호·문성주(2007)	한국	1997~2002	KOSDAQ	3,057	Kis -Fas, DART	차이, 회귀
박재환·성낙필(2012)	한국	2006~2010	KOSPI	2,730	Kis-Value, DART	Anova, 회귀
송준기·우태우(2018)	한국	2012~2015	상장기업	1,421	Kis-Value, KCGS	회귀
윤병섭(2022)	한국	2019~2021	KOSPI	91	한국거래소 DB	회귀
임외석(2018)	한국	2018	천년기업	3	사례조사	사례분석
정민규 외(2018)	한국	2004~2013	KOSPI	4,008	Kis-Value	패널회귀
차한솔 외(2021)	한국	2011~2019	KOSPI, KOSDAQ	11,614	Kis-Value, FnGuide, DART	차이, 회귀
최성섭·이미영(2017)	한국	2011~2014	KOSPI	1,696	한국거래소 자료	패널회귀, 2SLS
허공희 외(2021)	한국	2011~2019	KOSDAQ	9,368	DART, Kis-Value등	회귀
본연구	한국	2020~2022	KOSPI	546	DART, KCGS, 네이버증권	차이, 회귀

유가증권시장 가족기업의 ESG성과와 기업특성이 기업가치에 미치는 영향

<표 2> 국내외 선행연구에 대한 변수요약

연구자	가족기업	ESG	지역	업력	총자산	종업원수	외국인 지분율	대주주 지분율	업종	Tobins'Q	BPS	EPS	ROA
Arzubiaga et al.(2023)	0			0		0			0				
Gao et al.(2022)	0				0				0	0			0
Hamid et al.(2015)	0								0				0
Wang et al.(2023)	0			0	0				0				
김지원 외(2018)	0			0	0		0						
김희은 외(2023)	0	0		0	0			0	0	0			
남영호·문성주(2007)	0			0	0			0					0
박재환·성낙필(2012)	0				0				0	0			
송준기·우태우(2018)	0	0		0	0				0				0
윤병섭(2022)	0			0	0			0	0				
임외석(2018)	0			0									
정민규 외(2018)	0							0					
차한솔 외(2021)	0			0	0		0	0		0			0
최성섭·이미영(2017)	0			0				0	0	0			
허공희 외(2021)	0			0	0					0			
본연구	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
합계	16	3	1	12	11	2	3	7	10	7	1	1	6

Ⅲ. 연구표본과 연구모형

1. 자료수집 및 연구방법

유가증권시장 가족기업의 ESG성과와 기업특성이 기업가치에 미치는 영향에 대한 본 연구 목적을 달성하기 위하여 한국ESG기준원의 ESG등급을 활용하였다. 한국ESG기준원의 ESG 등급은 환경(E), 사회(S), 지배구조(G), 종합(ESG)으로 분류된다. 환경은 환경경영, 환경성과, 이해관계자 대응에 대한 환경경영의 평가이다. 사회는 근로자, 협력사 및 경쟁사, 소비자, 지역사회에 대한 사회책임경영의 평가이다. 지배구조는 주주권리보호, 이사회, 감사기구, 정보공개에 대한 기업지배구조에 대한 평가이다.

한국ESG기준원의 KCGS 기준으로 ESG등급은 S, A+, A, B+, B, C, D의 7등급으로 분류된다. 본 연구는 2020년부터 2022년까지 ESG등급이 있는 유가증권시장에 상장된 가족기업들을 대상으로 분석하고자 한다. 이를 위해 한국거래소 ESG포털(<https://esg.krx.co.kr>), 금융감독원 DART(<https://dart.fss.or.kr>), 네이버증권(<https://finance.naver.com>), 공정거래위원회 기업집단별 소속회사 현황(<https://www.egroup.go.kr>)에서 공시된 자료들을 통해 분석할 수 있는 변수들을 확보하였다. 대주주지분율은 사업보고서의 최대주주 및 특수관계인의 지분율을 수집하여 사용하였다. 본 연구에 사용된 데이터는 2020년부터 2022년까지 유가증권시장에 상장된 182개 가족기업으로 전체 표본 수는 546개가 된다. 유가증권시장 가족기업의 ESG성과와 기업특성이 기업가치에 미치는 영향을 분석하기 위해 선행연구 등의 문헌연구로부터 실증분석까지 적용할 수 있는 여러 변수들을 조사하였다. 독립변수는 E, S, G, 서울지역, 가족기업 업력, 가족기업 규모(총자산), 종업원 수, 외국인지분율, 대주주지분율, 제조업의 변수를 사용하였고, 종속변수는 Tobin's Q, BPS, EPS, ROA의 4가지로 사용하였다.

가족기업의 정의는 학자들마다 기준이 다양하다. 첫째, 최대주주 및 특수관계인의 지분율이 20% 이상인 경우(윤병섭 2022; 김희은 외 2023), 최대주주 및 특수관계인의 지분율이 30% 이상인 경우(박재환·성낙필 2012), 최대주주 및 특수관계인의 지분율이 50% 이상인 경우(Westhead and Cowling 1998; 남영호·문성주 2007; 김동욱·김병곤 2014; 김지원 외 2018)이다. 둘째, 공정거래위원회가 정한 기업집단에 포함되는 경우(김희은 외 2023)이다. 셋째, 기업경영에 가족구성원이 참여하는 경우(Westhead and Cowling 1998; 송준기·우태우 2018; 박진혁·이장우 2022)이다. 이는 가족기업의 포괄적 정의를 구체화한 것이다. 따라서 본 연구의 가족기업은 다음 3개 조건 중에서 1개 이상을 충족하는 기업을 가족기업으로 정의한다. ① 최대주주 및 특수관계인의 지분율이 30% 이상인 경우, ② 공정거래위원회가 정한 기업집단에 포함되는 경우, ③ 기업경영에 가족구성원이 참여하는 경우이다.

2. 가족기업의 표본특성

본 연구는 2020년부터 2022년까지 3년 기간 ESG성과가 있는 유가증권시장 가족기업을 표본대상으로 하였다. 표본 추출 절차는 다음과 같다. 먼저 2020년부터 2022년까지 한국ESG 기준원의 KCGS 기준으로 ESG등급이 있는 758개 유가증권 상장기업을 대상으로 하였다. 그리고 공정거래위원회 기업집단, 금융감독원 DART, 네이버증권에서 758개 유가증권 상장기업에 대한 자료를 확보하였다. 이 중에서 금융업 업종, 2020년부터 2022년 사이에 ESG등급이 없는 기업, 결측치가 있는 기업을 합한 84개의 기업을 표본에서 제외하였다. 그러나 2020년부터 2022년 사이에 1회 이상 ESG등급이 있는 기업은 모두 표본에 포함하였다. 그리고 본 연구의 가족기업의 범위에 해당하는 최대주주 및 특수관계인의 지분율이 30% 이상 보유하고 있거나, 공정거래위원회가 정한 기업집단에 포함되어 있거나, 가족구성원이 기업경영에 참여하고 있는 경우에 해당하는 674개의 기업으로 분류하였다. 이 중에서 실증분석에 활용 가능한 추가 변수가 있는 표본 수는 182개 기업이다. 최종적으로 본 연구는 2020년부터 2022년까지 ESG등급이 있는 가족기업 182개 기업에 대하여 3년 기간의 자료, 546개의 데이터를 가지고 분석에 사용하였다.

<표 3> 유가증권시장 가족기업의 표본특성

변 수	구분	빈도	비율(%)	변 수	구분	빈도	비율(%)
Tobin's Q	100% 이하	300	54.9	가족기업규모 (총자산)	2조원 이하	255	46.7
	100% 초과	246	45.1		2조원 초과	291	53.3
BPS	35,000원 이하	274	50.2	종업원 수	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		
	40년 초과	279	51.1				

유가증권시장 가족기업의 표본특성을 <표 3>과 같이 정리하였다. 종속변수에서 Tobin's Q는 100% 이하 기업이 54.9%, 100% 초과 기업이 45.1%이다. BPS는 35,000원 이하 기업이 50.2%, 35,000원 초과 기업이 49.8%이며, EPS는 2,000원 이하 기업이 50.4%, 2,000원 초과 기업이 49.6%로 나타났다. ROA는 4% 이하 기업이 57.7%, 4% 초과 기업이 42.3%이다. 독립변수에서 가족기업 업력은 40년 이하가 48.9%, 40년 초과가 51.1%이고, 가족기업 규모(총자산)는 2조원 이하가 46.7%, 2조원 초과가 53.3%이며, 종업원 수는 1,500명 이하가 48.4%,

1,500명 초과가 51.6%이다. 외국인지분율은 10% 이하가 48.9%, 10% 초과가 51.1%이며, 대주주지분율은 50%이하가 61.5%, 50% 초과가 38.5%로 나타남을 알 수 있다.

3. 회귀분석 모형

본 연구는 유가증권시장 가족기업의 ESG성과와 기업특성이 기업가치에 미치는 영향을 실증 분석하고자 한다. 독립변수에는 E, S, G, 서울지역, 가족기업 업력, 가족기업 규모(총자산), 종업원 수, 외국인지분율, 대주주지분율, 제조업을 사용하였다. 종속변수인 기업가치에는 Tobin's Q, BPS, EPS, ROA를 사용하였다. 유가증권시장 가족기업의 ESG성과와 기업특성이 기업가치에 미치는 영향에 대한 본 연구의 회귀분석 모형은 다음과 같다.

첫째, 유가증권시장 가족기업의 ESG성과와 기업특성이 기업가치인 Tobin's Q에 긍정적인 영향이 있는지를 검증하기 위한 (가설 1)의 회귀분석 모형은 (식 1)과 같다.

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

.....(식 1)

둘째, 유가증권시장 가족기업의 ESG성과와 기업특성이 기업가치인 BPS에 긍정적인 영향이 있는지를 검증하기 위한 (가설 2)의 회귀분석 모형은 (식 2)와 같다.

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

.....(식 2)

셋째, 유가증권시장 가족기업의 ESG성과와 기업특성이 기업가치인 EPS에 긍정적인 영향이 있는지를 검증하기 위한 (가설 3)의 회귀분석 모형은 (식 3)과 같다.

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

.....(식 3)

넷째, 유가증권시장 가족기업의 ESG성과와 기업특성이 기업가치인 ROA에 긍정적인 영향이 있는지를 검증하기 위한 (가설 4)의 회귀분석 모형은 (식 4)와 같다.

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

.....(식 4)

다섯째, 유가증권시장 가족기업의 ESG성과와 기업특성이 기업가치인 Tobin's Q, BPS,

유가증권시장 가족기업의 ESG성과와 기업특성이 기업가치에 미치는 영향

EPS, ROA에 미치는 영향에서 상호작용효과로서 E*종업원 수, S*종업원 수, G*종업원 수를 검증하기 위한 (가설 5)의 회귀분석 모형은 (식 5), (식 6), (식 7), (식 8)과 같다.

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

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

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

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

여기서,

- TQ : Tobin's Q(%) (시가총액 + 총부채) / 총자산
- BPS : 주당순자산(log)
- EPS : 주당순이익(log)
- ROA : 총자산이익률(%)
- E : 환경성과(등급)
- S : 사회성과(등급)
- G : 지배구조성과(등급)
- SEL : 서울지역 여부(더미변수)(여: 1, 부: 0)
- YEA : 가족기업 업력(년)(log)
- SIZ : 가족기업 규모(총자산)(억원)(log)
- EMP : 종업원 수(명)(log)
- FOR : 외국인지분율(%)
- OWN : 대주주지분율(%)
- MAN : 제조업 여부(더미변수)(여: 1, 부: 0)
- ϵ_i : 오차항

4. 변수의 조작적 정의

1) 종속변수

종속 변수인 기업가치는 Tobin's Q, BPS, EPS, ROA의 방법을 사용하여 성과를 측정했다.

Wang et al.(2023)은 상장된 가족기업, 특히 이후 세대의 가족소유와 관련된 기업의 고유한 특성이 시간이 지남에 따라 가족기업의 기업가치에 대해 다양한 우선순위를 보여주었다. Koji et al.(2020)에 따르면 지배구조(G) 요인이 Tobin's Q에 미치는 영향에서 기관지분의 보유는 가족기업과 비가족기업의 성과를 촉진하는 중요한 요인으로 나타났다. 본 연구의 Tobin's Q는 주가와 발행주식수를 곱한 시가총액에 총부채를 합하여 총자산으로 나눈 비율로서 %로 표시한다. BPS(Bookvalue Per Share)는 주식 1주당 순자산가치를 의미하는 주당순자산이다. 주당순자산은 총자산에서 총부채를 차감한 금액인 순자산을 발행주식수로 나눈 값이다. BPS가 높으면 주당순자산이 높게 되어 기업가치가 높다. 본 연구의 BPS는 순자산을 발행주식수로 나눈 값으로 원으로 표시한 실수(實數)이며, 낮은 이례치 효과를 위해 log값으로 한다. EPS(Earning Per Share)는 주식 1주당 순이익을 나타내는 주당순이익이다. 주당순이익은 당기순이익을 발행주식수로 나눈 값이다. EPS가 높으면 주당순이익이 높게 되어 기업가치가 높다. 본 연구의 EPS는 당기순이익을 발행주식수로 나눈 값으로, 원으로 표시한 실수(實數)이며, 낮은 이례치 효과를 위해 log값으로 한다. ROA(Return on Asset)는 총자산이익률로서 일정기간 총자산이 생산한 순이익을 반영하는 수익성 비율이다(Omondi-Ochieng 2019). 본 연구의 ROA는 당기순이익을 총자산으로 나누어 산출한 비율로서 %로 한다.

2) 독립변수

독립변수에서 ESG성과는 환경성과를 E, 사회성과를 S, 지배구조성과를 G로 표시한다. ESG성과는 기업투자와 기업의 지속가능성에 대한 영향을 파악하는 요소이다. 본 연구는 한국ESG기준원의 KCGS 등급을 사용하여 환경성과(E), 사회성과(S), 지배구조성과(G)의 ESG성과로 사용하였다. 본 연구는 2022년에 ESG등급이 있는데 2020~2021년에는 ESG등급이 없는 기업, 2021~2022년에 ESG등급이 있는데 2020년에는 ESG등급이 없는 기업과 같이 2020년부터 2022년 사이에 1회 이상 ESG등급이 있는 기업은 모두 표본에 포함하였고, 이 기간 ESG등급이 없는 10개 표본 수에 대한 KCGS등급은 D등급으로 처리하였다. 그리고 2020년부터 2022년까지 표본에 대한 KCGS 등급을 A+, A, B+, B, C, D에 대하여 최저 등급 1점부터 최고 등급 6점까지 점수를 부여하였고, ESG의 환경성과(E), 사회성과(S), 지배구조성과(G)와 기업가치 사이에 양(+)의 값을 예측한다. 서울지역은 가족기업들이 많이 활동하고 있는 사업장 소재지이다. 유가증권시장에 상장된 가족기업의 전국 지역은 크게 서울시, 경기도, 경상도, 기타지역의 4개로 분류할 수 있다. 본 연구를 위해 전국 지역을 서울시의 서울지역과 경기도, 경상도, 기타지역을 합한 기타지역으로 나누어 서울지역을 1, 기타지역을 0으로 하는 더미변수를 사용하며 기업가치와의 사이에 양(+)의 값을 예측한다. 가족기업 업력은 본 연구의 분석 시점(2023.4.30.)에서 가족기업의 사업을 개시한 시점을 뺀 가족기업의 사업기간으로 기업가치와의 사이에 양(+)의 값을 예측한다. 남영호·문성주(2007)는 가족기업의 업력이 오래될수록 총자산순이익률에 부정적 영향이 있는 것으로 나타났다. 이는 가족기업의 가족분쟁, 승계문제, 내적소유권 누수 등이 발생할 가능성이 높기 때문이라고 하였다. 본 연구에서 가족기업의 업력은 실수(實數)이며, 낮은 이례치 효과를 위해 log값으로 하여 기업가

치 사이에 양(+)¹의 값을 예측한다. 가족기업 규모는 가족기업의 총자산이다. 총자산과 총자본은 같다. 총자산의 크기는 그 기업이 운영하는 자산의 규모를 나타낸다(박재환·성낙필 2012). 본 연구에서 가족기업 규모인 총자산은 실수(實數)이며, 낮은 이레치 효과를 위해 log 값으로 하여 기업가치 사이에 양(+)¹의 값을 예측한다. 종업원 수는 유가증권시장 가족기업에서 근무하는 정규직 종업원의 수이다. 창업자는 창업 초기부터 자신의 일자리를 창출하고 종업원을 고용함으로써 다른 사람의 일자리를 창출한다. 그리고 사업이 성장하면서 고용역력이 되면 종업원 수를 증가시킨다(전덕영·윤병섭 2020). 본 연구의 가족기업의 종업원 수는 실수(實數)이며 기업가치 사이에 양(+)¹의 값을 예측한다. 가족기업의 지분율은 가족기업의 소유구조를 의미한다. 가족기업의 소유구조는 외국인지분율, 대주주지분율, 기관투자자지분율 등으로 분류할 수 있다. 외국인지분율은 가족기업의 전체 주식 수에서 외국인이 보유한 주식 수에 대한 비율로서 %로 나타낸다. 외국인지분율과 기업가치 사이에 양(+)¹의 값을 예측한다. 대주주는 「자본시장과 금융투자업에 관한 법률」(자본시장법)에서 정하는 본인과 국세기본법시행령에 해당하는 친족 및 특수관계인이 소유한 주식 총수가 가장 많은 주주이다(윤병섭 2022). 본 연구의 대주주지분율은 사업보고서의 최대주주와 특수관계인의 지분을 합한 주식수를 전체 주식 수로 나눈 비율로 %로 나타낸다. 대주주지분율과 기업가치 사이에 양(+)¹의 값을 예측한다. 가족기업의 업종은 크게 제조업, 도소매업, 서비스업(정보통신업 포함), 기타업종 등으로 구분할 수 있다. 본 연구는 제조업을 중심으로 제조업 업종을 1, 비제조업 업종을 0으로 하는 더미변수를 사용하여 제조업 업종과 기업가치 사이에 양(+)¹의 값을 예측한다. <표 4>는 주요 변수의 정의 및 계산식을 종합적으로 정리하였다.

<표 4> 주요 변수의 정의 및 계산식

구분	변수 정의 및 계산식	측정지표
종속 변수	<i>TQ</i> Tobin's Q: (시가총액(2023.4.30.) + 총부채(2022년))/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, %
독립 변수	<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: 여(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: 여(1), 부(0)	더미변수

IV. 실증분석

1. 기술통계량

기술통계량은 <표 5>와 같다. 변수의 평균에서 종속변수는 Tobin's Q는 116.21%, 주당순자산은 110,661원, 주당순이익은 7,057원, 총자산이익률은 3.53%로 나타났다. 독립변수에서 가족기업의 업력은 40년, 가족기업 규모(총자산)은 7조 9,824억 원, 종업원 수는 4,738명, 외국인지분율은 15.67%, 대주주지분율 44.93% 등임을 알 수 있다.

<표 5> 기술통계량

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>	가족기업규모(총자산)	억원	546	79,824	222,296	579	2,600,838
<i>EMP</i>	종업원 수	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.

2. 차이분석

유가증권시장 가족기업의 기업가치에 대해 지역별로 차이분석한 결과는 <표 6>과 같다. 지역별로 전국을 서울시, 경기도, 경상도, 기타지역으로 분류하여 기업가치를 분산 분석한 결과 Tobin's Q, BPS, EPS, ROA는 통계적으로 각각 유의한 차이가 있었다. 첫째, Tobin's Q는 서울시와 기타지역 사이에서 분산의 차이가 크게 나타났다. Tobin's Q는 기타지역, 경상도, 경기도, 서울시의 순으로 높게 나타났다. 둘째, 주당순자산과 주당순이익은 서울시와 경

상도 지역 사이에서 분산의 차이가 크게 나타났다. 주당순자산과 주당순이익은 서울시, 경기도, 기타지역, 경상도 순으로 높게 나타났다. 서울시는 다른 지역 보다 유입인구가 많고, 부동산 등의 자산 가치가 높고, 자본시장이 활발하며, 다양한 산업이 존재하여 주당순자산과 주당순이익에 기여한다고 판단된다. 셋째, 총자산이익률은 경상도와 기타지역 사이에서 분산의 차이가 크게 나타났다. 총자산이익률은 기타지역, 경기도, 서울시, 경상도 순으로 높게 나타났다.

<표 6> 유가증권시장 가족기업의 지역별 기업가치 차이분석

변수	차이분석	서울시	경기도	경상도	기타지역
TQ	평균	100.79	117.15	137.45	198.15
	표준편차	47.20	55.80	147.83	136.11
	F-value	25.900***			
BPS	평균	151,051	44,332	29,866	35,282
	표준편차	464,369	48,204	32,157	39,361
	F-value	3.839***			
EPS	평균	9,086	5,132	900	3,012
	표준편차	30,768	11,595	5,470	4,622
	F-value	2.433*			
ROA	평균	3.49	3.89	1.04	5.76
	표준편차	7.08	4.39	7.01	6.32
	F-value	4.562***			
N	546	351	90	54	51

주 1) TQ: Tobin's Q(%), BPS: 주당순자산(%), EPS: 주당순이익(%), ROA: 총자산이익률(%).

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

유가증권시장 가족기업의 기업가치에 대해 업종별로 차이분석한 결과는 <표 7>과 같다. 업종별로 제조업, 도소매업, 서비스업, 기타업종으로 분류하여 기업가치를 분산 분석한 결과 Tobin's Q, BPS, EPS는 각각 통계적으로 유의한 차이가 있었으나, ROA는 통계적으로 유의한 차이가 없는 것으로 나타났다. 첫째, Tobin's Q는 제조업과 도소매업 업종 사이에서 분산의 차이가 크게 나타났다. Tobin's Q는 제조업, 서비스업, 기타업종, 도소매업의 순으로 높게 나타났다. 둘째, 주당순자산과 주당순이익은 제조업과 서비스업 업종 사이에서 분산의 차이가 크게 나타났다. 주당순자산과 주당순이익은 제조업, 도소매업, 기타업종, 서비스업의 순으로 높게 나타났다. 셋째, 총자산이익률은 도소매업과 서비스업 사이에서 분산의 차이가 있었다. 총자산이익률은 서비스업, 기타업종, 제조업, 도소매업의 순으로 높게 나타났다. 전체 업종에서 제조업이 서비스업보다 총자산이익률이 낮은 것은 제조업은 서비스업에 비해 제조공정이 복잡하고, 공장, 시설, 재료비 등의 총자산 비중이 높게 투자되지만, 투자대비 순이익은

낮은 편으로 총자산이익률이 낮게 형성되는 것을 보여주었다. 기업은 단기적인 이익 보다는 장기적 관점에서 지속적 성장을 추구해야 한다. 기업이 지속적 성장을 통한 기업가치의 증대를 추구하고, 기업가치 증대는 기존 사업의 수익성과 함께 각 사업역량을 계속적으로 강화하여 미래사업의 가치를 높이므로, 기업가치를 극대화해 나가는 것이 중요하다(김병구 2020).

<표 7> 유가증권시장 가족기업의 업종별 기업가치 차이분석

변수	차이분석	제조업	도소매업	서비스업	기타업종
TQ	평균	128.05	84.30	120.49	92.39
	표준편차	99.62	33.12	54.27	30.84
	F-value	8.096***			
BPS	평균	150,057	119,731	34,162	51,702
	표준편차	494,103	130,749	35,325	79,763
	F-value	3.181**			
EPS	평균	9,944	6,001	2,473	2,748
	표준편차	32,311	14,150	11,376	6,316
	F-value	3.297**			
ROA	평균	3.49	2.32	4.21	3.67
	표준편차	5.66	6.93	8.00	8.13
	F-value	.916			
N	546	306	54	90	96

주 1) TQ: Tobin's Q(%), BPS: 주당순자산(%), EPS: 주당순이익(%), ROA: 총자산이익률(%).

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

3. 상관분석

본 연구변수의 상관분석은 변수 간의 상관관계 결과로서 <표 8>과 같다. Tobin's Q는 ROA, 제조업 업종 사이에 양(+)의 관련성을 보여준다. BPS는 EPS, ROA, E, S, G, 서울지역, 가족기업 규모(총자산), 종업원 수, 외국인지분율, 제조업 업종 사이에 양(+)의 관계를 나타내고 있다. EPS는 ROA, E, S, G, 가족기업 규모(총자산), 종업원 수, 외국인지분율, 제조업 업종 사이에 양(+)의 영향을 보여주고 있다. ROA는 E, S, G, 외국인지분율사이에 양(+)의 관련성이 있었다. 변수 간의 상관 계수에서 VIF는 3.280이하로 다중공선성(Multicollinearity)의 문제는 발생하지 않으므로, 본 연구의 타당성을 입증한다.

유가증권시장 가족기업의 ESG성과와 기업특성이 기업가치에 미치는 영향

<표 8> 상관분석

	<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>	.005	.566***	1												-
<i>ROA</i>	.082 [*]	.159***	.438***	1											-
<i>E</i>	-.014	.409***	.246***	.130***	1										2.851
<i>S</i>	.025	.407***	.201***	.092**	.758***	1									2.969
<i>G</i>	-.058	.276***	.140***	.072 [*]	.582***	.667***	1								1.985
<i>SEL</i>	-.255***	.185***	.046	-.008	.003	.041	.087**	1							1.119
<i>YEA</i>	-.129***	-.076 [*]	-.048	-.052	-.036	-.071 [*]	-.056	.048	1						1.048
<i>SIZ</i>	-.018	.542***	.303***	.065	.579***	.500***	.349***	.038	.063	1					3.280
<i>EMP</i>	.059	.392***	.215***	.008	.526***	.442***	.272***	.041	.037	.784***	1				2.695
<i>FOR</i>	.069	.322***	.303***	.203***	.404***	.400***	.332***	.027	.016	.579***	.480***	1			1.839
<i>OWN</i>	.034	-.149***	-.097**	-.150***	-.284***	-.240***	-.269***	-.037	-.128***	-.354***	-.271***	-.506***	1		1.410
<i>MAN</i>	.165***	.145***	.075 [*]	-.006	.080 [*]	.033	-.116***	-.314***	-.085**	.036	.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*: 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*: 종업원 수 (명)(log), *FOR*: 외국인지분율(%). *OWN*: 대주주지분율(%), *MAN*: 제조업 여부(더미)(여: 1, 부: 0).

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

4. 회귀분석

유가증권시장 가족기업의 ESG성과와 기업특성이 Tobin's Q, BPS, EPS, ROA의 기업가치에 미치는 영향에 대해 아래와 같이 회귀분석을 실시하였다.

1) 유가증권시장 가족기업의 ESG성과와 기업특성이 Tobin's Q에 미치는 영향

유가증권시장 가족기업의 ESG성과와 기업특성이 기업가치인 Tobin's Q에 미치는 영향(가설 1)에 대한 회귀분석 결과는 <표 9>와 같다. 유가증권시장 가족기업의 ESG성과와 기업특성 요인인 사회성과(S), 종업원 수, 외국인지분율, 제조업 업종은 Tobin's Q에 유의한 양(+)의 영향이 있었다. 이는 사회성과(S)가 높을수록, 종업원 수가 많을수록, 외국인지분율이 높을수록, 제조업 업종이 Tobin's Q의 기업가치에 긍정적인 영향이 있음을 의미한다. 그리고 유가증권시장 가족기업의 ESG성과와 기업특성 요인인 서울지역, 가족기업 업력, 가족기업 규모(총자산)는 Tobin's Q에 유의한 음(-)의 관련성이 있었다. 이는 서울지역, 가족기업 업력이 높을수록, 가족기업 규모(총자산)가 클수록 Tobin's Q의 기업가치에 부정적인 영향이 있음을 의미한다. 따라서 가설 1 “유가증권시장 가족기업의 ESG성과와 기업특성이 기업가치인 Tobin's Q에 긍정적 영향을 미칠 것이다.”는 채택된다.

Espinosa-Méndez et al.(2023)에 따르면 ESG성과가 가족기업의 가치에 미치는 영향을 분석한 결과 ESG성과와 Tobin's Q의 기업가치 사이에는 통계적으로 유의미한 연관성이 있었다. 이는 ESG성과가 높을수록 가족기업의 성과가 높아진다는 것을 의미한다. Koji et al.(2020)의 연구에서 창업자의 가족 구성원이 운영하는 가족기업보다 창업자가 운영하는 가족기업이 Tobin's Q와 관련하여 성과가 우수하였다. 가족기업의 경우 외국인소유권은 전체 기업들의 성과를 향상시키는 중요한 변수로 나타났다. 윤병섭 외(2005)는 1995년부터 2000년까지 제조업과 서비스업의 528개 표본을 가지고, 유가증권시장 상장기업들을 대상으로 소유지분과 기업가치에 대해 연구하였다. 대주주 1인 지분율과 기업가치는 U자형 곡선관계가 나타났다. 대주주 1인의 지분율이 27.10%까지는 기업가치가 감소하였지만, 27.10%를 초과하면 기업가치가 증가하였다. 이는 대주주 1인 지분이 일정수준에 이르기까지는 의결권이 강화되어 대리인비용이 증가될 가능성으로 기업가치가 감소하지만, 일정수준을 초과하면 주주와 경영자의 이해가 일치되어 다시 기업가치가 증가하는 것으로 분석하였다.

유가증권시장 가족기업의 ESG성과와 기업특성이 기업가치에 미치는 영향

<표 9> 유가증권시장 가족기업의 ESG성과와 기업특성이 Tobin's Q에 미치는 영향

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

	TQ				
	모형 1	모형 2	모형 3	모형 4	모형 5
상수	356.545*** (4.947)	333.367*** (4.486)	329.962*** (4.440)	341.366*** (4.571)	322.593*** (4.171)
E	-	-3.555 (-1.267)	-6.680* (-1.801)	-5.679 (-1.505)	-5.458 (-1.444)
S	-	-	4.310 (1.287)	6.471* (1.759)	6.221* (1.687)
G	-	-	-	-5.212 (-1.416)	-4.825 (1.303)
OWN	-	-	-	-	.227 (.935)
SEL	-38.315*** (-5.268)	-38.354*** (-5.277)	-38.811*** (-5.337)	-38.455*** (-5.289)	-38.332*** (-5.271)
YEA	-25.132*** (-2.603)	-26.099*** (-2.697)	-25.067*** (-2.583)	-25.487*** (-2.627)	-24.197*** (-2.469)
SIZ	-25.690*** (-2.977)	-22.646** (-2.530)	-23.200*** (-2.590)	-23.178*** (-2.590)	-22.729*** (-2.536)
EMP	22.527*** (2.672)	23.965*** (2.819)	24.052*** (2.831)	22.988*** (2.698)	22.714*** (2.664)
FOR	.569** (2.323)	.600** (2.438)	.564** (2.276)	.596** (2.399)	.694*** (2.573)
MAN	13.503* (1.910)	14.018** (1.981)	14.224** (2.011)	12.444* (1.734)	12.569* (1.751)
R ²	.107	.110	.113	.116	.117
Adj R ²	.097	.098	.100	.101	.101
F	10.803***	9.500***	8.529***	7.819***	7.122*
표본 수	546	546	546	546	546

주 1) TQ: Tobin's Q(%), E: 환경성과(등급), S: 사회성과(등급), G: 지배구조성과(등급), OWN: 대주주 지분율(%), 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(%), MAN: 제조업 여부(더미)(여: 1, 부: 0).

2) ()는 t-값임.

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

2) 유가증권시장 가족기업의 ESG성과와 기업특성이 주당순자산에 미치는 영향

유가증권시장 가족기업의 ESG성과와 기업특성이 기업가치인 BPS에 미치는 영향(가설 2)에 대한 회귀분석 결과는 <표 10>과 같다. 유가증권시장 가족기업의 ESG성과와 기업특성 요인인 사회성과(S), 서울지역, 가족기업 규모(총자산), 제조업 업종은 주당순자산에 유의한 양(+)의 영향이 있었다. 그리고 유가증권시장 가족기업의 ESG성과와 기업특성 요인인 가족기업 업력, 종업원 수는 BPS에 유의한 음(-)의 관련성이 있었다. 이는 가족기업 업력이 높을수록, 종업원 수가 많을수록 BPS의 기업가치에 부정적인 영향이 있음을 의미한다. 따라서 가설 2 “유가증권시장 가족기업의 ESG성과와 기업특성이 기업가치인 BPS에 긍정적 영향을 미칠 것이다.”는 채택된다.

<표 10> 유가증권시장 가족기업의 ESG성과와 기업특성이 주당순자산(BPS)에 미치는 영향

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

	BPS				
	모형 1	모형 2	모형 3	모형 4	모형 5
상수	-1.878*** (-3.738)	-2.191*** (-3.985)	-2.110*** (-3.775)	-2.032*** (-3.525)	-2.053*** (-3.527)
OWN		.002 (1.396)	.002 (1.455)	.003 (1.556)	.003 (1.576)
E			.023 (.814)	.023 (.832)	.022 (.769)
FOR				.001 (.559)	.001 (.547)
G					.008 (.273)
YEA	-.191*** (-2.618)	-.179** (-2.433)	-.178** (-2.420)	-.175** (-2.378)	-.174** (-2.361)
EMP	-.163** (-2.563)	-.164*** (-2.588)	-.170*** (-2.660)	-.172*** (-2.685)	-.170*** (-2.650)
S	.080*** (4.264)	.083*** (4.379)	.069*** (2.774)	.068*** (2.688)	.064*** (2.323)
SEL	.349*** (6.401)	.350*** (6.420)	.352*** (6.444)	.353*** (6.452)	.352*** (6.434)
SIZ	.618*** (9.869)	.636*** (9.958)	.627*** (9.689)	.617*** (9.156)	.617*** (9.149)
MAN	.286*** (5.403)	.284*** (5.376)	.282*** (5.316)	.284*** (5.336)	.286*** (5.296)
R ²	.392	.394	.395	.396	.396
Adj R ²	.386	.387	.386	.385	.384
F	57.992***	50.073***	43.869***	38.980***	35.029***
표본 수	546	546	546	546	546

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

2) ()는 t-값임.

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

Raja Ahmad et al.(2023)은 ESG요인이 기업성과에 미치는 영향을 분석하였다. 사회성과는 기업 문화에 영향을 주어 간접적으로 경영성과를 높일 수 있기 때문에 더 높은 기업성과와 관련이 있었다. 지배구조성과는 기업성과를 직접적으로 증가시키지는 않았으나, 우수한 지배구조성과는 더 나은 ESG의 투자와 공시에 기여할 수 있고, 간접적으로는 기업성과를 향상시킬 수 있다고 주장하였다. Gillan et al.(2021)에 따르면 ESG, CSR 활동은 주주의 부를 증가시키기 때문에 가치를 창출할 수 있다. ESG, CSR 활동은 주주이익의 극대화를 통해 기업 가치를 창출할 수 있다고 하였다. 김동욱·김병곤(2014)은 기업규모가 큰 것은 내부능력의 축적이 많은 것으로, 기업규모의 확대는 규모의 경제를 이루어 기업가치에 긍정적인 영향을 줄 수 있다고 하였다. 기업규모가 큰 것은 대리인비용의 발생가능성을 높인다. 기업규모가 크면

지배주주가 자신의 부를 이전하도록 다양한 수단들을 동원할 수 있기 때문이다.

3) 유가증권시장 가족기업의 ESG성과와 기업특성이 주당순이익에 미치는 영향

유가증권시장 가족기업의 ESG성과와 기업특성이 기업가치인 EPS에 미치는 영향(가설 3)에 대한 회귀분석 결과는 <표 11>과 같다.

<표 11> 유가증권시장 가족기업의 ESG성과와 기업특성이 주당순이익(EPS)에 미치는 영향

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

	EPS				
	모형 1	모형 2	모형 3	모형 4	모형 5
상수	-2.805*** (-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 (-.665)	-.033 (-.502)
G					-.016 (-.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

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

2) ()는 t-값임.

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

유가증권시장 가족기업의 ESG성과와 기업특성 요인인 환경성과(E), 서울지역, 가족기업 규모(총자산), 외국인지분율, 대주주지분율, 제조업 업종은 EPS에 유의한 양(+)의 영향이 있었다. 이는 환경성과(E)가 높을수록, 서울지역, 가족기업 규모(총자산)가 클수록, 외국인지분율이 높을수록, 대주주지분율이 높을수록, 제조업 업종이 EPS의 기업가치에 긍정적인 영향

이 있음을 의미한다. 그리고 종업원 수는 EPS에 유의한 음(-)의 관련성이 있었다. 이는 종업원 수가 많을수록 EPS의 기업가치에 부정적인 영향이 있음을 의미한다. 따라서 가설 3 “유가증권시장 가족기업의 ESG성과와 기업특성이 기업가치인 EPS에 긍정적 영향을 미칠 것이다.”는 채택된다.

Pulino et al.(2022)에 따르면 환경, 사회, 지배구조성과는 EBIT의 기업성과에 긍정적인 영향이 있는 것으로 나타났다. 남영호·문성주(2007)의 연구에서 대주주지분율이 높을수록 기업의 지배구조가 강화되어 총자산순이익률의 수익성에 긍정적인 영향이 있었다. 김동욱·김병곤(2014)에 의하면 외국인지분율은 외국인투자자가 보유하고 있는 지분율이다. 외국인투자자는 외부주주로서 경영활동을 감시할 수 있는 중요한 주체라고 할 수 있다. 외국인투자자의 경우 자금 규모가 크고, 지분율이 상대적으로 높기 때문에 기업경영을 감시할 수 있다. 외국인지분율이 높으면 경영자에 의한 대리인문제가 감소되기 때문에, 외국인지분율이 높을수록 지배주주에 의한 프로핑과 터널링이 감소되어 기업가치가 증가할 수 있다고 하였다. 박재환·성낙필(2012)의 연구에서 비대기업집단 가족기업보다 대기업집단은 영업위험과 유의한 양(+)의 관련성이 있었다. 대기업집단은 높은 총자산 규모와 자본집약적 산업의 투자로 고정비 비중이 높고, 해외진출, 사업다각화로 인해 시장위험에 노출되어 있다고 보고하였다.

4) 유가증권시장 가족기업의 ESG성과와 기업특성이 총자산이익률에 미치는 영향

유가증권시장 가족기업의 ESG성과와 기업특성이 기업가치인 ROA에 미치는 영향(가설 4)에 대한 회귀분석 결과는 <표 12>와 같다. 유가증권시장 가족기업의 ESG성과와 기업특성 요인인 환경성과(E), 외국인지분율이 ROA에 유의한 양(+)의 영향이 있었다. 이는 환경성과(E)가 높을수록, 외국인지분율이 높을수록 ROA의 기업가치에 긍정적인 영향이 있음을 의미한다. 그리고 유가증권시장 가족기업의 ESG성과와 기업특성 요인인 종업원 수가 ROA에 유의한 음(-)의 관련성이 있었다. 이는 종업원 수가 많을수록 ROA의 기업가치에 부정적인 영향이 있음을 의미한다. 따라서 가설 4 “유가증권시장 가족기업의 ESG성과와 기업특성이 기업가치인 ROA에 긍정적 영향을 미칠 것이다.”는 채택된다.

Pulino et al.(2022)의 연구에서 환경공시가 ROA의 기업성과에 부정적인 영향을 미치는 것으로 나타났으나, 본 연구에서는 우수한 환경성과가 ROA의 기업성과에 긍정적인 영향을 미치는 것으로 나타났다. Shaturaev(2022)는 우즈베키스탄 가족기업의 생산력과 수익성을 분석하였다. 우즈베키스탄의 가족기업 수와 생산량은 낮은 편이지만, 증가추세에 있다. 그리고 가족기업의 생산량과 순이익도 증가하고 있는 것으로 나타났다. 이는 가족기업에서 잠재력을 높여 고용과 지속가능한 성장을 보장할 수 있는 기회가 있음을 보여준 것이라고 강조하였다. 전덕영·윤병섭(2019)은 기업의 자기자본비율이 높으면 총자산이익률에 긍정적인 영향이 있었다. 따라서 사업을 경영하면서 자기자본비율이 높으면 수익성 비율이 향상되는 재무성과가 있다고 보고하였다. 김영환 외(2022)는 기업의 ESG활동과 자율공시가 기업가치에 미치는 영향을 분석하였다. 외국인 지분이 많을수록 기업가치에 긍정적인 영향을 주며, 대주주 지분이 낮을수록, 총자산영업이익률이 클수록 기업가치에 유의한 양(+)의 값을 보여주었다.

유가증권시장 가족기업의 ESG성과와 기업특성이 기업가치에 미치는 영향

<표 12> 유가증권시장 가족기업의 ESG성과와 기업특성이 총자산이익률(ROA)에 미치는 영향

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

	ROA				
	모형 1	모형 2	모형 3	모형 4	모형 5
상수	9.832*** (3.977)	9.875*** (3.987)	11.954* (1.838)	12.090* (1.850)	12.127* (1.852)
S	-	-.119 (-.383)	-.114 (-.367)	-.111 (-.355)	-.110 (-.351)
SIZ	-	-	-.262 (-.346)	-.265 (-.350)	-.265 (-.349)
MAN	-	-	-	-.141 (-.243)	-.160 (-.263)
SEL	-	-	-	-	-.065 (-.105)
G	-.313 (-1.127)	-.264 (-.860)	-.264 (-.860)	-.279 (-.890)	-.278 (-.885)
YEA	-1.091 (-1.331)	-1.108 (-1.348)	-1.086 (-1.317)	-1.105 (-1.333)	-1.103 (-1.329)
OWN	-.030 (-1.452)	-.029 (-1.421)	-.029 (-1.436)	-.030 (-1.438)	-.030 (-1.438)
EMP	-1.800*** (-3.258)	-1.784*** (-3.216)	-1.625** (-2.260)	-1.618** (-2.245)	-1.614** (-2.235)
E	.667** (2.521)	.731** (2.336)	.749** (2.359)	.757** (2.370)	.756** (2.361)
FOR	.085*** (3.895)	.085*** (3.910)	.088*** (3.851)	.087*** (3.833)	.087*** (3.825)
R ²	.069	.070	.070	.070	.070
Adj R ²	.059	.058	.056	.054	.053
F	6.702***	5.756***	5.044***	4.482***	4.027***
표본 수	546	546	546	546	546

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

2) ()는 t-값임.

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

5) 유가증권시장 가족기업의 ESG성과와 종업원 수의 상호작용효과 분석

유가증권시장 가족기업의 ESG성과와 기업특성에서 E, S, G와 종업원 수의 상호작용효과가 기업가치에 미치는 영향을 분석하기 위한 회귀분석 결과는 <표 13>과 같다. 유가증권시장 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.

<표 13> 유가증권시장 가족기업의 ESG성과와 종업원 수의 상호작용효과 분석

$$TQ, BPS, EPS, ROA = \alpha_0 + \beta_1 E_1 + \beta_2 S_2 + \beta_3 G_3 + \beta_4 SEL_4 + \beta_5 YEA_5 + \beta_6 SIZ_6 + \beta_7 EMP_7 + \beta_8 E^*EMP_8 + \beta_9 S^*EMP_9 + \beta_{10} G^*EMP_{10} + \beta_{11} FOR_{11} + \beta_{12} OWN_{12} + \beta_{13} MAN_{13} + \epsilon_i$$

	상호작용효과			
	<i>TQ</i>	<i>BPS</i>	<i>EPS</i>	<i>ROA</i>
상수	445.510*** (4.678)	-3.202*** (-4.497)	-5.942*** (-3.474)	-2.732 (-.340)
<i>E</i>	13.519 (.766)	.204 (1.548)	.554* (1.749)	4.088*** (2.748)
<i>S</i>	-33.527* (-1.755)	.321** (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)	.376*** (6.902)	.258** (1.973)	.054 (.088)
<i>YEA</i>	-27.268*** (-2.764)	-.133* (-1.802)	-.116 (-.656)	-.849 (-1.022)
<i>SIZ</i>	-20.524*** (-2.275)	.626*** (9.282)	.529*** (3.264)	-.113 (-.149)
<i>EMP</i>	-24.162 (-1.148)	.184 (1.172)	.785** (2.077)	2.840 (1.601)
<i>E*EMP</i>	-6.238 (-1.122)	-.058 (-1.404)	-.135 (-1.348)	-1.057** (-2.258)
<i>S*EMP</i>	13.082** (2.176)	-.084* (-1.860)	-.102 (-.947)	.284 (.560)
<i>G*EMP</i>	2.395 (.434)	.053 (1.280)	-.040 (-.401)	-.586 (-1.261)
<i>FOR</i>	.626** (2.291)	.002 (1.141)	.024*** (4.969)	.103*** (4.466)
<i>OWN</i>	.223 (.916)	.002 (1.243)	.008* (1.789)	-.033 (-1.628)
<i>MAN</i>	10.765 (1.489)	.302*** (5.587)	.269** (2.070)	-.243 (-.399)
R ²	.130	.412	.163	.092
Adj R ²	.109	.398	.142	.070
F	6.135***	28.715***	7.942***	4.157***
표본 수	546	546	546	546

주 1) *TQ*: Tobin's Q(%), *BPS*: 주당순자산(%)(순자산 대 발행주식수), *EPS*: 주당순이익(%)(당기순이익 대 발행주식수), *ROA*: 총자산이익률(%), *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*: 종업원 수(명)(log), *FOR*: 외국인지분율(%), *OWN*: 대주주지분율(%), *MAN*: 제조업 여부(더미)(여: 1, 부: 0), *:상호작용.

2) ()는 t-값임.

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

첫째, Tobin's Q는 사회성과*종업원 수에서 양(+)의 상호작용효과가 있었으나, BPS는 사회성과*종업원 수에서 음(-)의 상호작용효과가 있는 것으로 나타났다. 이는 사회성과와 종업원 수가 상호작용할수록 기업가치인 Tobin's Q에 긍정적인 영향을, 사회성과와 종업원 수가 상호작용할수록 기업가치인 BPS에 부정적인 영향이 있음을 의미한다. 둘째, ROA는 환경성

과*종업원 수에서 음(-)의 상호작용효과가 있는 것으로 나타났다. 이는 환경성과와 종업원 수가 상호작용할수록 기업가치인 ROA에 부정적인 영향이 있음을 의미한다. 따라서 가설 5, 가설 6, 가설 8 "유가증권시장 가족기업의 ESG성과와 기업특성이 기업가치인 Tobin's Q, BPS, ROA에 ESG성과와 종업원 수의 상호작용효과가 있을 것이다."는 채택된다. 그러나 가설 7 "유가증권시장 가족기업의 ESG성과와 기업특성이 기업가치인 EPS에 ESG성과와 종업원 수의 상호작용효과가 있을 것이다."는 기각된다. 전덕영·윤병섭(2021)은 프랜차이즈 가맹본부특성이 매출액의 사업성과에 미치는 영향에서 업종, 자산규모가 매출액에 유의한 양(+)의 관련성이 있었다. 그리고 종업원 수의 조절효과에서 사업기간*종업원 수, 업종*종업원 수는 매출액에 유의한 양(+)의 값이 있었고, 자산규모*종업원 수는 매출액에 유의한 음(-)의 관련성이 있다고 보고하였다. Espinosa-Méndez et al.(2023)은 가족소유기업들을 대상으로 ESG성과가 가족기업의 가치에 미치는 영향을 연구한 결과 ESG성과의 환경성과, 사회성과가 기업가치에 긍정적인 영향이 있는 것으로 나타났다.

5. 실증분석 결과 요약

유가증권시장 가족기업의 ESG성과와 기업특성이 기업가치에 미치는 영향에 대해 실증분석한 결과를 <표 14>와 같이 요약하였다.

<표 14> 실증분석 결과 요약

	기업가치				상호작용효과			
	<i>TQ</i>	<i>BPS</i>	<i>EPS</i>	<i>ROA</i>	<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>E*EMP</i>					-	-	-	-
<i>S*EMP</i>					+	-	-	+
<i>G*EMP</i>					+	+	-	-
회귀분석모형	(식 1)	(식 2)	(식 3)	(식 4)	(식 5)	(식 6)	(식 7)	(식 8)

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

유가증권시장 가족기업의 ESG성과와 기업특성 요인인 종업원 수가 Tobin's Q, BPS, EPS, ROA의 기업가치에 전체적으로 유의한 영향이 있음을 발견하였다. 그리고 서울지역, 제조업 업종이 Tobin's Q, BPS, EPS의 기업가치에, 외국인지분율은 Tobin's Q, EPS, ROA의 기업가치에 유의한 영향이 있는 것으로 나타났다. 가족기업 가치에 대한 최근 연구는 가족기업의

중요성에 대한 추가적인 시사점을 제공할 수 있다. Espinosa-Méndez et al.(2023)은 실무적 관점에서 ESG활동의 이점을 극대화하고 기업가치를 높이기 위해 대리인문제를 규제하는 메커니즘을 기업이 더 많이 개발하는 것이 합리적이라고 주장하였다. 기업은 ESG의 적절성과 투자자를 위한 경영상의 이점을 설명하여, 기업의 행동을 합리화할 수 있다고 하였다. 즉 기업은 기존 경영 방식을 변경함으로써 ESG에서 확인된 약점을 극복할 수 있고, 투자자들을 설득할 수 있는 기회를 가질 수 있는 것이다(Sadiq et al. 2020).

V. 결 론

본 연구는 유가증권시장 가족기업의 ESG성과와 기업특성이 기업가치에 미치는 영향을 조사하였다. 이를 위해 유가증권 상장기업을 가족기업과 비가족기업으로 분류하였고, 이 중에서 가족기업의 범위에 속하는 기업은 182개로 나타났다. 따라서 본 연구는 2020년부터 2022년까지 ESG등급이 있는 가족기업 182개에 대하여 3년 기간의 자료를 가지고 546개의 표본에 대한 데이터를 분석에 사용하였다. 회귀분석한 결과는 다음과 같다.

첫째, 유가증권시장 가족기업의 ESG성과와 기업특성 요인인 사회성과, 종업원 수, 외국인 지분율, 제조업 업종은 Tobin's Q에 유의한 양(+)의 영향이 있었다. 이는 ESG의 사회성과가 높을수록, 종업원 수가 많을수록, 외국인지분율이 높을수록, 제조업 업종이 Tobin's Q의 기업가치에 긍정적인 영향이 있음을 의미한다.

둘째, 유가증권시장 가족기업의 ESG성과와 기업특성 요인인 사회성과, 서울지역, 가족기업 규모(총자산), 제조업 업종은 BPS에 유의한 양(+)의 영향이 있었다. 이는 ESG의 사회성과가 높을수록, 서울지역, 가족기업 규모(총자산)가 클수록, 제조업 업종이 BPS의 기업가치에 긍정적인 영향이 있음을 의미한다.

셋째, 유가증권시장 가족기업의 ESG성과와 기업특성 요인인 환경성과, 서울지역, 가족기업 규모(총자산), 외국인지분율, 대주주지분율, 제조업 업종은 EPS에 유의한 양(+)의 영향이 있었다. 이는 ESG의 환경성과가 높을수록, 서울지역, 가족기업 규모(총자산)가 클수록, 외국인지분율이 높을수록, 대주주지분율이 높을수록, 제조업 업종이 EPS의 기업가치에 긍정적인 영향이 있음을 의미한다.

넷째, 유가증권시장 가족기업의 ESG성과와 기업특성 요인인 환경성과, 외국인지분율이 ROA에 유의한 양(+)의 영향이 있었다. 이는 ESG의 환경성과가 높을수록, 외국인지분율이 높을수록 ROA의 기업가치에 긍정적인 영향이 있음을 의미한다.

다섯째, 유가증권시장 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.

본 연구는 유가증권시장 가족기업의 ESG성과와 기업특성에 대해 Tobin's Q, BPS, EPS, ROA 등의 다양한 종속변수를 사용하여 기업과 다수의 자본시장의 이해관계자들이 판단하

는 가족기업의 기업가치에 영향을 미치는 요인들을 분석한 점에 유용성이 있다. 분석 결과에 따르면 종업원 수, 서울지역, 제조업 업종, 가족기업 규모(총자산), 외국인지분율의 요인들이 기업가치에 영향을 주는 것으로 나타났다. 따라서 가족기업에 있어 종업원, 지역, 업종, 자산, 외국인지분 등의 변수가 기업가치에 중요한 요소임을 확인하였다.

본 연구는 가족기업의 ESG성과와 기업특성이 기업가치에 미치는 영향을 유가증권 상장기업들을 중심으로 연구하였다. 종속변수에는 유가증권시장 가족기업의 매우 중요한 성과일 수 있는 Tobin's Q, BPS, EPS, ROA 등의 변수를 선택하여 사용하였다. 그리고 가족기업의 기업가치에 영향을 주는 변수들을 발견하였다. 그리고 지역별, 업종별로 차이 분석하여 세밀하게 보여주었다. 이와 같은 공헌에도 불구하고 본 연구에서는 가족기업의 기업가치에 대한 몇 가지 연구의 한계점을 가지며, 이를 지속하여 발전시킬 수 있는 연구가 필요하다.

첫째, 가족기업의 지속가능경영을 위해 재무적 성과뿐만 아니라 비재무적 성과를 고려하는 ESG성과에 대한 폭넓은 연구가 이루어졌으면 한다. 환경성과, 사회성과, 지배구조성으로 이루어지는 ESG성과를 실증할 수 있는 다양한 변수와 자료 확보가 가능하다면 가족기업의 비재무적 성과를 측정하는데 도움이 될 것이다.

둘째, 본 연구는 가족기업의 ESG성과와 기업특성에 대하여 가족기업만을 대상으로 연구하였다. 따라서 가족기업과 비가족기업의 경영성과를 분류하여 비교분석할 수 있다면 가족기업의 경영성과와 기업가치 창출의 중요성을 제시할 수 있어 가족기업의 발전에 기여할 것이다.

셋째, 본 연구는 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, 산업별, 지역별로 폭넓게 연구를 확대하여 분석할 수 있다면 가족기업의 지속가능경영과 국가경제 발전에 기여할 것으로 판단된다.

“본 논문은 사단법인 가족기업학회 연구윤리규정을 준수하였음을 확인함.”

참고문헌

- 김동욱·김병곤. 2014. “한국 가족기업 지배주주의 소유·지배권과 기업가치: 터널링과 프로핑 영향분석”. 『금융공학연구』, 제13권 제4호 : 143-173. DOI: 10.35527/kfedoi.2014.13.4.007
- 김병구. 2020. 『지속가능경영을 위한 기업경영 분석과 성장전략 수립』, 서울: 비전북하우스.
- 김영환·허정하·송동엽. 2022. “기업의 ESG활동과 자율공시가 기업가치에 미치는 영향”. 『재무관리연구』, 제39권 제1호 : 121-144. DOI: 10.22510/kjofm.2022.39.1.005
- 김지원·장승욱·민남식. 2018. “가족기업과 비가족기업의 자본구조결정에 관한 연구”. 『경영교육연구』, 제33권 제6호 : 153-178. DOI: 10.23839/kabe.2018.33.6.153
- 김희은·안혜성·임미희·심명화. 2023. “가족기업의 대리인 문제와 ESG 효과”. 『재무관리연구』, 제40권 제2호 : 169-188. DOI: 10.22510/kjofm.2023.40.2.006
- 남영호·문성주. 2007. “가족기업의 성과에 관한 연구: 코스닥 등록기업들을 중심으로”. 『중소기업연구』, 제29권 제1호 : 21-48. UCI: G704-SER000001590.2007.29.1.007
- 박재환·성낙필. 2012. “대기업집단, 비대기업집단 가족기업 및 기타기업간의 영업위험의 차이에 대한 연구”. 『세무와회계저널』, 제13권 제4호 : 9-31. UCI: G704-001563.2012.13.4.006
- 박진혁·이장우. 2022. “ESG 평가가 기업가치에 미치는 영향에 대한 연구: 기업의 지배구조 특성을 중심으로”. 『재무관리연구』, 제39권 제2호 : 147-184. DOI : 10.22510/kjofm.2022.39.2.006
- 변혜영. 2012. “코스닥 기업의 대주주 지분이 기업 가치에 미치는 영향: 비선형적 접근”. 『국제회계연구』, 제45집 : 51-78. DOI: 10.21073/kiar.2012.45.003
- 송준기·우태우. 2018. “한국 가족기업에서 기업지배구조 개선노력과 기업성과: 하위지수를 중심으로”. 『전문경영인연구』, 제21권 제4호 : 127-149.
- 윤병섭. 2022. “가족기업 소유구조가 연구개발 투자에 미치는 영향”. 『가족기업연구』, 제1권 제1호 : 23-62. DOI: 10.17786/jsm.2011.14.2.005
- _____. 이경구·심준섭. 2005. “한국유가증권시장 상장기업의 소유지분과 기업가치”. 『Journal of the Korean Data Analysis Society』, 제7권 제6호 : 2149-2161. UCI: G704-000930.2005.7.6.025
- 임외석. 2018. “세계 초장수기업들의 장수요인에 대한 사례연구-창업천년 일본기업 3사를 중심으로-”. 『경영사연구』, 제33권 제4호 : 157-186. DOI: 10.22629/kabh.2018.33.4.007
- 전덕영·윤병섭. 2019. “창업자금 지원 소상공인의 재무성과: 서울신용보증재단 역할”. 『기업경영연구』, 제26권 제4호 : 113-140.
- _____. 2020. “소상공인 보증지원이 일자리창출에 미치는 영향”. 『중소기업금융연구』, 제40권 제4호 : 31-66. DOI: 10.33219/jsmef.2020.40.4.002
- _____. 2021. “프랜차이즈 가맹본부특성이 사업성과에 미치는 영향: 종업원 수와 교

- 육비의 조절효과”. 『경영컨설팅연구』, 제21권 제2호 : 189-202.
- 정민규·김동욱·김병곤. 2018. “가족기업의 부채조달에 관한 실증연구”. 『한국산학기술학회 논문지』, 제19권 제3호 : 337-345. DOI: 10.5762/KAIS.2018.19.3.337
- 차한솔·박경호·노희천·김정훈. 2021. “가족기업 내 특수관계인 거래가 기업가치에 미치는 영향”. 『대한경영학회지』, 제34권 제9호 : 1597-1620.
- 최성섭·이미영. 2017. “국내 가족기업의 가족지분율과 기업성과와의 관계”. 『상업교육연구』, 제31권 제4호 : 89-110. DOI: 10.34274/krabe.2017.31.4.005
- 허공희·이창우·김성한·김영수. 2021. “가족기업의 무형자산 투자가 기업가치에 미치는 영향에 관한 연구”. 『대한경영학회지』, 제34권 제9호 : 1701-1722.
- 공정거래위원회. 2023. “기업집단별 소속회사 현황”. <https://www.egroup.go.kr>.
- 금융감독원. 2023. “DART”. <https://dart.fss.or.kr>.
- 네이버. 2023. “증권”. <https://finance.naver.com>.
- 한국거래소. 2023. “ESG포털”. <https://esg.krx.co.kr>.

- Amel-Zadeh, A. and G. Serafeim. 2018. “Why and How Investors Use ESG Information: Evidence from a Global Survey”. *Financial analysts journal* 74(3) : 87-103. DOI:10.2469/faj.v74.n3.2
- 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
- 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
- Espinosa-Méndez, C., C. P. Maquieira and J. T. Arias. 2023. “The Impact of ESG Performance on the Value of Family Firms: The Moderating Role of Financial Constraints and Agency Problems”. *Sustainability* 15(7) : 1-20. DOI: 10.3390/su15076176
- Gao, J., M. Liu and Y. Wang. 2022. “Diversity in Family Business”. *Review of Corporate Finance* 2(4) : 861-884. DOI: 10.1561/114.000000032
- Gillan, S. L., A. Koch and L. T. Starks. 2021. “Firms and Social Responsibility: A review of ESG and CSR Research in Corporate Finance”. *Journal of Corporate Finance* 66 : 1-66. DOI: 10.1016/j.jcorpfin.2021.101889
- 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
- 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
- Omondi-Ochieng, P. 2019. “Financial Performance Trends of United States Hockey Inc: a Resource-Dependency Approach”. *Journal of Economics, Finance and Administrative Science* 24(48) : 327-344. DOI: 10.1108/JEFAS-02-2018-0022
- Pulino, S. C., M. Ciaburri, B. S. Magnanelli and L. Nasta. 2022. “Does ESG disclosure influence firm performance?”. *Sustainability* 14(13) : 1-18. DOI: 10.3390/su14137595
- Raja Ahmad, R. A., M. E. Samsuddin, N. A. Azmi and N. Abdullah. 2023. “Is Environmental, Social and Governance (ESG) Disclosure Value Enhancing? Evidence from Top 100 Companies”. *Asia-Pacific Management Accounting Journal(APMAJ)* 18(2) : 143-163. URI: <https://ir.uitm.edu.my/id/eprint/83421>
- Sadiq, M., J. Singh, M. Raza and S. Mohamad. 2020. “The Impact of Environmental, Social and Governance Index on Firm Value: Evidence from Malaysia”. *International Journal of Energy Economics and Policy* 10(5) : 555-562. DOI: 10.32479/ijeep.10217
- Shaturaev, J. 2022. “Analysis of Family Enterprise Production Power and Profitability Forecast”. *Asean Journal of Economic and Economic Education* 2(1) : 1-8.
- 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

The Effect of ESG Performance and Corporate Characteristics of Family Companies in the Securities Market on Corporate Value

Jeon, Deok-Young**

〈Abstract〉

[Purpose] The purpose of this study is to analyze the effect of ESG performance and corporate characteristics of family companies in the securities market on the corporate value of Tobin's Q, BPS, EPS, and ROA.

[Design/Methodology] The study sample regressed 182 family companies with ESG ratings and listed on the securities market from 2020 to 2022 through 546 data with data from each year for three years.

[Findings] First, social performance of ESG, the number of employees, foreign equity ratio, and manufacturing industry, which are factors of ESG performance and corporate characteristics of family companies in the securities market, had a systematically significant positive(+) effect on Tobin's Q. Second, social performance of ESG, Seoul region, family company size(total assets), and manufacturing industry, which are factors of ESG performance and corporate characteristics of family companies in the securities market, had a significant positive(+) effect on BPS. Third, environmental performance of ESG, Seoul region, family companies size(total assets), foreign equity ratio, large shareholders equity ratio, and manufacturing industry, which are factors of ESG performance and corporate characteristics of family companies in the securities market, had a significant positive(+) effect on EPS. Fourth, environmental performance of ESG, and foreign equity ratio, which are factors of ESG performance and corporate characteristics of family companies in the securities market, had a significant positive(+) effect on ROA. Fifth, the interaction effect of ESG performance*number of employee for family companies in the securities market was analyzed. social performance*number of employees showed interaction effects on the corporate value of Tobin's Q, BPS. and environmental performance*number of employees showed interaction effects on the corporate value of ROA. but EPS showed no interaction effect.

[Research implications] For Sustainable management for family companies to survive and grow, the development of family companies' ownership and management, including performance management of ESG, is important. This study is meaningful in discovering that the ESG performance and corporate characteristics of family companies, which have not yet been covered in Korea, can improve corporate value, and the ESG performance and characteristic factors of family companies that can improve the corporate value of family companies.

〈Key Words〉 Family Business, ESG Performance, Corporate Characteristics, Corporate Value, Securities Market

* This paper is presented at the Fall Conference of the The Korean Academic Association of Family Business, and we thank the panel and the reviewer.

** Ph. D., Senior Expert Fellow, Seoul Credit Guarantee Foundation(jjjdddy@hanmail.net)