가족기업연구 제3권 제1호 2024년 6월(pp.103～134)
https://doi.org/10.23204/KFBR.03.01.05 ISSN 2951-4010

가족기업의 자발적 IR커뮤니케이션 활동이 기업가치에 미치는 영향 분석*

이지연**

<요 약>

[연구목적] 본 연구의 목적은 가족기업의 자발적 IR커뮤니케이션 활동이 기업가치에 미치는 영향을 분석함에 있다.

[연구방법] 본 연구표본은 2019년부터 2021년까지 3년 동안 한국거래소에 자발적으로 IR커뮤니케이션 활동을 하고 있는 12월 결산법인 제조업 16개 업종이다. 각 연도의 자료를 풀링(pooling)한 가족기업 213개 기업 631개 표본, 비가족기업 224개 기업 671개 표본을 회귀분석하였다.

[연구결과] 첫째, 가족기업이 비가족기업보다 더 활발하게 자발적 IR커뮤니케이션 활동을 하고 있음을 밝혔다. 이는 가족기업이 비가족기업보다 자발적 IR커뮤니케이션 활동을 통해 자사의 기업가치를 높이고 자금조달을 안정적이고 원활하게 하려는 동기가 높다는 것으로 해석할 수 있다. 둘째, 가족기업이 자발적 IR커뮤니케이션 활동을 함으로써 대리인문제의 완화를 통해 외부로부터 자금을 조달하는 데 유리한 환경을 조성한다고 판단할 수 있다. 셋째, 가족기업은 의사결정권을 갖는 보통주의 주주의 경우 자발적 IR커뮤니케이션 활동을 통해 공시제도를 활용함으로써 궁극적으로 기업가치를 제고하는데 공헌한다고 판단할 수 있다.

[연구의 시사점] 첫째, 가족기업이 성장 잠재력과 지속가능경영에 대한 예측가능한 정보를 자발적으로 전달함은 기업가치를 향상시키려는 신호이론에 근거한다. 가족기업의 자발적 IR커뮤니케이션 활동이 신뢰와 경쟁력을 제고시킨다는 시사점을 준다. 둘째, 의사결정권을 갖은 보통주의 주주는 자발적 IR커뮤니케이션 활동을 함으로써 대리인문제를 해소하고 자본조달순위이론에 근거하여 품질 좋은 IR커뮤니케이션을 빠르고 혁신적으로 할 수 있음을 시사한다. 본 연구 결과는 이론적, 학술적, 경험적 연구를 확산하는 데 기여할 것으로 여긴다.

<주제어> 가족기업, 신호이론, 자본조달순위이론, 자발적 IR커뮤니케이션, 기업가치

논문투고일 : 2024. 06. 22 1차 수정일 : 2024. 06. 22. 게재확정일 : 2024. 06. 27.

* 이 논문은 저자의 박사학위논문 일부를 요약해 게재한 것임.

** 경영학박사, 퀸스스피치IR연구소 대표 (queensspeech1@gmail.com)

Ⅰ. 서 론

4차 산업혁명 시대에 기술의 발전과 혁신, 경영환경의 급속한 변화는 불확실성을 확대한다. 재화와 기술을 제공하는 기업의 이해관계자인 주주, 소비자, 공급자, 투자자 등은 기업이 투명하고 신속 정확한 정보를 제공하기를 원한다. 일반적으로 기업의 자발적 IR커뮤니케이션 활동은 다양한 이해관계자들에게 기업정보를 신속 정확하게 전달하는 것이다. 예를 들면 투자자에게 투명한 정보를 빠르게 제공함으로써 정보비대칭성 문제를 해소하고 투자의사결정에 도움을 준다(권수영 외 2010). 자발적 IR커뮤니케이션 활동은 외부정보 이용자와 경영자 사이 정보비대칭성을 해소하려는 적극적 의지의 표현이다(나영·임욱빈 2014).

현재 자발적 IR커뮤니케이션 활동으로 기업의 지속가능한 경영에 대한 예측 정보를 제공하는 중견기업 이상의 기업 대다수는 가족기업이며, 2006년부터 가족기업 연구가 본격화되었는데, 다수의 연구결과 가족기업은 68.3%로 추정된다. 가족기업 일부는 실제 경영자와 최대주주의 불일치에서 발생하는 대리인문제나 지분율에 따른 이해관계 상충 문제를 지니기도 한다. 하지만, 대다수 가족기업은 세대를 걸쳐 오랫동안 지속적인 성장이 가능한 기업으로 대를 이어가기 위해 기업가치 향상을 위한 연구개발이나 혁신에 관심을 두며, 신사업이나 기술개발에 관한 기업설명회 개최나 ESG 지속가능경영보고서 공시 등 자발적 IR커뮤니케이션 활동을 하고 있다.

선행연구를 살펴보면 자율공시인 자발적 IR커뮤니케이션 활동이 증가할수록 기업가치에 긍정적 영향(+)을 미친다는 주장(김영환 외 2022), ESG(Environmental(환경), Social(사회), Governance(지배구조)) 활동의 형태인 지속가능경영보고서를 보유한 기업이 재무성과가 향상되고 사회공헌 활동을 활발히 한다는 주장(김창수 2009)이 있다. 그러나 가족기업의 지속가능경영보고서 공시 등 자발적 IR커뮤니케이션 활동이 기업가치에 영향을 미치는지에 관한 연구는 아직 초기 연구이다.

본 연구의 목적은 가족기업의 자발적 IR커뮤니케이션 활동이 기업가치에 미치는 영향을 분석함에 있다. 본 연구의 목적을 달성하기 위해 다음과 같은 구체적인 연구목적을 설정한다. 첫째, 자발적 IR커뮤니케이션 활동을 더 많이 하는 기업이 가족기업인지 비가족기업인지 분석한다. 가족기업은 창업자 또는 지분인수로 최대주주가 된 가족으로 가족이 상당한 지분을 소유하고 경영에 상당한 영향력을 행사한다. 가족기업이 비가족기업보다 자발적 IR커뮤니케이션 활동을 더 많이 한다면 상당한 지분을 소유한 가족기업이 자발적 IR커뮤니케이션 활동을 통한 IR 활동으로 기업가치를 증진(나영·임욱빈 2011; 김영환 외 2022) 하는 노력을 기울이고 있음을 입증할 수 있다. 둘째, 자발적 IR커뮤니케이션 활동을 하는 가족기업의 가치가 자발적 IR커뮤니케이션 활동을 하지 않는 가족기업의 가치보다 크게 나타나는지 분석한다. 가족기업이라 하더라도 자발적 IR커뮤니케이션 활동을 할 때 자발적 IR커뮤니케이션 활동을 하지 않은 가족기업보다 기업가치가 더 크게 나타남을 발견한다면 조준희(2002), 남

혜정·노밝은(2013)의 연구를 검증할 수 있다. 셋째, 가족기업의 지분율이 클수록 자발적 IR커뮤니케이션 활동을 잘 할 수 있는지 살펴본다. 자발적 IR커뮤니케이션 활동을 하는 가족기업의 가치를 분석함으로써 본 연구는 선행연구 대비 연구의 차별성을 지닌다. 그리고 연구의 시사점을 통해 2030년 ESG IR 의무공시를 앞둔 가족기업이 자발적 IR커뮤니케이션 활동을 할 수 있도록 비전과 미래 방향을 제언할 수 있다. 더 나아가 이해관계자들과 다각적인 쌍방향 커뮤니케이션을 달성함으로써 기업가치 향상에 도움을 받을 것으로 판단한다.

Ⅱ. 가족기업과 자발적 IR커뮤니케이션 활동

1. 가족기업의 의의와 특성

가. 가족기업의 의의

가족기업(family business)은 매우 오래된 기업의 형태이다. 전 세계적으로 우리나라를 포함하여 약 60~80% 정도 기업이 해당된다. 가족기업의 개념은 유연성, 창의성, 혁신성이 담긴 기업가정신이 충만한 특성을 가지고 있다(윤병섭 2019). Chrisman et al.(2003)는 관여에 따른 구성적인 접근 관점과 영향력의 접근 관점으로 분류하였다. 관여 구성적인 접근은 가족의 경영 통제, 소유, 승계와 관련하여 가족의 관여에 따라 가족기업 유무를 구별한다. 반면 영향력 접근 관점에는 가족기업 여부를 가족 구성원이 기업경영에 관여한 행위가 실질적으로 기업의 차별성에 영향을 주는지에 따라 가족기업으로 본다는 시각도 있다. 주주가 기업의 오너이고, 가족이 지배하는 기업을 의미한다. 가족이 소유권이나 경영권 둘 중 하나를 지배하는 경우가 가족기업이다. Astrachan et al.(2002), Kleine et al.(2005) 등은 가족의 관여 정도가 가족기업을 결정짓는다고 판단하였다(채충식 2021).

나. 가족기업의 특성

⑴ 동태성과 복잡성

가족기업 경영은 동적이다. Geroski and Machin(1993)이 제시한 가족기업의 싸이클을 살펴보면 비가족기업보다 복잡하다. 가족기업은 창업과 성장 승계라는 프로세스로 5년, 10년~20년, 20년~30년의 주기로 성장하며, 대를 이은 승계를 거쳐 지속가능한 경영으로 기업가치를 향상시킨다. 가족기업은 다양한 형태를 가지며, 가족기업이라는 독특한 소유권 문제와 경영상 복잡한 속성을 가지고 있다. Davis and Tagiuri(1982)는 가족기업이 가지고 있는 가족과 기업이라는 결합 속성이 가족기업과 비가족기업을 구분하는 큰 차이라고 하며, 결합적 속성으

로 기업의 존속 목적인 이익과 성장 추구를 하면서도 가족의 정서적 기능을 지향하여 발생하는 갈등이 존재할 수 있다고 하였다.

⑵ 지속성

가족기업의 지속성은 가족 구성원이 기업 목표를 달성하고자 하는 행위이다. 사업을 키워나가고 다음 세대의 후손들을 도우려는 가족의 노력을 의미한다. 기업경영이라는 매개체로 가족의 목표를 이루려고 하며, 기업을 소유한 가족은 지속적이고 장기적인 경영을 최우선으로 여긴다. 이러한 가족기업의 장기적 지향성은 단기적인 목적달성이나 재무성과보다 우선시하게 한다(Miller et al. 2009). Miller et al.(2009)는 지속성과 관련하여 2가지 가족 기반 자원이 존재한다고 하였다. 첫째, 대를 이어 기업을 물려줄 때 더 발전한 기업을 승계하려고 한다. 둘째 가족기업의 의미와 가치이다. 가족의 명성과 공동체 가족으로서의 역할에 충실함으로써, 현재뿐 아니라 대를 이은 후대 가족에게도 긍정적 영향을 주려고 한다.

⑶ 공동체

가족기업은 지속가능경영을 위해 단합과 화합이 있는 공동체(community) 기업을 만드는데 힘쓴다. 이들은 구심점 역할을 하는 확고한 가치를 기준으로 조직에 대한 몰입과 열정적 공동체 의식과 같은 핵심적인 보편적 가치를 창출해 낸다. Habbershon and Williams(1999)는 가족기업만이 가지는 끈끈한 유대감은 독보적인 특성을 가지며, 비가족기업에 비하여 성과를 달성하고 경쟁력을 가지는데 가장 중요한 핵심이라고 하였다. 이는 비가족기업에 비해 가족기업의 온정주의와 이타주의, 기업 조직원들에게 공동체 의식을 가지는데 영향력을 준다는 것이다(Dyer 1986). 가족기업의 온정과 공동체 의식은 기업 조직원들에게 배려로 나타나게 된다.

2. IR과 자발적 IR커뮤니케이션 활동

가. IR의 의의

자발적 IR 공시활동은 자율적인 공시 활동을 말한다. 대표적인 자발적 IR 공시활동은 기업설명회(Investor Relation: IR)이며, 기업의 사업보고서나 비재무적 가치에 대한 기업보고서인 지속가능경영보고서 형태로도 IR 공시가 이루어진다. 이러한 자발적 IR 공시활동은 기업정보를 투자자들에게 제공하여 정보비대칭성을 감소시키며 투자자와의 신뢰관계를 구축함으로써 기업의 장기적인 발전에 기여하도록 하는 경영전략이다(조준희 2002).

나. 지속가능경영보고서 공시

기업은 ESG 경영을 실천하며, 정보와 기업가치가 향상할 것이라는 예측치를 담은 지속가능경영보고서를 발간하고 있다. 단계적 의무공시가 예정(<표 1> 참조)된 ESG 공시에 대비하

여 기업의 자발적 IR커뮤니케이션 활동은 점차 증가하고 있다. 기업의 지속가능경영보고서는 기업가치에 영향을 미치는 주요 요인을 중심으로 체계성을 갖추어야 한다.

<표 1> 기업지배구조 보고서 공시 의무화 단계별 확대방안

적용시기	2019년(시행)	2022년	2024년	2026년
자산총액	코스피상장회사 2조 원 이상	코스피 상장회사 1조 원 이상	코스피 상장회사 5천억 원 이상	상장회사 모든 코스피

자료: 한국거래소(https://www.krx.co.kr)

3. 대리인이론과 신호이론

가. 대리인이론

경제주체 사이 정보비대칭성으로 비효율적 시장균형이 발생하여 사회에 효율적 자원배분을 저해할 수 있다. 경제적 주체 사이 올바른 의사결정을 위해 자발적 IR커뮤니케이션은 필수이며, 자발적 IR 이론은 경제적 대리이론(economic theory of agency)과 재무적 대리이론(financial theory of agency)을 중심으로 발전하여 왔다. 경제적 대리이론은 다양한 이해관계 속 경제주체의 계약자 사이 발생하는 리스크, 불확실성, 정보체계 비대칭성 등에 중점을 두면서 대리인의 보상계약에 미치는 영향을 재무적으로 분석한 이론이다. 경제적 대리이론은 기업의 자발적 IR커뮤니케이션 활동이 갖는 역할과 의의에 토대가 되는 이론이다. 재무적 대리이론은 기업의 경영자들이 갖는 의사결정 문제에서 발생하는 유인 문제(incentive problem)에 대한 이론이다. Jenses and Meckling(1976), Fama(1980)는 기업 소유경영자 내부주주와 외부주주인 투자자 사이 존재하는 대리문제를 지분의 대리문제라 하고, 투자자와 주주 사이 대리문제를 부채의 대리문제라고 하였다. 기업의 자발적 IR커뮤니케이션 활동이 회계기능 측면에서 의사결정 지원 개념으로써 자본시장의 정보비대칭성을 해소한다는 중요 기능과 역할을 하며, 궁극적으로 기업가치 향상에 유의한 연계성을 가진다는 것을 알 수 있다.

나. 신호이론

신호이론(signaling theory)은 기업경영자와 이해관계자 사이 존재하는 정보비대칭성(역선택 발생)을 해소하기 위하여 경영자가 자신이 획득하고 있는 정보를 자발적으로 알리는 이론이다. 성실한 적정보고는 기업의 미래 불확실성을 줄여줌으로써 자본조달비용과 투자 리스크를 감소시킬 수 있다(Wolk et al. 1992). 따라서 기업 회계정보에 대한 강제공시규제를 하지 않아도 경영자가 자본시장에 자발적으로 회계정보를 공시하는 활동으로 회계정보의 자발적 공시의 신호 역할을 한다.

Ⅲ. 선행연구

1. 자발적 IR커뮤니케이션 활동과 가족기업의 기업가치

자발적 IR커뮤니케이션 활동을 활발히 하는 기업은 정보비대칭성이 커진다는 결과가 있다(손성규 외 2008, 2010; 박서윤 외 2013; 오현민·신호영 2016). 오현민·신호영(2016)은 상반된 연구결과로 기업의 자발적 IR커뮤니케이션 활동 수준이 높아질수록 경영자가 사적 이익을 추구하는 활동이 높아지고, 정보비대칭성도 심화된다고 하였으며, 그에 비례해 외국인 지분율은 감소한다고 하였다. 하지만 자발적 IR커뮤니케이션의 필요성에 대한 국내외 선행연구 결과를 살펴보면, IR커뮤니케이션 활동이 기업의 정보비대칭성을 해소하고 자본비용을 감소시키고 있음을 알 수 있다(Frankel et al. 1999; Healy and Palepu 2001). 이민영·신호영(2010)은 자발적 IR커뮤니케이션 활동을 한 기업들을 대상으로 IR 수준을 다양하게 측정하고 자본비용에 미치는 효과를 검증하였다. 연구분석 결과, 기업의 자발적 IR커뮤니케이션에 관한 국가의 공시정책 확대는 자본시장에서 자본비용을 낮추는 긍정적인 효과가 있다고 나타났다. 반면에 사적 이익을 추구하기 위한 경영자의 가치 없는 정보로 인하여 정보비대칭성이 증가할 것이다. 자발적 IR커뮤니케이션은 투자자와 경영자 사이의 정보비대칭성을 감소하게 할 수도, 커지게 할 수도 있다(이정은·노길관 2021). 김동순 외(2004)는 기업의 IR커뮤니케이션 활동 후 기업가치가 향상된다고 하였고, 스타트업의 IR커뮤니케이션 활동은 정보비대칭성이 예측되기 때문에 IR의 영향을 더 크게 받는다고 하였다(최승빈·조준희 2003). 기업의 자발적 IR커뮤니케이션은 투자자에게 올바른 투자의사결정 기회를 제공하고 정보비대칭성을 완화하여 기업가치를 향상시킨다고 분석한 연구(Healy and Palepu 2001; Francis et al. 2008) 등이 있다. 국내 선행연구에서 김근동(1996), 김준철(2001), 조준희(2001)는 기업의 IR커뮤니케이션은 기업을 둘러싼 기업과 주주, 투자자와의 신뢰 관계를 구축하는 적극적인 의사소통이라고 하였다. 김준철(2001), 권수영 외(2010)는 기업의 IR커뮤니케이션은 기업이 공시하는 내용은 자금조달과 기업의 장기적인 발전에 기여하고 정보비대칭성을 해소하여 그 역할이 매우 중요하다고 하였다. 강정연·고종권(2014)은 기업의 자발적 IR커뮤니케이션은 대리인 문제를 해결한다고 하였다. Andrew et al.(1990), Landesman(1997) 등은 기업의 적극적인 IR커뮤니케이션 활동은 주요 이해관계자의 요구를 인식하고 이해를 돕는 중요하고 체계적인 커뮤니케이션 활동이다고 하였다. Frankel et al.(1999), Bushee et al.(2003), Healy and Palepu(2001) 등은 기업의 자발적인 IR커뮤니케이션은 기업과 주주 사이의 정보비대칭성을 해결하고, Lim et al.(2007)는 지배구조 개선을 위해 자발적 IR커뮤니케이션을 더 자주 적극적으로 해야 한다고 하였다. 자발적 IR커뮤니케이션에 관한 국내외 선행연구는 다음의 <표 2>에서 확인할 수 있다.

<표 2> 자발적 IR커뮤니케이션에 관한 선행연구

연구자(연도)	주요 분석내용
Andrew et al.(1990)	- 기업설명회(IR)은 기업의 주요 이해관계자들의 요구를 이해하고 인식하는 체계적인 커뮤니케이션 활동이며, 기업이 주주와 접촉하는 중요한 기회이다.
Landesman(1997)	- IR은 커뮤니케이션의 기본과정으로 형식과 내용이 중요하고, 형식은 투명해야 한다. - IR은 투자자와의 지속적 관계를 위해 정규적인 미팅이 필요하다.
Frankel et al.(1999), Bushee et al.(2003)	- 기업의 자발적 공시활동 중 하나인 기업설명회가 시장의 정보비대칭성 완화에 효과적이다.
Healy and Palepu(2001)	- 기업의 자발적인 재무정보 제공은 기업과 주주 사이 정보비대칭성에 변화를 준다.
Lim et al.(2007)	- 효과적인 지배구조는 더 커다란 책임감을 가지고 자발적 공시를 더 많이 한다.
Francis et al.(2008)	- 기업의 자본이익의 질이 높은 기업일수록 자발적 공시 수준이 높다. 자발적 공시수준이 높을수록 자본비용은 낮다.
김근동(1996)	- IR은 기업을 둘러싼 제반요소 중 기업과 주주, 투자자와의 신뢰관계 구축을 위한 적극적인 의사소통을 의미한다.
김준철(2001)	- IR은 기업과 주주, 투자자 사이 의사소통이며, 기업내용 공시는 자금조달과 기업의 장기적 발전에 기여하는 경영활동이다.
김철중(2001)	- IR활동은 적극적인 기업정보 공표로, 정보비대칭성을 해소하고 투자자의 올바른 투자의사결정을 돕는다.
조준희(2002)	- IR은 투자자와 기업 사이 적극적인 커뮤니케이션으로 기업이 자발적으로 경영실적 및 재무상황을 투자자에게 상세히 알리는 행위이다.
권수영 외(2010)	- 정보비대칭성 문제를 해결함에 있어서 자발적 공시와 의무공시의 역할이 중요하다
강정연·고종권(2014)	- 기업지배구조는 여러 이해관계자들 사이 대리인 문제를 해결하고자 정보비대칭성을 해결하고 경제적 자원의 효율적인 배분 역할을 한다.
나영·임욱빈(2014)	- 자발적 공시는 외부정보 이용자와 경영자 사이 정보비대칭성을 해소하려는 적극적인 의지의 표현일 수 있다.
오현민·신호영(2016)	- 기업은 대리인문제를 해소하기 위해 자율적으로 공시를 하여 정보비대칭성 감소 노력을 하지만 경영자에게 유리한 정보를 제공하며, 자율공시가 정보비대칭성을 확대할 수 있다

기업의 자발적 IR커뮤니케이션과 재무성과 및 기업가치에 관한 연구는 해외에서도 활발히 진행되었고, 정보비대칭성 해결, 대리인문제 완화, 기업가치 및 재무성과에 긍정적 영향, 투명한 정보제공으로 투자의사결정에 효과적 등의 실증분석 결과를 확인할 수 있다(<표 3> 참조).

<표 3> 기업 IR과 재무성과, 기업가치의 연구 결과

연구자(년도)	기간, 표본기업	분석방법	연구목적 및 결과
Baruch Lev(1997)	1973～1992년 300개 기업	-장부가치와 시장가치 차이('73년 0.811 - '92년 1.692)	- 투자자 리스크와 정보비용 감소 - 경영자 신뢰 향상 수단으로의 자율 공시효과

일본IR협회(JIRA) (1995)	case study 이또상사, 미쓰비시은행 외	- IR기업 보고서가 기업현황을 명확히 제공	- 기업의 호재, 악재를 즉시 제공 - IR효과는 주가상승, 기업이미지 향상 기여
Mark-Lang(1999)	IR의 질과 효과에 대한 연구	- 미 재무분석가 자료와 기업정보 비교분석 신뢰성, 정확도 조사	- 재무분석가들은 적극적인 IR활동 기업에 신뢰가 높고, 재무분석 예상치도 정확
Hamilton and Statman(1990)	IR활동효과	- 이론적 고찰	- IR은 경영자의 성과발표 - IR활동효과 (양의 반응)

2. 자발적 IR커뮤니케이션 활동과 ESG 관계

기업의 ESG 활동은 2010년대 말 UN PRI, Black Rock, Vanguard, State Street 등의 국제적으로 규모가 큰 펀드운용사들이 기업의 지속가능성을 투자에 비중 있게 고려하면서 본격 확대되었다(Welch and Yoon 2023). 과거에는 기업 ESG 경영활동이 이해관계자 가치 옹호자들에 의하여 규범적인 측면에서 요구되었다(Freeman 2010). 최근 투자자들이 주목하는 기업의 ESG 활동은 기업 재무성과와 경제적 효과에 집중되어 있다. ESG는 기업의 지속적인 성장과 발전에 주요한 핵심 요소이다(박성욱 외 2022). ESG는 기업의 원가구조와 생산성을 개선할 수 있으며, 운영의 효율성을 높여 영업에 투입되는 비용이나 매출의 원가를 줄여준다. Clarkson et al.(2013)은 미국 기업의 환경정보에 대한 공시가 기업 주가 및 장기적인 성과에 긍정적인 영향을 준다고 보고하였다.

김영환 외(2022)은 기업의 ESG 활동과 성과에 대한 자발적 IR 공시활동은 정보비대칭성 문제를 완화하여 해결함으로써 기업가치에 긍정적인 영향을 준다고 주장하였다. 대부분의 국내 연구는 기업의 비재무적 정보 공시인 ESG 성과 공시를 지속가능경영보고서로 판단하고 있다. 보고서에 따르면 기업의 성과가 기업가치에 유의한 양(+)의 영향을 주는 것을 발견할 수 있다(김창수 2009; 민재형 외 2015). ESG 활동이 양호한 기업이 기업가치가 높으며, ESG 등급이 낮은 기업일수록 정보비대칭성이라는 대리인문제를 줄이기 위해 자율공시수준이 증가한다고 하였다. 또한 기업의 사회공헌활동에 관하여서는 기업의 ESG활동의 형태인 지속가능보고서를 보유한 기업을 대상으로 한 연구에서 업력이 길고 수익성과 성장성이 높은 기업이 사회공헌 활동 확률이 높고, 기업가치가 높다고 하였다(김창수 2009). 상장기업뿐 아니라, 소기업의 자발적 IR 활동은 정보비대칭성을 완화하여 재무성과와 기업가치에 유의한 영향을 나영·임욱빈(2011)은 ESG 관련 정보의 공시효과가 존재하며, 기업가치에도 긍정적인 영향을 준다고 하였으며, 또한, 정광화(2018)는 기업의 지속가능성이 우수할수록 공정공시 빈도가 증가하며, 공정공시가 증가할수록 기업가치에 긍정적인 영향을 주고 있어, 자율공시수준의 증가는 정보비대칭성을 완화한다고 주장하고 있다(김영환 외 2022).

Ⅳ. 연구설계

1. 분석자료

한국거래소 ESG포털의 지속가능경영보고서 자발적 IR 공시 건수는 <표 5>와 같다. 본 연구대상은 한국거래소에 ESG 공시를 하고 ESG 포털(esg.krx.co.kr)에 지속가능경영보고서 또는 지배구조보고서를 보유하고 있는 가족기업 및 비가족기업이다.

<표 4> 한국거래소 ESG포털 기업의 지속가능 보고서 자발적 IR 공시 건수

ESG 공시년도	2020년	2021년	2022년
지속가능경영보고서	38	78	128
지배구조보고서	221	227	353

자료: KRX ESG포털(https://esg.krx.co.kr)

<표 5> ESG 통합등급 부여 현황

(단위: 사, %)

등급	2020		2021		2022	
	회사수	비중	회사수	비중	회사수	비중
S	0	0	0	0	0	0
A^+	16	2.1	14	1.8	5	0.6
A	92	12.1	171	22.3	117	15.1
B^+	134	17.6	136	17.8	124	16.1
B	260	34.2	211	27.6	75	9.7
C	236	31.1	221	28.9	195	25.3
D	22	2.9	12	1.6	257	33.2
계	760	100	765	100	773	100

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

그리고 한국거래소 ESG 포털사이트, 한국ESG기준원(KCGS) 등이 ESG 등급을 발표하고 있다. KCGS는 글로벌 공시체계와 이니셔티브의 동향을 반영하고 있으며, 기업경영에 있어서 ESG 실행에 대한 기업 책임과 이사회 역할을 중요하게 강조하는 평가모형을 개발한다. ESG 통합등급은 수준에 따라 S(탁월), A+(매우 우수), A(우수), B+(양호), B(보통), C(취약), D(매우 취약) 등 7단계로 부여된다. 본 연구표본의 ESG등급은 한국ESG기준원(KCGS)이 발표한 ESG 통합등급(<표 5> 참조)이다. 그리고 자발적 IR커뮤니케이션 활동, 기업가치, 소유구조 등의 요인별 변수에 적합한 정보로서 금융감독원 전자공시시스템(DART,

https://dart.fss.or.kr), 한국ESG기준원(Korea Institute of Corporate Governance and Sustainability: KCGS, https://www.cgs.or.kr), 한국거래소 ESG 포털사이트 등에서 공시되어있는 데이터를 수집하였다. 본 연구의 표본은 연구목적을 달성하기 위하여 결측치를 제외하고 가족기업은 213개 기업 631개 표본, 비가족기업은 224개 기업 671개 표본이 최종 연구표본이다. 가족기업의 업종 분포는 <표 6>의 연도별 ESG 통합등급을 합하여 <표 7>과 같이 나타낼 수 있다.

<표 6> 표본기업 ESG 통합등급 현황

(단위: 개)

등급	2019	2020	2021	합계	구성비
S	0	0	0	0	0.00%
A^+	8	6	2	16	2.53%
A	47	82	63	192	30.42%
B^+	47	32	38	117	18.54%
B	52	48	14	114	18.06%
C	49	44	51	144	22.82%
D	3	0	45	48	7.60%
계	206	212	213	631	100.00%

연구표본의 대상기업은 통계청 한국표준산업분류(http://kssc.kostat.go.kr)의 제조업(C)이며 (<표 7> 참조), 총 16개 업종으로 분류된다.

<표 7> 연구표본의 업종 분포

KSIC	업종	가족기업		비가족기업	
		표본	%	표본	%
C10	식료품	42	6.66	45	6.71
C13	섬유	7	1.11	9	1.34
C14	의복/모피	15	2.38	18	2.68
C17	펄프/종이	12	1.90	15	2.24
C20	화학물질 및 화학제품 제조업: 의약품 제외	115	18.22	108	16.09
C21	의료용 물질 및 의약품	21	3.33	51	7.60
C22	고무/플라스틱	26	4.12	27	4.02
C23	비금속 광물	19	3.01	23	3.43
C24	1차 금속	56	8.87	57	8.49
C25	금속가공제품: 기계 및 가구 제외	15	2.38	21	3.13
C26	전자부품, 컴퓨터, 영상, 음향 및 통신장비	99	15.69	108	16.10
C27	의료, 정밀, 광학기기 및 시계	53	8.40	60	8.94
C28	전기장비	39	6.18	36	5.37
C29	기타 기계 및 장비	12	1.90	9	1.34
C30	자동차 및 트레일러	12	1.90	15	2.24
C31	기타 운송장비	88	13.95	69	10.28
제조업 총합계		631	100.00	671	100.00

2. 연구가설

가. 가족기업과 비가족기업의 자발적 IR커뮤니케이션 활동 가설

Chen et al.(2008)는 자본시장에서 정보비대칭성이 클수록 정보 수요가 증가하므로 기업들이 자발적 IR커뮤니케이션 활동을 더 적극적으로 한다고 하였다. 또한 Lang and Lundholm(1993)는 외부자금조달이 필요한 기업은 평소보다 더욱 적극적인 IR커뮤니케이션 활동을 함으로써 정보비대칭성을 완화하여 자금조달비용을 줄인다고 하였다. 또한 Lang and Lundholm(1993), Bamber and Cheon(1998) 등은 기업의 규모가 클수록 평균적인 공시비용이 줄어들어서 공시의 횟수가 증가한다고 하였다. 즉 King et al.(1990)는 기업의 규모가 클수록 재무분석의 양이 커지므로 기업의 공시량이 늘어난다고 하였다. 본 연구는 자발적 IR커뮤니케이션 활동을 더 많이 하는 기업이 가족기업인지 비가족기업인지 분석한다. 지금까지 국내에서 자발적 IR커뮤니케이션 활동을 더 많이 하는 기업이 가족기업인지 비가족기업인지 분석한 연구는 없는 것으로 판단하나 일반적 분석 가설에 따라 연구가설을 설정한다. 가족기업은 창업자 또는 지분인수로 최대주주가 된 가족으로 가족이 상당한 지분을 소유하고 경영에 상당한 영향력을 행사한다. 가족기업이 비가족기업보다 자발적 IR커뮤니케이션 활동을 더 많이 한다면 상당한 지분을 소유한 가족기업이 지속가능경영보고서와 기업설명회 IR활동을 통해 기업가치를 증진하는 노력을 기울이고 있음을 입증할 수 있다. 자발적 IR커뮤니케이션 활동을 더 많이 하는 기업이 가족기업인지 여부를 분석하는 가설은 다음과 같다.

가설 1 자발적 IR커뮤니케이션 활동은 가족기업이 비가족기업보다 더 많이 할 것이다.

나. 자발적 IR커뮤니케이션 활동 여부와 가족기업의 가치 가설

상장기업의 자발적 IR커뮤니케이션 활동은 기업의 경영성과와 기업가치에 긍정적 영향을 미친다(조준희 2002). 남혜정·노밝은(2013)은 유가상장기업 중 설명회 개최기업의 자발적 IR커뮤니케이션 활동이 재무이익 예측 정확성에 긍정적 영향을 준다고 하였다. 하지만 가족기업의 자발적 IR커뮤니케이션 활동이 경영성과에 미치는 영향이 유의한지 연구되지 않았고 학계에 보고되지 않은 것으로 여겨진다. 본 연구는 자발적 IR커뮤니케이션 활동을 하는 가족기업의 가치가 자발적 IR커뮤니케이션 활동을 하지 않는 가족기업의 가치보다 크게 나타나는지 분석한다. 자발적 IR커뮤니케이션 활동을 할 때 자발적 IR커뮤니케이션 활동을 하지 않은 가족기업보다 기업가치가 더 크게 나타남을 발견한다면 조준희(2002), 남혜정·노밝은

(2013) 등의 연구를 확장해 검증할 수 있다. 가족기업이라 하더라도 자발적 IR커뮤니케이션 활동을 함으로써 자발적 IR커뮤니케이션 활동을 하지 않는 가족기업보다 가치를 증진함에 유용함을 제시할 수 있다. 자발적 IR커뮤니케이션 활동을 하는 가족기업의 가치가 자발적 IR커뮤니케이션 활동을 하지 않는 가족기업의 가치보다 크게 나타나는지 분석하는 가설은 다음과 같다.

가설 2 자발적 IR커뮤니케이션 활동을 하는 가족기업의 가치가 자발적 IR커뮤니케이션 활동을 하지 않는 가족기업의 가치보다 클 것이다.

다. 가족기업 주식의 종류와 자발적 IR커뮤니케이션 활동 가설

이아영 외(2012)는 지배주주에 의한 소유구조를 가지고 있는 가족기업이 대규모기업집단에 비해 더 적극적이고 자발적인 기업공시를 한다고 하였다. 이는 가족기업이 자발적 IR커뮤니케이션 활동으로 인한 효익을 가지기 위함이다. Fan and Wong(2002)은 가족기업이 가족 구성원 주주와 소유주가 다를 경우, 지배주주와 소유권을 가진 소액주주 사이 대리인문제를 심화시킨다고 하였다. 강원 외(2005)는 지배주주가 자신의 지분이 상대적으로 적은 기업 계열사에서 자신의 지분이 많은 계열사로 부(富)를 옮길 가능성이 증가한다고 하였다. 가족기업의 소유지배구조 특수성(윤병섭 2022)으로 인하여 소유권과 지배권의 불일치가 발생하며, 대리인문제와 정보비대칭성의 문제를 야기한다. 결국 가족기업의 기업가치는 낮아진다. 이러한 유인으로 심호식 외(2010)의 연구는 지분율 간의 괴리와 공정공시를 통한 공시정보의 빈도간의 관련성을 실증분석한 결과 지분율의 차이가 클수록 공시가 감소한다고 하였다. 가족기업은 가족의 기업 관여 양식으로 구분한다(Sharma and Nordqvist 2008; Boellis et al. 2016). 소유와 경영의 참여는 소유와 통제의 두 가지 동기를 지닌다(Wasserman 2012). 즉 의사결정 주체인 소유권의 영향력, 즉 보통주가 우선주보다 자발적 IR커뮤니케이션 활동을 잘 할 수 있는지 분석한다. 본 연구는 가족기업 주식의 종류별, 즉 보통주와 우선주에 따라 자발적 IR커뮤니케이션 활동을 잘 할 수 있는지, 자발적 IR커뮤니케이션 활동에 차별적 유의성 존재하는지 분석하는 가설은 다음과 같다.

가설 3 가족기업의 보통주가 우선주보다 자발적 IR커뮤니케이션 활동 정도가 더 강할 것이다.

3. 회귀분석 모형

가족기업의 자발적 IR커뮤니케이션 활동이 기업가치에 미치는 영향을 분석하기 위해 변수를 도입한다. 종속변수는 기업가치(Tobin's Q: TBQ), 자발적 IR커뮤니케이션 활동(VBP)

이고 독립변수는 가족기업(FAM), 자발적 IR커뮤니케이션 활동(VBP)이다. 자발적 IR커뮤니케이션 활동(VBP)은 지속가능경영보고서 보유(VCM), 기업설명회 횟수(BIR), 홍보비용(PUB)로 세분된다. 그리고 대주주 및 특수관계인의 지분율(SRT)은 보통주와 우선주의 총합(SRS), 보통주(STC), 우선주(STP)로 분화된다. 통제변수는 부채비율(DEB), 사업기간(AGE), 규모(ASS), 업종(IND), 년수(YEA) 이다. 업종(IND), 년수(YEA)는 더미변수이다. 위 변수를 가지고 가설을 분석하는 회귀분석 모형은 다음과 같다.

가. 가족기업과 비가족기업의 자발적 IR커뮤니케이션 활동 분석 회귀모형

가족기업과 비가족기업의 자발적 IR커뮤니케이션 활동 분석 회귀모형은 가설 1 “자발적 IR커뮤니케이션 활동은 가족기업이 비가족기업보다 더 많이 할 것이다.”를 분석하는 것으로 (식 1), (식 2), (식 3)과 같다.

$$VCM = \alpha_0 + \beta_1 FAM + \beta_2 DEB + \beta_3 AGE + \beta_4 ASS + \sum_{j=5}^{21} \beta_j (IND_{j-4}) + \sum_{t=2019}^{2021} \beta_t (YEA)_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

(식 1)

$$BIR = \alpha_0 + \beta_1 FAM + \beta_2 DEB + \beta_3 AGE + \beta_4 ASS + \sum_{j=5}^{21} \beta_j (IND_{j-4}) + \sum_{t=2019}^{2021} \beta_t (YEA)_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

(식 2)

$$PUB = \alpha_0 + \beta_1 FAM + \beta_2 DEB + \beta_3 AGE + \beta_4 ASS + \sum_{j=5}^{21} \beta_j (IND_{j-4}) + \sum_{t=2019}^{2021} \beta_t (YEA)_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

(식 3)

여기서,

VBP	:	자발적 IR커뮤니케이션 활동
VCM	:	지속가능경영보고서 보유 유무(더미변수)(보유=1, 미보유=0)
BIR	:	기업설명회 횟수
PUB	:	홍보비용
FAM	:	가족기업 여부(더미변수)(가족기업=1, 비가족기업=0)
DEB	:	부채비율(%)
AGE	:	업력(년)
ASS	:	기업규모(총자산)(억 원)(자연log 값)
IND	:	16개 업종
YEA	:	2019년부터 2021년까지 기술혁신 지향성 해당연도

나. 자발적 IR커뮤니케이션 활동 여부와 가족기업의 가치 가설

자발적 IR커뮤니케이션 활동 여부와 가족기업의 가치 분석 회귀모형은 가설 2 “자발적 IR커뮤니케이션 활동을 하는 가족기업의 가치가 자발적 IR커뮤니케이션 활동을 하지 않는 가족기업의 가치보다 클 것이다.”를 분석하는 것으로 (식 4)와 같다.

$$TBQ = \alpha_0 + \beta_1 VCM + \beta_2 BIR + \beta_3 PUB + \beta_4 DEB + \beta_5 AGE + \beta_6 ASS + \sum_{j=7}^{23} \beta_j (IND_{j-6}) + \sum_{t=2019}^{2021} \beta_t (YEA)_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

(식 4)

여기서,

TBQ : 기업가치(Tobin’s Q)

다. 가족기업 주식의 종류와 자발적 IR커뮤니케이션 활동 가설

가족기업 주식의 종류와 자발적 IR커뮤니케이션 활동 분석 회귀모형은 가설 3 “가족기업의 보통주가 우선주보다 자발적 IR커뮤니케이션 활동 정도가 더 강할 것이다.”를 분석하는 것으로 (식 5), (식 6), (식 7)과 같다.

$$VCM = \alpha_0 + \beta_1 SRS + \beta_2 STC + \beta_3 STP + \beta_4 DEB + \beta_5 AGE + \beta_6 ASS + \sum_{j=7}^{23} \beta_j (IND_{j-6}) + \sum_{t=2019}^{2021} \beta_t (YEA)_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

(식 5)

$$BIR = \alpha_0 + \beta_1 SRS + \beta_2 STC + \beta_3 STP + \beta_4 DEB + \beta_5 AGE + \beta_6 ASS + \sum_{j=7}^{23} \beta_j (IND_{j-6}) + \sum_{t=2019}^{2021} \beta_t (YEA)_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

(식 6)

$$PUB = \alpha_0 + \beta_1 SRS + \beta_2 STC + \beta_3 STP + \beta_4 DEB + \beta_5 AGE + \beta_6 ASS + \sum_{j=7}^{23} \beta_j (IND_{j-6}) + \sum_{t=2019}^{2021} \beta_t (YEA)_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

(식 7)

여기서,

SRT : 대주주 및 특수관계인의 지분율
SRS 대주주 및 특수관계인의 보통주와 우선주의 지분율 총합
STC : 대주주 및 특수관계인의 보통주지분율
STP : 대주주 및 특수관계인의 우선주지분율

4. 변수의 조작적 정의

가. 기업가치(TBQ)

Tobin’s Q 비율을 기업가치(TBQ)의 대용변수로 쓴다. Tobin’s Q의 계산식은 [(보통주종가

×보통주주식수)+(우선주액면가×우선주주식수)+총부채의 장부가치]/총자산의 장부가치이다. 시장가치를 대체비용으로 나눠 계산한 것이다. Tobin's Q 비율이 1보다 크면 투자한 금액보다 높은 가치를, Tobin's Q 비율이 1보다 작으면 투자한 금액보다 낮은 가치를 창출한다는 의미다. Tobin's Q 비율이 1보다 크면 클수록 투자자들이 ESG 활동을 추진하는 기업에 대해 미래의 가치를 높게 평가한다는 의미이다(박진혁·이장우 2022).

나. 가족기업(*FAM*)

가족기업은 가족과 기업의 통합개념으로 가족 구성원이 기업의 지배권과 소유권, 경영권을 가지고 있는 형태의 기업을 의미한다. 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) 외 다수의 연구에 따르면 가족기업은 비가족기업에 비해 가족의 기업 소유와 경영에 중점을 맞추며, 가족기업의 지배구조, 승계, 사회적 책임이 기업가치에 영향을 미친다고 한다. 가족기업의 한 가족이 가지는 가치관, 정신, 신념 등 각 가족 고유한 특성과 기업가정신이 깃든 기업이다(윤병섭 2019). 가족기업은 가족이 대를 이어 가업을 이어받고 지속경영 및 존속하는 특징을 가지고 있다. 본 연구는 가족기업 1, 비가족기업 0의 더미변수를 사용한다.

다. 자발적 IR커뮤니케이션 활동(*VBP*)

(1) 지속가능경영보고서(*VCM*)

ESG 지속가능경영보고서는 기업의 정보를 알리는 것뿐만 아니라, 기업의 환경사업, 윤리경영 및 투명성을 강조하는 내용으로 작성된다. 즉 기업이 환경, 사회, 지배구조 측면에서 어떤 방식으로 운영되고 있는지를 평가하는 지표이다. ESG 지속가능경영보고서는 기업의 지속가능한 경영활동에 대한 재무적 이익 및 사회, 환경 가치를 전달하는 중요 요소이며, 기업의 지속가능성을 평가하기 위해 사용된다. 본 연구는 지속가능경영보고서 보유 유무에 따라 기업이 보유하고 있으면 1, 보유하고 있지 않으면 0의 더미변수를 도입한다.

(2) 기업설명회 횟수(*BIR*)

기업설명회는 기업이 시장과 투자자, 이해관계자들에게 기업정보를 알리고 홍보하는 쌍방향 재무 커뮤니케이션을 의미하며, 대표적인 IR 형태가 기업설명회 IR이다. 오프라인 IR은 기업이 투자자에게 기업을 설명 하는 것으로 기업을 홍보하고 기업의 경영활동과 미래 계획을 발표하는 것이다. 여러 증권사, 공기관, 기업에서 자체 투자발표회나 기업설명회를 개최하고 있다. 본 연구에서 기업설명회는 사업설명회 등 ESG 활동 관련 한국거래소에 자발적으로 IR한 횟수로 실수(實數)이다.

(3) 홍보비용(*PUB*)

자발적 IR 커뮤니케이션 활동은 홍보(PR)와 IR로 진행된다. 기업의 홍보는 온라인과 오프

라인으로 진행되며, 기업의 브랜드가치를 향상시키고 고객의 마음을 사로잡는 홍보활동은 기업가치에 유의한 영향을 미친다. 자발적 IR커뮤니케이션 활동을 할 때 홍보비가 발생하며, 국내 기업의 비재무정보 공시에도 비용이 발생한다. 본 연구의 홍보비용은 기업의 연간 광고선전비 등으로 실수(實數)이며, 자연로그(log) 값으로 한다.

라. 대주주 및 특수관계인의 지분율(SRT)

대주주는 일정 기준 이상 기업 주식을 많이 보유한 개인 혹은 법인 주주를 말한다. 자본시장법에 따르면 기업 보통주식 전체 중의 5% 이상을 보유하여 금융감독원에 공시 대상인 자를 대주주라고 한다. 이는 5% 룰이며, 실제 대주주 기준은 자본시장법 기준을 따르며, 기업이나 금융권에 적용된다. 우선주는 의결권이 없으므로 5% 룰 적용을 받지 않는다. 대주주 및 특수관계인의 지분율(SRT)은 보통주와 우선주의 지분율 총합(SRS), 대주주 및 특수관계인의 보통주지분율(STC), 대주주 및 특수관계인의 우선주지분율(STP)로 나눌 수 있다.

⑴ 대주주 및 특수관계인의 보통주지분율(STC)

보통주는 기업의 주주총회에서 경영의 주요 사항이나 임원 선임 등에 관하여 보유하고 있는 주식 비율에 따라 의결권을 행사할 수 있다. 또한 이익을 배당받을 권리가 있다. 일반적인 주식은 보통주를 의미하며 보통주는 회사의 리스크에 대한 위험부담이 크기 때문에 기업 경영 상황에 따라 배당이 달라진다. 보편적으로 주주가 소유한 주식에 따라 평등 대우를 한다는 주주평등 원칙에 의거하며, 통상의 기준이 되는 주식을 의미한다.

⑵ 대주주 및 특수관계인의 우선주지분율(STP)

우선주는 보통주와 달리 특정한 우선권을 가지는 주식을 의미한다. 보편적으로 우선주는 주주총회에서 주주의 의결권이 없으나 배당에 대해서는 보통주에 비해 더 추가의 배당을 받는다. 최대주주는 자신의 지분율이 낮아지지 않기 위해 유상증자를 하는 경우가 있는데, 이에 대하여, 재무상황이 안 좋은 기업들이 발행한다는 부정적 인식이 있다. 우선주는 보통주보다 선순위의 변제권을 갖지만 기업이 폐업을 하면 변제권은 실질 의미가 없으며, 상환우선주는 원칙적으로 부채를 의미한다.

마. 통제변수

⑴ 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 (부채총계/자본총계) x 100으로 계산하며 부채비율이 100% 이하면 재무상태가 안정적이라고 평가받는다. 하지만 부채비율이 200%를 초과하면 자기자본대비 부채비율이 2배 이상을 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.

⑵ 사업기간(*AGE*)

설립 이후 경과년수를 보여주는 사업기간은 업력으로 본 표본 종료 시점인 2021년 말에서 사업을 시작한 시점을 차감한 기간이다. 사업 기간이 오래될수록 기업규모가 커지며, 더 많은 ESG 활동을 할 수 있다. 업력인 사업기간의 단위는 년으로 반영하며, 실수(實數)이다.

⑶ 규모(*ASS*)

기업규모는 기업의 총자본, 자본금, 직원 수 등 경영자본의 크기를 의미하고, 기업의 이익규모 즉 생산 및 판매량 등을 의미하기도 한다. 기업규모가 클수록 더 많은 가치를 부여하므로 기업규모 변수가 ESG 활동에 어떤 영향을 주는지 측정할 수 있다. 기업규모는 총자산(억원)의 자연로그(log)이다.

⑷ 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.

⑸ 년수(*YEA*)

「자본시장과 금융투자업에 관한 법률」(자본시장법) 제149조(보고서 등의 공시)는 기업이 제출한 보고서를 3년간 비치하고 인터넷 홈페이지 등을 이용하여 공시하여야 한다고 규정하고 있다. 본 연구의 해당연도(*YEA*)는 2019년부터 2021년까지 3년 사이 패널데이터이다.

Ⅴ. 실증분석

1. 기술통계량 분석

가족기업의 자발적 IR커뮤니케이션 활동이 기업가치에 미치는 영향을 분석하기 위해 도입한 각 변수의 기술통계량을 측정하였다. 변수의 기술통계량은 <표 8>과 같다. <표 8>은 2019년부터 2021년까지 3년 사이 가족기업은 213개 기업 631개 표본, 비가족기업은 224개 기업 671개 표본의 패널데이터이다. 가족기업(*FAM*) 여부를 보면 평균 0.48로서 비가족기업이 가족기업보다 연구표본이 더 많음을 알 수 있다. 기업가치(*TBQ*)는 1.290이다. 이는 기업이 가치를 높이기 위해 투자를 더 할 것임을 시사한다. 즉 이자율 외에 투자유인에 대한 포괄적 정보, 즉 ESG 등을 공시하여 투자를 유인할 가능성이 높다. 지속가능경영보고서 공시여부(*VCM*)는 0.46으로 지속가능경영보고서 공시가 아직 활발히 이루어지지 않음을 의미한

다. 이는 기업지배구조 보고서 공시 의무화 적용시기가 2019년부터 2조 원 이상 코스피상장회사, 2022년부터 1조 원 이상 코스피 상장회사인 이유에 기인한다. 보통주와 우선주의 지분율 총합(SRS) 45.60%는 보통주지분율(STC) 34.31%와 우선주지분율(STP) 11.29%이다. 부채비율(DEB) 133.32%는 본 표본기업의 안정성을 말한다.

<표 8> 기술통계량

변수	단위	표본수	평균	표준편차	최소값	최대값
FAM	더미	1,302	0.48	0.62	0	1
TBQ	0<TBQ<1	1,302	1.29	2.16	0.34	7.33
VCM	더미	1,302	0.46	0.50	0	1
BIR	횟수	1,278	1.48	3.37	0	28
PUB	자연로그(억 원)	1,265	2.58	2.49	0	8.94
SRS	%	1,302	45.60	15.86	8.45	88.45
STC	%	1,302	34.31	44.37	8.45	78.03
STP	%	1,302	11.29	17.66	0	68.53
DEB	%	1,302	133.32	185.33	4.42	871.45
AGE	년	1,302	25.16	31.67	3	64
ASS	자연로그(억 원)	1,302	9.35	11.49	5.93	12.38

주) *FAM*: 가족기업, *TBQ*: 기업가치, *VCM*: 지속가능경영보고서 공시여부, *BIR*: 기업설명회 횟수, *PUB*: 홍보비용(억 원), *SRS*: 보통주와 우선주의 지분율 총합, *STC*: 대주주 및 특수관계인의 보통주 지분율, *STP*: 대주주 및 특수관계인의 우선주지분율, *DEB*: 부채비율, *AGE*: 사업기간, *ASS*: 규모.

2. 상관분석

본 연구표본 상관분석 결과는 <표 9>와 같다. 각 변수 사이 상관계수를 보여주고 있다. 기업가치(TBQ)와 지속가능경영보고서 공시여부(VCM) 사이, 지속가능경영보고서 공시여부(VCM)와 기업설명회 횟수(BIR) 사이, 기업설명회 횟수(BIR)와 홍보비용(PUB) 사이 유의한 상관관계를 가지고 있다. 한편, 예측모델 사이 상관행렬을 분산팽창지수(Variance Inflation Factor: VIF)로 분석하여 다중공선성(multicollinearity) 여부를 확인하였다. VIF는 종속변수는 투입되는 각각의 개별 독립변수로 하고, 독립변수는 그 외 나머지 변수들로 설정하여 구한 다중결정계수로부터 계산된 값이다. 회귀분석에서 나타날 수 있는 독립변수 사이 상관관계를 VIF로 보면 VIF 값이 1.06~2.65 범위 내에 있어 10 이하로 상관관계가 없거나 상관관계가 있어도 낮은 수준을 나타내고 있으므로 다중공선성 문제가 없음을 확인하였다. 따라서 본 연구의 회귀모형은 타당성을 가진다.

<표 9> 상관분석

변수	*TBQ*	*VCM*	*BIR*	*PUB*	*SRS*	*STC*	*STP*	*DEB*	*AGE*	*ASS*	VIF
TBQ	1.00										-
VCM	0.35***	1.00									2.60
BIR	0.07	0.28**	1.00								2.12
PUB	0.01	0.17*	0.28**	1.00							1.48
SRS	0.05	0.05	0.36***	0.07	1.00						2.36
STC	0.03	0.18*	0.02	0.18*	0.17*	1.00					2.05
STP	0.06	0.03	0.08	0.17*	0.18*	0.12*	1.00				2.32
DEB	-0.05	0.17*	0.02	-0.01	0.03	0.08	0.08	1.00			1.06
AGE	-0.14*	-0.16*	0.14*	0.05	0.18*	-0.15*	-0.20*	-0.05	1.00		1.19
ASS	-0.05	0.23**	0.16*	0.13*	0.08	0.15*	0.32***	0.14*	-0.06	1.00	2.65

주 1) *TBQ*: 기업가치, *VCM*: 지속가능경영보고서 공시여부, *BIR*: 기업설명회 횟수, *PUB*: 홍보비용(억원), *SRS*: 보통주와 우선주의 지분율 총합, *STC*: 대주주 및 특수관계인의 보통주지분율, *STP*: 대주주 및 특수관계인의 우선주지분율, *DEB*: 부채비율, *AGE*: 사업기간, *ASS*: 규모.
2) *** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.10

3. 회귀분석 결과

가. 가족기업 여부와 자발적 IR커뮤니케이션 활동 영향 분석

선행연구는 자발적 IR커뮤니케이션 활동을 활발히 하는 기업이 정보비대칭성이 커진다는 결과(손성규 외 2008, 2010; 박서윤 외 2013; 오현민·신호영 2016)와 정보비대칭성을 해소하고 자본비용을 감소시킨다는 결과(Frankel et al. 1999; Healy and Palepu 2001), 자발적 IR커뮤니케이션 활동이 투자자와 경영자 사이 정보비대칭성을 감소하게 할 수도 커지게 할 수도 있다(이정은·노길관 2021)는 연구결과가 있다. 이러한 상반된 연구 결과는 본 연구의 분석 결과를 흥미롭게 볼 수 있는 기회를 제공하고 있다. 일반기업을 다룬 선행연구와 달리 본 연구가 다루는 가족기업, 즉 자발적 IR커뮤니케이션 활동을 활발히 하는 가족기업에서 정보비대칭성이 커지는지, 줄어드는지, 투자자와 경영자 사이 차별적 정보비대칭성이 나타나는지 분석한다. 종속변수로 자발적 IR커뮤니케이션 활동(VBP)(=VCM+BIR+PUB)을 지속가능경영보고서 공시여부(VCM), 기업설명회 횟수(BIR), 홍보비용(PUB) 등을 설정하고 독립변수(더미변수)인 가족기업(FAM) 여부에 따라 나타나는 반응을 관찰하였다. 분석 결과는 <표 10>과 같다. 가족기업 여부 더미변수를 넣어 분석한 결과를 살펴보면 다음과 같다. 첫째, 독립변수인 가족기업이 종속변수인 지속가능경영보고서 공시, 기업설명회, 홍보비용 등에 양(+)의 영향을 미치고 있어 가족기업이 비가족기업보다 자발적 IR커뮤니케이션 활동을 유의하게 긍정적으로 하고 있음을 보여주고 있다. 이는 가족기업이 비가족기업보다 지속가능경영보고서 공시를 통해 자사의 기업가치를 높이고 자금조달을 안정적이고 원활하게 하

려는 동기가 높다는 것으로 해석할 수 있다. 즉 가족기업은 자발적 IR커뮤니케이션 활동의 효과를 극대화할 수 있도록 예측가능한 정보공시와 메시지 전달이 필요하며, 끊임없는 IR커뮤니케이션의 품질개선 활동이 수반되어야 함을 시사한다. 둘째, 통제변수로 부채비율, 사업기간 즉, 기업업력, 기업규모 대용변수인 총자산을 투입하였다. 그 결과 자발적 IR커뮤니케이션 활동에 체계적으로 유의한 양(+)의 영향을 미치는 변수는 사업기간과 기업규모였다. 부채비율은 지속가능경영보고서 공시여부 변수에 유의한 음(-)의 영향을 미쳤고 사업기간과 기업규모 변수는 유의하지 않은 음(-)의 영향을 미쳤다. 셋째, 업력이 높은 기업이 업력이 낮은 기업보다 지속가능경영보고서 공시를 통해 자사의 지속가능성 수준을 시장에 알리고자 노력한다는 것으로 해석할 수 있다. 넷째, 총자산이 많은 기업이 총자산이 적은 기업보다 더 많은 자원을 보유하고 있다는 점에서 지속가능경영보고서 공시를 적극적으로 할 가능이 크다고 여긴다.

<표 10> 가족기업 여부와 자발적 IR커뮤니케이션 활동 영향 분석

$$VCM=\alpha_0+\beta_1 FAM+\beta_2 DEB+\beta_3 AGE+\beta_4 ASS+\sum_{j=5}^{21}\beta_j(IND_{j-4})+\sum_{t=2019}^{2021}\beta_t(YEA)_{i,t}+\varepsilon_{i,t}$$

$$BIR=\alpha_0+\beta_1 FAM+\beta_2 DEB+\beta_3 AGE+\beta_4 ASS+\sum_{j=5}^{21}\beta_j(IND_{j-4})+\sum_{t=2019}^{2021}\beta_t(YEA)_{i,t}+\varepsilon_{i,t}$$

$$PUB=\alpha_0+\beta_1 FAM+\beta_2 DEB+\beta_3 AGE+\beta_4 ASS+\sum_{j=5}^{21}\beta_j(IND_{j-4})+\sum_{t=2019}^{2021}\beta_t(YEA)_{i,t}+\varepsilon_{i,t}$$

변수	*VCM*		*BIR*		*PUB*	
FAM		0.285**		0.216**		0.303***
DEB	-0.164*	-0.184*	-0.103	-0.101	-0.101	-0.102
AGE	0.178*	0.196*	0.188*	0.192*	0.179*	0.182*
ASS	0.216**	0.254**	0.186*	0.168*	0.178*	0.168*
IND	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
YEA	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
상수	9.052	10.198	12.311	9.391	9.105	11.706
R^2	0.168	0.198	0.125	0.192	0.167	0.194
Adj R^2	0.159	0.182	0.094	0.161	0.159	0.179
F-value	26.455 (0.000)	25.981 (0.000)	27.919 (0.000)	25.746 (0.000)	25.867 (0.000)	23.001 (0.000)

주 1) *VCM*: 지속가능경영보고서 공시여부, *BIR*: 기업설명회 횟수, *PUB*: 홍보비용, *FAM*: 가족기업, *DEB*: 부채비율, *AGE*: 사업기간, *ASS*: 규모, *IND*: 업종(16개 업종 중 해당업종에 1부여), *YEA*: 2019년부터 2021년까지 해당연도.

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

이는 기업규모가 클수록 우수한 인력자원을 보유하기 때문으로 해석할 수 있다. 다섯째, 부채비율과 관련하여 지속가능경영보고서 공시 변수는 유의한 음(-)의 영향을 미쳐 부채비율이 낮을수록 지속가능경영보고서 공시에 효과적임을 시사한다. 그러나 낮은 부채비율이 기업설명회, 홍보비용 등에 음(-)의 영향을 미쳐 부채비율이 낮을수록 기업설명회, 홍보비용 등의 사용에 긍정적이지만 유의하지는 않았다. 자발적 IR커뮤니케이션 활동을 할 때 부채비율 통제효과는 그다지 크지 않음을 시사한다. 따라서 가설 1 “자발적 IR커뮤니케이션 활동은 가족기업이 비가족기업보다 더 많이 할 것이다.”는 채택된다.

나. 자발적 IR커뮤니케이션 활동 여부와 가족기업의 가치 분석

위 가설 1에서 가족기업이 비가족기업보다 자발적 IR커뮤니케이션 활동을 더 많이 하고 있음을 밝혔다. 그렇다면 가족기업이 자발적 IR커뮤니케이션 활동을 하는지, 하지 않는지에 따라 기업가치에 미치는 영향이 차별적으로 나타나는지 분석함은 흥미롭다고 여긴다.

<표 11> 자발적 IR커뮤니케이션 활동 여부와 가족기업의 가치 분석

$$TBQ = \alpha_0 + \beta_1 VCM + \beta_2 BIR + \beta_3 PUB + \beta_4 DEB + \beta_5 AGE + \beta_6 ASS + \sum_{j=7}^{23} \beta_j (IND_{j-6}) + \sum_{t=2019}^{2021} \beta_t (YEA)_{i,t} + \epsilon$$

변수	TBQ			
VCM	0.187*			0.193*
BIR		0.205*		0.209*
PUB			0.263**	0.254**
DEB	-0.156*	-0.157*	-0.167*	-0.160*
AGE	0.149	0.141	0.161*	0.164*
ASS	0.205**	0.207**	0.220**	0.211**
IND	Yes	Yes	Yes	Yes
YEA	Yes	Yes	Yes	Yes
상수	6.749	8.201	6.272	6.884
R^2	0.115	0.113	0.131	0.117
Adj R^2	0.096	0.092	0.108	0.098
F-value	12.257 (0.000)	12.229 (0.000)	12.630 (0.000)	12.502 (0.000)

주 1) *TBQ*: 기업가치(Tobin’s Q), *VCM*): 지속가능경영보고서 공시여부, *BIR*: 기업설명회 횟수, *PUB*: 홍보비용, *DEB*: 부채비율, *AGE*: 사업기간, *ASS*: 규모, *IND*: 업종(16개 업종 중 해당업종에 1부여), *YEA*: 2019년부터 2021년까지 해당연도.

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

본 연구는 지속가능경영보고서 공시여부(VCM), 기업설명회 횟수(BIR), 홍보비용(PUB) 등 자발적 IR커뮤니케이션 활동인 독립변수가 기업가치의 대용변수인 Tobin's Q(TBQ)인 종속변수에 미치는 영향을 분석한다. 기업의 Tobin's Q 비율은 시장가치를 대체비용, 즉 시장가치를 자산가치로 나눈 것이다. Tobin's Q 비율이 1보다 크면 투자한 금액보다 높은 가치를, Tobin's Q 비율이 1보다 작으면 투자한 금액보다 낮은 가치를 창출한다고 해석할 수 있다. 따라서 Tobin's Q 비율은 잠재적인 미래 기업가치를 측정하기 위한 지표이다. 분석 결과는 <표 11>과 같다. <표 11>은 지속가능경영보고서를 공시(VCM)하는 가족기업, 가족기업의 기업설명회 횟수(BIR)가 많을수록, 홍보비용(PUB)을 많이 사용할수록, 즉 자발적 IR커뮤니케이션 활동을 많이 할수록 기업가치(TBQ)가 유의하게 체계적으로 증가함을 보여주고 있다. 이는 자발적 IR커뮤니케이션 활동이 가족기업의 가치 제고에 잠재적으로 긍정적 영향을 미친다고 볼 수 있다. 선행연구는 가족이 기업을 지배하는 정도가 높을수록 IR커뮤니케이션 활동을 통해 정보비대칭성을 완화(Healy and Palepu 2001; 최승빈·조준희 2003, 김동순 외 2004; Francis et al. 2008; 오현민·신호영 2016)한다고 주장하였다. 뿐만 아니라 IR커뮤니케이션 활동을 함으로써 대리인문제의 완화를 통해 부족한 자금을 적은 조달비용(Verrecchia 2001)으로 외부로부터 자금을 조달하는 데 유리한 환경을 조성한다(김준철 2001; 권수영 외 2010; 정민규 외 2017). 다시 말하면 IR커뮤니케이션 활동을 통해 가족기업의 독특한 소유구조로 인한 대리인문제의 해소 및 외부자금 조달을 통한 경영혁신과 지속가능한 경영 환경을 조성한다고 판단할 수 있다. 따라서 가설 2 "자발적 IR커뮤니케이션 활동을 하는 가족기업의 가치가 자발적 IR커뮤니케이션 활동을 하지 않는 가족기업의 가치보다 클 것이다."는 채택된다.

다. 가족기업 주식의 종류와 자발적 IR커뮤니케이션 활동 분석

가족기업의 소유구조는 자본조달이론(Myers and Majluf 1984)과 관련성이 있다. 위 절에서 자발적 IR커뮤니케이션 활동이 기업가치 향상에 긍정적인 영향을 미친다는 가설 2를 입증하였다. 본 연구는 이 절에서 소유구조가 자발적 IR커뮤니케이션 활동에 미치는 영향을 분석한다. 대주주 및 특수관계인의 보통주지분율, 우선주지분율, 보통주와 우선주의 지분율 총합 등 소유구조가 자발적 IR커뮤니케이션 활동을 차별적으로 활발히 하는지 분석한다. 종속변수로 자발적 IR커뮤니케이션 활동, 즉 지속가능경영보고서 공시여부(VCM), 기업설명회 횟수(BIR), 홍보비용(PUB) 등을 설정하고 독립변수(더미변수)인 보통주와 우선주의 지분율 총합(SRS), 대주주 및 특수관계인의 보통주지분율(STC), 대주주 및 특수관계인의 우선주지분율(STP)별로 나타나는 반응을 관찰하였다. 분석 결과인 <표 12>를 살펴보면 보통주와 우선주의 지분율 총합, 대주주 및 특수관계인의 보통주지분율, 대주주 및 특수관계인의 우선주지분율이 지속가능경영보고서 공시, 기업설명회 횟수, 홍보비용 등에 각기 다른 반응을 나타내었다. 즉, 보통주는 자발적 IR커뮤니케이션 활동에 유의한 긍정적인 영향을 나타내었으나 우선주는 자발적 IR커뮤니케이션 활동에 유의한 영향을 미치지 않았으며, 보통주와 우선주의 지분율 총합도 유의한 영향을 미치지 않았음을 관찰하였다.

<표 12> 가족기업 주식의 종류와 자발적 IR커뮤니케이션 활동 분석

$$VCM = \alpha_0 + \beta_1 SRS + \beta_2 STC + \beta_3 STP + \beta_4 DEB + \beta_5 AGE + \beta_6 ASS + \sum_{j=7}^{23} \beta_j (IND_{j-6}) + \sum_{t=2019}^{2021} \beta_t (YEA)_{i,t} + \epsilon$$

$$BIR = \alpha_0 + \beta_1 SRS + \beta_2 STC + \beta_3 STP + \beta_4 DEB + \beta_5 AGE + \beta_6 ASS + \sum_{j=7}^{23} \beta_j (IND_{j-6}) + \sum_{t=2019}^{2021} \beta_t (YEA)_{i,t} + \epsilon$$

$$PUB = \alpha_0 + \beta_1 SRS + \beta_2 STC + \beta_3 STP + \beta_4 DEB + \beta_5 AGE + \beta_6 ASS + \sum_{j=7}^{23} \beta_j (IND_{j-6}) + \sum_{t=2019}^{2021} \beta_t (YEA)_{i,t} + \epsilon$$

변수	*VCM*			*BIR*			*PUB*		
SRS	0.123			0.116			0.147		
STC		0.222**			0.183*			0.263**	
STP			0.015			0.023			0.177*
DEB	-0.168*	-0.188*	-0.178*	-0.105	-0.103	-0.104	-0.103	-0.104	-0.104
AGE	0.182*	0.201*	0.191*	0.192*	0.196*	0.194*	0.183*	0.186*	0.185*
ASS	0.221**	0.260**	0.240**	0.190*	0.172*	0.181*	0.182*	0.172*	0.177*
IND	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
YEA	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
상수	2.880	2.685	2.970	2.298	2.244	2.139	2.311	2.638	2.416
R^2	0.135	0.136	0.129	0.124	0.133	0.127	0.136	0.143	0.145
Adj R^2	0.108	0.110	0.099	0.091	0.099	0.093	0.107	0.114	0.117
F-value	9.005 (0.000)	9.085 (0.000)	8.998 (0.000)	9.596 (0.000)	9.024 (0.000)	9.722 (0.000)	8.625 (0.000)	8.914 (0.000)	8.999 (0.000)

주 1) *VCM*: 지속가능경영보고서 공시여부, *BIR*: 기업설명회 횟수, *PUB*: 홍보비용, *SRS*: 보통주와 우선주의 지분율 총합, *STC*: 대주주 및 특수관계인의 보통주지분율, *STP*: 대주주 및 특수관계인의 우선주지분율, *DEB*: 부채비율, *AGE*: 사업기간, *ASS*: 규모, *IND*: 업종(16개 업종 중 해당업종에 1부여), *YEA*: 2019년부터 2021년까지 해당연도.

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

본 연구는 보통주가 자발적 IR커뮤니케이션 활동에 유의한 긍정적인 영향을 나타내었고 우선주는 자발적 IR커뮤니케이션 활동에 유의한 영향을 미치지 않았음을 확인하여 가족기업의 보통주가 미치는 영향을 가름할 수 있었다. 우리나라 가족기업의 특수관계인 지분율과 그 특성을 살펴보면 최대 주주의 직계가족 및 친인척이 높은 지분율을 지니는 소유구조(윤병섭 2022)를 나타내고 있으며, 이러한 특수관계인의 지분율은 경영권 방어, 신사업 투자의 사결정, 이미지 제고, 자금조달 등과 밀접한 연관성을 갖는다는 점을 시사하고 있다. Abeysekera and Fernando(2020)는 가족기업의 경영진이 다양성 부족으로 인해 가족 소유주와 소수 주주 간에 충돌이 발생할 수 있기 때문에 모든 주주의 부의 극대화로 이어지지 않는 결정을 할 수 있다는 주장을 하고 있다. 그리고 El Ghoul et al.(2016) 또한 아시아 9개 국가들의 가족 소유기업은 가족 소유와 소수 주주 간의 이익 충돌 가설(가족 소유주와 소수 주주 간의 이익 충돌)과 일치한다고 주장하였다. 선행연구를 살펴보면 본 연구는 가족기업의 소유구조,

특히 우선주가 아니라 의사결정권을 갖는 보통주의 주주의 경우 지속가능경영보고서 공시, 기업설명회 횟수 증가, 홍보비용 사용 등을 통해 공시제도를 강화함으로써 가족 소유기업의 대리인문제를 어느 정도 완화하고 궁극적으로 기업가치를 제고하는데 공헌한다고 판단할 수 있다. 즉, 대주주 및 특수관계인의 보통주지분율이 자발적 IR커뮤니케이션 활동에 유의한 긍정적 영향을 미치나 우선주지분율, 보통주와 우선주의 지분율 총합은 유의한 영향을 미치지 않으므로 가족기업 주식의 종류에 따라 자발적 IR커뮤니케이션 활동에 미치는 영향은 차이가 있다. 따라서 가설 3 “가족기업의 보통주가 우선주보다 자발적 IR커뮤니케이션 활동 정도가 더 강할 것이다.”는 채택된다.

Ⅵ. 결론

본 연구의 목적은 가족기업의 자발적 IR커뮤니케이션 활동이 기업가치에 미치는 영향을 분석함에 있다. 본 연구는 연구목적을 달성하기 위하여 결측치를 제외하고 16개 제조업종에서 가족기업은 213개 기업 631개 표본, 비가족기업은 224개 기업 671개 표본을 연구표본으로 삼았다. 연구결과는 다음과 같다. 첫째, 가족기업이 비가족기업보다 더 활발하게 자발적 IR커뮤니케이션 활동을 하고 있음이 나타났다. 자발적 IR커뮤니케이션 활동인 지속가능경영보고서 공시여부, 기업설명회 횟수, 홍보비용이 기업가치에 유의하게 긍정적인 영향을 미치고 있다. 이는 가족기업이 비가족기업보다 지속가능경영보고서 공시를 통해 자사의 기업가치를 높이고 자금조달을 안정적이고 원활하게 하려는 동기가 높다는 것으로 해석할 수 있다. 둘째, 가족기업이 IR커뮤니케이션 활동을 함으로써 대리인문제의 완화를 통해 부족한 자금을 적은 조달비용으로 외부로부터 자금을 조달하는 데 유리한 환경을 조성한다고 판단할 수 있다. 셋째, 가족기업은 의사결정권을 갖는 보통주의 주주의 경우 지속가능경영보고서 공시, 기업설명회 횟수 증가, 홍보비용 사용 등을 통해 공시제도를 강화함으로써 가족 소유기업의 대리인문제를 어느 정도 완화하고 궁극적으로 기업가치를 제고하는데 공헌한다고 판단할 수 있다. 본 논문의 기여는 가족기업의 자발적인 IR커뮤니케이션 활동이 기업가치 제고에 도움이 된다는 점을 시사하는 것이다. 또한, 본 연구는 가족기업이 경영에 대한 의사결정권이 없는 경우, 즉 주주의 지분형태과 소유권에 따라 자발적 IR커뮤니케이션 활동과 기업가치 사이 상관성이 있다는 것을 확인하였다. 본 연구의 한계는 연구표본대상이 국내에 머문 한계에서 더 나아가 글로벌 기업과 국내 기업 사이 자발적 IR커뮤니케이션 활동에 대한 비교연구를 통하여 글로벌 상호 지속가능한 경영에 대한 실증연구가 필요하다. 다음으로 우리나라 ESG 공시 업력이 누적되면 더 오랜 장기간의 표본으로 다양한 변수를 도입해 실증함으로써 이론적, 실무적 시사점을 공고히 할 수 있다는 판단이다.

“본 논문은 사단법인 가족기업학회 연구윤리규정을 준수하였음을 확인함.”

참고문헌

강무성·서영택. 2023. “가족기업의 급진적 혁신 지향성과 경영성과”. 「가족기업연구」, 제2권 제1호 : 1-25.

강원·신현한·장진호. 2005. “대규모 기업집단의 지배-소유 괴리도와 기업가치 및 경영성과 간의 관계분석”. 「재무연구」, 제18권 제2호 : 1-39.

강정연·고종권. 2014. “기업지배구조가 조세회피와 기업가치의 관계에 미치는 영향”. 「회계학연구」, 제39권 제1호 : 147-183.

권수영·김문철·손성규·최관·한봉희. 2010. 「자본시장에서의 회계정보 유용성」. 서울: 신영사.

김근동. 1996. “기업의 IR 전략 및 대응”. 「CEO Information」, 제64호.

권홍순. 2019. 「정부벤처캐피탈 투자성과 분석」, 경영학박사학위논문, 서울벤처대학원대학교.

김동순·박광우·박은혜. 2004. “한국기업의 국내외 IR공시에 대한 주가반응”. 「2004년 제1차 학술발표회 발표논문」, 한국증권학회.

김영환·허정하·송동엽. 2022. “기업의 ESG 활동과 자율공시가 기업가치에 미치는 영향”. 「재무관리연구」, 제39권 제1호 : 121-144.

김준철. 2001. 「한국기업의 전략적 커뮤니케이션에 대한 연구」, 박사학위논문, 성균관대학교 대학원.

김창수. 2009. “기업의 사회적 책임 활동과 기업가치”. 「한국증권학회지」, 제38권 제4호 : 507-545.

김철중. 2001. “IR 활동이 거래회전율에 미치는 영향”. 「경영연구」, 제26권 : 127-141.

나영·임욱빈. 2011. “ESG 정보의 가치관련성에 관한 실증연구”. 「경영교육연구」, 제26권 제4호 : 439-467.

나영·임욱빈. 2014. “공정공시와 자기자본비용의 관련성”. 「회계학연구」, 제39권 제1호 : 1-42.

남혜정·노밝은. 2013. “기업의 IR 활동과 재무분석가의 이익예측치 특성”. 「회계와 정책연구」, 제18권 제1호 : 53-482.

노밝은. 2012. “IR과 회계이익의 정보효과-IR 세부내용 및 개최빈도를 고려하여-”. 「글로벌경영학회지」, 제9권 제1호 : 25-43.

민재형·하승인·김범석. 2015. “기업의 지속가능경영 활동이 기업의 장단기적 가치에 미치는 영향”. 「경영학연구」, 제44권 제3호 : 713-735.

박서윤·이현주·정현욱·이강일. 2013. “자율공시수준이 이익조정에 미치는 영향”. 「경영교육연구」, 제28권 제2호 : 17-55.

박성욱·한가록·이재은. 2022. “중소기업 ESG에 대한 향후 연구 및 지원정책 방향: 키워드 네트워크 분석을 중심으로”. 「기업경영연구」, 제29권 제6호 : 71-95.

박진혁·이장우. 2022. “ESG 평가가 기업가치에 미치는 영향에 대한 연구: 기업의 지배구조

특성을 중심으로". 「재무관리연구」, 제39권 제2호 : 147-184.
손성규·곽병진·김연화. 2008. "자율공시가 재무분석가 이익예측에 미치는 영향". 「회계정보연구」, 제26권 제2호 : 1-26.
손성규·김연화·곽지영. 2010. "공시수준의 측정치에 관한 비교연구". 「세무와 회계저널」, 제11권 제3호 : 9-35.
심호식·이문영·최종학. 2010. "지분율 괴리도와 공시정보의 빈도사이의 관계". 「회계학연구」, 제35권 제4호 : 39-74.
선우희연·이상호·이우종·이인형. 2022. "ESG 중요성 공시의 유용성". 「회계학연구」, 제47권 제6호 : 59-86.
오현민·신호영. 2016. "기업지배구조가 자율공시와 정보비대칭의 관계에 미치는 영향: IFRS 도입 이후 기간을 중심으로". 「회계정보연구」, 제34권 제2호 : 159-188.
윤병섭. 2019.10.31. "장수기업에는 장인정신이 흐른다". 「매일일보」, 제2122호. https://www.m-i.kr/news/articleView.html?idxno=650377
윤병섭. 2022. "가족기업 소유구조가 연구개발 투자에 미치는 영향". 「가족기업연구」, 제1권 제1호 : 23-62.
이민영·신호영. 2010. "자율공시와 자본비용". 「회계정보연구」, 제28권 제4호 : 1-23.
이아영·김성혜·강윤식. 2012. "대규모기업집단 소속기업과 자발적 공시:기업지배구조원의 공시점수를 중심으로". 「회계와 정책연구」, 제17권 제3호 : 57-81.
이정은·노길관. 2021. "기업의 경영전략에 따른 자발적 공시와 정보비대칭의 차별적 관련성". 「국제회계연구」, 제97집 : 103-125.
이지연·윤병섭. 2024. "유가증권 상장제조기업의 ESG활동이 기업가치에 미치는 영향: 자발적 IR공시의 조절효과". 「기업경영연구」, 제31권 제1호 : 165-191.
이형규. 2022. "ESG 정보공시와 상장회사의 대응". 「비교사법」, 제29권 제4호 : 101-147.
정광화. 2018. "기업의 지속가능성과 공시 정보의 빈도 사이의 관계". 「세무와 회계저널」, 제19권 제5호 : 211-242.
정민규·김동욱·김병곤. 2017. "한국기업의 가족경영과 자본조달우선순위: 소유·지배구조 특성의 영향분석". 「한국산학기술학회논문지」, 제18권 제3호 : 518-526.
조준희. 2002.「기업 IR 활동이 주가에 미치는 영향에 관한 연구」, 박사학위논문, 홍익대학교 대학원.
채충식. 2021.「중소 가족기업의 성공적 승계를 위한 후계자 역량 측정모델과 지표 개발에 관한 연구」, 박사학위논문, 호서대학교 대학원.
최승빈·조준희. 2003. "기업 IR활동과 정보효과". 「산학경영연구」, 제16권 : 169-184.
금융감독원 전자공시시스템(DART). https://dart.fss.or.kr.
통계청. 2023. 통계분류포털 한국표준산업분류. https://kssc.kostat.go.kr:8443/ksscNew_web/index.jsp
한국거래소. 2023. 상장공시시스템(KIND). https://kind.krx.co.kr/main.do?method=loadInit

Page&scrnmode=1

한국거래소. https://www.krx.co.kr. KRX ESG포털. https://esg.krx.co.kr

한국ESG기준원(Korea Institute of Corporate Governance and Sustainability: KCGS). https://www.cgs.or.kr.

Abeysekera, A. P. and C. S. Fernando. 2020. “Corporate Social Responsibility versus Corporate Shareholder Responsibility: A Family Frm Perspective”. *Journal of Corporate Finance* 61(C) : 101370.
DOI:10.1016/j.jcorpfin.2018.05.003

Andrew, I., J. Batavia and S. H. Guy. 1990. “Toward the Development of Consumer-based Criteria for the Evaluation of Assistive Devices”. *Journal of Rehabilitation Research and Development* 27(4) : 425-436.
DOI:10.1682/JRRD.1990.10.0425

Aronoff, C. E. and J. L. Ward. 1995. “Family-Owned Businesses: A Thing of the Past or a Model of the Future”. *Family Business Review* 8(2) : 121-130.
DOI:10.1111/j.1741-6248.1995.00121.

Astrachan, J. H., S. B. Klein and K. X. Smyrnios. 2002. “The F-PEC Scale of Family Influence: A Proposal for Solving the Family Business Definition Problem”. *Family Business Review* 15(1) : 45-58.
DOI:10.1111/j.1741-6248.2002.00045.

Bamber, L. and Y. Cheon. 1998. “Discretionary Management Earnings Forecast Disclosure: Antecedents and Outcomes Associated with Forecast Venue and Forecast Specificity Choices”. *Journal of Accounting Research* 36(2) : 167-190.
DOI:10.2307/2491473

Boellis, A., S. Mariotti, A. Minichilli and L. Piscitello. 2016. “Family Involvement and Firms’ Establishment Mode Choice in Foreign Markets”. *Journal of International Business Studies* 47(8) : 929-950.
DOI:10.1057/jibs.2016.23

Bushee, B. J., D. A. Matsumoto and G. S. Miller. 2003. “Open Versus Closed Conference Calls: The Determinants and Effects of Broadening Access to Disclosure”. *Journal of Accounting and Economics* 34(1-3) : 149-180.
DOI:10.1016/S0165-4101(02)00073-3

Chen, S., X. Chen and Q. Cheng. 2008. “Do Family Firms Provide More or Less Voluntary Disclosure?”. *Journal of Accounting Research* 46(3) : 499-536.
DOI:10.1111/j.1475-679X.2008.00288.x

Chrisman, J. J., J. H. Chua and R. Litz. 2003. “A Unified Systems Perspective of Family Firm

Performance: An Extension and Integration". *Journal of Business Venturing* 18(4) : 467-472.
DOI:10.1016/S0883-9026(03)00055-7

Clarkson, M. B. E.. 1995. "A Stakeholder Framework for Analyzing and Evaluating Corporate Social Performance". *Academy of Management Review* 20(1) : 92-117. DOI:10.5465/amr.1995.9503271994

Clarkson, P. M., X. Fang, Y. Li and G. Richardson. 2013. "The Relevance of Environmental Disclosures: Are such Disclosures Incrementally Informative?". *Journal of Accounting and Public Policy* 32(5) : 410-431.
DOI:10.1016/j.jaccpubpol.2013.06.008

Cornell, B. and A. Damodaran. 2020. "Valuing ESG: Doing Good or Sounding Good?". *NYU Stern School of Business.*
DOI:10.2139/ssrn.3557432

Davis, J. A., and R. Tagiuri. 1982. Bivalent Attributes of the Family Firm, *Family Business Sourcebook* : 62-74.

Dyer, M. E.. 1986. "On a Multidimensional Search Technique and Its Application to the Euclidean One-Centre Problem". *SIAM Journal on Computing* 15(3) : 725-738.
DOI:10.1137/0215052

El Ghoul, S., O. Guedhami, H. Wang and C. C. Kwok. 2016. "Family Control and Corporate Social Responsibility". *Journal of Banking and Finance* 73(C) : 131-146.
DOI:10.1016/j.jbankfin.2016.08.008

Fan, J. P. H. and T. J. Wong. 2002. "Corporate Ownership Structure and the Informativeness of Accounting Earnings". *Journal of Accounting and Economics* 33(3) : 401-425.
DOI:10.1016/S0165-4101(02)00047-2

Fama, E. F.. 1980. "Agency Problems and the Theory of the Firm". *Journal of Political Economy* 88(2) : 288-307.
DOI:10.1086/260866

Francis, J., D. Nanda and P. Olsson. 2008. "Voluntary Disclosure, Earnings Quality, and Cost of Capital". *Journal of Accounting Research* 46(1) : 53-99.
DOI:10.1111/j.1475-679X.2008.00267.x

Frankel, R., M. Johnson and D. J. Skinner. 1999. "An Empirical Examination of Conference Calls as a Voluntary Disclosure Medium". *Journal of Accounting Research* 37(1) : 133-150.
DOI:10.2307/2491400

Friedman, M.. 1970. "The Social Responsibility of Business Is to Increase Its Profits". *New York Times Magazine* 32(33) : 122-124.

https://www.scirp.org/reference/ReferencesPapers?ReferenceID=1905286

Freeman, R. E.. 1984. *Strategic Management: A stakeholder Approach.* Boston: Pitman. ISBN:0273019139, 9780273019138

Freeman, R. E.. 2010. *Strategic Management: A Stakeholder Approach Doctoral Dissertation or Master's Thesis.* Cambridge University Press. ISBN:0521151740

Geroski, P. A. and S. Machin. 1993. "Innovation, Profitability and Growth over the Business Cycle". *Empirica* 20(1) : 35-50. DOI:10.1007/BF01384139

Gudmundson, D., E. A. Hartman, and C. B. Tower. 1999. "Strategic Orientation: Differences between Family and Nonfamily Firms". *Family Business Review* 12(1) : 27-39. DOI:10.1111/j.1741-6248.1999.00027.x

Habbershon, T. G. and M. L. Williams. 1999. "A Resource-based Framework for Assessing the Strategic Advantages of Family Firms". *Family Business Review* 12(1) : 1-25. DOI:10.1111/j.1741-6248.1999.00001.x

Hamilton, S. and M. Statman. 1990. *Investor Relation If Its adds no Value, Why do Firms Pay for it?*, University of Santa Clara.

Healy, P. M. and K. G. Palepu. 2001. "Information Asymmetry, Corporate Disclosure, and the Capital Markets: A Review of the Empirical Disclosure Literature". *Journal of Accounting and Economics* 31(1) : 405-440. DOI:10.1016/S0165-4101(01)00018-0

Jensen, M. C. and W. H. Meckling. 1976. "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure". *Journal of Financial Economics*, 3(4) : 305-360. DOI:10.1016/0304-405X(76)90026-X

King, R., D. Pownall and G. Waymire. 1990. "Expectations Adjustments Via Timely Management Forecasts: Review, Synthesis and Suggestions for Future Research". *Journal of Accounting Literature*, 9(1) : 113-144.

Klein, S. B., J. H. Astrachan and K. X. Smyrnios. 2005. "The F-PEC Scale of Family Influence: Construction, Validation, and Further Implication for Theory". *Entrepreneurship Theory and Practice* 29(3) : 321-339. DOI:10.1111/j.1540-6520.2005.00086.x

Landesman, E.. 1997. *Corporate Financial Management*, John Wiley & Song, Inc.

Lang, M. H. and R. J. Lundholm. 1993. "Cross－Sectional Determinants of Analysts Ratings of Corporate Disclosure". *Journal of Accounting Research* 31(2) : 246-271. DOI:10.2307/2491273

Lev, B., C. Petrovits and S. Radhakrishnan. 2010. "Is Doing Good Good for You? How

Corporate Charitable Contributions Enhance Revenue Growth". *Strategic Management Journal* 31(2) : 181-200.
DOI:10.1002/smj.810

Lim, S., Z. Matolcsy and D. Chow. 2007. "The Association between Board Composition and Different Types of Voluntary Disclosure". *European Accounting Review*, 16(3) : 555-583.
DOI:10.1080/09638180701507155

Miller, D., J. W. Lee, S. D. Jang and I. L. Breton-Miller. 2009. "Filling the Institutional Void: The Social Behavior and Performance of Family vs Non-Family Technology Firms in Emerging Markets". *Journal of International Business Studies* 40(5) : 802-817.
DOI:10.1057/jibs.2009.11

Myers, S. and N. S. Majluf. 1984. "Corporate Financing and Investment Decisions When Firms have Information that Investors Do Not Have". *Journal of Financial Economics.* 13(2) : 187-221.
DOI:10.1016/0304-405X(84)90023-0

Pfeffer, J.. 1996. *Competitive Advantage Through People: Unleashing the Power of the Work Force.* Boston: Harvard Business Review Press.

Sharma, P. and M. Nordqvist. 2008. "A Classification Scheme for Family Firms: From Family Values to Effective Governance to Firm Performance", in Tàpies, J. and J. L. Ward(eds.), *Family Values and Value Creation: How Do Family-Owned Businesses Foster Enduring Values*, pp.71-101, New York: Palgrave Macmillan Publishers.
DOI:10.1057/9780230594227_5

Verrecchia, R. E.. 2001. "Essays on Disclosure". *Journal of Accounting and Economics*, 32(1-3) : 97-180.
DOI:10.1016/S0165-4101(01)00025-8

Villalonga, B., and Amit, R.. 2006. "How do Family Ownership, Control and Management Affect Firm Value?". *Journal of Financial Economics* 80(2) : 385-417.
DOI:10.1016/j.jfineco.2004.12.005

Wasserman, N.. 2012. *The Founder's Dilemmas: Anticipating and Avoiding the Pitfalls That Can Sink a Startup, The Kauffman Foundation Series on Innovation and Entrepreneurship*, Princeton, N.J.: Princeton University Press.

Welch, K. and A. Yoon. 2023. "Do High-Ability Managers Choose ESG Projects that Create Shareholder Value? Evidence from Employee Opinions". *Review of Accounting Studies* 28(4) : 2448-2475.
DOI:10.1007/s11142-022-09701-4

Wolk, H. I., J. R. Francis and M. G. Tearney. 1992. *Accounting Theory: A Conceptual and*

Institutional Approach. 3rd ed.. Cincinnati, Ohio, South-Western Publishing.

The Effect of Family Businesses' Voluntary IR Communication Activities on Corporate Value

Lee, Ji-Yeon*

〈Abstract〉

[Purpose] The purpose of this study is to analyze the effect of voluntary IR communication activities of family businesses' on corporate value.

[Design/Methodology] This study sample is 16 industries in the manufacturing industry, a corporation that made ESG disclosures on the Korea Exchange for three years from 2019 to 2021 and voluntarily engaged in IR communication on the ESG portal (esg.krx.co.kr). A regression analysis was conducted on 631 samples from 213 family businesses' pooled data for each year, and 671 samples from 224 non-family businesses'.

[Findings] First, it was revealed that family businesses' are more active in voluntary IR communication activities than non-family businesses'. This can be interpreted as a higher incentive for family businesses' to increase their corporate value and make financing stable and smooth through voluntary IR communication activities than non-family businesses'. Second, it can be judged that family businesses' create an advantageous environment for raising funds from outside by mitigating the agency problem by voluntarily engaging in IR communication activities. Third, in the case of shareholders of common stock who have the right to make decisions, family businesses' can ultimately determine that they contribute to enhancing corporate value by using the disclosure system through voluntary IR communication activities.

[Research implications] First, the voluntary delivery of predictable information about a company's growth potential and sustainable management by family businesses' is based on the signaling theory to improve corporate value. It gives implications that voluntary IR communication activities of family businesses' enhance trust and competitiveness. Second, it suggests that shareholders of common stock who have the right to make decisions can solve the agent problem by doing voluntary IR communication activities and quickly and innovatively perform quality IR communication based on pecking order theory. The results of this study are believed to contribute to the spread of theoretical, academic, and empirical research.

<Key Words> Family Business, Signaling Theory, Pecking Order Theory, Voluntary IR Communication, Corporate Value

* Ph. D., CEO, Queens Speech IR Research Institute. (queensspeech1@gmail.com)