

# 가족기업과 비가족기업의 소유구조와 재무요인이 ESG성과에 미치는 영향: 지속가능경영보고서 공시의 조절효과

전덕영\* · 추문갑\*\*

## <요약>

**[연구목적]** 본 연구의 목적은 가족기업과 비가족기업의 소유구조와 재무요인이 ESG성과에 미치는 영향과 지속가능경영보고서 공시의 조절효과가 있는지를 분석하고자 한다.

**[연구방법]** 2020년부터 2022년까지 3년 기간의 유가증권 상장기업의 데이터를 확보하여 가족기업 1,119개와 비가족기업 903개로 구성된 2,022개의 전체기업을 대상으로 회귀 분석하였다.

**[연구결과]** 첫째, 가족기업과 비가족기업의 소유구조와 재무요인인 가족기업, 외국인지분율, 지속가능경영보고서 공시, 매출액은 일관성 있게 E, S, G, ESG성과에 체계적으로 유의한 양(+)의 관련성이 있었다. 둘째, 가족기업과 비가족기업의 ESG성과에서 지속가능경영보고서 공시, 매출액은 일관성 있게 가족기업, 비가족기업, 전체기업에서 ESG성과에 모두 체계적으로 유의한 양(+)의 영향이 있었다. 그러나 대주주지분율은 가족기업, 전체기업의 경우 ESG성과에 체계적으로 유의한 음(-)의 값이 있었으나, 비가족기업의 경우 ESG성과에 유의한 영향이 없는 것으로 나타났다. 셋째, 가족기업과 비가족기업의 업종별 ESG성과에서 가족기업은 제조업, 도소매업, 기타 업종은 ESG성과에 체계적으로 유의한 양(+)의 값이 있었으나, 서비스업의 경우 ESG성과에 유의한 영향이 없는 것으로 나타났다. 넷째, 가족기업과 비가족기업의 소유구조와 재무요인의 ESG성과에 대한 지속가능경영보고서 공시의 조절효과에서 지속가능경영보고서 공시\*대주주지분율이 E, S, G, ESG성과 모두에서 일관성 있게 상호작용효과가 있는 것으로 나타났다.

**[연구의 시사점]** 본 연구는 국내에서 ESG성과에 대한 초기연구로서 가족기업, 비가족기업, 전체기업 그리고 자본시장 투자자와 이해관계자에게 지속가능경영에 기여할 수 있는 ESG성과에 영향을 미치는 요소들과 시사점을 제시한 의의가 있다.

<주제어> 가족기업, 비가족기업, 소유구조와 재무요인, ESG성과, 지속가능경영보고서 공시

논문투고일 : 2024. 5. 6. 1차 수정일 : 2024. 6. 7. 게재확정일 : 2024. 6. 11.

\* 경영학박사, 서울신용보증재단 책임전문위원, 제1저자 (jjdddyyy@hanmail.net)

\*\* 경영학박사, 중소기업중앙회 경제정책본부장, 교신저자 (cmk9502@kbiz.or.kr)

## I. 서 론

세계 국가들은 정책적으로 ESG(Environmental, Social and Governance)성과에 대한 관심을 높이고 있으며, 기업이 지속가능하고, 이해관계자 지향적인 행동을 구현하여 발전하기를 장려하고 있다(Buchetti and Arduino 2022). 특히 정책입안자들은 ESG에 대한 다양한 지침과 규정을 제정하고, 기업의 지속가능성을 제고하고자 하였다. 이러한 지침과 규정은 기업에게 ESG기준을 적용하도록 하는 것을 목표로 한다. 기업의 ESG경영은 재무적 투자자와 이해관계자의 관계를 개선하는 경영활동이며, 지속가능한 경영과 장기적인 기업가치 창출에도 도움이 된다(유정민·양동훈 2022). 이와 같은 ESG경영은 가족기업과 비가족기업의 성장에도 중요한 역할을 한다.

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. 이는 선진국, 개발도상국가, 저개발국가에서도 쉽게 찾을 수 있는 기업형태이다(Anderson and Reeb 2003; 정민규 외 2018). 남영호·문성주(2007)는 코스닥등록 기업을 대상으로 한 연구에서 가족기업이 전체기업의 64.18%의 비율을 차지한다고 하였다. 선진국에서도 전체 기업의 약 2/3가 가족기업으로 추정된다. 한국을 포함한 동아시아 국가에서도 상장기업의 60~70% 정도가 가족기업으로 추정된다(Claessens et al. 2000; 남영호·문성주 2007; 박진혁·이장우 2022; 김희은 외 2023). 그리고 가족기업 이외의 기업은 비가족기업으로 분류할 수 있다.

선행연구는 가족기업과 비가족기업에 대하여 재무성과, 기업가치, R&D, 자본구조, 기업구조, 다양성, 사례분석, 개선방안 등을 주로 연구하였다(Klein 2000; Anderson and Reeb 2003; Gao et al. 2022; 김완일 2012; 강형철 2014; 최성섭·이미영 2017; 김지원 외 2018; 임외석 2018; 차한술 외 2021; 윤병섭 2022; 김희은 외 2023; 전덕영 2023). 해외에서 가족기업과 비가족기업의 재무성과에 대한 연구는 비교적 활발한 편이지만, 국내에서 가족기업과 비가족기업의 재무성과에 대한 연구는 적은 편이며, 특히 ESG성과와 같은 비재무성과를 다루는 연구는 거의 없는 편이다.

세계적으로 기업환경에서 기업의 지속가능한 경영의 중요성이 강조되고 있고, ESG경영은 중요한 경영 트렌드로 관심을 받고 있다(유정민·양동훈 2022). 국내에서 유가증권 상장기업은 지속가능경영과 ESG경영에 대한 관심이 높고, ESG경영을 도입하는 기업이 증가하고 있으며, ESG평가에도 적극적이다. 한국거래소 ESG포털에는 유가증권 상장기업의 ESG평가등급이 공시되어 있다. 따라서 유가증권상장 가족기업과 비가족기업을 대상으로 ESG성과를 비교분석할 수 있다면 학문적으로 다양한 흥미를 제공할 수 있을 것이다.

본 연구의 목적은 가족기업과 비가족기업의 소유구조와 재무요인이 ESG성과에 미치는 영향과 지속가능경영보고서 공시의 조절효과가 있는지를 분석하는 것이다. 가족기업과 비가족

기업을 대상으로 ESG성과에 미치는 영향을 비교 분석하고, ESG성과를 높일 수 있는 영향 요인들을 발견하고자 한다. 연구대상은 ESG성과가 있는 유가증권 상장기업의 가족기업과 비가족기업이다. 유가증권 상장기업은 기업의 성과창출 뿐만 아니라 자본시장의 발전, 국가의 경제성장에 매우 중요한 역할을 하고 있다. 그리고 국내에서도 가장 빠르게 ESG경영과 ESG평가등급 관리에 적극적으로 대응하고 있다. 본 연구의 차별성은 다음과 같다.

첫째, 연구대상의 차별성이다. 선행연구에서 Klein(2000), Chrisman et al.(2004), Arzubiaga et al.(2023)은 미국, 독일, 스페인의 중소기업들을 대상으로 연구했으나, 본 연구는 대한민국의 ESG성과가 있는 유가증권 상장기업을 대상으로 연구하였다. 둘째, 연구변수의 차별성이다. Anderson and Reeb(2003), 강형철(2014), 최성섭·이미영(2017), 송준기·우태우(2018), 차한솔 외(2021), 전덕영(2023)은 Tobin's Q, MTB, ROA, MB, EBITDA 등의 재무적 성과를 나타내는 종속변수를 사용하였다. 본 연구는 환경성과, 사회성과, 지배구조성과, ESG성과를 나타내는 종속변수를 사용하였다. ESG성과는 최근 기업경영에서 상당히 중요시 되는 객관적 성과이며, 기업의 지속가능한 경영에 부합하는 비재무적성과를 보여줄 수 있는 종속변수이다. 셋째, 자료조사 방법의 차별성이다. Klein(2000), Chrisman et al.(2004), 김완일(2012), 임외석(2018)은 설문조사, 사례조사, 자료조사를 통해 연구하였다. 본 연구는 한국거래소 ESG포털, 금융감독원 DART, 네이버증권, 공정거래위원회 기업집단별 소속회사 현황의 데이터를 통해 가족기업과 비가족기업의 실질자료를 확보하여 분석에 사용하였다. 넷째, 표본 수의 차별성이다. Hamid et al.(2015)은 276개의 표본 수를 사용하였고, 김희은 외(2023)는 534개의 표본 수를 사용하였으며, 송준기·우태우(2018)는 1,421개의 표본 수를 사용하여 분석하였다. 본 연구는 실증 표본을 확보할 수 있는 2020년부터 2022년까지 3년 기간 2,022개의 최신 데이터와 많은 표본 수를 가지고 분석한 차별성이 있다. 다섯째, 분석방법의 차별성이다. Klein(2000), Arzubiaga et al.(2023), 김완일(2012), 임외석(2018)은 구조방정식 모델, 비교분석, 사례분석을 주로 사용하였다. 하지만 본 연구는 업종별 차이분석, 상관분석, 회귀분석을 실시하여 가족기업과 비가족기업의 E성과, S성과, G성과, ESG성과를 세밀하게 분석하는 노력을 기울였다.

본 연구는 가족기업과 비가족기업의 소유구조와 재무요인이 ESG성과에 미치는 영향, 가족기업과 비가족기업의 ESG성과, 제조업, 도소매업, 서비스업, 기타업종의 업종별 ESG성과, ESG성과에 대한 지속가능경영보고서 공시의 조절효과를 통해 ESG성과를 다양하게 분석하였다. 본 연구를 통해 선행연구에 없는 가족기업과 비가족기업의 ESG성과에 영향을 미치는 요인들을 발견한다면 가족기업과 비가족기업의 지속가능한 경영, 자본시장의 발전, 국가발전에 기여할 수 있을 것이다. 가족기업과 비가족기업의 ESG성과, 즉 유가증권 상장기업의 소유구조와 재무요인이 국제적으로 중요시되는 ESG성과에 긍정적 영향을 미친다는 결과를 제시한다면 학문적, 실무적 발전에 기여하고, 기업의 지속가능한 성장, 기업의 투자자와 이해관계자에게 ESG경영의 중요성을 뒷받침하는 중요한 역할을 할 것으로 판단된다.

## II. 선행연구

### 1. 가족기업과 비가족기업의 대리인 이론

대리인 이론은 기업의 주주와 경영자의 관계에 중점을 둔다. 대리인 이론의 핵심 중의 하나는 경영자가 주주의 이익을 극대화하는 것보다는 자신의 이익에 따라 행동할 수 있다는 것이다. 대리인 비용을 낮추려면 주주와 대리인의 이해관계가 일치해야 한다. 이는 대리인의 행동을 모니터링하거나 성과 보상과 같은 금전적 인센티브를 활용함으로써 가능하다. 소유 구조의 관점에서 보면 소유권이 집중된 구조를 가진 기업은 대주주가 경영자의 행위에 영향력을 행사할 수 있는 힘이 커져 대리인 비용이 절감되기 때문에 경영자를 효과적으로 감시하거나 통제할 수 있는 가능성이 높다. 소유권이 분산된 구조를 가진 기업은 대리인이 많은 자율성을 가져 대리인 비용이 더 증가할 수 있다(Jensen and Meckling 1976; Korkeamäki and Hedel 2023). Jensen and Meckling(1976)에 따르면 경영자는 자신의 이익을 극대화하기 위해 노력하게 되기 때문에 언제나 경영자의 의사결정이 주주의 가치를 극대화하는 것은 아니라고 설명하였다. 이는 주주이익의 감소로 이어지고, 대리인 비용이 발생한다고 보고하였다.

대리인이론은 가족주주, 소액주주 등 지배주주와 이해관계자 사이의 잠재적 갈등을 검토할 수 있는 이론적 근거를 제공한다(Gao et al. 2022). Gao et al.(2022)은 차등의결권 지분구조가 대리인 문제를 악화시키고, 가족기업이 다양성을 더욱 이탈하도록 유도할 수 있다고 하였다. 대리인 문제는 소유자와 대리인 관계가 다양한 효용의 발생과 정보 비대칭으로 특징지어질 때 발생한다. 대리인 비용은 소유자의 이익을 위해서 발생하는 것이 아니라, 대리인으로 인한 행동의 결과와 대리인의 행동을 통제하기 위해 소유자가 설정한 활동과 시스템에서 발생하는 비용이다.

대리인 비용은 대리인이 소유자의 이익을 위해 행동하도록 하기 위해 기업이 발생하는 비용이다. 대리인 비용은 경영자가 소유자의 이익을 침해하며, 자신의 이익을 추구할 때 발생한다. 따라서 소유자가 비경제적 목표를 추구하기 위해 자원을 전용하고자 하고, 경영자가 그런 희망에 순응한다면 경제적 성과는 감소할 수 있지만 대리인 비용은 없다. 능력이 부족한 가족구성원에게 일자리를 제공하는 것이 편익이고, 경영진이 일자리를 제공한다고 결정한다면 비가족기업에서는 대리인 비용이 발생하지만, 가족기업에서는 그렇지 않은 특전의 소비가 있다. 그리고 비경제적 고려를 포함하는 효용의 추구는 그 자체로 경제적 비효율성을 발생시키지 않는다. 따라서 가족기업의 대리인비용은 재무성과와 무관한 편익을 포함하도록 설정된 목표의 확장 없이는 측정이 불가능하다(Jensen and Meckling 1994; Chrisman et al. 2004). Chrisman et al.(2004)은 가족기업에서 가족참여가 대리인 문제를 완화, 악화 또는 생성하는지를 대리인이론의 관점에서 연구하였다. 가족기업은 경제적 목표, 비경제적 목표

를 모두 추구할 가능성이 높기 때문에 비가족기업에서 발생하는 대리인문제로 간주되는 행동들이 가족기업에는 없을 수 있다고 설명하였다.

## 2. 가족기업과 비가족기업의 소유구조와 재무성과

가족기업이란 특정 개인과 그의 가족에게 지배력이 집중된 기업을 말한다. 가족기업은 소상공인과 같은 소규모기업, 비상장기업, 재벌기업에 한정된다고 생각할 수 있지만, 세계적으로 가족기업의 비중은 상당히 높다(Klein 2000; Chrisman et al. 2004; Hamid et al. 2015; Gao et al. 2022; 남영호·문성주 2007). 선진국에서는 창업자의 가족이 최대주주인 가족기업의 성장률과 재무성과를 주목한다. 기업의 소유구조에서 지배주주가 직접 소유하고 있는 지분을 소유권(Ownership)이라 하고, 지배주주가 직접 또는 간접으로 영향력을 행사할 수 있는 지분을 의결권(Voting Right)이라고 한다. 가족기업은 기업경영을 실질적으로 하는 지배주주가 소유 지분보다 더 많은 의결권을 행사하여 소유지배과리도가 크게 나타나는 특징이 있다. 가족기업의 경우 소유권과 지배권의 소유지배과리도가 있어 대리인문제의 발생 가능성이 높다고 하였다. 가족기업은 지배주주가 적은 소유권으로 여러 기업을 직·간접적으로 지배할 수 있기 때문에 자신의 지분이 적은 관계사에서 자신의 지분이 높은 관계사로 부를 이전하려는 지배권의 터널링 즉 경영안주효과가 크게 발생할 수 있다고 하였다(김동욱·김병곤 2014).

Koji et al.(2020)은 2014년부터 2018년까지 가족기업 551개, 비가족기업 861개로 구성된 1,412개의 일본기업들을 대상으로 기업지배구조와 재무성과를 연구하였다. 가족기업은 비가족기업보다 우수한 성과가 있었다. 외국인소유권은 가족기업의 ROA성과에 양(+)의 값이 있었고, 외국인소유권은 비가족기업의 Tobin's Q에 양(+)의 값이 있는 것으로 나타났다. 그리고 창업자가 운영하는 가족기업보다 창업자의 후손이 운영하는 가족기업의 성과가 양호한 것으로 나타났다. Gao et al.(2022)은 미국의 2,000개 대기업, 9,644개 표본을 사용하여 가족의 참여가 기업의 다양성에 미치는 영향과 지배구조가 이 효과를 완화하는지를 연구하였다. 가족기업이 비가족기업보다 다양성에 덜 참여하는 경향이 있어 가족 참여가 다양성에 부정적인 영향을 미치는 것을 발견하였다. 즉 가족기업이 비가족기업보다 다양성의 강점이 부족하다는 사실이다. 가족기업은 가족경영을 유지하려는 욕구와 상대적으로 관대한 사회적 압력으로 인해 다양성에 덜 참여하는 경향이 있다는 것이다. 이런 결과는 가족 소유자가 사업에 대한 지배력을 강화하는 차등의결권주식(Dual Class Share)구조를 채택한 가족기업에서 더욱 두드러진다고 밝혔다. 전덕영(2023)은 유가증권시장 가족기업 546개의 표본수를 통해 가족기업의 기업특성이 Tobin's Q, ROA의 기업가치에 미치는 영향을 분석하였다. 종업원 수, 외국인지분율, 제조업 업종은 Tobin's Q에 긍정적인 영향이 있었다. 그리고 외국인지분율이 ROA에 긍정적인 영향이 있는 것으로 나타났다.

Hamid et al.(2015)은 2009년부터 2011년까지 3년 기간 말레이시아 상장기업 276개 기업들을 대상으로 가족기업과 비가족기업의 단기부채비율, 장기부채비율, 부채비율의 자본구조가 자기자본이익률에 미치는 영향을 검증하였다. 부채비율은 자기자본이익률에 음(-)의 값이 있

었다. 이는 자기자본이익률이 높은 기업들이 자금조달에서 지분에 더 많이 의존하고 있음을 시사한다. 이지원·오세열(2011)은 2002년부터 2008년까지 4,345개 유가증권 상장기업들을 대상으로 소유구조와 자본구조에 대해 검증하였다. 종속변수는 부채비율이고 독립변수는 최대주주지분율이다. 그 결과 소유구조와 자본구조는 상호 영향을 미치는 것으로 나타났다. 최대주주지분율과 레버리지에서 비선형관계를 분석한 결과 최대주주지분율과 자본구조는 비선형이며, 2차함수의 형태로 파악되었다. 대주주지분율이 71.6%까지는 부채비율이 낮았으나, 그 이후에는 부채비율이 높아지는 결과를 보여주었다. 이는 최대주주가 부채 증가로 인한 재무위험을 낮추기 위하여 최대주주지분율이 71.6%까지는 레버리지를 줄였고, 그 이상이 되면 긍정적인 레버리지효과를 위해 부채를 늘려 나가는 것으로 설명하였다.

Arzubiaga et al.(2023)은 스페인 중소기업의 가족기업 이미지가 금융자원 접근성에 미치는 영향을 연구하였다. 289개의 가족기업들을 대상으로 설문조사하여 분석한 결과 투영된 가족기업 이미지는 직접적으로 금융자원 접근성에 긍정적인 영향이 있었다. 송준기·우태우(2018)는 유가증권 상장기업의 2012년부터 2015년까지의 자료를 사용하여 기업지배구조 개선노력이 ROA, MB의 기업성과에 미치는 영향을 분석하였다. 기업투명성지수가 ROA, MB에 모두 유의한 양(+)의 영향을, 감사기구독립성지수는 MB에서만 유의한 양(+)의 값이 나타났다. 이는 정보공시를 통한 기업투명성을 높이는 노력, 기업의 독립적인 감사기구 활동은 투자자들로부터 기업에 대해 긍정적인 정보로 작용하여 기업성과에 기여하고 있음을 보여준다고 하였다. 박재환·성낙필(2012)은 2006년부터 2010년까지 한국증권거래소에 상장된 기업들을 대기업집단, 비대기업집단 가족기업, 기타기업으로 분류하여 기업의 소유구조가 영업위험에 미치는 영향을 분석하였다. 대기업집단은 비대기업집단 가족기업보다 영업위험에 유의한 양(+)의 관련성이 있었다. 대기업집단은 총자산이 많고, 이를 사용한 자본집약적 산업의 투자로 고정비 비중이 높으며, 사업다각화, 해외진출로 인해 시장위험, 다른 국가위험에 노출되어 있다. 즉 대기업집단에서 높은 고정비는 그 자체로 영업위험을 높이고, 시장위험, 다른 국가위험에 노출되어 영업위험을 높이는 것으로 나타났다.

### 3. 가족기업과 비가족기업의 ESG성과

가족기업의 경영은 대주주의 지분가치를 보호하거나 그룹 통제권을 강화할 목적으로 직접 경영에 참여할 가능성이 있다. 가족기업은 주주와 경영자 사이의 대리인 문제를 완화시키는 긍정적인 효과도 있지만, 지배주주와 외부주주 사이의 대리인 문제를 악화시키는 부정적 효과도 있다. 선진국에 비해 국내의 가족기업의 경영은 경영권 프리미엄이 크고, 지배주주의 사적이익을 증가시키므로 기업성과와 기업가치를 훼손할 가능성이 높다(강형철 2014). 가족기업은 능력과 전문성에 취약해 보인다. 그것은 종종 가족기업의 이해관계자에게 우대 또는 배타적인 고려로 종업원을 선발하는 기준을 자체적으로 부과하기 때문이다(Chrisman et al. 2004).

Buchetti and Arduino(2022)는 2010년부터 2022년까지 13년 기간에 27개 저널, 53편의 논문

을 종합 분석하였다. 기업의 지배구조, ESG성과, 이론, 국가, 방법론 및 내생성을 처리하는데 사용되는 모델을 다룬 기존 연구에서 지배구조 시스템은 기업의 ESG성과에 중요한 역할을 한다고 하였다. 그리고 여성이사, 기관투자자, 독립이사, CEO특성, 이사보수, 지속가능위원회 참여, 이사회 개최빈도 등이 ESG성과에 긍정적인 영향을 미친다고 보고하였다. 박진혁·이장우(2022)에 의하면 ESG경영은 투자자의 요구에 대응하여 기존 경영방식에 환경(E), 사회적책임(S), 지배구조개선(G)의 3가지 요구사항을 반영한 경영방식을 말한다. 이는 ESG 목표의 수립, 목표달성을 위한 전략과제 도출, ESG전략을 수행하기 위한 제도 및 경영인프라 구축 등으로 재무성과를 추구하던 경영방식과 다르게 환경, 사회적책임, 지배구조개선의 비재무적 활동을 기업이 자발적으로 수행하는 것이라고 주장하였다.

Al Natour et al.(2022)은 2010년부터 2017년까지 641개 영국의 상장기업들을 대상으로 가족기업과 비가족기업의 지속가능성 보고와 정보 비대칭 사이의 연관성을 조사하였다. ESG는 지속가능성 보고의 구성요소로서 Bloomberg 데이터를 가지고 연구하였다. 가족기업은 비가족기업보다 지속가능성 보고와 정보비대칭의 관계가 더 낮은 것으로 나타났다. 이는 정부가 다양한 소유구조와 관련된 기업 지배구조 규칙을 개선하는 데 도움이 될 것이라고 하였다. 변혜영(2018)은 2003년부터 2015년까지 유가증권 상장기업들을 대상으로 비재무적 정보의 자발적 공시가 기업가치에 미치는 영향에 대해 지속가능경영보고서 공시를 중심으로 연구하였다. 그 결과 지속가능경영보고서를 공시하는 기업은 단기적 위험이 낮았고, 장기적 기업가치는 높은 것으로 나타났다. 추문갑·윤병섭(2020)은 경영자와 후계자 사이의 경영요인이 승계과정과 절차의 만족도에 미치는 영향을 연구하였다. 업력 30년 이상, 예비 명문장수기업, 업력 45년 이상 명문장수기업을 대상으로 설문조사하여 130개의 표본 수를 가지고 분석하였다. 경영요인이 승계과정과 절차의 만족도에 미치는 영향에서 장기지속 가능성은 유의한 양(+)의 영향이 있었고, 소통은 유의한 음(-)의 영향이 있는 것으로 나타났다.

Korkeamäki and Hedel(2023)은 2022년의 스웨덴, 핀란드, 노르웨이, 덴마크의 144개 기업들을 대상으로 소유구조가 기업의 환경, 사회, 지배구조 요인을 고려하는 지속가능성 성과에 어떠한 영향이 있는지를 조사하였다. 소유권유형을 기관소유, 개인소유, 기업소유, 정부소유, 가족소유의 5개로 분류하여 Refinitiv Eikon의 ESG점수 데이터를 통해 회귀 분석하였다. 기관투자자의 경우 ESG점수와 유의미한 양(+)의 관계가 있었으나, 기업투자자의 경우 ESG점수와 음(-)의 관계가 나타났다. 김희은 외(2023)는 대리인문제와 ESG경영의 측면에서 유가증권 상장 비금융기업에서 가족기업들을 대상으로 지배주주 가족의 직접 경영이 기업가치에 미치는 영향을 분석하였다. 국내에서 전문경영인이 경영하는 가족기업에 비해 지배주주 가족이 직접경영에 참여하는 가족기업의 기업가치가 낮게 나타났다. ESG성과가 향상된 기업은 기업가치에서 가족경영의 부정적 효과가 많이 감소하는 것으로 나타났다. 이는 가족경영자에게 경영권이 집중되어 있더라도 경영자가 외부주주와 같은 이해관계자를 고려하는 경영을 한다면 지배주주와 외부주주사이의 대리인 문제가 완화될 수 있음을 의미한다. 즉 ESG경영이 지배주주 가족경영의 사적이익 추구를 효과적으로 관리할 수 있는 장치가 될 수 있다는 것이다.

Wang et al.(2023)은 2007년에서 2017년 기간까지 S&P 1,500 기업들을 대상으로 가족기업의 기업지배구조에 미치는 영향을 지배구조 조항인 E-index 조항을 통해 분석하였다. 가족기업이 비가족기업보다 E-index 조항을 덜 활용할 가능성이 있음을 확인하였다. 창립세대 가족구성원이 상장기업에 여전히 관여하고 있는 경우 창립가족이 계약상 E-index 조항에서 추가 혜택을 얻을 수 있지만, 가족 영향력이 확장되어 여러 세대가 포함됨에 따라 혜택이 줄어들 것이라고 하였다. 따라서 가족기업의 정착 메커니즘의 사용에 미치는 영향을 시간경과에 따라 설명하여 가족기업 지배구조에 대한 연구를 확장하였다. 박진혁·이장우(2022)는 2011년부터 2020년까지 유가증권 상장기업을 대상으로 5,151개의 KCGS ESG평가 자료를 사용하여 가족기업과 대기업집단 즉 재벌기업의 소유구조 특성이 ESG평가에 미치는 영향을 분석하였다. 가족기업의 경우 ESG평가가 유의한 음(-)의 관계가 나타났고, 대규모기업집단의 경우 ESG평가가 유의한 양(+)의 관계가 있으며, ESG평가는 기업가치와 양(+)의 관계가 있는 것으로 나타났다. 전덕영(2023)은 가족기업을 대상으로 ESG성과\*종업원 수의 상호작용효과를 분석하였다. E성과\*종업원 수는 ROA에 상호작용효과가 있었고, S성과\*종업원 수는 Tobin's Q에 상호작용효과가 있었다. 그러나 G성과\*종업원 수는 ROA, Tobin's Q에 상호작용효과가 없는 것으로 나타났다. 그리고 가족기업에게 있어 ESG 성과관리를 포함한 소유와 경영의 발전이 가족기업의 지속가능경영을 위해 중요하다고 강조하였다.

김영환 외(2022)는 2013년부터 2019년까지 유가증권 상장기업을 대상으로 ESG활동과 자율공시가 기업가치에 미치는 영향을 분석하였다. ESG활동이 우수한 집단은 자율공시가 Tobin-Q에 유의한 영향이 없었으나, ESG활동이 저조한 집단은 자율공시가 Tobin-Q에 유의한 영향이 있는 것으로 나타났다. 허공희·김영수(2021)는 2011년부터 2019년까지 코스닥 상장기업을 대상으로 가족기업의 연구개발 및 무형자산 투자활동에 관한 실증분석을 실시하였다. 가족기업은 비가족기업보다 연구개발 및 무형자산 투자에 더 적극적인 것으로 나타났다. 가족기업에서 최고경영자 지분율과 가족지분율도 연구개발 및 무형자산 투자에 유의한 양(+)의 관련성이 있었다. 이는 가족기업의 최고경영자와 가족구성원의 지분율이 높을수록 미래 수익성과 지속적인 성장을 위해 연구개발 및 무형자산 투자에 적극적임을 보여주는 것이라고 하였다. 김완일(2012)은 일본, 독일을 대상으로 한국의 기업승계제도를 비교분석하였다. 일본, 독일에서는 사업자의 사망이 기업의 지속성과 고용승계에 관련되어 기업의 경영권 승계를 지원하고 있었다. 따라서 우리나라에서도 기업승계에 대해 상속과 관련한 조세지원을 합리적으로 개선하여 기업의 지속성 유지와 고용확대에 기여해야 한다고 주장하였다.

본 연구는 가족기업과 비가족기업의 소유구조와 재무요인이 ESG성장에 미치는 영향과 지속가능경영보고서 공시의 조절효과에 대하여 유가증권 상장기업의 데이터를 가지고 그 대안을 제시하고자 한다. <표 1>은 국내외 선행연구를 요약하여 정리하였고, <표 2>는 국내외 선행연구에 대한 변수를 요약하여 정리하였다.



가족기업과 비가족기업의 소유구조와 재무요인이 ESG성과에 미치는 영향

<표 1> 국내외 선행연구의 요약

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

가족기업연구 제3권 제1호

<표 2> 국내외 선행연구의 변수 요약

연구자	가족기업	주식수	외국인 지분율	대주주 지분율	공시	매출액	부채비율	ROE	유보율	ESG	기타
Arzubiaga et al.(2023)	○										종업원 수, 업종
Chrisman et al.(2004)	○					○					업종
Gao et al.(2022)	○					○	○	○			총자산, Tobin's Q, ROA
Hamid et al.(2015)	○					○	○	○			업종
Klein(2000)	○	○									
Wang,et al.(2023)	○						○				총자산, R&D, ROA, Eindex
강형철(2014)	○						○				총자산, Q비율, EBITDA
김완일(2012)	○										개선방안
김지원 외(2018)	○		○				○				총자산, R&D, PER, 배당성향
김희은 외(2023)	○			○		○	○			○	총자산, R&D, Tobin's Q
송준기·우태우(2018)	○						○			○	총자산, R&D, 지배구조지수
윤병섭(2022)	○			○			○				총자산, 업종, R&D
임외석(2018)	○										장수요인
정민규 외(2018)	○			○		○	○				
차한솔 외(2021)	○		○	○			○				총자산, Tobin's Q, ROA, BETA
최성섭·이미영(2017)	○			○		○					R&D, 주가수익률, Tobin's Q
본연구	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	
합 계	17	2	3	6	1	7	11	3	1	3	

### Ⅲ. 연구방법 및 모형

#### 1. 자료수집 및 연구방법

해외에서 Refinitiv Eikon의 데이터로 측정된 ESG성가는 환경성가, 사회성가, 지배구조성가이다. 환경성가에서 배출은 기업으로 인해 발생하는 배출량을 효과적으로 줄이기 위해 기업이 얼마나 노력하는지 평가하고, 혁신은 환경 친화적인 새로운 제품이나 솔루션을 만들어 고객의 환경 비용을 줄이는 기업의 능력을 평가하고, 자원은 기업이 물, 에너지 등 다양한 자원을 얼마나 사용하고 있고, 사용량을 줄이거나 친환경적인 대안을 찾을 수 있는지를 평가하였다. 사회성가에서 커뮤니티는 기업 윤리와 국민건강보호에 관한 기업의 의지 수준을 기준으로 하며, 인권은 인권원칙을 준수하는 성과를 평가하며, 제품책임은 책임있는 마케팅, 제품품질 및 데이터 개인정보 보호를 다루며, 인력은 다양성, 근무조건, 건강 및 안전과 같은 요소의 중요성을 강조한다. 지배구조성가에서는 기업의 CSR전략, 관리, 주주로 나누어 의사결정, 리더십, 직위선택과정에서 무결성과 다양성을 추구하고 주주에게 투영하는 것을 강조한다(Korkeamäki and Hedel 2023).

국내에서 한국ESG기준원은 미래적인 관점에서 ESG 경영방향을 제시하여 국내 기업들이 신뢰받을 수 있도록 ESG모범규준을 제정하였다. 첫째, E는 환경경영 모범규준으로 리더십과 거버넌스, 위험관리, 이해관계자 소통, 운영 및 성과로서 환경 위험 대응체계 구축이다. 둘째, S는 사회책임경영 모범규준으로 리더십과 거버넌스, 비재무 위험 관리, 이해관계자 소통, 운영 및 성과로서 사회적 책임, 신뢰성 제고이다. 셋째, G는 기업지배구조 모범규준으로 이사회 리더십, 주주권 보호, 이해관계자 소통, 감사로서 투명성, 효율성 제고이다. 이러한 ESG 모범규준은 궁극적으로 기업가치를 극대화하고자 하는 것이다.

본 연구는 유가증권시장에 상장된 가족기업과 비가족기업들을 대상으로 ESG성가를 분석하고자 한다. 자료 확보를 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 실증 분석할 수 있는 변수들을 확보하였다. 대주주지분율은 사업보고서의 최대주주와 특수관계인의 지분율을 수집하여 사용하였다. 그리고 가족기업과 비가족기업의 소유구조와 재무요인이 ESG성가에 미치는 영향과 지속가능경영보고서 공시의 조절효과를 분석하기 위해 선행연구 등 문헌연구로부터 실증분석까지 적용할 수 있는 여러 변수들을 조사하였다. 그 결과 독립변수에는 가족기업, 상장주식수, 외국인지분율, 대주주지분율, 매출액, 부채비율, ROE, 유보율의 변수를 사용하였고, 조절변수에는 지속가능경영보고서 공시를 사용하였으며, 종속변수에는 환경성가, 사회성가, 지배구조성가, ESG성가를 사용하였다.

한국ESG기준원은 ESG평가에서 KCGS등급으로 ESG성과를 측정한다. KCGS등급은 환경성과, 사회성과, 지배구조성과, 종합성과로 ESG성과를 분류하여 발표하고 있다. KCGS등급은 ESG에 대한 모범규준을 제정하고, 이를 기반으로 자본시장에서 책임투자원칙을 정립하기 위해 ESG성과를 평가하는 목적이 있다. 자본시장에서 ESG성과에 대한 평가의 우수성을 고려한다면 KCGS등급의 활용도가 높다. 본 연구에서도 자본시장의 유가증권 상장기업이 연구대상이므로 KCGS등급의 사용이 적합하다고 판단되어 한국ESG기준원의 KCGS등급을 ESG성과로 사용하고자 한다.

## 2. 가족기업과 비가족기업의 표본특성

표본 추출 절차는 다음과 같다. 본 연구의 표본대상은 2020년부터 2022년까지 3년 기간 ESG성과가 있는 유가증권시장에 상장된 가족기업, 비가족기업을 분석의 대상으로 하였다. 이 기간 한국ESG기준원의 ESG등급이 있는 유가증권 상장기업을 대상으로 한 표본 수는 2,304개이다. 그리고 금융감독원 DART, 네이버증권, 공정거래위원회 기업집단별 소속회사 현황에서 유가증권 상장기업에 대한 자료를 추가적으로 확보하였다. 한국ESG기준원의 ESG등급이 없거나, 금융업 업종인 경우, 결측치가 있는 기업에 대한 282개 표본 수는 제외하였다. 그러나 2020년부터 2022년 사이에 1회 이상 ESG등급이 있는 기업으로, ESG등급이 2022년에는 있는데 2020~2021년에는 없는 기업, 2021~2022년에 있는데 2020년에는 없는 기업의 24개 표본 수는 포함하여 D등급으로 처리하였다. 따라서 본 연구의 최종적인 표본 수는 2,022개이며, 이 중에서 가족기업은 1,119개, 비가족기업은 903개가 된다.

<표 3> 가족기업과 비가족기업의 표본특성

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

가족기업과 비가족기업의 표본특성을 <표 3>과 같이 정리하였다. 가족기업이 55.3%, 비가족기업이 44.7%로 가족기업의 비율이 높게 나타났다. 이는 국내 유가증권 상장기업의 상당 부분이 가족기업이라는 박진혁·이장우(2022), 김희은 외(2023)의 선행연구와 일치한다. 상장

가족기업과 비가족기업의 소유구조와 재무요인이 ESG성과에 미치는 영향

주식 수는 5백만 주 이하가 51.9%, 5백만 주 초과가 48.1%이다. 외국인지분율은 5% 이하가 55.5%, 5% 초과가 44.5%이며, 대주주지분율은 30% 이하가 21.5%, 30% 초과가 78.5%로 나타났다. 지속가능경영보고서에 대한 공시가 16%, 미공시가 84%이며, 매출액은 5천억 원 이하가 50.0%, 5천억 원 초과가 50.0%로 나타남을 알 수 있다.

3. 회귀분석모형

본 연구는 가족기업과 비가족기업의 소유구조와 재무요인이 ESG성과에 미치는 영향에 미치는 영향과 지속가능경영보고서 공시의 조절효과를 분석하고자 한다. 독립변수에는 가족기업, 상장주식수, 외국인지분율, 대주주지분율, 매출액, 부채비율, ROE, 유보율을 사용하였고, 조절변수에는 지속가능경영보고서 공시를 사용하였으며, 종속변수인 ESG성과에는 환경성과, 사회성과, 지배구조성과, ESG성과를 사용하였다. 가족기업과 비가족기업의 소유구조와 재무요인이 ESG성과에 미치는 영향과 지속가능경영보고서 공시의 조절효과 분석을 위한 회귀분석 모형은 다음과 같다.

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

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

..... (식 1)

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

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

..... (식 2)

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

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

..... (식 3)

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

$$ESG = \alpha_0 + \beta_1 FAM_1 + \beta_2 NOS_2 + \beta_3 FOR_3 + \beta_4 OWN_4 + \beta_5 RPA_5 + \beta_6 RPA_5 * FOR_5 + \beta_7 RPA_5 * OWN_6 + \beta_7 RPA_7 + \beta_8 SAL_8 + \beta_9 LEV_9 + \beta_{10} ROE_{10} + \beta_{11} RER_{11} + \epsilon_i$$

..... (식 4)

여기서,

<i>E</i>	:	환경성과(등급)
<i>S</i>	:	사회성과(등급)
<i>G</i>	:	지배구조성과(등급)
<i>ESG</i>	:	종합성과(등급)
<i>FAM</i>	:	가족기업(더미변수)(가족기업:1, 비가족기업:0)
<i>NOS</i>	:	상장주식수(주)(log)
<i>FOR</i>	:	외국인지분율(%)
<i>OWN</i>	:	대주주지분율(%)
<i>RPA</i>	:	지속가능경영보고서 공시(더미변수)(공시: 1, 미공시: 0)
<i>SAL</i>	:	매출액(억원)(log)
<i>LEV</i>	:	부채비율(%) (부채총계/총자산)
<i>ROE</i>	:	자기자본이익률(%) (당기순이익/자기자본)
<i>RER</i>	:	유보율(%) (세금공제 후의 순이익에 대한 내부유보율)
$\epsilon_i$	:	오차항

#### 4. 변수의 조작적 정의

##### 가. ESG성과

종속변수는 ESG성과로서 환경성과, 사회성과, 지배구조성과, 종합성과로 측정한다. ESG 성과는 기업의 지속가능성과 사회적 영향을 파악할 수 있는 요소로서 비재무적성과이다. 유정민·양동훈(2022)에 의하면 ESG경영은 장기적이고 지속가능한 가치창출에 기여하는 기업의 경영방식이고, ESG성과는 대리인비용이 기업가치에 주는 부정적인 영향을 완화시킬 수 있다고 하였다. 본 연구의 ESG성과는 한국ESG기준원의 KCGS ESG등급으로 환경성과의 E 성과, 사회성과의 S성과, 지배구조성과의 G성과, 종합성과의 ESG성과이다. ESG등급은 S, A+, A, B+, B, C, D의 7단계로 등급이 구성된다. 1차로 2020년부터 2022년까지 KCGS 등급이 있는 기업들을 대상으로 조사한 결과, S등급은 없으므로 A+, A, B+, B, C, D에 대하여 분석에 반영하였다. 2차로 2020년부터 2022년 사이에 1회 이상 ESG등급이 있는 기업으로, ESG등급이 2022년에는 있는데 2020~2021년에는 없는 기업, 2021~2022년에 있는데 2020년에는 없는 기업의 24개 표본 수는 KCGS의 ESG등급을 D등급으로 표본에 포함하였다. 따라서 기업별로 공시된 A+, A, B+, B, C, D등급에 대하여 최저 등급 1점부터 최고 등급 6점까지 점수를 부여하여 ESG성과를 측정하고자 한다.

##### 나. 가족기업(*FAM*)

가족기업의 정의에 대하여 Westhead and Cowling(1998)은 4가지 기준을 설정하고 있다. 첫째, 기업의 소유권을 50% 이상 보유하고 있는 경우, 둘째, 친·인척 집단이 해당 기업을 가족기

업으로 인정하는 경우, 셋째, 단일지배 가족의 구성원이 기업을 경영하는 경우, 넷째, 기업을 소유한 단일지배 가족의 구성원이 2세대 이상 승계된 경우 등이다. 김희은 외(2023)는 가족기업의 정의에 대하여 다음 3개 조건 중 1개 이상을 충족하는 기업으로 하였다. 첫째, 최대주주 및 특수관계인의 지분율이 20% 이상인 경우, 둘째, 공정거래위원회가 정한 기업집단에 포함되는 경우, 셋째, 지배주주 또는 그의 가족구성원이 최고경영자에 포함되는 경우이다. 본 연구는 아래 3개 조건 중에서 1개 이상을 충족하는 기업을 가족기업으로 정의한다. 첫째, 최대주주 및 특수관계인의 지분율이 50% 이상 보유하고 있는 경우(Westhead and Cowling 1998; 남영호·문성주 2007; 차한솔 외 2021). 이는 소유권이 집중된 구조를 가진 가족기업이다. 둘째, 공정거래위원회가 정한 기업집단에 포함되는 경우(김지원 외 2018; 정민규 외 2018). 셋째, 가족구성원이 기업경영에 참여하는 경우(정민규 외 2018; 허공화·김영수 2021)이다. 즉 최대주주 및 특수관계인의 지분율이 50% 이상이거나, 공정거래위원회에 의해 기업집단으로 분류되거나, 지배주주의 가족구성원이 경영에 참여하는 경우의 3개 조건 중에서 1개 이상 충족한 기업을 가족기업으로 정의하였고, 그 외 기업을 비가족기업으로 정의하였다. 그리고 가족기업을 1, 비가족기업을 0으로 하는 더미변수를 사용하여, ESG성과 사이에 양(+)의 관계를 예측한다.

#### 다. 상장주식수(NOS)

증권거래소를 통해 기업이 주식을 매매하려면 「자본시장과 금융투자업에 관한 법률」과 유가증권시장 상장규정에 따른 요건을 갖추어야 한다. 즉, 기업규모, 경영성과, 안정성, 건전성, 분산 등의 요건이다(유가증권시장 상장규정 제32조 제1항). 예를 들면 영업활동기간은 설립 후 3년 이상 경과하고, 계속적인 영업활동을 해야 하고, 상장주식수는 100만 주 이상이어야 한다는 것 등이다. 본 연구의 상장주식수는 유가증권 상장기업의 상장주식수로서, 주로 표시되며, 이레치 효과를 낮추기 위해 log값으로 한다. 상장주식 수와 ESG성과 사이에 양(+)의 관계를 예측한다.

#### 라. 외국인지분율(FOR)

외국인지분율이란 외국인이 보유한 주식수를 총 발행주식수로 나눈 주식비율을 말한다(김선구 2020). 대부분의 기업들은 외국인보유한도에 제한이 없어 외국인소진율과 외국인지분율은 같다. 가족기업과 비가족기업의 지분율은 소유구조를 의미한다. 소유구조는 외국인지분율, 대주주지분율, 기관투자자지분율로 나누어진다(윤병섭 2022). 본 연구에서는 기관투자자지분율은 고려하지 않는다. Koji et al.(2020)의 연구에서 외국인지분율은 총자산순이익률(Return on Asset: ROA) 측면에서 가족기업과 비가족기업의 성과에 모두 영향이 있었다. 외국인지분율은 전체 주식 수에서 외국인이 보유한 주식지분율로서 %로 나타낸다. 외국인지분율과 ESG성과 사이에 양(+)의 관계를 예측한다.

#### 마. 대주주지분율(OWN)

일반적으로 보유한 주식을 가지고 직접 또는 간접으로 기업 경영에 참여하는 개인이나 법

인을 주주라고 한다. 유가증권시장에서 개별기업에 대한 전체 발행주식수를 기준으로 보유주식 수가 가장 많은 주주를 최대주주라고 한다. 최대주주지분율은 기업경영의 의결권을 행사할 수 있는 대주주와 특수관계인의 지분을 합한 비율로서 경영자지분율이라고도 한다(이지원·오세열 2011). 김동욱·김병곤(2014)은 소유권을 지배주주 본인과 친족의 지분율을 합하여 지배주주의 소유지분율로 사용하였고, 지배권을 지배주주 본인과 친족, 임원, 비영리법인, 계열회사 지분율을 합하여 계산하였다. 남영호·문성주(2007)에 따르면 대주주지분율이 높을수록 기업의 지배구조가 강화되어 총자산순이익률의 수익성에 긍정적인 영향이 있다고 하였다. 본 연구의 대주주지분율은 전체 주식 수에서 최대주주와 특수관계인이 보유한 주식지분율로서 %로 나타낸다. 대주주지분율과 ESG성과 사이에 양(+)의 관계를 예측한다.

#### 바. 지속가능경영보고서 공시(RPA)

본 연구에서 지속가능경영보고서 공시는 조절변수이다. 지속가능경영보고서는 내부직원부터 외부투자자까지 모든 이해관계자를 연결하는 전략으로 발전하였다. 이러한 관행을 따르지 않는 기업보다 이러한 관행을 따르는 기업은 고품질의 정성적, 정량적 자료를 수집하여 먼저 시작하고 대응하므로, 투자자와 고객으로부터 관심을 받고 있다(Aich et al. 2021). 지속가능경영보고서는 기업의 경영활동에서 재무적 성과뿐만 아니라 비재무적 성과인 ESG 즉 환경, 사회, 지배구조의 영역에 미치는 요소들을 평가하고, 이해관계자들에게 제공하는 보고서이다. 이 보고서는 국제적으로 인정된 GRI, SASB, TCF와 같은 표준에 의해 작성된다. 본 연구는 가족기업과 비가족기업의 지속가능경영보고서 공시를 1, 미공시를 0으로 하는 더미변수로서 ESG 성과 사이에 양(+)의 관계를 예측한다.

#### 사. 매출액(SAL)

매출액은 기업의 영업활동 또는 경상적인 활동에서 얻은 수익으로 제품 또는 용역 등의 제공을 통해 실현되는 금액이다. 제조업에 비해 도소매업이 매출액이 높은 것은 제품을 만드는 공정 등과 같이 일정기간이 경과해야 매출이 실현되는 과정을 단축시킬 수 있어, 도소매업은 판매처가 있으면 제품을 구매하여 빠르게 판매가 가능하기 때문이다. 즉 투입자원이 매출액으로 실현되는 속도가 빠르기 때문이다(전덕영·윤병섭 2021a). 전덕영·윤병섭(2021b)은 프랜차이즈 가맹본부특성과 창업비용이 가맹점의 매출액에 미치는 영향에 대한 조절효과에서 사업기간\*종업원 수는 매출액에 유의한 양(+)의 값이 있었고, 자산규모\*종업원 수는 매출액에 유의한 음(-)의 값이 있다고 보고하였다. 본 연구의 매출액은 유가증권 상장기업의 년 매출액으로 실수(實數)이며, 이레치 효과를 낮추기 위해 log값으로 한다. 매출액과 ESG성과 사이에 양(+)의 관계를 예측한다.

#### 아. 부채비율(LEV)

레버리지는 자본구조의 요소 중 하나이다. 자본구조는 기업이 운영자금을 조달하기 위해 사용한 부채와 자본의 합이다. 자본구조는 주주, 채권자, 투자자, 규제 기관, 분석가 및 기타 이해



가족기업과 비가족기업의 소유구조와 재무요인이 ESG성과에 미치는 영향

관계자와 같은 재무정보 사용자에게 매우 중요하다. 자본구조에 대한 결정이 기업성과에 영향을 미칠 수 있기 때문이다(Hamid et al. 2015). 전덕영·윤병섭(2022)의 연구에서 부채비율은 타인자본과 자기자본을 비교한 비율로서 타인자본 의존도로 사용하였다. 본 연구의 부채비율은 총부채를 총자산으로 나눈 비율로서 %로 나타낸다. 부채비율과 ESG성과 사이에 양(+)의 관계를 예측한다.

자. 자기자본이익률(ROE)

자기자본이익률(Return on Equity: ROE)은 주주의 자본을 활용하여 기업이 얼마만큼의 이익을 창출하는지를 나타내는 지표로, 기업이 자본을 효율적으로 운영하느지를 확인하는 지표이다. 즉 자기자본이익률은 기업의 년 순이익을 자기자본으로 나눈 값이다. 본 연구의 자기자본이익률은 유가증권 상장기업의 자기자본에 대한 순이익의 비율로서 %로 나타낸다. ROE와 ESG성과 사이에 양(+)의 관계를 예측한다.

아. 유보율(RER)

유보율은 영업활동에서 생긴 이익인 이익잉여금과 자본 거래 등 영업활동이 아닌 특수거래에서 생긴 이익인 자본잉여금을 합한 금액을 납입 자본금으로 나눈 비율이다. 유보율은 기업이 얼마만큼의 자금을 기업 내에 쌓아 놓는지를 나타내는 지표로, 기업 재무의 안전성을 보여준다. 유보율은 세금공제이후의 이익에 대한 내부 유보의 비율을 의미한다. 본 연구의 유보율은 이익잉여금과 자본잉여금을 합한 잉여금으로 주주가 기업에 납입한 자본금으로 나누어 산출한 비율로서 %로 한다. 유보율과 ESG성과 사이에 양(+)의 관계를 예측한다. 종합적으로 주요변수의 지수 또는 계산식을 <표 4>와 같이 정리하였다.

<표 4> 주요 변수의 지수 또는 계산식

구 분	변수 정의 및 계산식	측정지표	
종속 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>ESG</i>	종합성과(A+, A, B+, B, C, D)(2020~2022년)	등급, 6~1점
독립 변수	<i>FAM</i>	가족기업(1), 비가족기업(0)	더미변수
	<i>NOS</i>	상장주식수(액면가 5,000원 기준)	실수(實數), log
	<i>FOR</i>	외국인지분율(외국인 주식지분율)	비율, %
	<i>OWN</i>	대주주지분율(최대주주와 특수관계인의 주식지분율)	비율, %
	<i>SAL</i>	기업규모(매출액)(억원)(2020~2022년)	실수(實數), log
	<i>LEV</i>	부채비율(부채총계/총자산)(2020~2022년)	%, 비율
	<i>ROE</i>	자기자본이익률(순이익/자기자본)(2020~2022년)	%, 비율
	<i>RER</i>	유보율(내부유보율)(2020~2022년)	%, 비율
조절 변수	<i>RPA</i>	지속가능경영보고서 공시(1), 미공시(0), (2020~2022년)	더미변수

## IV. 실증분석

### 1. 기술통계량

기술통계량은 <표 5>와 같다. 변수의 평균에 있어 종속변수는 환경성과 2.45, 사회성과 3.17, 지배구조성과 3.16, 종합성과 2.86으로 ESG성과가 나타났다. 독립변수는 상장주식수 20,704천 주, 외국인지분율 9.61%, 최대주주지분율 43.87%, 매출액 3.11조 원, 부채비율 74.01%, ROE -1.08%, 유보율 3,231.29% 등으로 나타났다.

<표 5> 기술통계량

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

주) 상장주식수, 매출액은 log를 실수로 변환.

### 2. 차이분석

가족기업과 비가족기업의 ESG성과를 제조업, 도소매업, 서비스업, 기타업종으로 분류하여 업종별로 차이분석한 결과는 <표 6>과 같다. 가족기업과 비가족기업의 업종별 ESG성과는 제조업과 서비스업, 서비스업과 기타업종 사이에서 ESG성과에 유의한 차이가 있는 것으로 나타났다. 그리고 서비스업, 도소매업, 기타업종, 제조업 순으로 ESG성과가 양호하게 나타났다. 전덕영·윤병섭(2021a)의 연구에서 제조업 업종은 서비스업 업종보다 총자산이익률이 높게 나타났다. 이는 제조업 업종의 경우 서비스업에 비해 제조공정이 복잡하고, 공장, 시설, 재료비 등의 총자산 비중이 높게 투자되지만, 대량 생산과 판매를 통해 매출과 수익을 높여 총자산이익률이 높게 형성된다고 판단된다. 본 연구에서 가장 많은 표본 수를 차지하는 제조업 업종은 다른 업종보다 ESG성과가 낮은 것으로 확인되었다.

가족기업과 비가족기업의 소유구조와 재무요인이 ESG성과에 미치는 영향

<표 6> 가족기업과 비가족기업의 업종별 ESG성과 차이분석

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

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

### 3. 상관분석

<표 7> 상관분석

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

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

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

본 연구변수의 상관분석은 <표 7>과 같다. 종속변수인 ESG성과는 가족기업, 상장주식수, 외국인지분율, 지속가능경영보고서 공시, 매출액, ROE, 유보율 사이에 유의한 양(+)의 관계를 보이고 있다. 가족기업은 상장주식수, 외국인지분율, 대주주지분율, 지속가능경영보고서 공시, 매출액, ROE, 유보율 사이에 유의한 양(+)의 관계가 있는 것으로 나타났다. 그리고 VIF는 1.998이하로서 다중공선성(multicollinearity)은 나타나지 않으므로 본 연구의 타당성을 입증한다.

#### 4. 회귀분석

##### 가. 가족기업과 비가족기업의 소유구조와 재무요인이 ESG성과에 미치는 영향

가족기업과 비가족기업의 소유구조와 재무요인이 ESG성과에 미치는 영향을 분석하기 위하여 <표 8>과 같이 회귀분석을 실시하였다.

첫째, 가족기업, 외국인지분율, 지속가능경영보고서 공시, 매출액은 일관성 있게 E성과, S성과, G성과, ESG성과에 체계적으로 유의한 양(+)의 값이 있었다. 이는 가족기업이 외국인지분율이 높고, 지속가능경영보고서를 공시하고, 매출액이 높으면 환경성과, 사회성과, 지배구조성과, ESG성과에 모두 긍정적인 영향이 있음을 의미한다. 둘째, 대주주지분율은 일관성 있게 E성과, S성과, G성과, ESG성과에 체계적으로 유의한 음(-)의 값이 있었다. 이는 대주주지분율이 높으면 환경성과, 사회성과, 지배구조성과, ESG성과에 모두 부정적인 영향이 있음을 의미한다. 셋째, 상장주식수는 E성과, S성과, ESG성과에는 체계적으로 유의한 양(+)의 값이 나타났으나, G성과에는 음(-)의 값이 나타났다. 이는 상장주식수가 높으면 환경성과, 사회성과, ESG성과에 모두 긍정적인 영향이 있음을 의미한다. 따라서 가설 1 "가족기업과 비가족기업의 소유구조와 재무요인이 ESG성과에 긍정적인 영향을 미칠 것이다"는 채택된다.

Buchetti and Arduino(2022)의 연구에서 국가소유권과 이사회 특성이 ESG공시를 높이는 것으로 나타났고, 가족소유인 대주주지분율은 ESG성과에 부정적인 영향이 있다고 주장하므로, 이는 본 연구결과와 일치한다. 이지원·오세열(2011)에 따르면 외국인지분율은 기업가치와 양(+)의 관계가 있는데 이는 외국인투자자가 경영자를 효과적으로 견제하고 감시하기 때문이라고 하였다. 전덕영(2023)은 유가증권시장 가족기업의 기업특성이 BPS, EPS의 기업가치에 미치는 영향을 분석한 결과 총자산, 제조업 업종, 서울지역은 주당순자산에 긍정적인 영향이 있었고, 총자산, 외국인지분율, 대주주지분율, 제조업 업종, 서울지역은 주당순이익에 긍정적인 영향이 있는 것으로 나타났다. 이지원·오세열(2011)은 대주주지분율, 외국인지분율, 수익성, 담보가치는 부채비율에 음(-)의 영향이 있으므로 기업의 소유구조와 자본구조는 상호 영향을 미친다고 주장하였다.

가족기업과 비가족기업의 소유구조와 재무요인이 ESG성과에 미치는 영향

<표 8> 가족기업과 비가족기업의 소유구조와 재무요인이 ESG성과에 미치는 영향

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

구 분	<i>E</i>	<i>S</i>	<i>G</i>	<i>ESG</i>
상수	-7.223*** (-15.491)	-7.626*** (-14.546)	-2.703*** (-5.481)	-5.628*** (-12.340)
<i>FAM</i>	.221*** (3.492)	.370*** (5.186)	.287*** (4.282)	.335*** (5.410)
<i>NOS</i>	.215*** (4.032)	.165*** (2.753)	-.023 (-.415)	.118** (2.262)
<i>FOR</i>	.006*** (2.736)	.005** (2.065)	.008*** (3.579)	.006*** (3.042)
<i>OWN</i>	-.006*** (-3.043)	-.006*** (-2.720)	-.006*** (-3.140)	-.006*** (-3.210)
<i>RPA</i>	.892*** (11.486)	1.016*** (11.631)	.514*** (6.251)	.815*** (10.731)
<i>SAL</i>	.693*** (16.248)	.810*** (16.876)	.509*** (11.280)	.644*** (15.435)
<i>LEV</i>	1.584E-6 (.139)	4.032E-6 (.314)	-2.217E-6 (-.183)	5.656E-7 (.051)
<i>ROE</i>	.000 (.802)	.000 (-.854)	.001 (1.433)	8.446E-5 (.230)
<i>RER</i>	2.244E-6 (.753)	7.758E-7 (.231)	-2.059E-7 (-.065)	9.366E-7 (.321)
R <sup>2</sup>	.435	.435	.242	.407
Adj R <sup>2</sup>	.433	.432	.239	.404
F	172.142***	172.113***	71.356***	153.220***
표본 수	2,022	2,022	2,022	2,022
회귀분석모형				(식 1)

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

2) ( )는 t-값임.

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

나. 가족기업과 비가족기업, 전체기업의 ESG성과에 대한 회귀분석

<표 9> 가족기업과 비가족기업, 전체기업의 ESG성과에 대한 회귀분석

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

구 분	ESG성과		
	가족기업	비가족기업	전체기업
상수	-6.558*** (-9.325)	-3.760*** (-5.246)	-5.628*** (-12.340)
FAM	-	-	.335*** (5.410)
NOS	.022 (.317)	.110 (1.179)	.118** (2.262)
FOR	3.194E-5 (.013)	.023*** (5.219)	.006*** (3.042)
OWN	-.011*** (-4.329)	.004 (1.352)	-.006*** (-3.210)
RPA	.714*** (7.899)	.950*** (6.138)	.815*** (10.731)
SAL	.837*** (12.462)	.447*** (7.985)	.644*** (15.435)
LEV	.000 (-.868)	4.127E-6 (.382)	5.656E-7 (.051)
ROE	.000 (.363)	-.001 (-.907)	8.446E-5 (.230)
RER	-2.144E-6 (-.682)	-1.078E-5 (-.716)	9.366E-7 (.321)
R <sup>2</sup>	.437	.263	.407
Adj R <sup>2</sup>	.433	.257	.404
F	107.830***	39.910***	153.220***
표본 수	1,119	903	2,022
회귀분석모형			(식 2)

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

2) ( )는 t-값임.

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

## 가족기업과 비가족기업의 소유구조와 재무요인이 ESG성과에 미치는 영향

소유구조와 재무요인이 ESG성과에 미치는 영향에 대해 가족기업과 비가족기업의 차이를 분석하기 위한 회귀분석을 <표 9>와 같이 실시하였다.

첫째, 지속가능경영보고서 공시, 매출액은 일관성 있게 가족기업, 비가족기업, 전체기업의 ESG성과에 체계적으로 유의한 양(+)의 값이 나타났다. 이는 지속가능경영보고서를 공시하고, 매출액이 높은 가족기업, 비가족기업, 전체기업이 ESG성과에 긍정적인 영향이 있음을 의미한다. 둘째, 외국인지분율은 비가족기업, 전체기업의 경우 ESG성과에 체계적으로 유의한 양(+)의 값이 있었으나, 가족기업의 경우 ESG성과에 유의한 영향이 없는 것으로 나타났다. 이는 외국인지분율이 높은 비가족기업, 전체기업이 ESG성과에 긍정적인 영향이 있음을 의미한다.

셋째, 대주주지분율은 가족기업, 전체기업의 경우 ESG성과에 체계적으로 유의한 음(-)의 값이 있었으나, 비가족기업의 경우 ESG성과에 유의한 영향이 없는 것으로 나타났다. 이는 대주주지분율이 높은 가족기업, 전체기업이 ESG성과에 부정적인 영향이 있음을 의미한다. 대주주지분율이 높은 가족기업, 전체기업의 경우 ESG성과와 같은 비재무적 성과를 창출하기보다는 미래 세대에게 물려줄 재무적 성과를 추구하기 때문인 것으로 판단된다. 넷째, 상장주식수는 전체기업의 경우 ESG성과에 체계적으로 유의한 양(+)의 값이 있었으나, 가족기업, 비가족기업의 경우 ESG성과에 유의한 영향이 없는 것으로 나타났다. 이는 상장주식수가 많은 전체기업이 ESG성과에 긍정적인 영향이 있음을 의미한다. 따라서 가설 2 "가족기업과 비가족기업의 소유구조와 재무요인에서 가족기업과 비가족기업의 ESG성과가 차이가 있을 것이다"는 채택된다.

변혜영(2018)은 기업의 지속가능경영보고서 공시의 정보유용성을 살펴보았다. 지속가능경영보고서를 공시하는 것은 기업가치의 향상에 기여하고, 기업의 단기위험을 감소시킨다고 하였다. 전덕영·윤병섭(2021b)은 프랜차이즈 가맹본부특성과 창업비용이 가맹점의 매출액에 미치는 영향에서 업종, 사업기간, 자산규모가 매출액에 긍정적인 영향이 있어 재무성과에 긍정적이라고 하였다. Korkeamäki and Hedel(2023)에 따르면 ESG등급의 목적은 기업의 지속가능성 성과를 측정하여 투자자와 다양한 이해관계자에게 단순화된 형태로 정보를 제공하는 것이라고 하였다. 그리고 기업의 지속가능성 성과에 대한 투자자들의 관심은 매우 높다고 설명하였다. Koji et al.(2020)은 국가마다 가족기업과 비가족기업의 성과가 차이가 있는 것은 지배구조 시스템(Governance System)과 기업문화(Corporate Culture)가 다르기 때문이라고 주장하였다.

### 다. 가족기업과 비가족기업의 ESG성과에 대한 업종별 회귀분석

가족기업과 비가족기업에 대하여 제조업, 도소매업, 서비스업, 기타업종으로 분류한 업종별 ESG성과의 차이를 분석하고자 <표 10>과 같이 회귀분석을 실시하였다.

<표 10> 가족기업과 비가족기업의 ESG성과에 대한 업종별 회귀분석

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

구 분	ESG성과			
	제조업	도소매업	서비스업	기타업종
상수	-6.944*** (-11.230)	-4.405** (-2.563)	-7.295*** (-4.049)	-3.452*** (-3.257)
FAM	.208*** (2.845)	.814*** (3.637)	.320 (1.525)	.686*** (3.566)
NOS	.051 (.730)	.160 (.820)	.123 (.693)	.224* (1.723)
FOR	.003 (1.302)	.017** (2.333)	.002 (.305)	.009 (1.226)
OWN	-.004* (-1.691)	-.012** (-2.131)	-.008 (-1.240)	-.008* (-1.687)
RPA	.812*** (8.207)	1.097*** (4.486)	.398* (1.764)	.670*** (3.274)
SAL	.795*** (12.636)	.484*** (2.752)	.834*** (5.605)	.382*** (5.098)
LEV	-6.401E-7 (-.058)	.001 (.874)	-2.348E-5 (-.074)	.000 (-1.344)
ROE	-.001 (-.928)	.000 (-.106)	.000 (-.265)	.001 (1.542)
RER	-1.066E-5* (-1.814)	7.202E-5** (1.998)	-1.783E-6 (-.328)	1.239E-5** (2.043)
R <sup>2</sup>	.398	.628	.386	.397
Adj R <sup>2</sup>	.394	.608	.359	.370
F	103.071***	31.858***	14.205***	15.059***
표본 수	1,413	180	213	216
회귀분석모형				(식 3)

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

2) ( )는 t-값임.

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



## 가족기업과 비가족기업의 소유구조와 재무요인이 ESG성과에 미치는 영향

첫째, 지속가능경영보고서 공시, 매출액은 일관성 있게 제조업, 도소매업, 서비스업, 기타업종의 전체업종에서 ESG성과에 체계적으로 유의한 양(+)의 값이 나타났다. 이는 지속가능경영보고서를 공시하고, 매출액이 높으면 제조업, 도소매업, 서비스업, 기타업종에서 ESG성과에 긍정적인 영향이 있음을 의미한다. 둘째, 가족기업은 비가족기업보다 제조업, 도소매업, 기타업종에서 ESG성과에 체계적으로 유의한 양(+)의 값이 있었으나, 서비스업의 경우 ESG성과에 유의한 영향이 없는 것으로 나타났다. 이는 가족기업이 비가족기업보다 제조업, 도소매업, 기타업종에서 ESG성과에 긍정적인 영향이 있음을 의미한다.

셋째, 외국인지분율, 유보율은 도소매업에서, 상장주식수, 유보율은 기타업종에서 ESG성과에 유의한 양(+)의 영향이 있는 것으로 나타났다. 이는 도소매업 업종에서 외국인지분율과 유보율이 높은 기업일수록, 기타업종에서 상장주식수와 유보율이 높은 기업일수록 ESG성과에 긍정적인 영향이 있음을 의미한다. 넷째, 대주주지분율이 제조업, 도소매업, 기타업종에서 ESG성과에 유의한 음(-)의 영향이 있었고, 유보율은 제조업 업종, 기타업종에서 ESG성과에 유의한 음(-)의 영향이 있는 것으로 나타났다. 이는 제조업, 도소매업, 기타업종에서 대주주지분율이 낮은 기업일수록 ESG성과에 긍정적인 영향이 있고, 제조업 업종, 기타업종에서 유보율이 낮은 기업일수록 ESG성과에 긍정적인 영향이 있음을 의미한다. 따라서 가설 3"가족기업과 비가족기업의 소유구조와 재무요인에서 ESG성과에 대한 제조업, 도소매업, 서비스업, 기타업종에 대한 업종별 차이가 있을 것이다"는 채택된다.

변혜영(2018)은 지속가능경영보고서 공시가 장기적 기업가치와 단기적 위험에 미치는 영향을 분석하였다. 지속가능경영보고서 공시는 Tobin's Q의 장기적 기업가치에 양(+)의 영향이 있었고, 기업의 단기적 위험이나 신용위험은 낮게 나타났다. 지속가능경영이란 환경적 건전성, 사회적 책임성, 경제적 수익성을 기반으로 지속가능한 성장을 이루려는 경영활동이다. 지속가능경영을 ESG로 표현하는데, ESG는 기업의 지속가능한 경영을 위한 핵심 요소이다. ESG는 기업전략을 실행하고 기업가치를 높이기 위한 능력에 영향을 미치는 환경, 사회 및 지배구조에 관한 요소들을 포괄하는 개념이다(김영환 외 2022; 대한상공회의소 2022). ESG는 사회적, 환경적, 경제적 측면을 고려하여 주주의 이익 뿐만 아니라 모든 이해관계자의 이익을 강조한다(Bamahros et al. 2022). ESG경영은 주주와 경영자 사이의 대리인문제가 기업가치에 미치는 부정적인 영향을 완화시키므로 기업가치의 증가에 기여한다고 하였다(유정민·양동훈 2022).

라. 가족기업과 비가족기업의 ESG성과에서 지속가능경영보고서 공시의 조절효과

가족기업과 비가족기업의 소유구조와 재무요인이 ESG성과에 미치는 영향에 대한 지속가능경영보고서 공시\*외국인지분율, 지속가능경영보고서 공시\*대주주지분율의 조절효과를 분석한 회귀분석 결과는 <표 11>과 같다.

가족기업연구 제3권 제1호

<표 11> 가족기업과 비가족기업의 ESG성과에서 지속가능경영보고서 공시의 조절효과

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

구 분	<i>E</i>	<i>S</i>	<i>G</i>	<i>ESG</i>
상수	-4.598*** (-4.538)	-2.528** (-2.100)	-1.389 (-1.199)	-2.904*** (-2.806)
<i>FAM</i>	.816*** (4.441)	1.056*** (4.839)	.553*** (2.632)	.785*** (4.185)
<i>NOS</i>	.431*** (3.450)	.238 (1.602)	.191 (1.335)	.303** (2.378)
<i>FOR</i>	.016** (2.038)	.003 (.295)	.011 (1.281)	.011 (1.451)
<i>OWN</i>	-.020*** (-3.988)	-.019*** (-3.293)	-.007 (-1.244)	-.014*** (-2.692)
<i>RPA*FOR</i>	.019 (.981)	.068*** (2.981)	.031 (1.406)	.042** (2.124)
<i>RPA*OWN</i>	.045** (2.449)	.092*** (4.176)	.063*** (2.989)	.076*** (4.010)
<i>RPA</i>	-1.442 (-1.381)	-4.155*** (-3.348)	-2.934** (-2.457)	-3.301*** (-3.094)
<i>SAL</i>	.345*** (4.684)	.325*** (3.707)	.273*** (3.239)	.298*** (3.963)
<i>LEV</i>	3.618E-5 (.145)	.001** (2.060)	-.001* (-1.851)	.000 (-.701)
<i>ROE</i>	.000 (.801)	.000 (-.301)	.001** (2.194)	.001 (1.403)
<i>RER</i>	1.892E-5*** (3.295)	1.259E-5* (1.845)	6.703E-6 (1.021)	1.248E-5** (2.127)
R <sup>2</sup>	.534	.435	.284	.442
Adj R <sup>2</sup>	.509	.404	.245	.412
F	21.273***	14.251***	7.343***	14.688***
표본 수	2,022	2,022	2,022	2,022
회귀분석모형				(식 4)

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

2) ( )는 t값임.

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

첫째, 가족기업과 비가족기업의 ESG성과에 미치는 영향에 대한 지속가능경영보고서 공시의 조절효과에서 지속가능경영보고서 공시\*대주주지분율은 E, S, G, ESG성과에서 일관성 있게 상호작용효과가 있는 것으로 나타났다. 이는 지속가능경영보고서 공시와 대주주지분율이 상용작용할수록 환경성과, 사회성과, 지배구조성과, ESG성과에 긍정적인 영향이 있음을 의미한다. 둘째, 가족기업과 비가족기업의 ESG성과에 미치는 영향에 대한 지속가능경영보고서 공시의 조절효과에서 지속가능경영보고서 공시\*외국인지분율은 S, ESG성과에서 상호작용효과가 있는 것으로 나타났다. 이는 지속가능경영보고서 공시와 외국인지분율이 상호작용할수록 사회성과, ESG성과에 긍정적인 영향이 있음을 의미한다. 따라서 가설 4" 가족기업과 비가족기업의 소유구조와 재무요인의 ESG성과에서 지속가능경영보고서 공시\*외국인지분율, 지속가능경영보고서 공시\*대주주지분율의 조절효과가 있을 것이다"는 채택된다.

Anderson and Reeb(2003)은 궁극적으로 가족기업은 비가족기업보다 목표를 더 높게 할 수 있고, 가족구성원의 재산이 회사에 속해 있다고 하였다. 이지원·오세열(2011)의 연구에서 최대주주는 부채비율이 증가하면 재무위험의 부담을 낮추기 위해 내부자지분율을 감소시키지만, 경영권보호를 하기 위해 레버리지를 활용시에는 부채의 증가는 내부자지분율의 증가로 나타난다고 하였다. 변혜영(2018)은 기업의 지속가능경영보고서를 공시하는 것은 기업의 단기위험을 줄이며, 기업가치의 향상에도 기여한다고 하였다. 추문갑·윤병섭(2020)은 경영자와 후계자 사이에 장기지속 가능성, 소통, 네트워크 연결성, 핵심가치의 이해와 공감대 형성의 경영요인을 통해 기업의 승계과정과 절차의 만족도에 미치는 영향을 연구한 결과 장기지속 가능성, 네트워크 연결성, 핵심가치의 이해와 공감대 형성은 승계과정과 절차의 만족도에 유의한 긍정적 영향이 있는 것으로 나타났다.

## 5. 결과 요약

가족기업과 비가족기업의 소유구조와 재무요인이 E, S, G, ESG성과에 미치는 영향을 <표 12>와 같이 비교하여 요약하고, 시사점을 정리하였다. 가족기업, 외국인지분율, 지속가능경영보고서 공시, 매출액은 E성과, S성과, G성과, ESG성과에 유의한 양(+의 영향)이 있었다. 그리고 지속가능경영보고서 공시의 조절효과에서 지속가능경영보고서 공시\*대주주지분율이 상호작용할수록 E성과, S성과, G성과, ESG성과에 모두 유의한 양(+의 영향)이 있어 지속가능경영보고서 공시의 상호작용효과가 있음을 알 수 있었다.

첫째, 가족기업은 비가족기업보다 ESG성과에 긍정적인 영향이 있었다. 이는 유가증권 상장기업은 가족기업의 비중이 높고, 기업규모가 큰 편으로 지속가능경영을 위해 ESG경영을 도입하여 적극적으로 실행하기 때문에 ESG성과에 긍정적인 것으로 판단된다. 유정민·양동훈(2022)은 ESG경영은 세계적으로 중요한 경영 트렌드로 관심 받고 있다고 하며, 대리인 문제라는 관점에서 ESG성과와 기업가치의 관련성을 분석하여 ESG경영이 기업가치의 증가에 기여하는지에 대한 중요한 시사점을 제공하고자 하였다.

둘째, 외국인지분율이 높은 기업이 ESG성과에 긍정적인 영향이 있었다. 변혜영(2018)은

지속가능경영보고서를 공시하는 기업의 77%는 대기업집단에 속하고, 외국인지분율도 높아 상당히 안정적인 재무환경을 가지고 있다고 하였다. 선진국에서는 ESG에 대한 이론과 경험이 축적되어 있다. 외국인지분율이 높은 기업이 ESG성과가 양호한 것은 외국인은 금융자본에 대한 평가와 투자를 함에 있어 ESG경영을 하는 기업을 선호하며, ESG등급이 우수한 기업에 대한 투자를 선호하기 때문인 것으로 판단된다.

셋째, 지속가능경영보고서 공시를 하는 기업이 지속가능경영보고서 공시를 하지 않는 기업보다 ESG성과에 긍정적인 영향이 있었다. 본 연구의 표본에서도 알 수 있듯이 지속가능경영보고서를 공시하는 기업은 16%, 미공시하는 기업은 84%로서 유가증권 상장기업 중에도 여전히 지속가능경영보고서의 미공시가 다수를 차지하고 있다. 지속가능경영보고서 공시를 하는 기업은 ESG경영과 ESG등급평가 관리에도 양호하여 ESG성과에도 긍정적인 영향을 미친다고 판단된다. 결과적으로 지속가능경영보고서를 공시하는 것은 외국인투자자의 투자가능성을 높일 수 있다.

넷째, 매출액이 ESG성과에 긍정적인 영향이 있었다. 매출액은 기업의 재무성과이다. 매출액이 높은 기업이 변화하는 국제환경과 시장환경에 빠르게 대응하기 때문에 ESG경영을 실행하여 영업경쟁력을 높이므로 ESG성과가 우수한 것으로 판단된다. 다섯째, 지속가능경영보고서 공시\*대주주지분율이 상호작용할수록 ESG성과가 양호하였다. 대주주지분율이 높은 기업일수록 지속가능경영보고서를 공시를 통해 재무성과와 비재무성과를 공시하여 지속가능한 성장을 추구하는 것이 필요함을 시사한다.

<표 12> 회귀분석 결과 비교

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

## V. 결 론

본 연구의 목적은 가족기업과 비가족기업의 소유구조와 재무요인이 ESG성가에 미치는 영향과 지속가능경영보고서 공시의 조절효과를 분석하고자 하는 것이다. 이를 위해 한국거래소 ESG포털, 금융감독원 DART, 네이버증권, 공정거래위원회 기업집단별 소속회사 현황의 공시된 자료들을 확보하여 분석에 활용하였다. 2020년부터 2022년까지 3년 기간 ESG성가가 있는 유가증권 상장기업들을 대상으로 가족기업 1,119개, 비가족기업 903개로 구성된 전체 2,022개의 표본 데이터를 분석에 사용하였다. 회귀 분석한 연구결과는 다음과 같다.

첫째, 가족기업, 외국인지분율, 지속가능경영보고서 공시, 매출액은 일관성 있게 E, S, G, ESG성가에 체계적으로 유의한 양(+)의 값이 있었다. 이는 가족기업일수록, 외국인지분율이 높을수록, 지속가능경영보고서를 공시할수록, 매출액이 높을수록 E, S, G, ESG성가에 긍정적인 영향이 있음을 의미한다. 둘째, 지속가능경영보고서 공시, 매출액은 일관성 있게 가족기업, 비가족기업, 전체기업의 ESG성가에 체계적으로 유의한 양(+)의 값이 나타났다. 이는 지속가능경영보고서를 공시하는 기업일수록, 매출액이 높은 기업일수록 ESG성가에 긍정적인 영향이 있음을 의미한다. 그리고 가족기업의 경우 대주주지분율이 ESG성가에 체계적으로 유의한 음(-)의 값이 있는 것으로 나타났다. 이는 가족기업의 경우에 있어 대주주지분율이 높은 기업일수록 ESG성가에 부정적인 영향이 있음을 의미한다. 그러나 비가족기업의 경우 ESG성가에 유의한 영향이 없는 것으로 나타났다. 셋째, 업종별 ESG성가에서 가족기업은 제조업, 도소매업, 기타업종에서 ESG성가에 체계적으로 유의한 양(+)의 값이 있었으나, 서비스업의 경우 ESG성가에 유의한 영향이 없는 것으로 나타났다. 이는 가족기업이 비가족기업보다 제조업, 도소매업, 기타업종에서 ESG성가에 긍정적인 영향이 있음을 의미한다. 넷째, 가족기업과 비가족기업의 소유구조와 재무요인이 ESG성가에 미치는 영향에 대한 지속가능경영보고서 공시의 조절효과에서 지속가능경영보고서 공시\*대주주지분율은 E, S, G, ESG성가에서 일관성 있게 상호작용효과가 있는 것으로 나타났다. 이는 지속가능경영보고서 공시와 높은 대주주지분율이 상호작용할수록 환경성과, 사회성과, 지배구조성과, ESG성가에 긍정적인 영향이 있음을 의미한다.

본 연구는 가족기업과 비가족기업의 소유구조와 재무요인이 ESG성가에 미치는 영향에 대해 유가증권상장 가족기업과 비가족기업의 지속가능한 경영에 중요한 성과라고 판단되는 E 성과, S 성과, G 성과, ESG 성과를 종속변수를 선택하여 비재무성가로 사용하여 분석하였다. 그리고 가족기업과 비가족기업의 소유구조와 재무요인이 ESG성가에 긍정적인 영향을 미친다는 시사점을 제공하였다.

첫째, 가족기업은 비가족기업보다 지속가능한 경영을 위해 변화를 받아들여 ESG경영을 실행하기 때문에 ESG성가에 긍정적인 영향이 있다고 판단된다. 둘째, 외국인지분율이 높은 기업이 ESG성가에 긍정적인 영향이 있었다. 외국인 투자자는 금융자본에 대한 평가와 투자

를 함에 있어 ESG경영을 하는 기업을 선호하기 때문에 외국인지분율이 높은 기업이 ESG평가등급에 대한 우수한 성과관리를 하고 있다고 판단된다. 셋째, 지속가능경영보고서 공시를 하는 기업이 ESG경영에도 적극적으로 대응하기 때문에 ESG성장에 긍정적인 것으로 판단된다. 지속가능경영보고서가 중요한 것은 기업이 이해관계자가 중요시하는 재무적 정보와 ESG성장의 비재무적 정보를 포함하여 공시하기 때문이다. 넷째, 매출액이 높은 기업이 기업환경의 변화에 빠르게 대응하기 때문에 ESG경영을 기반으로 영업환경에도 경쟁력을 높이므로 ESG성장이 우수한 것으로 판단된다. 다섯째, 지속가능경영보고서 공시\*대주주지분율이 상호작용할수록 ESG성장이 양호하였다. 지속가능경영보고서를 공시하는 기업은 ESG경영의 중요성을 인식하는 기업이며, 대주주지분율이 높으면 소유권이 집중된 대주주의 큰 영향력과 적극적인 의사결정을 통해 ESG경영을 실천하여 ESG성장을 높이는 것으로 판단된다.

본 연구는 가족기업과 비가족기업의 소유구조와 재무요인이 ESG성장에 미치는 영향을 유가증권 상장기업을 중심으로 연구하였다. 그리고 가족기업과 비가족기업의 ESG성장에 영향을 주는 요인을 중심으로 시사점을 제시하였다. 본 연구는 이와 같은 공헌에도 불구하고 가족기업과 비가족기업의 ESG성장에 대한 몇 가지 연구의 한계점을 가진다.

첫째, 가족기업의 지속가능경영을 위해 ESG성장에 대한 포괄적인 범위가 아니라, 환경성과, 사회성과, 지배구조성과의 개별적인 성과를 세밀하게 분석하는 연구가 이루어졌으면 한다. 둘째, 본 연구는 가족기업과 비가족기업의 ESG성장에 대해 유가증권 상장기업들을 대상으로 연구하였다. 따라서 코스닥 상장기업, 비상장기업, 중소기업, 소상공인 등 기업규모별로 다양한 자료를 확보하여 가족기업과 비가족기업의 ESG성장을 계속 연구해 나갔으면 한다. 셋째, 본 연구는 가족기업과 비가족기업의 ESG성장에 대해 회귀분석하였다. 하지만 국내기업의 ESG경영 사례를 중심으로 ESG성장을 질적연구를 통해 분석하는 연구도 이루어졌으면 한다. Elena and Renate(2022)에 따르면 금융분야에서 기업과 투자자는 ESG에 중점을 두고 있고, 자본시장은 ESG변화를 창출하는 강력한 도구가 될 수 있다고 하였다. 기업은 금융에 대한 접근을 제한받으므로 ESG성장을 개선하도록 자극을 받게 된다. ESG성장이 우수한 기업과 보상받는 경영자는 지속적인 발전과 개선을 강화한다고 하였다. 따라서 가족기업과 이해관계자는 ESG에 대한 기업성장을 측정하고, 비교할 수 있는 표준과 지표를 보유하고 관리하는 것이 필요하다고 강조하였다. 이는 국제적으로 요구되는 기업환경의 변화에 대응하는 능력을 키우고, 지속가능한 경영을 이루려는 가족기업과 비가족기업의 기업가치를 높이며, 국가경쟁력을 강화하는데 기여할 수 있을 것으로 판단된다.

“본 논문은 사단법인 가족기업학회 연구윤리규정을 준수하였음을 확인함.”

## 참고문헌

- 강형철. 2014. “기업집단에서 지배주주 가족에 의한 경영과 기업성과”. 「재무연구」, 제27권 제1호 : 141-176. UCI : G704-000234.2014.27.1.004
- 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
- 김선구. 2020. “외국인투자자지분율 및 BIG 4 감사인 여부가 가족기업 소유지분율의 가치관련성에 미치는 영향”. 「상업교육연구」, 제34권 제5호 : 51-71.  
DOI: 10.34274/krabe.2020.34.5.003
- 김영환·허정하·송동엽. 2022. “기업의 ESG활동과 자율공시가 기업가치에 미치는 영향”. 「재무관리연구」, 제39권 제1호 : 121-144. DOI: 10.22510/kjofm.2022.39.1.005
- 김완일. 2012. “가업승계에 대한 조세지원제도의 문제점과 개선방안-한국·일본·독일제도의 비교를 중심으로-”. 「세무와 회계 연구」, 제1권 제1호 : 39-83.  
UCI: G704-SER000004142.2012.1.1.002
- 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 등록기업을 중심으로”. 「중소기업연구」, 제29권 제1호 : 21-48. UCI: G704-SER000001590.2007.29.1.007
- 대한상공회의소. 2022. 「지속가능경영을 위한 기업 가이드 ESG A to Z」.
- 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. 2018. “비재무적 공시의 가치 관련성 연구: 지속가능경영보고서 공시를 중심으로”. 「윤리경영연구」, 제18권 제1호 : 175-204. DOI: 10.34273/kjbe.2018.18.1.007
- 송준기·우태우. 2018. “한국 가족기업에서 기업지배구조 개선노력과 기업성과: 하위지수를 중심으로”. 「전문경영인연구」, 제21권 제4호 : 127-149.
- 유정민·양동훈. 2022. “ESG 성과는 대리인 비용이 기업가치에 미치는 부정적 영향을 완화하는가?”. 「국제회계연구」, 제104권 : 135-167. DOI: 10.21073/kiar.2022..104.006

가족기업연구 제3권 제1호

- 윤병섭. 2022. “가족기업 소유구조가 연구개발 투자에 미치는 영향”. 「가족기업연구」, 제1권 제1호 : 23-62. DOI : 10.17786/jsm.2011.14.2.005
- 이지원·오세열. 2011. “한국기업의 소유구조와 자본구조간의 상호관련성”. 「유라시아연구」, 제8권 제4호 : 83-101. DOI : 10.31203/aepa.2011.8.4.005
- 임의석. 2018. “세계 초장수기업들의 장수요인에 대한 사례연구-창업천년 일본기업 3사를 중심으로-”. 「경영사연구」, 제33권 제4호 : 157-186. DOI : 10.22629/kabh.2018.33.4.007
- 전덕영(2023). “유가증권시장 가족기업의 ESG성과와 기업특성이 기업가치에 미치는 영향”. 「가족기업연구」, 제2권 제2호 : 45-77. DOI : 10.23204/KFBR.02.02.03
- 전덕영·윤병섭. 2021a. “소상공인 보증지원과 경영성과: 서울지역을 중심으로”. 「지역산업연구」, 제44권 제1호 : 337-368. DOI : 10.33932/rir.44.1.14
- 전덕영·윤병섭. 2021b. “프랜차이즈 가맹본부특성과 창업비용이 가맹점성과에 미치는 영향: 종업원 수와 교육비의 조절효과”. 「기업경영연구」, 제28권 제3호 : 129-154.
- 전덕영·윤병섭. 2022. “서울신용보증재단 지원 소상공인 예비창업자의 특성별 성과”. 「유라시아연구」, 제19권 제1호 : 1-40. DOI : 10.31203/aepa.2022.19.1.001
- 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
- 추문갑·윤병섭. 2020. “후계자와 경영자 사이 4대 경영요인이 승계과정과 절차의 만족도에 미치는 영향”. 「중소기업정책연구」, 제5권 제1호 : 89-128.  
DOI: 10.23099/jsmep.2020.5.1.89
- 허공희·김영수. 2021. “가족기업의 연구개발 및 무형자산 투자 활동에 관한 실증분석”. 「대한경영학회지」, 제34권 제5호 : 905-926.
- 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>.

Aich, S., A. Thakur, D. Nanda, S. Tripathy and H. C. Kim. 2021. “Factors Affecting ESG Towards Impact on Investment: a Structural Approach”. *Sustainability*, 13(19) : 1-14.  
DOI: 10.3390/su131910868

Al Natour, A. R., R. Meqbel, S. Kayed and H. Zaidan. 2022. “The Role of Sustainability Reporting in Reducing Information Asymmetry: the Case of Family-and



- Non-Family-Controlled Firms.”. *Sustainability*, 14(11) : 1-17.  
DOI: 10.3390/su14116644
- Anderson, R. C. and D. M. Reeb. 2003. “Founding-Family Ownership and Firm Performance: Evidence from the S&P 500”, *Journal of Finance*, 58(3) : 1301-1328.  
DOI: 10.1111/1540-6261.00567
- Arzubiaga, U., A. De Massis, A. Maseda and T. Iturralde. 2023. “The Influence of Family Firm Image in Family SMEs a Signaling Theory Perspective”. *Review of Managerial Science*, 17(1). 233-258. DOI: 10.1007/s11846-021-00516-2
- Bamahros, H. M., A. Alquhaif, A. Qasem, W. N. Wan-Hussin, M. Thomran, S. D. Al-Duais, S. N. Shukeri and H. M. Khojally. 2022. “Corporate Governance Mechanisms and ESG Reporting: Evidence from the Saudi Stock Market”. *Sustainability*, 14(10) : 1-20.  
DOI: 10.3390/su14106202
- Buchetti, B. and F. R. Arduino. 2022. “a Systematic Literature Review on Corporate Governance and ESG Research: Trends and Future Directions”. Available at SSRN 4513353 : 1-58. DOI: 10.2139/ssrn.4286866
- Chrisman, J. J., J. H. Chua and R. A. Litz, 2004. “Comparing the Agency Costs of Family and Non-Family Firms”. *Entrepreneurship Theory and practice*, 28(4) : 335-354.  
DOI: 10.1111/j.1540-6520.2004.00049.x
- Claessens, S., S. Djankov and L. H. Lang. 2000. “The Separation of Ownership and Control in East Asian Corporations”. *Journal of financial Economics*, 58(1-2) : 81-112.  
DOI: 10.1016/S0304-405X(00)00067-2
- Elena, V. D. and B. Renate. 2022. “an Overview on Environmental, Social and Governance-ESG-Topics from the Financial Markets Perspective”. *Management of Sustainable Development*, 14(2) : 76-82. DOI: 10.54989/msd-2022-0021
- Gao, J., M. Liu and Y. Wang. 2022. “Diversity in Family Business”. *Review of Corporate Finance*, 2(4) : 861-884. DOI: 10.1561/114.00000032
- Hamid, M. A., A. Abdullah and N. A. Kamaruzzaman. 2015. “Capital Structure and Profitability in Family and Non-Family Firm\_Malaysian Evidence”. *Procedia Economics and Finance*, 31 : 44-55. DOI: 10.1016/S2212-5671(15)01130-2
- Jensen, M. C. and W. H. Meckling. 1976. “Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure”. *Journal of Financial Economics*, 3(4) : 305–360.
- Jensen, M. C. and W. H. Meckling. 1994. “The Nature of Man”. *Journal of Applied Corporate Finance*, 7(2) : 4-19. DOI: 10.1111/j.1745-6622.1994.tb00401.x
- Klein, S. B. 2000. “Family Businesses in Germany: Significance and Structure”. *Family Business Review*, 13(3) : 157-182. DOI: 10.1111/j.1741-6248.2000.00157.x
- Koji, K., B. K. Adhikary and L. Tram. 2020. “Corporate Governance and Firm Performance:

- Family and Non-Family Firms in Japan”. *Journal of risk and financial management*, 13(9) : 1-20. DOI: 10.3390/jrfm13090215
- Korkeamäki, A. and A. Hedell. 2023. “Sustainability Performance as a Determinant of Ownership Structure: A Quantitative Study on ESG as a Benchmark of Investor Preferences”. : 1-83. URN: urn:nbn:se:umu:diva-210333
- 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

## Effect of Ownership Structure and Financial Factors of Family Companies and Non-Family Companies on ESG Performance: Moderating Effect of Disclosure of Sustainability Management Report

Jeon, Deok-Young\* · Choo, Moon-Gab\*\*

— <Abstract> —

**[Purpose]** The purpose of this study is to analyze the effect of ownership structure and financial factors of family and non-family companies on ESG performance and whether there is a moderating effect on the disclosure of sustainability management reports.

**[Design/Methodology]** During the three-year period from 2020 to 2022, data from companies in the securities market were obtained and regression analysis was performed on 2,022 companies consisting of 1,119 family companies and 903 non-family companies.

**[Findings]** First, foreign equity ratio, sustainability report disclosure, and sales amount for the ownership structure and financial factors of family companies and non-family companies were consistently positive(+) significant in E, S, G, and ESG performance. Second, in the ESG performance of family companies and non-family companies, the sustainability report disclosure, and sales amount consistently had a systematically significant positive(+) value for ESG performance in family companies, non-family companies, and all companies. However, the major shareholders' shares ratio had a significant negative(-) value on ESG performance for family companies and all companies, but there was no significant effect on ESG performance for non-family companies. Third, in terms of ESG performance by industry, family companies had significant positive(+) values for ESG performance in manufacturing industry, wholesale and retail industry, and other industry. However, in the case of the service industry, it was found that there was no significant effect on ESG performance. Fourth, in moderating effect of disclosure of sustainability management report on the ESG performance of family companies and non-family companies, disclosure of sustainability management report\*major shareholders' shares ratio was found to have consistent interaction effects in all E, S, G, and ESG performance.

**[Research implications]** This study is meaningful in that it presents factors that affect ESG performance that can contribute to sustainable management to family companies, non-family companies, all companies, capital market investors, and stakeholders through domestic research on ESG performance.

<Key Words> Family Business, Non-Family Business, Ownership Structure and Financial Factor, ESG Performance, Disclosure of Sustainability Management Report

\* Ph.D., Senior Expert Fellow, Seoul Credit Guarantee Foundation(jjjdddyyy@hanmail.net, First Author)

\*\* Ph.D., Director of Economic Policy Division, Korea Federation of SMEs(cmk9502@kbiz.or.kr, Corresponding Author)