

# ESG 평가가 기업가치에 미치는 영향에 대한 연구: 기업의 지배구조 특성을 중심으로\*

박진혁\*\* · 이장우\*\*\*

## 〈요 약〉

본 연구는 2011년 1월 1일부터 2020년 12월 31일까지 국내 유가증권시장에 상장된 기업의 5,151개의 풀링 표본을 이용하여 한국기업지배구조원(KCGS)에서 평가한 ESG 평가 등급을 사용, 가족기업과 대규모기업집단(재벌)으로 구분되는 기업의 소유구조 특성이 ESG 평가에 어떠한 영향을 미치는지, ESG 평가수준과 기업의 소유구조 및 지배구조 특성이 기업가치에 어떠한 영향을 미치는지를 실증 분석한다. 본 논문의 주요 실증 분석결과는 다음과 같다. 첫째, 가족기업 변수의 경우 ESG 평가와 유의적인 음(-)의 관계가 나타난 반면, 대규모기업집단 변수의 경우 가족기업과는 반대로 ESG 평가와 유의적인 양(+)의 관계가 있는 것으로 나타났다. 둘째, ESG 평가수준은 기업가치와 양(+)의 관계를 가지는 것으로 나타났으며, 가족기업 변수와 ESG 평가 변수의 교호항은 기업가치와 음(-)의 관계를 가지는 것으로 확인되어 가족기업은 대리인 문제의 관점을 지지하는 결과가 나타났다. 반대로 재벌 기업의 경우 ESG 평가 변수와의 교호항이 기업가치와 양(+)의 관계를 가지는 것으로 확인되어 대규모기업집단은 가치상승 이론의 관점을 지지하는 결과가 나타났다. 셋째, 가족기업은 사외이사 비중이 높고 잉여현금흐름이 적은 그룹에서 ESG 평가수준이 낮은 것으로 나타났으며, 재벌 기업의 경우 지배주주의 지분율, 사외이사 비중, 외국인 지분율 및 잉여현금흐름이 높은 그룹에서 ESG 평가수준이 높은 것으로 나타났다. 강건성 검증으로 모형 내에 존재하는 내생성 문제 및 표본선택 편의를 통제하기 위한 2SLS, 성향점수매칭(PSM) 및 Heckman 선택 모형 등의 방법론을 사용하여 강건성 검증을 진행한 결과 기존의 연구 결과와 일관성 있는 분석결과를 제시하고 있다.

주제어 : ESG, 대리인 문제, 가족기업, 재벌, 기업지배구조

논문접수일 : 2022년 03월 15일    논문수정일 : 2022년 03월 23일    논문게재확정일 : 2022년 03월 27일

\* 본 연구는 2021학년도 부산대학교 BK21 FOUR 대학원혁신지원사업의 지원을 받아 수행된 연구임.

\*\* 제1저자, 부산대학교 경영학과 박사과정, E-mail: johnalpba@gamil.com

\*\*\* 교신저자, 부산대학교 경영학과 교수, E-mail: jangwoo@pusan.ac.kr

## I. 서 론

최근 들어 국내의 다양한 투자 및 평가 주체들이 스튜어드십 코드 도입을 통해 투자 기업에 대한 경영 참여를 활발하게 진행하고 있다. 우리나라가 도입한 스튜어드십 코드 7개 중 가장 중요한 원칙으로 꼽히는 수탁자 책임 이행 활동에 관한 내부 지침 마련(원칙 4)에 따르면, 기관투자자가 투자대상 기업을 제대로 평가하기 위한 활동 지침이나 절차, 방법에 대한 내부 지침을 마련해야 하는데 여기서 핵심이 되는 이슈가 바로 ESG이다.

이는 투자 및 평가 주체들이 재무적 성과만으로 기업의 성과 및 가치를 평가하는 것이 아니라 기업의 비재무적 성과도 함께 고려함으로써 기업이 내포하고 있는 위험을 정확하게 측정하고 관리를 가능토록 함에 그 목적이 있으며 ESG 평가를 통해 기업의 지속 경영 가능성을 추론할 수 있다는 점에서도 아주 중요한 역할을 하고 있다.

해외에서는 수많은 나라들이 이미 ESG 평가 및 보고를 제도적으로 실시하고 있으며 아직 도입하지 않은 다른 국가들 또한 ESG 평가를 제도권으로 도입시키기 위해 많은 노력을 하고 있는 것으로 알려져 있다. 우리나라는 다른 국가들에 비해 상대적으로 ESG 활동 및 투자에 대한 관심이 많이 부족했으나 최근 들어 ESG의 중요성에 대한 국가적 차원의 관심과 논의들이 활발하게 이루어지면서 기업의 지배구조에 관한 이슈뿐만 아니라 환경 및 사회적 책임 활동 이슈에 대한 관심도 함께 높아지고 있다.

CSR은 기업이 자발적으로 외부에서 기대하고 있는 사회적 의무 및 기여 활동을 수행하는 것이며 기업이 스스로 환경 및 사회적 관심사의 문제점들을 분석하고 이를 기업의 경영 활동과 함께 수행함으로써 여러 이해 당사자들과 장기적인 이해관계를 형성한다는 점에서 ESG와 기본 개념은 동일하다고 볼 수 있다. 반면 ESG는 1) ESG 투자, 2) ESG 경영, 3) ESG 평가 등 세부적으로 나눌 수 있다. 각 세부항목의 의미를 살펴보자면 첫째, ESG 투자는 “사회적 책임을 다하는 기업에 투자하는 것”을 의미한다. 즉 기업의 관점이 아닌 투자자 관점에서 바라보았을 때 투자자들이 직접 나서 기업이 환경, 사회적 책임 그리고 지배구조개선 활동을 자발적으로 수행하도록 주도하는 것이라 볼 수 있다. 둘째, ESG 경영은 투자자들이 요구하는 환경, 사회적 책임, 지배구조 개선 요구에 대응하여 기존의 경영 방식에 위의 3가지 요구 사항들을 고려한 새로운 경영 방식을 일컫는다. 구체적으로 살펴보면, 기존의 경영 방식에 더불어 ESG 목표를 수립 및 목표 달성을 위한 전략과제 도출과 실제로 ESG 전략을 수행하기 위한 제도 및 경영 인프라 구축 등의 활동을 통하여 과거 재무적 이익만을 추구하던 경영 방식과 다르게 환경, 사회적 책임, 지배구조 개선 활동으로 구분되는 비재무적 활동을 기업의 경영 차원에서 자발적으로 수행하는 것이라 볼 수 있다. 셋째,

투자자들이 기업의 비재무적 정보들을 고려하여 자금을 투자하기 위해서는 이를 객관적으로 평가할 수 있는 정량적 지표가 필요하다. 그렇기에 ESG 평가는 기업의 환경, 사회적 책임 활동과 지배구조개선 행위에 대한 평가 및 기업의 지속가능경영 수준에 대한 평가를 다양한 방법으로 계량화 및 정량화한 것이라 볼 수 있으며 이러한 점들이 CSR과 ESG 엄밀히 말하면 ESG 투자, ESG 경영, ESG 평가와의 결정적인 차이라고 할 수 있다(김재필, 2021).

이렇게 전 세계적으로 기업의 ESG 평가에 대한 관심이 높아지면서 자연스럽게 과거 재무적 성과 혹은 제한된 정보에만 의존하여 기업의 가치를 평가하던 시절과 달리 ESG로 평가되는 비재무적 정보들을 포함한 다양한 방법으로 기업의 가치를 새롭게 평가하려는 시도가 늘어나고 있다. 해외 학계에서는 이미 ESG와 관련하여 기업가치(Fatemi et al., 2015), 기업의 비정상 주식수익률(Dimson et al., 2015), 기업의 고유위험(Lee and Faff, 2009), 재무적 곤경(Goss, 2009), 자본 비용(El Ghouli et al., 2011), 자본 조달(Cheng et al., 2014), 인수합병의 성과(Deng et al., 2013) 등 다양한 주제로 연구들이 진행 되어 왔다. 하지만 국내 ESG 관련 진행된 연구의 수는 해외에 비해 상당히 부족한 실정이다. 국내 실정에 맞추어 ESG 평가와 기업가치에 대한 연구를 진행하기에 앞서, 우리나라는 다른 국가들에 비해 상대적으로 가족기업의 비중이 높으며 재벌 혹은 대규모기업집단으로 불리는 독특한 소유구조 형태를 가지고 있다. 이러한 소유구조 특성은 일반 기업들과는 전혀 다른 그들만의 독특한 성격을 가지고 있기 때문에 국내에서 ESG 평가와 기업가치에 대한 연구를 진행하기 위해서는 이런 소유구조 특성의 차이를 반드시 고려해야 한다. 이러한 특성을 고려, 연구를 진행하였을 때 기업들이 가지는 성격 및 경영 성과 등이 매우 상이하게 나타난다는 연구 결과들을 바탕으로, 본 연구는 국내의 기업 실정에 맞는 새롭고 엄밀한 관점에서의 실증 분석결과를 제시할 수 있다. 따라서, 본 연구의 주된 목표는 한국기업지배구조원(KCGS)에서 평가한 ESG 평가 등급을 사용하여 첫째, 가족기업과 대규모기업집단으로 구분되는 기업의 소유구조 특성이 ESG 평가에 어떠한 영향을 미치는지, 둘째, ESG 평가수준과 기업의 소유구조 특성이 기업가치에 어떠한 영향을 미치는지에 대하여 대리인 이론(Agency Theory)의 관점과 가치상승 이론(Value Enhancement Theory)의 관점에서 분석한다.

본 논문의 주요 실증 분석결과는 다음과 같다. 첫째, 기업의 소유구조 변수와 ESG 평가 변수 간 어떠한 관계가 있는지 분석한 결과, 가족기업 변수와 ESG 평가 변수는 통계적으로 유의한 음(-)의 관계를 가짐을 확인하였으며, 대규모기업집단 변수와 ESG 평가 변수는 가족기업과는 반대로 유의한 양(+)의 관계를 가짐을 확인하였다. 둘째, 기업의 소유구조 변수와 ESG 평가 변수가 기업가치에 어떠한 영향을 미치는지 분석해본 결과, ESG 평가 변수는 기업가치를 측정하는 Tobin's Q와 통계적으로 유의한 양(+)의 관계를 가짐을

확인하였으며 가족기업 변수와 ESG 평가 변수의 교호항은 Tobin's Q와 유의한 음(-)의 관계를 가지는 것으로 확인되어 가족기업은 본 연구에서 제시하는 대리인 이론의 관점을 지지하는 결과가 나타났다. 반대로 대규모기업집단 변수와 ESG 평가 변수의 교호항은 Tobin's Q와 양(+)의 관계를 가짐을 확인, 대규모기업집단소속 기업의 경우 가치상승 이론의 관점을 지지하는 결과가 나타났다. 셋째, 대리인 문제를 식별 가능한 지배구조 변수들을 이용하여 상, 하위 25%로 하위 표본을 구성 기업의 소유구조 특성이 기업의 ESG 평가에 미치는 영향에 대한 실증 분석결과, 가족기업은 사외이사 비중이 높고 잉여현금흐름이 적은 그룹에서 ESG 활동에 소극적이며 평가가 낮다는 결과가 나타났으며, 대규모기업집단의 경우 지배주주의 지분율, 사외이사의 비중, 외국인 지분율, 잉여현금흐름이 높은 그룹에서 ESG 활동을 더 적극적으로 수행, 평가가 높다는 결과가 나타났다.

기업의 소유구조 특성을 고려하였을 때, 가족기업 변수와 대규모기업집단 변수가 기업 가치에 어떠한 영향을 미치는지에 대하여 대리인 문제를 식별할 수 있는 지배구조 변수들을 이용하여 하위 표본 분석을 수행한 결과, 가족기업의 경우 지배주주의 지분율이 높고, 사외이사의 비중과 외국인 지분율, 잉여현금흐름이 낮은 그룹에서 ESG 활동 및 평가수준과 유의한 음(-)의 관계가 나타났으며, 반대로 외국인 지분율이 높은 경우에는 가족기업의 ESG 활동이 기업가치와 양(+)의 관계를 가지는 것으로 나타났다. 대규모기업집단의 경우 지배주주의 지분율을 기준으로 상, 하위 25%로 나눈 두 그룹 모두에서 ESG 활동 및 평가수준과 기업가치 간 통계적으로 유의한 양(+)의 관계가 나타났으며, 특히 지배주주의 지분율이 높은 상위 25% 그룹에서 이러한 양(+)의 관계가 더 두드러지게 나타나는 것으로 나타났다. 또한, 기업 내 사외이사의 비중이 낮고, 잉여현금흐름이 적은 그룹에서 ESG 평가수준과 기업가치 간 양(+)의 관계가 나타남을 확인하였으며, 외국인 지분율이 높은 그룹의 경우 반대로 ESG 평가수준과 기업가치 간 음(-)의 관계가 나타남을 확인하였다.

본 연구는 다음과 같은 학문적 의의를 갖는다. 첫째, ESG 평가수준이 기업가치에 어떠한 영향을 미치는지에 대하여 대리인 이론과 가치상승 이론 두 가지 상반되는 이론을 검증 및 실증 분석한 결과를 제시하고 있다. 둘째, 대규모기업집단을 가족기업에 포함시켜 하나의 그룹으로 생각을 해 볼 수 있겠지만, 대규모기업집단의 발전 역사를 살펴보면 일반적인 가족기업의 특성과는 차별되는 그들만의 고유한 특성이 존재한다는 사실은 자명하다. 따라서 이러한 사실을 바탕으로 본 연구에서는 기존 기업의 소유구조를 주제로 진행한 국내 선행연구들과 달리 가족기업과 대규모기업집단을 분리 비교하여 가족기업이 가지는 고유의 특성과 함께 대규모기업집단이 가지는 고유한 성격을 독립적으로 고려, 각각의 소유구조가 가지고 있는 고유한 특성들 및 차이점을 회색시킴 없이 본 연구 결과에 정확히 반영시키고자

노력하였으며, 1) 소유구조 특성과 ESG 평가 간 어떠한 관계가 있는지, 2) 소유구조 특성과 ESG 평가수준이 기업가치와 어떠한 관계가 있는지에 대한 실증 분석결과를 제시하며 가족기업과 대규모기업집단은 반드시 서로 구분해서 연구를 진행하여야 한다는 결과를 제시한다는 점에서 기존의 국내 선행연구와 차별되는 학문적 의의를 가진다.

본 연구의 구성은 다음과 같다. 제Ⅱ장에서는 기존의 선행연구들을 살펴본 후 가설을 제시하고, 제Ⅲ장에서는 본 연구에서 사용한 표본과 변수들의 정의 및 실증 연구 방법론에 대해 설명한다. 제Ⅳ장에서는 앞에서 소개한 방법론에 따른 실증 분석결과 및 강건성 분석결과를 제시한다. 마지막으로 제Ⅴ장에서는 실증 분석결과를 요약하고 결론을 제시한다.

## Ⅱ. 선행연구 검토 및 가설 설정

### 1. 가족기업

가족기업이란 가족 구성원들에게 기업의 지배권 및 소유권이 집중되어있는 형태를 일컫는다. 가족기업은 흔히 전문경영인 경영 방식에서 발견되는 주인과 대리인 문제, 즉 주주들과 경영자 간 발생하는 제1유형의 대리인 문제가 존재하지 않거나 매우 약하게 나타나는 반면, 대주주와 소액주주들 간 발생하는 제2유형의 대리인 문제가 발생할 가능성이 높다. 이러한 점들을 고려하였을 때, 가족 구성원들은 기업의 실질적 소유자이면서 동시에 경영자의 입장으로서 전문경영인과는 다른 기업의 목적 함수를 상정할 가능성이 있으며, 이러한 경영 주체 간 목적 함수의 차이는 기업의 경영 방식의 선택과 전략적 의사결정에 있어서 상당한 차이를 보일 수가 있다.

가족기업의 경영 성과에 관한 연구들 대부분은 소유와 지배의 낮은 괴리도에 집중하는 경향이 있다. 앞서서도 언급하였듯, 소유와 지배의 일치는 소유-지배의 괴리로부터 발생하는 제1유형의 대리인 문제와는 구별되는 대주주와 소액주주 간 갈등이 주된 원인인 제2유형의 대리인 문제를 발생시킨다. 이러한 대리인 문제가 발생하는 주된 원인을 살펴보면, 가족기업은 지배구조의 특성상 가족 구성원에 의한 폐쇄적 경영이 가능하다. 이 경우 지배주주는 다른 소액주주들의 부를 희생시켜 본인들의 부를 극대화 시키려는 유인을 가질 수 있으며 이러한 과정에서 지배주주와 소액주주 간 갈등이 발생, 제2유형의 대리인 문제가 발생한다고 볼 수 있다. 이와 관련된 다양한 연구 결과들을 살펴보면, 가족 구성원들이 경영에 참여함으로써 기업의 효율적인 모니터링을 어렵게 만들어 오히려 정보 비대칭 문제를 심화시키며 회계 정보의 투명성을 악화시킬 수 있다는 결과를 제시하고 있다(Fama and Jensen, 1983; La

porta et al., 1999; Fan and Wong, 2002; Ang, 1991; Burkart et al., 2003; Villalonga and Amit, 2006; 이정화, 고윤성 2009; Croci et al., 2011). 이런 부정적인 견해들과는 반대로 가족기업의 경영 방식이 전문경영인 방식보다 상대적으로 우수한 경영 성과를 보인다는 긍정적인 연구 결과 또한 쉽게 찾아볼 수 있다. 이는 소유와 지배의 일치가 경영자와 주주 사이에 발생하는 대리인 비용을 효과적으로 줄일 수 있다는 관점을 지지하는 결과이다. 또한 전문경영인은 주로 단기주의적 투자 및 경영 행태를 보이지만, 가족 구성원이 직접 경영에 참여하는 가족기업의 경우 세대 간 승계를 하나의 목표로 상정하고 이를 가능하게 하기 위한 장기적 투자 및 경영 행태를 선호하는 경향이 있다. 이와 더불어 가족기업의 경영 성과는 가족 구성원의 부와 직결되기 때문에 투자 효율성을 평가해야 하는 경우, 전문경영인보다 더 엄격히 평가하는 경향이 있다는 것이다(Maury, 2006; Villalonga and Amit, 2006; Andres, 2008; Capiro et al., 2011).

## 2. 대규모기업집단

한국의 대규모기업집단(재벌)은 일본의 Keiretsu와는 개념적으로 유사하지만 구조적으로 상당히 다른 소유구조를 가지고 있고, 다양한 국가 및 산업에서 활동하며 가족 구성원들에 의해 지배되는 대규모 기업집단이라고 볼 수 있다. 대규모기업집단이 가족 구성원들에 의해 지배되기 때문에 재벌을 일반적인 가족기업에 포함 시켜 연구를 진행하는 경우도 많다. 하지만 대규모기업집단의 발전 역사를 살펴보면, 비록 가족 구성원들에 의해 지배되고 있다 할지라도, 기업의 규모, 다양한 산업군으로의 확장성, 경제력 등 여러 가지 측면에서 일반적인 가족기업의 특성과는 차별되는 재벌만의 고유한 특성이 존재함을 알 수 있다. 대규모기업집단과 관련하여 진행된 선행 연구들은 다양하고 혼재된 연구 결과들을 제시하고 있다. 이 중 몇 가지를 살펴보자면, Chang and Choi(1988)의 연구는 1970년, 1980년대 재벌 그룹의 기업들이 동종 산업군의 독립적인 기업들에 비해 상대적으로 높은 경영 성과를 보여준다는 연구 결과를 제시하였다. 이와는 반대로, Cahng and Hong(2000)의 연구를 제외한 다수의 연구들이 재벌 그룹에 속한 기업들의 경영 성과 및 재무적 효율성이 상대적으로 떨어진다는 연구 결과를 제시했다. Choi and Cowing(1999)과 Joh(2003)은 1990년대 중반 재벌 그룹과 비 재벌 그룹의 재무적 효율성을 비교한 결과, 재벌 그룹의 재무적 효율성이 상대적으로 낮다는 연구 결과를 제시, 1990년대 초, 중반 자료를 사용하여 진행된 Ferris et al.(2003)은 90년대 초, 중반 재벌 그룹이 비 재벌 그룹 대비 상당한 기업가치의 감소를 경험했다는 연구 결과를 제시했으며, Lang and Stulz(1994), Berger and Ofek(1995), Saravaes (1996) 그리고 Ferris et al.(2003)의 연구에서는 재벌 그룹에 속해 있는 기업들의 가치가

그룹에 속해 있지 않은 기업들의 가치에 비해 상대적으로 할인되어 있다는 연구 결과를 제시하였다.

Lee et al.(2008), Choo et al.(2009)의 연구는 1980년도 초, 재벌 기업들은 다른 일반 기업들에 비해 기업가치의 감소를 경험하는 경우가 적으며, 그 당시 정부에서 지원해주던 감세 혜택들과 무분별한 과대투자 행위를 통하여 지배주주 혹은 그 일가들의 사적이윤추구 행위가 빈번하게 일어나고 있음을 확인하였다. 지금까지 언급한 대규모기업집단 관련 연구들을 정리하면, 당시 재벌 그룹에 속한 기업들의 사적이윤 추구 및 무분별한 과대투자 행위의 결과로써 다른 비 재벌 그룹들과 비교하였을 때 기업가치가 상당히 감소하며 경영 상태가 악화되었음을 확인하였다. 그러나 1997년 금융위기 이후 그룹 차원의 대대적인 구조개편을 통하여 재벌 그룹은 여전히 세금 등과 관련된 지배주주 일가의 대리인 문제는 존재하지만 무분별한 과대투자 문제에서 어느 정도 벗어났으며 기업의 수익성 또한 다른 독립적인 기업들에 비해 상당 부분 개선됐다는 연구 결과가 나타났다. 즉, 대규모 기업집단의 경영 방식은 1997년 금융위기 이전까지는 지배주주의 사적이윤추구 같은 대리인 문제 및 과대 투자문제로 인하여 기업의 가치하락 및 재무적 효율성이 떨어진다는 결과를 보였지만 1997년 이후 시장에 의한 기업들의 대규모 구조조정에서 살아남은 그룹 내 기업들은 그룹 내의 내부 자본 시장의 이용과 다양한 자본 조달 채널 확보를 통해 재무적 효율성을 증대시켰으며, 일찍부터 시작한 다양한 산업으로의 다각화 시도 및 기술에 대한 투자들이 1997년 금융위기 이후 결실을 맺음으로써 다른 기업들 대비 상대적으로 높은 경영 성과를 보여주었다고 볼 수 있다.

이러한 결과들은, 대규모기업집단의 경영 방식이 이전과는 달리 보다 효율적인 경영 방식으로 바뀌었음을 짐작할 수 있게 하며, 대규모 기업집단이 국내 시장에서 차지하는 위상 및 비중이 커짐에 따라 수많은 언론, 정치, 금융기관 등과 해외 및 국내의 다양한 기관투자자들의 관심이 집중되었고 자연스레 기업의 경영에 대한 모니터링 및 지배구조 개선 요구의 비중이 증가, 문제가 되었던 지배주주의 사적이윤추구 등의 대리인 문제는 완벽하지는 않지만, 과거에 비해 상당 부분 관리 및 통제가 되고 있으며 그룹 차원에서도 지속적인 대처 및 노력을 하는 것으로 인식됨으로써 과거와는 상당히 달라진 경영 행태를 보여주고 있음을 알 수 있다.

### 3. ESG와 기업가치

ESG 평가수준과 기업가치 간 관계에 대해서는 상당수의 혼재된 연구 결과들이 존재한다. 해외 선행 연구들을 살펴보면 Wright and Ferris(1997), Brammer et al.(2006) 그리고 Benabou

and Tirolde(2010)은 ESG 평가수준과 기업가치 간 음(-)의 관계를 가진다는 연구 결과를 제시하였으며, 이와는 반대로 Lee et al.(2013)과 Eccles, Ioannou and Serafiem(2014)는 ESG 평가수준과 기업가치 간 양(+)의 관계를 가진다는 연구 결과를 제시하였다. Renneboog et al.(2008)과 Halbritter and Dorflentiner(2015)는 ESG 평가수준과 기업가치 간의 유의한 관계가 존재하지 않는다는 결과를 제시하였다. 상대적으로 ESG 평가 제도의 도입이 늦었던 국내 선행 연구들을 살펴보면 나영, 임옥빈(2011)은 ESG 평가수준과 주식 초과수익률 간 음(-)의 관계가, 기업가치와는 양(+)의 관계가 나타난다는 결과를 제시하였으며 장승욱, 김용현(2013)은 ESG 평가수준이 높은 기업일수록 평가수준이 낮은 기업들에 비해 주식 수익률이나 경영 성과 모두 우수하다는 연구 결과를 보여주었다. 강원, 정무권(2020)은 다수의 전문평가기관이 발표한 ESG 평가 자료를 이용, ESG 평가수준과 기업가치 간 양(+)의 관계를 가지며 특히 수익성이 높거나 외국인 지분율이 높은 기업에서 이러한 양(+)이 관계가 더 두드러지게 나타난다는 결과를 제시하였으며, 이용대, 이치송(2021)은 재무건전성과 ESG 점수를 기준으로 집단을 분류하여 연구를 진행한 결과, 전기 ROE 및 ESG 평가 수준과 당기 기업가치간 양(+)의 관계가 나타난다는 결과를 제시하였으며, 이연지, 신정순(2021)은 기업의 사회적 책임 활동에 대한 추정치로 ESG 통합등급과 KEJ지수를 사용하여 사회적 책임활동과 기업가치 간 관계를 분석한 결과, ESG 통합등급, KEJ지수와 Tobin's Q로 측정한 기업가치간 양(+)의 관계를 가진다는 연구 결과를 제시하였다. 김영환, 허정화, 송동엽(2022)은 ESG 평가의 자율공시는 기업가치와 양(+)의 관계를 가지는 것으로 나타났으나, 기업이 ESG 활동 자체는 기업가치와 유의한 관계가 나타나지 않는다는 결과를 제시하였다.

#### 4. ESG와 대리인 이론

대리인 이론에 따르면, 가족기업의 부는 기업의 경영 성과와 직접적으로 연관이 되어 있기 때문에 가족 구성원들은 본인들이 가지고 있는 상당수의 지분율을 이용하여 경영자의 위치에 있는 대리인이 본인의 역할을 잘 수행하고 있는지에 대한 높은 감시 유인을 가지며 (Jensen and Meckling, 1976) 이러한 특성으로 인해 가족기업은 주주와 대리인 간 발생하는 제1유형의 대리인 문제의 발생 빈도는 적다고 볼 수 있다. 그러나 가족기업의 지배주주는 한 기업에 대해 상당한 지분율을 오랜 시간 동안 보유하고 있고 이들이 직접 경영자의 직위를 맡거나 이사회 의장의 직위 혹은 두 직위 전부를 맡고 있는 경우 또한 쉽게 찾아볼 수 있으며(Claessens et al., 2000; Faccio and Lang, 2002) 많은 선행 연구들이 가족기업의 지배주주는 본인의 사적이익 추구를 위하여 소액주주들의 부를 착취한다는 결과를 제시하고 있다.

이에 대한 근거로 DeAngelo and DeAngelo(2000)는 가족기업의 배당 선호도가 실물 자산에 의한 투자의 감소로 이어지고 Anderson et al.(2012)은 가족기업은 다른 기업에 비해 R&D 투자가 적다는 결과를 보여주었으며, 더 나아가 Bertrand et al.(2002)와 Bae et al.(2002)은 인도의 가족기업과 한국의 재벌 기업에서 각각 터널링에 대한 직접적인 증거를 발견했다는 결과를 제시하였다. 가족기업의 지배주주에 의해 행해지는 이러한 사적이윤 추구 행위들이 결국 기업의 낮은 경영 성과로 이어질 수 있으며 이를 뒷받침 하는 근거로 동아시아(Claessens et al., 2002), 캐나다(Morck et al., 2000) 그리고 스웨덴(Cronqvist and Nilsson, 2003) 등 여러 나라를 대상으로 한 연구에서 가족기업의 경영 성과가 다른 일반 기업들에 비해 낮다는 결과들을 제시하고 있다. 정리하면, 가족기업의 지배주주는 소액주주의 부를 착취함으로써 본인의 사적이윤을 추구하려는 매우 강한 유인을 가질 수 있고 이러한 특성은 지배주주와 소액주주 간 발생하는 새로운 갈등인 제2유형의 대리인 문제를 유발 시킨다고 볼 수 있다.

ESG 평가 측면에서 보자면, 많은 연구들이 지배주주의 지분율과 ESG 평가는 음(-)의 관계를 가진다는 결과를 제시하였다. Bamea and Rubin(2010)은 내부지분율의 평균과 기업의 ESG 평가는 음(-)의 관계가 있음을 밝혀냈고, 이와 유사하게 Oh et al.(2011)은 국내 기업의 지배주주 지분율과 CSR 평가는 음(-)의 관계가 있다는 연구 결과를 제시. Dam and Scholtens(2013)은 700개의 유럽 소재 기업들을 대상으로, 소유의 집중도, 즉 지배주주의 지분율과 CSR 성과 간 통계적으로 유의한 음(-)의 관계가 나타남을 확인하였다. 앞에서 언급한 연구 결과들을 정리하면, 높은 지분율을 보유하고 있는 가족기업의 지배주주는 소액주주들의 부를 착취 및 기업의 자원을 과도하게 전용, 본인들의 사적이윤을 추구하려는 유인이 높고 이러한 행위가 가족기업의 낮은 ESG 평가 및 기업가치의 하락으로 나타남을 보여주고 있다. 이러한 대리인 이론의 관점에서 가족기업의 ESG 평가수준은 다른 기업들보다 낮을 것이며 이는 기업가치의 하락으로 이어질 것이다. 이것이 본 논문에서 검증할 첫 번째 가설이다.

## 5. ESG와 가치상승 이론

대리인 이론의 관점은 가족기업의 지배주주가 소액주주의 부를 착취해 사적이윤을 추구할 유인을 강하게 가지고 있으며 이로 인한 기업의 ESG 평가가 상대적으로 낮으며 기업가치가 하락할 것이라는 의견을 제시하는 반면, 가치상승 이론은 대리인 이론과는 정반대의 관점을 가지고 새로운 의견을 제시한다(Albert and Whetten, 1985; Whetten and Mackey, 2002).

가족기업의 지배주주는 장기적인 관점에서 경영 전략을 수립하는 것을 선호하며 다음 세대에게 기업을 승계하는 것에 많은 관심을 가지고 있다. 또한, 재무적 목표를 달성함과 동시에 기업의 명성을 유지 및 강화 시키는것에 도움이 되는 비재무적 목표 달성 또한 중요한 경영 목표로 생각하고 있다. 이러한 논의를 통해 가족기업은 기업의 명성을 유지 및 강화하기 위한 ESG 활동에 더 적극적으로 투자 및 참여한다(Narayanan, 1985; Ward, 1987; Kets de Vries, 1994; Dyer and Whetten, 2006; Dyer and Whetten, 2006; Zellweger et al., 2011).

더 나아가, 가족기업의 집중된 지배권으로부터 경영자의 역할을 수행하는 대리인이 올바르게 맡은 임무를 수행하는지에 대한 감시 유인 또한 증가하며 이는 경영자의 근시안적인 경영 행태로 인해 발생하는 대리인 문제를 줄여주는 역할을 한다(Stein, 1988). James(1999)는 장기적인 경영 행태를 추구하는 가족기업들이 좀 더 효율적인 투자를 가능하게 하며, 이는 장기적으로 지배주주의 부를 극대화 시키는 결과와 함께 다른 이해관계자들 간 장기적인 관계를 형성하는 것을 가능하게 한다는 연구 결과 또한 존재한다(Miller and Le Breton-Miller, 2005). ESG 관점에서 살펴보면, 가족기업들은 장기적인 기업가치를 극대화시키기 위해 사회적 책임활동에 더 많은 투자를 한다는 결과를 제시하였으며(Jensen, 2002; Benabou and Torile, 2010), 동일한 관점에서 Dyer and Whetten(2006)과 Block and Wagner(2014)는 가족기업이 일반 기업들보다 사회적 책임활동을 더 적극적으로 수행한다는 결과를 제시하였다. 이러한 가치상승 이론의 관점에서 기업의 명성과 장기적인 경영 행태를 선호하는 가족기업은 ESG 활동에 더 많은 투자를 할 것이며 이는 높은 ESG 평가와 기업가치의 상승으로 이어질 것이다. 이것이 본 논문에서 검증할 두 번째 가설이다.

## 6. 가설 설정

본 연구에서는 가족기업과 대규모기업집단으로 대변되는 기업의 소유구조 특성과 ESG 평가수준이 기업가치에 미치는 영향을 알아보기 위하여 대리인 이론의 관점과 가치상승 이론의 관점을 종합하여 아래와 같은 가설을 검증한다.

[귀무 가설]

H0-1: 기업의 소유구조 특성과 ESG 평가는 아무런 관계가 없다.

H0-2: 기업의 소유구조 특성 및 ESG 평가수준은 기업가치와 아무런 관계가 없다.

[대립 가설]

H1-1: 대리인 이론의 관점에 따라 기업의 소유구조 특성은 ESG 평가와 음(-)의 관계를 가질 것이다.

H1-2: 대리인 이론의 관점에 따라 기업의 소유구조 특성을 고려하였을 때 ESG 평가수준은 기업가치와 음(-)의 관계를 가질 것이다.

H2-1: 가치상승 이론의 관점에 따라 기업의 소유구조 특성은 ESG 평가와 양(+)의 관계를 가질 것이다.

H2-2: 가치상승 이론의 관점에 따라 기업의 소유구조 특성을 고려하였을 때 ESG 평가수준은 기업가치와 양(+)의 관계를 가질 것이다.

### Ⅲ. 표본 및 실증 연구 방법론

#### 1. 자료 및 표본

본 연구는 2011년 1월 1일부터 2020년 12월 31일까지 국내 유가증권시장에 상장된 기업 5,151개를 대상으로 하며, 전체 표본 기간 동안 재무제표, 지배구조 및 ESG 평가 등급 등 연구에 필요한 자료를 구할 수 없는 기업은 표본에서 제외시켰으며, 금융 및 보험업은 재무제표의 구조가 일반 제조업을 포함한 다른 산업군과 차이가 있으므로 본 연구 표본에서 제외한다. 전체 표본의 재무제표 자료와 지배주주 1인 및 특수관계인을 포함한 지분율 자료는 FN가이드에서 제공하는 Data-Guide를 통하여 추출하였다.

##### 1) ESG 평가 등급

ESG 평가 등급은 2011년부터 2020년까지 한국기업지배구조원(KCGS)에서 제공하는 ESG평가 등급 자료를 사용한다. 한국기업지배구조원(KCGS)은 2011부터 국내 상장회사의 지속가능경영을 유도하고 자본시장 참여자들이 기업의 ESG 수준을 인지하고 평가할 수 있도록 매년 ESG 평가등급을 S(탁월), A+(매우 우수), A(우수), B+(양호), B(보통), C(취약), D(매우 취약) 등 7개 등급으로 구분해 발표하고 있다. 주요 평가 항목으로, 환경(E) 부문에서는 환경 경영, 환경 성과, 환경 위험관리, 환경 활동과 관련된 이해관계자와의 소통 등이 평가 항목으로 포함되어 있으며, 사회적 책임(S) 부문에서는 근로자, 협력사 및 경쟁사, 소비자, 지역사회 등의 이해관계자들과의 소통 및 비재무 위험 관리 등의 항목이, 지배구조(G)

부문에는 주주 권리 보호, 이사회, 최고경영자, 보수, 감사 기구 및 내부자 통제 공시 등이 평가항목으로 포함되어 있다.

## 2) 가족기업

가족기업은 2011년부터 2020년까지 전체 표본기업 5,151개 중 3,298개의 기업을 가족기업으로 분류 하였으며, 분류 방법은 Shleifer and Vishny(1986), Anderson and Reeb(2003), Villalonga and Amit(2006) 및 Anderson and Zhao(2012)의 방법을 따라 1. 특수관계인 포함 지배주주 혹은 개인의 지분율이 20% 이상인 경우, 2. 가족 구성원이 기업의 경영에 참여하는 경우, 3. 기업이 2대 이상 승계가 이루어진 경우. 이 세 가지 조건 중 하나라도 충족시킨다면 해당 기업은 가족기업으로 분류한다.

## 3) 대규모기업집단

대규모기업집단은 2011년부터 2020년까지 전체 표본기업 5,151개 중 1,421개의 기업을 대규모기업집단으로 분류하였다. 분류 방법은 공정거래위원회에서 운영하는 기업집단 포털의 대규모 기업집단 공시 정보를 이용하여 표본 기간 내에 해당되는 기업 및 계열사 전부를 대규모 기업집단으로 분류한다.

## 2. 실증 분석 방법

본 연구의 표본은 횡단면 데이터와 시계열 데이터를 모두 포함하고 있는 패널데이터이다. 따라서 본 논문의 실증 분석은 패널데이터 분석 방법론을 사용하며, 모형 내 시간에 따라 변하지 않는 변수들의 특성을 통제하기 위해 고정효과모형(Fixed Effect Model) 중 산업 고정효과와 시계열 고정효과를 모형 내에 더미 변수로 포함 시키는 더미 변수 선행회귀 모형(LSDV)을 사용한다. 또한, 모형 내에 존재하는 내생성 및 표본선택 편의를 통제하기 위하여 2SLS, 성향점수매칭(PSM), 헤크만 선택 모형 등의 방법론을 사용, 자기 상관 및 이분산성을 통제하기 위하여 Newey-west 표준오차를 제시하며, Cluster(Industry) 표준오차 및 GLS 방법론을 사용하여 자기 상관 및 이분산성을 통제한 강건성 분석결과를 추가적으로 제시하고 있다. 실증 분석에서는 연구자가 관심을 가지는 변수의 표본 수와 그렇지 않은 표본 수의 불일치가 일어날 가능성이 매우 높으며 이러한 경우 표본선택편의와 관측데이터 수의 불균형 문제가 발생할 수 있다. 성향점수매칭(PSM)방법은 모형에 존재하는 표본불균형 문제 및 표본선택편의를 통제하기 위하여 처치군에 속하는 경우 1의 값을 가지는

더미변수 형태로 종속변수를 설정, 비모수회귀분석 방법을 사용하여 성향점수(Propensity Score)계산, 이 성향점수(PS)가 비슷한 각 그룹의 표본끼리 매칭, 매칭된 표본만으로 표본을 새로 구성하여 실증 분석을 진행, 기존 모형에서 문제가 되었던 관측표본 수의 불균형 및 표본선택편의를 효과적으로 통제하기 위한 방법이다. Cluster 표준오차의 경우 시장에 가해지는 특정 충격에 있어서 동종 산업 내에 있는 기업들의 경우 다른 이종 산업의 기업들보다 해당 충격에 대한 여파를 더 크게 공유하며, 해당 충격이 기업에 미치는 영향 중 기업의 재무적 특성들의 변화는 시간이 지남에 따라 급격하게 변하지 않기 때문에 해당 기업의 시점 간 자기 상관 및 동종 산업 내에 있는 기업 간 상관관계는 허용하되 이종 산업 내에 존재하는 기업과의 상관관계는 허용하지 않기 위하여 산업 수준에서 클러스터를 형성하였다.

### 3. 도구변수 추정

$$(1) \text{Family}(IV)_{i,t} = \beta_0 \text{Intercept} + \beta_1 \text{MyOwn}_{i,t} + \beta_2 \text{Size}_{i,t} + \beta_3 \text{Lev}_{i,t} + \beta_4 \text{ROA}_{i,t} \\ + \beta_5 \text{R\&D}_{i,t} + \beta_6 \text{Cash}_{i,t} + \beta_7 \text{Growth}_{i,t} + \beta_8 \text{Age}_{i,t} \\ + \Sigma \text{Year}_t + \Sigma \text{Industry}_i + \epsilon_{i,t}$$

$$(2) \text{Chaebol}(IV)_{i,t} = \beta_0 \text{Intercept} + \beta_1 \text{Pyramid}_{i,t} + \beta_2 \text{Size}_{i,t} + \beta_3 \text{Lev}_{i,t} + \beta_4 \text{ROA}_{i,t} \\ + \beta_5 \text{R\&D}_{i,t} + \beta_6 \text{Cash}_{i,t} + \beta_7 \text{Growth}_{i,t} + \beta_8 \text{Age}_{i,t} \\ + \Sigma \text{Year}_t + \Sigma \text{Industry}_i + \epsilon_{i,t}$$

$$(3) \text{ESG}(IV)_{i,t} = \beta_0 \text{Intercept} + \beta_1 \text{PeerAvg.ESG}_{i,t} + \beta_2 \text{Size}_{i,t} + \beta_3 \text{Lev}_{i,t} + \beta_4 \text{ROA}_{i,t} \\ + \beta_5 \text{R\&D}_{i,t} + \beta_6 \text{Cash}_{i,t} + \beta_7 \text{Growth}_{i,t} + \beta_8 \text{Age}_{i,t} \\ + \Sigma \text{Year}_t + \Sigma \text{Industry}_i + \epsilon_{i,t}$$

2SLS 방법론을 사용하여 모형 내 내생성을 효과적으로 통제하기 위해 본 연구에서는 가족기업, 대규모기업집단 그리고 ESG 평가 변수에 대한 3가지 도구변수를 사용한다.

첫째, 가족기업에 대한 도구변수(IV)로 기업의 자사주 비중을 도구 변수로 사용 한다. 가족기업은 소수의 가족 구성원들에게 기업의 소유권과 통제권이 집중 되어 있으며 가족기업의 지배주주들은 경영권의 유지 및 방어에 많은 주의를 기울이고 있는 것은 자명한 사실이다. 이러한 경영권의 유지 및 방어의 수단으로써 자기주식의 활용을 한 가지 예로 들 수 있겠으며, 자기주식을 많이 보유한 기업일수록 경영권의 유지 및 방어에 많은 관심을 기울인다고 해석이 가능하며 이러한 이유를 바탕으로 기업의 자사주 비율은 가족기업

변수와 직접적인 관련이 있다고 볼 수 있지만, 자사주 비율 자체가 ESG 평가 수준에는 직접적인 영향을 미치지 않는다고 판단하여 기업의 자사주 비중을 가족기업의 도구 변수로 사용한다. 도구변수의 적절성에 대한 실증분석 결과, 기업의 자사주 비중으로 나타나는 도구변수와 가족기업의 특성 간 통계적으로 유의한 관계가 있다는 것을 1단계 회귀 분석에서 확인을 함으로써 도구변수(IV)가 만족해야 하는 두 가지 조건 중 첫 번째인 Relevance Condition을 만족하며, 기업의 자사주 비중이 ESG 평가 수준에는 직접적인 영향을 미치지 않고 오직 가족기업 변수를 통해서 간접적으로만 영향을 미친다고 판단, 도구변수(IV)가 만족해야 하는 Exclusion Condition을 만족한다고 가정한다. 둘째, 대규모기업집단에 대한 도구변수(IV)로 기업이 피라미드식 지배구조를 가지고 있으면 1의 값을 아니면 0의 값을 가지는 나타내는 더미변수를 도구 변수로 사용 하였다. 대규모기업집단의 지배주주들은 소수의 지분율로 다수의 기업들을 통제하기 위한 하나의 수단으로 피라미드식 지배구조를 사용, 적은 지분율로 다수의 기업을 지배하고 있음을 쉽게 확인할 수 있다. 따라서 피라미드식 지배구조는 대규모기업집단과 직접적인 관계가 있다고 볼 수 있으며, 이러한 피라미드식 지배구조 자체가 기업의 ESG 평가 수준에는 직접적인 영향을 미치지 않는다고 판단하여 피라미드식 지배구조를 나타내는 더미 변수를 대규모기업집단의 도구변수로 사용한다. 도구변수 적절성에 대한 실증 분석 결과 피라미드식 지배구조를 나타내는 도구변수(IV)와 대규모기업집단의 특성 간 통계적으로 유의한 관계가 있다는 것을 1단계 회귀 분석에서 확인, 가족기업의 도구변수와 마찬가지로 Relevance Condition을 만족하는 결과를 보여주었으며, 피라미드식 지배구조의 존재 여부가 기업의 ESG 평가수준에는 직접적인 영향을 미치지 않으며 오로지 대규모 기업집단(재벌)변수를 통해서 간접적으로만 영향을 미친다고 판단, 두번째 조건인 Exclusion Condition 또한 만족한다고 가정한다. 셋째, 기업의 소유구조 특성을 고려한 ESG 평가 수준과 기업가치와의 관계에 대한 2SLS 분석에서 ESG 평가 등급에 대한 도구 변수는 Ferrell et al.(2016) 및 Liang et al.(2017)의 방법을 따라 산업별 ESG평균 등급을 도구변수로 사용하였다. Ferrell et al.(2016) 및 Liang et al.(2017)의 산업별 평균 ESG평가 수준은 개별 기업의 ESG 평가 수준과는 직접적인 관계가 있지만 기업가치에는 직접적인 영향을 미치지 않는다는 방법론에 따라, 산업별 ESG 평균 등급을 ESG 평가수준에 대한 도구 변수로 사용한다. 도구변수의 적절성에 관한 실증 분석 결과, 산업별 ESG 평균 등급으로 측정된 도구변수가 개별 기업의 ESG 평가수준과는 통계적으로 유의한 관계가 있음을 확인함으로써 Relevance Condition을 만족하였으며, 위의 두 가지 도구변수들과 마찬가지로 산업별 평균 ESG등급 자체가 Tobin's Q로 측정된 기업가치에는 직접적인 영향을 주지 않는 것으로 판단, Exclusion Condition 또한 만족함을 가정한다.

#### 4. 실증 분석 모형

$$\begin{aligned}
 (1) \quad ESG_{i,t} &= \beta_0 Intercept + \beta_1 Size_{i,t} + \beta_2 Lev_{i,t} + \beta_3 ROA_{i,t} + \beta_4 R\&D_{i,t} \\
 &\quad + \beta_5 Cash_{i,t} + \beta_6 Growth_{i,t} + \beta_7 Age_{i,t} + \beta_8 GovernanceStructure_{i,t} \\
 &\quad + \Sigma Year_t + \Sigma Industry_i + \epsilon_{i,t} \\
 (2) \quad Tobin's Q_{i,t} &= \beta_0 Intercept + \beta_1 Size_{i,t} + \beta_2 Lev_{i,t} + \beta_3 ROA_{i,t} + \beta_4 R\&D_{i,t} \\
 &\quad + \beta_5 Cash_{i,t} + \beta_6 Growth_{i,t} + \beta_7 Age_{i,t} + \beta_8 GovernanceStructure_{i,t} \\
 &\quad + \beta_9 ESG_{i,t} + \beta_{10} ESG \times Governance_{i,t} + \Sigma Year_t + \Sigma Industry_i + \epsilon_{i,t}
 \end{aligned}$$

본 연구에서 사용된 변수들을 살펴보면 Tobin's Q는 ((보통주, 우선주 시장가치 + 유동, 비유동부채 장부가치)/총자산), ESG는 한국기업지배구조원(KCGS)에서 제공하는 ESG 평가 등급, Size는 기업의 규모(기업의 시가총액에 자연로그를 취한 값), Lev는 부채비율 ((유동부채 + 고정부채)/총자산), ROA는 총자산이익률(당기순이익/총자산), R&D는 총자산 대비 연구개발비 비중(연구개발비/총자산), Cash는 기업의 현금보유액 비중(현금보유액/총자산), Growth는 매출액 성장률(t기 매출액 - t-1기 매출액), Age는 기업의 설립 연수에 자연로그를 취한 값이다. 지배구조 변수로 Family는 가족기업(가족기업에 속하면 1의 값을 가지는 더미 변수), Chaebol은 대규모기업집단(대규모기업집단에 속하면 1의 값을 가지는 더미 변수), Own은 지배주주 지분율(최대주주 1인 및 특수관계인을 포함한 지분율의 총합), Board는 사외이사의 비중(사외이사 인원수/이사회 총 구성인원수), Foreign은 외국인이 보유하고 있는 기업의 지분율, FCF는 잉여현금흐름(기업의 영업활동으로 인한 현금흐름(CFO) - 기업의 투자활동으로 인한 현금흐름(CFI))이다.

### IV. 실증 분석결과

<표 1>은 전체 5,131개 기업의 기초 통계량을 제시하고 있다. Tobin's Q의 평균값은 1.14로 나타났으며 전체 기업의 평균 ESG 등급은 100점으로 환산했을 때 41.01점으로 C등급, R&D의 평균은 0.007로 나타났다. 지배주주의 지분율 평균은 43.77%, 사외이사의 비중은 평균 0.341, 약 34%, 외국인 지분율의 평균은 10.33, 약 10% 정도로 나타났다. 가족기업의 경우 전체 표본기업 중 약 64% 정도를 차지하며, 대규모기업집단의 경우 약 28% 정도를 차지하는 것으로 나타났다. 이는 대규모기업집단을 가족기업으로 포함 시킬 경우 대략

92%의 상장 기업이 가족기업임을 알 수 있고 이러한 결과는 박경서(2010), OECD Corporate Governance Fact Book(2015)의 연구 결과와 동일한 결과이다.

<표 1> 전체 기업의 기초 통계량

<표 1>은 2011년 1월 1일부터 2020년 12월 31일까지 유가증권시장에 상장된 모든 기업을 본 연구의 목적에 적합한 기준을 사용하여 분류, 총 5,301개의 기업을 대상으로 기초 통계량 값을 제시하고 있다.

| Full Sample |        |        |          |        |          |
|-------------|--------|--------|----------|--------|----------|
|             | Mean   | S.D.   | Min      | P50    | Max      |
| Tobin's Q   | 1.144  | 0.868  | 0.244    | 0.925  | 15.063   |
| ESG         | 41.01  | 13.2   | 14.286   | 42.857 | 85.714   |
| Size        | 8.756  | 1.637  | 4.263    | 8.534  | 15.146   |
| Lev         | 0.467  | 0.209  | 0.020    | 0.470  | 1.720    |
| ROA         | 0.013  | 0.103  | -1.643   | 0.022  | 2.134    |
| R&D         | 0.007  | 0.015  | 0.000    | 0.001  | 0.184    |
| Cash        | 0.075  | 0.070  | 0.000    | 0.057  | 0.854    |
| Growth      | 6.400  | 91.020 | -100.000 | 2.000  | 5604     |
| Age         | 3.705  | 0.515  | 1.946    | 3.850  | 4.812    |
| Own         | 43.770 | 16.720 | 0.000    | 44.000 | 97.000   |
| Board       | 0.341  | 0.182  | 0.000    | 0.333  | 1.000    |
| Foreign     | 10.330 | 13.360 | 0.000    | 5.000  | 90.000   |
| FCF         | 0.570  | 19.190 | -446.750 | 0.072  | 1020.000 |
| Family      | 0.640  | 0.480  | 0.000    | 1.000  | 1.000    |
| Chaebol     | 0.276  | 0.447  | 0.000    | 0.000  | 1.000    |
| N           | 5151   |        |          |        |          |

<표 2>는 가족기업 및 대규모기업집단에 속해 있는 기업들의 기초 통계량을 나타내고 있다. 가족기업의 Tobin's Q 평균값은 1.055, ESG 평균 등급은 100점으로 환산했을 때 36.78로 C등급, 부채비율은 44%이며, 지배주주의 평균 지분율은 46.31%, 사외이사의 비중은 평균 33%, 외국인 지분율 평균은 약 8%로 나타났다. 대규모기업집단의 Tobin's Q 평균값은 1.149이며 ESG 평균 등급은 51.62, B등급, 부채비율은 평균 51%, 지배주주의 평균 지분율은 41.93%, 사외이사의 비중은 35.5%, 외국인 평균 지분율은 16.57%로 나타났다. <표 3>은 평균분산 검정을 통하여 가족기업과 대규모기업집단의 기초 통계량 차이에 대한 검정결과를 나타내고 있다. Tobin's Q의 평균값과 ESG 평균 등급의 경우 대규모기업집단에 속한 기업들이 유의하게 더 높은 것을 알 수 있다. 평균 지분율은 가족기업에 속한 기업이 더 높게 나타났으며 사외이사의 비중 및 외국인 평균 지분율은 대규모기업집단에 속한 기업이 더 높은 것으로 나타났다.

&lt;표 2&gt; 가족기업 및 대규모기업집단의 기초 통계량

<표 2>는 2011년 1월 1일부터 2020년 12월 31일까지 유가증권시장에 상장된 모든 기업을 가족기업, 대규모기업집단으로 분류, 가족기업 3,298개, 대규모기업집단 1,421개의 기업의 기초 통계량 값을 제시하고 있다.

| Panel A: 가족기업    |        |         |          |        |          |
|------------------|--------|---------|----------|--------|----------|
|                  | Mean   | S.D.    | Min      | P50    | Max      |
| Tobin's Q        | 1.055  | 0.725   | 0.244    | 0.902  | 14.273   |
| ESG              | 36.780 | 9.552   | 14.286   | 42.857 | 85.714   |
| Size             | 8.202  | 1.039   | 5.231    | 8.115  | 12.864   |
| Lev              | 0.443  | 0.204   | 0.030    | 0.440  | 1.580    |
| ROA              | 0.018  | 0.087   | -0.725   | 0.022  | 2.134    |
| R&D              | 0.007  | 0.015   | 0.000    | 0.001  | 0.155    |
| Cash             | 0.077  | 0.072   | 0.000    | 0.058  | 0.854    |
| Growth           | 6.175  | 105.100 | -100     | 2.000  | 5604     |
| Age              | 3.739  | 0.498   | 1.946    | 3.850  | 4.644    |
| Own              | 46.31  | 15.420  | 0.000    | 46.000 | 97.000   |
| Board            | 0.328  | 0.165   | 0.000    | 0.333  | 1.000    |
| Foreign          | 8.055  | 11.940  | 0.000    | 3.000  | 90.000   |
| FCF              | 0.342  | 13.640  | -446.750 | 0.056  | 467.500  |
| N                | 3298   |         |          |        |          |
| Panel B: 대규모기업집단 |        |         |          |        |          |
|                  | Mean   | S.D.    | Min      | P50    | Max      |
| Tobin's Q        | 1.149  | 0.845   | 0.320    | 0.931  | 10.107   |
| ESG              | 51.620 | 14.410  | 14.286   | 57.143 | 85.714   |
| Size             | 10.280 | 1.713   | 5.421    | 10.428 | 15.146   |
| Lev              | 0.513  | 0.197   | 0.030    | 0.530  | 1.430    |
| ROA              | 0.025  | 0.071   | -0.600   | 0.025  | 0.850    |
| R&D              | 0.005  | 0.011   | 0.000    | 0.000  | 0.080    |
| Cash             | 0.067  | 0.053   | 0.000    | 0.055  | 0.428    |
| Growth           | 6.918  | 56.330  | -85.000  | 3.000  | 1520.000 |
| Age              | 3.659  | 0.540   | 1.946    | 3.829  | 4.500    |
| Own              | 41.930 | 16.800  | 4.000    | 40.000 | 90.000   |
| Board            | 0.355  | 0.216   | 0.000    | 0.375  | 0.900    |
| Foreign          | 16.570 | 14.870  | 0.000    | 12.000 | 77.000   |
| FCF              | 0.424  | 11.860  | -149.833 | 0.135  | 359.000  |
| N                | 1421   |         |          |        |          |

<표 3> 가족기업 및 대규모기업집단의 기초 통계량 차이에 대한 평균분산 검정  
<표 3>은 가족기업과 대규모기업집단의 기초 통계량 평균분산 차이에 대한 T-test 검정결과를 제시하고 있다.

|           | Family |         | Chaebol |        | Difference |           |
|-----------|--------|---------|---------|--------|------------|-----------|
|           | Mean   | S.D.    | Mean    | S.D.   | Diff       | t-value   |
| Tobin's Q | 1.055  | 0.725   | 1.149   | 0.845  | -0.094***  | (-3.644)  |
| ESG       | 36.780 | 9.552   | 51.624  | 14.410 | -14.844*** | (-35.605) |
| Size      | 8.202  | 1.039   | 10.277  | 1.713  | -2.076***  | (-42.433) |
| Lev       | 0.443  | 0.204   | 0.513   | 0.197  | -0.069***  | (-10.984) |
| ROA       | 0.018  | 0.087   | 0.025   | 0.071  | -0.007**   | (-3.023)  |
| R&D       | 0.007  | 0.014   | 0.005   | 0.011  | 0.001***   | (-3.805)  |
| Cash      | 0.077  | 0.072   | 0.067   | 0.053  | 0.010***   | (-5.371)  |
| Growth    | 6.175  | 105.096 | 6.918   | 56.328 | -0.743     | (-0.314)  |
| Age       | 3.739  | 0.498   | 3.659   | 0.540  | 0.080***   | (-4.785)  |
| Own       | 46.313 | 15.420  | 41.930  | 16.797 | 4.383***   | (-8.424)  |
| Board     | 0.328  | 0.165   | 0.355   | 0.216  | -0.027***  | (-4.255)  |
| Foreign   | 8.055  | 11.944  | 16.574  | 14.867 | -8.519***  | (-19.106) |
| FCF       | 0.342  | 13.643  | 0.424   | 11.862 | -0.082     | (-0.207)  |
| N         | 3298   |         | 1421    |        | 4719       |           |

<표 4>는 변수 간 스피어만 상관관계 분석결과를 나타내고 있다. Tobin's Q는 ESG 평가와 양(+)의 상관관계를 가지고 있으며, 지배주주의 지분율(Own)은 가족기업과는 음(-)의 상관관계를, 대규모기업집단과는 양(+)의 상관관계를 가지는 것으로 나타났다. ESG 평가와 다른 변수 간 상관관계를 살펴보면 ESG 평가와 기업의 총자산 수익률(ROA), 연구개발비(R&D)는 양(+)의 상관관계를 가지는 것으로 나타났다. 소유구조 변수인 가족기업(Family)과 지배주주 지분율(Own)은 ESG 평가와 음(-)의 상관관계를, 사외이사의 비중(Board), 외국인 지분율(Foreign) 그리고 대규모기업집단과는 양(+)의 상관관계를 가지는 것으로 나타났다. 또한, 변수 간 다중공선성 문제를 식별하기 위하여 VIF Test를 진행한 결과 VIF 값은 1.79로 나타나 변수 간 다중공선성 문제는 없는 것으로 나타났다.

<표 4> 변수 간 상관관계 분석결과

<표 4>는 2011년 1월 1일부터 2020년 12월 31일까지 유가증권시장에 상장된 모든 기업을 본 연구의 목적에 적합한 기준을 사용하여 분류, 총 5,151개의 기업을 대상으로 변수 간 스피어만 상관관계 분석결과를 나타내고 있다.

| Spearman Correlation Matrix |           |         |         |         |         |         |         |         |         |         |         |         |         |         |         |
|-----------------------------|-----------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
|                             | Tobin's Q | ESG     | Size    | Lev     | ROA     | R&D     | Cash    | Growth  | Age     | Own     | Board   | Foreign | FCF     | Family  | Chaebol |
| Tobin's Q                   | 1         |         |         |         |         |         |         |         |         |         |         |         |         |         |         |
| ESG                         | 0.037*    | 1       |         |         |         |         |         |         |         |         |         |         |         |         |         |
| Size                        | -0.146*   | 0.538*  | 1       |         |         |         |         |         |         |         |         |         |         |         |         |
| Lev                         | 0.160*    | 0.134*  | 0.234*  | 1       |         |         |         |         |         |         |         |         |         |         |         |
| ROA                         | 0.089*    | 0.109*  | 0.132*  | -0.421* | 1       |         |         |         |         |         |         |         |         |         |         |
| R&D                         | 0.189*    | 0.128*  | 0.043*  | -0.023  | 0.051*  | 1       |         |         |         |         |         |         |         |         |         |
| Cash                        | 0.088*    | 0.014   | -0.005  | -0.247* | 0.201*  | 0.103*  | 1       |         |         |         |         |         |         |         |         |
| Growth                      | 0.167*    | 0.007   | 0.072*  | 0.023   | 0.269*  | 0.080*  | 0.014   | 1       |         |         |         |         |         |         |         |
| Age                         | -0.157*   | -0.063* | 0.017   | -0.014  | -0.065* | -0.052* | -0.058* | 0.002   | 1       |         |         |         |         |         |         |
| Own                         | -0.221*   | -0.080* | 0.044*  | -0.126* | 0.115*  | -0.121* | -0.096* | -0.017  | -0.062* | 1       |         |         |         |         |         |
| Board                       | 0.094     | 0.096*  | 0.045*  | 0.061*  | 0.030*  | 0.038*  | -0.059* | -0.012  | -0.012  | -0.038* | 1       |         |         |         |         |
| Foreign                     | -0.021    | 0.417*  | 0.579*  | -0.151* | 0.319*  | 0.118*  | 0.206*  | 0.074*  | -0.050* | -0.133* | 0.01    | 1       |         |         |         |
| FCF                         | -0.017    | 0.122*  | 0.171*  | -0.079* | 0.209*  | 0.039*  | 0.028*  | 0.052*  | 0.002   | 0.029*  | 0.01    | 0.188*  | 1       |         |         |
| Family                      | -0.161*   | -0.396* | -0.405* | -0.152* | 0.01    | 0.008   | 0.013   | -0.030* | 0.082*  | 0.201*  | -0.105* | -0.250* | -0.035* | 1       |         |
| Chaebol                     | 0.037*    | 0.463*  | 0.529*  | 0.142*  | 0.064*  | -0.038* | -0.035* | 0.050*  | -0.034* | -0.075* | 0.062   | 0.341*  | 0.071   | -0.823* | 1       |

Statistically Significance \* p<0.05.

1. 소유구조 특성과 ESG 평가에 대한 실증 분석결과

<표 5>의 분석결과 가족기업 변수는 ESG 평가와 유의한 음(-)의 관계를 가지는 것으로 나타났다. 강건성 검증을 위해 모형 내에 존재하는 내생성 문제를 통제한 2SLS 분석 및 표본선택 편의를 통제하기 위한 성향점수매칭(PSM), 헤크만 선택모형 등의 방법론을 사용하여 강건성 분석을 진행한 결과 OLS 분석결과와 동일한 결과가 나타났으며 이분산 및 자기 상관성을 통제하기 위해 GLS, Cluster(industry) 표준오차를 사용하여 분석결과 또한 OLS 분석결과와 동일한 음(-)의 관계가 나타남을 확인하였다. 정리하자면, 가족기업은

<표 5> 가족기업 특성과 ESG 평가에 대한 실증 분석결과

<표 5>는 가족기업의 소유구조 특성이 ESG 평가에 어떠한 영향을 미치는지에 대한 실증 분석결과 및 강건성 분석결과를 제시하고 있다. 가로 안은 Newey-West 표준오차를 나타내며 \*, \*\*, \*\*\*은 각각 10%, 5% 1% 수준에서 통계적으로 유의함을 나타낸다.

|                     | (1)                  | (2)                  | (3)                  | (4)                   | (5)                  | (6)                  | (7)                  |
|---------------------|----------------------|----------------------|----------------------|-----------------------|----------------------|----------------------|----------------------|
|                     | OLS                  | 2SLS                 |                      | PSM                   | Heckman              | GLS                  | Cluster              |
|                     | ESG                  | Family               | ESG                  | ESG                   | ESG                  | ESG                  | ESG                  |
| Family              | -5.430***<br>(0.356) |                      |                      | -3.740***<br>(0.568)  | -5.060***<br>(0.369) | -5.204***<br>(0.242) | -5.430***<br>(1.115) |
| MyOwn               |                      | 0.0045***<br>(0.001) |                      |                       |                      |                      |                      |
| Family_IV           |                      |                      | -8.109*<br>(4.580)   |                       |                      |                      |                      |
| Size                | 4.279***<br>(0.111)  | -0.142***<br>(0.003) | 3.901***<br>(0.657)  | 3.742***<br>(0.290)   | 3.351***<br>(0.208)  | 4.238***<br>(0.082)  | 4.279***<br>(0.141)  |
| Lev                 | -0.33<br>(0.784)     | 0.0148<br>(0.035)    | -0.352<br>(0.793)    | -0.597<br>(1.502)     | -0.194<br>(0.789)    | -0.587<br>(0.550)    | -0.33<br>(0.952)     |
| ROA                 | 3.545**<br>(1.403)   | 0.556***<br>(0.084)  | 5.037*<br>(2.865)    | 19.41***<br>(3.367)   | 4.970***<br>(1.530)  | 1.213<br>(1.054)     | 3.545***<br>(0.616)  |
| R&d                 | 68.26***<br>(10.330) | -0.365<br>(0.449)    | 67.43***<br>(10.560) | 90.86***<br>(17.520)  | 69.16***<br>(10.310) | 73.09***<br>(7.947)  | 68.26***<br>(11.370) |
| Cash                | 1.853<br>(1.954)     | -0.0882<br>(0.091)   | 1.632<br>(2.024)     | -8.608**<br>(3.655)   | 1.108<br>(1.948)     | 0.902<br>(1.313)     | 1.853<br>(1.756)     |
| Growth              | 0.0001<br>(0.002)    | -0.0001<br>0.000     | -0.0001<br>(0.002)   | -0.0219***<br>(0.006) | -0.0001<br>(0.002)   | -0.0003<br>(0.001)   | 0.00012<br>(0.003)   |
| Age                 | -1.134***<br>(0.280) | 0.0409***<br>(0.013) | -0.997***<br>(0.363) | -1.466***<br>(0.541)  | -0.813***<br>(0.288) | -1.509***<br>(0.204) | -1.134**<br>(0.470)  |
| Imr                 |                      |                      |                      |                       | 1.821***<br>(0.386)  |                      |                      |
| N                   | 5150                 | 5150                 | 5150                 | 1711                  | 5150                 | 5150                 | 5150                 |
| adj. R <sup>2</sup> | 0.437                | 0.288                | 0.409                | 0.258                 | 0.44                 |                      | 0.437                |
| Year                | YES                  | YES                  | YES                  | YES                   | YES                  | YES                  | YES                  |
| Industry            | YES                  | YES                  | YES                  | YES                   | YES                  | YES                  | YES                  |

다른 기업들에 비해 ESG 평가가 낮음을 알 수 있으며 가족기업의 지배주주는 다른 주주들의 부를 희생하여 본인들의 사적이윤을 추구한다는 DeAngelo and DeAngelo(2000), Bae et al.(2002)의 연구 결과를 바탕으로 가족기업의 지배주주는 그들의 압도적인 의결권 등을 이용하여 ESG 활동을 본인들의 사적이윤 추구의 용도로 이용한다는 El Ghouli et al.(2016)의 연구 결과를 지지함과 동시에 본 연구의 가설인 대리인 이론의 관점(H1-1)을 지지하는 결과이다.

<표 6>의 분석결과 대규모기업집단 변수는 ESG 평가와 유의한 양(+)의 관계를 가지는 것으로 나타났으며 <표 5>와 마찬가지로 강건성 검증을 위해 내생성, 표본선택 편이, 이분산

<표 6> 대규모기업집단 특성과 ESG 평가에 대한 실증 분석결과

<표 6>은 대규모기업집단의 소유구조 특성이 ESG 평가에 어떠한 영향을 미치는지에 대한 실증 분석결과 및 강건성 분석결과를 제시하고 있다. 가로 안은 Newey-West 표준오차를 나타내며 \*, \*\*, \*\*\*은 각각 10%, 5% 1% 수준에서 통계적으로 유의함을 나타낸다.

|                     | (1)                  | (2)                   | (3)                  | (4)                  | (5)                  | (6)                  | (7)                  |
|---------------------|----------------------|-----------------------|----------------------|----------------------|----------------------|----------------------|----------------------|
|                     | OLS                  | 2SLS                  |                      | PSM                  | Heckman              | GLS                  | Cluster              |
|                     | ESG                  | Chaebol               | ESG                  | ESG                  | ESG                  | ESG                  | ESG                  |
| Chaebol             | 6.797***<br>(0.427)  |                       |                      | 6.095***<br>(0.720)  | 7.049***<br>(0.431)  | 6.780***<br>(0.279)  | 6.797***<br>(1.125)  |
| Pyramid             |                      | 0.181***<br>(0.010)   |                      |                      |                      |                      |                      |
| Chaebol_IV          |                      |                       | 4.128**<br>(1.630)   |                      |                      |                      |                      |
| Size                | 3.948***<br>(0.118)  | 0.156***<br>(0.003)   | 4.379***<br>(0.285)  | 3.643***<br>(0.358)  | 4.534***<br>(0.232)  | 3.932***<br>(0.082)  | 3.948***<br>(0.175)  |
| Lev                 | 0.0894<br>(0.776)    | -0.0891***<br>(0.026) | -0.0578<br>(0.800)   | 3.112<br>(1.978)     | 0.0314<br>(0.777)    | -0.143<br>(0.541)    | 0.0894<br>(0.952)    |
| ROA                 | 0.836<br>(1.287)     | -0.0005<br>(0.043)    | 0.712<br>(1.278)     | 6.723<br>(4.547)     | 1.148<br>(1.282)     | -0.904<br>(0.913)    | 0.836<br>(1.019)     |
| R&D                 | 79.59***<br>(10.230) | -1.442***<br>(0.327)  | 75.80***<br>(10.750) | 64.07**<br>(30.530)  | 78.49***<br>(10.230) | 85.98***<br>(7.828)  | 79.59***<br>(4.145)  |
| Cash                | 3.605*<br>(1.966)    | -0.196***<br>(0.068)  | 3.092<br>(2.036)     | 1.446<br>(5.453)     | 3.598*<br>(1.957)    | 1.38<br>(1.253)      | 3.605*<br>(1.949)    |
| Growth              | 0.0002<br>(0.002)    | 0.001<br>(0.000)      | 0.0003<br>(0.002)    | -0.0169**<br>(0.007) | 0.0002<br>(0.002)    | 0.0004<br>(0.001)    | 0.0002<br>(0.002)    |
| Age                 | -1.201***<br>(0.280) | -0.0028<br>(0.010)    | -1.284***<br>(0.290) | -1.114<br>(0.682)    | -1.340***<br>(0.284) | -1.478***<br>(0.203) | -1.201***<br>(0.389) |
| Imr                 |                      |                       |                      |                      | 0.433***<br>(0.138)  |                      |                      |
| N                   | 5150                 | 5150                  | 5150                 | 1193                 | 5149                 | 5150                 | 5150                 |
| adj. R <sup>2</sup> | 0.442                | 0.419                 | 0.41                 | 0.274                | 0.443                |                      | 0.442                |
| Year                | YES                  | YES                   | YES                  | YES                  | YES                  | YES                  | YES                  |
| Industry            | YES                  | YES                   | YES                  | YES                  | YES                  | YES                  | YES                  |

및 자기 상관성을 통제한 추가적인 분석을 실행한 결과 OLS 분석결과와 동일한 유의한 양(+)의 관계가 나타남을 확인하였다. <표 7>, <표 8>은 대리인 문제를 식별함에 있어 중요한 역할을 하는 지배구조 변수로 지배주주 지분율(Own), 사외이사 비율(Board), 외국인 지분율(Foreign), 잉여현금흐름(FCF)을 각 상, 하위 25%를 기준으로 하위 표본을 구성, 가족기업 및 대규모기업집단의 소유구조 특성이 ESG 평가에 어떠한 영향을 미치는지에 대한 실증 분석결과를 제시하고 있다.

지배주주의 지분율(Own)의 경우 지배주주가 사실상 기업을 지배하고 있는 상황에서 보유하고 있는 지분율이 낮다면 소유권과 통제권에서의 괴리가 발생, 상호출자 등의 다양한 방법을 통해 소액주주의 부를 지배주주에게 이전하는 터널링(Tunneling)과 같은 사적이윤추구 문제가 발생할 수 있으며 지분율이 높은 경우 위와 같은 지배주주의 사적이윤을 추구할 유인이 낮아지기 때문에 지배주주의 지분율의 수준으로 대리인 문제를 어느정도 식별할 수 있다. 사외이사 비율(Board)과 외국인 지분율(Foreign)은 해당 기업의 지배주주, 경영자 혹은 이사회가 주주의 이익을 위해 적극적으로 행동하며 이사의 선관의무(Duty of Care)와 충실의무(Duty of Loyalty)를 제대로 지키고 있는지에 대한 감시, 감독 역할을 수행한다고 볼 수 있다. 따라서 사외이사 비율과 외국인 지분율이 낮은 기업들의 경우 경영자나 이사들에 대한 감시, 감독 기능이 취약하다고 볼 수 있으며, 이러한 감시, 감독 기능이 취약한 경우 대리인 문제가 발생할 가능성이 높으며 반대로 이러한 기능이 충분히 작동하고 있는 경우에는 대리인 문제가 발생할 가능성이 낮기 때문에 사외이사의 비율(Board)과 외국인 지분율(Foreign)을 통해 대리인 문제를 어느정도 식별 가능하다. 잉여현금흐름(FCF)의 경우 기업 내 존재하는 잉여현금흐름이 과다할 경우 지배주주나 경영자는 이를 주주의 이익을 위해 사용하기 보다는 본인들의 사적이윤추구를 위한 목적으로 사용하거나 주주의 이익과 일치하지 않는 사안에 임의로 투자를 하는 과대투자(Over-investment) 등과 같은 대리인 문제를 유발시키는 원인이 될 수 있다. 이와는 반대로 잉여현금흐름이 낮은 기업의 경우 지배주주나 경영자가 이를 사적이윤추구의 재원으로 사용하기 힘들기 때문에 대리인 문제의 유발을 미연에 방지하는 효과를 가진다. 따라서 잉여현금흐름(FCF)의 수준을 통하여 기업의 대리인 문제를 어느 정도 식별 가능하다. <표 7>의 실증 분석결과, 지배주주 지분율의 수준과는 상관없이 가족기업과 ESG 평가 간에는 유의한 음(-)의 관계가 나타남을 확인하였으며 또한 사외이사의 비중이 높고 잉여현금흐름이 적은 그룹에 속한 가족기업의 경우 ESG 평가와 음(-)의 관계가 나타남을 확인하였다. <표 8>의 실증 분석결과, 대규모기업집단의 경우 지배주주의 지분율이 높은 그룹에서 ESG 평가와 유의한 양(+)의 관계가 있음을 확인하였으며, 사외이사의 비중과 잉여현금흐름의



주주들에게 손해를 입힐 가능성이 큰 무리한 ESG 활동은 의사결정 과정에서 제한될 가능성이 크며 이러한 제한 행위에 대한 결과가 낮은 ESG 평가 수준으로 나타난 것으로 볼 수 있다. 둘째, 가족기업은 ESG 활동을 적극적으로 수행하지 않으며 이에 대한 평가가 낮다는 것을 알 수 있는데, 이는 가족기업의 지배주주가 다른 주주들의 부를 희생하여 본인들의 사적이윤을 추구한다는 Bae et al.(2002), Bertrand et al.(2002), DeAngelo and DeAngelo(2000)의 결과를 바탕으로 가족기업의 지배주주들이 그들의 압도적인 의견권 등을 이용하여 사회적 책임 활동에 활용되어야 할 자원들을 과도하게 전용하여 사적이윤 추구의 목적으로 사용한다는 El Ghoul et al.(2016)의 연구 결과를 지지함과 동시에 본 연구의 가설 대리인 이론의 관점(H1-1)을 지지하는 결과이다. 정리하자면, 첫 번째 해석의 경우, 가족기업의 지배주주 혹은 경영자의 무리한 ESG 활동을 통해 사적이윤을 추구하려는 대리인 문제를 의사결정 과정에서 이러한 활동의 제한이라는 방식으로 통제함으로써 제한된 ESG 활동의 결과가 기업의 낮은 ESG 평가수준으로 나타난다고 볼 수 있으며 이는 본 연구의 가설 H1-1을 지지하는 결과로 볼 수 있다. 두 번째 해석의 경우, 가족기업의 지배주주 혹은 경영자가 ESG 활동에 사용되어야 할 기업 내의 자원을 과도하게 전용 본인들의 사적이윤추구 행위를 위해 사용함으로써 이러한 대리인 문제에 대한 결과가 낮은 ESG 평가수준으로 나타난다고도 볼 수 있으며 이는 첫 번째 해석과는 다른 의미로 본 연구의 가설 H1-1을 지지한다고 볼 수 있다.

대규모기업집단은 기업의 높은 명성으로 인해 주주들을 포함 기업을 상시 모니터링하는 다양한 감시 주체들이 존재하며 이들은 지배주주의 집중된 지배권으로부터 경영자가 맡은 임무를 올바르게 수행하는지에 대한 감시 유인이 상당히 높은 수준이기 때문에 경영자의 근시안적인 경영 행태로 발생하는 문제를 사전에 감시 감독하기 용이하다(Stein, 1988). 따라서 대규모기업집단은 재무적 목표를 달성함과 동시에 기업의 명성을 유지 및 강화하는데 도움이 되는 비재무적 목표 달성 또한 중요한 경영 목표로 생각하고 있기 때문에 ESG 활동에 더 적극적으로 투자 및 참여한다는 가치상승 이론의 관점(H2-1)을 지지하는 결과로 볼 수 있다.

## 2. 기업의 소유구조 특성과 ESG 평가수준이 기업가치에 미치는 영향에 대한 실증 분석결과

<표 9>는 ESG 평가수준이 기업가치에 미치는 영향에 대한 실증 분석결과를 나타내고 있다. 분석결과 ESG 평가수준은 Tobin's Q와 유의한 양(+)의 관계가 나타났다. 강건성

검증을 위해 모형 내에 존재하는 내생성 문제를 통제한 2SLS 분석 및 기업가치의 대안변수 (M/B)를 사용하여 강건성 분석을 진행한 결과 OLS 분석과 동일한 결과가 나타났으며, 이분산성 및 자기 상관성을 통제하기 위해 GLS, Cluster(industry) 표준오차를 사용, 분석을 진행한 결과 또한 OLS 결과와 동일한 양(+)의 관계를 확인하였다.

<표 9> ESG 평가수준이 기업가치에 미치는 영향에 대한 실증 분석결과

<표 9>는 ESG 평가가 기업가치에 어떠한 영향을 미치는지에 대한 OLS 분석결과 및 강건성 검증을 위한 2SLS 방법 및 보통주의 시장가 대비 장부가 비율(M/B)을 대안변수로 사용한 강건성 분석결과를 제시하고 있다. 가로 안은 Newey-West 표준오차를 나타내며 \*, \*\*, \*\*\*은 각각 10%, 5% 1% 수준에서 통계적으로 유의함을 나타낸다.

|                     | (1)                  | (2)                 | (3)                  | (4)                 | (5)                | (6)                  |
|---------------------|----------------------|---------------------|----------------------|---------------------|--------------------|----------------------|
|                     | OLS                  | 2SLS                | OLS                  | GLS                 | Cluster            |                      |
|                     | Tobin's Q            | ESG                 | Tobin's Q            | Tobin's Q           | Tobin's Q          | Tobin's Q            |
| ESG                 | 0.0046***<br>(0.001) |                     |                      | 0.3006**<br>(0.151) | 0.0025***<br>0.000 | 0.0046***<br>(0.001) |
| ESG_IV              |                      |                     | 0.0998***<br>(0.010) |                     |                    |                      |
| Peer_ESG            |                      | 0.764***<br>(0.079) |                      |                     |                    |                      |
| N                   | 5150                 | 5150                | 5150                 | 5150                | 5150               | 5150                 |
| Controls            | YES                  | YES                 | YES                  | YES                 | YES                | YES                  |
| adj. R <sup>2</sup> | 0.176                | 0.409               | 0.173                | 0.144               |                    | 0.176                |
| Year                | YES                  | YES                 | YES                  | YES                 | YES                | YES                  |
| Industry            | YES                  | YES                 | YES                  | YES                 | YES                | YES                  |

<표 10>은 기업의 소유구조 특성 및 ESG 평가수준이 기업가치에 미치는 영향에 대한 실증 분석결과를 나타내고 있다. 분석결과, 가족기업 변수와 Tobin's Q는 유의한 음(-)의 관계를, 대규모기업집단 변수와는 유의한 양(+)의 관계가 나타남을 확인하였다. 가족기업 변수와 ESG 평가 변수의 교호항인 Family\_ESG는 Tobin's Q와 유의한 음(-)의 관계를, 대규모기업집단 변수와 ESG 평가 변수의 교호항인 Chaebol\_ESG는 Tobin's Q와 유의한 양(+)의 관계가 나타남을 확인하였다. 이는 가족기업의 경우 ESG 활동을 수행할수록 기업가치에 부정적인 영향을 주며 반대로 대규모기업집단의 경우 ESG 활동이 기업가치에 긍정적인 영향을 미치는 것으로 나타났다.

<표 11>은 <표 10>의 실증 분석결과에 대한 강건성 검증 결과를 제시하고 있다. Tobin's Q에 대한 대안 변수로 보통주 시장가치 대비 장부가치 비율(M/B)을 사용, 표본선택 편의를 통제하기 위한 성향점수매칭 방법론(PSM) 및 이분산과 자기상관성을 통제하기 위해 본 연구에서 제시하고 있는 Newey-West 표준오차 외에 GLS, Cluster(Industry) 표준오차를

사용하여 강건성 분석을 진행한 결과, 교호항 Family\_ESG는 Tobin’s Q와 유의한 음(-)의 관계를 가지는 것으로 나타났으며, 교호항 Chaebol\_ESG는 Tobin’s Q와 유의한 양(+)의 관계를 가지는 것으로 <표 10>의 결과와 동일한 결과가 나타남을 다시 한 번 확인하였다.

<표 10> 소유구조 특성과 ESG 평가수준이 기업가치에 미치는 영향에 대한 실증 분석결과  
<표 10>은 지배구조 특성 및 ESG 평가가 기업가치에 어떠한 영향을 미치는지에 대한 OLS 분석결과를 제시하고 있다. 가로 안은 Newey-West 표준오차를 나타내며 \*, \*\*, \*\*\*은 각각 10%, 5% 1% 수준에서 통계적으로 유의함을 나타낸다.

|                     | (1)                            | (2)                  | (3)                   | (4)                 | (5)                  |
|---------------------|--------------------------------|----------------------|-----------------------|---------------------|----------------------|
|                     | OLS                            |                      |                       |                     |                      |
|                     | Dependent Variable = Tobin’s Q |                      |                       |                     |                      |
| ESG                 | 0.0998***<br>(0.010)           |                      | 0.0529***<br>(0.014)  |                     | 0.111***<br>(0.010)  |
| Family              |                                | -1.994***<br>(0.381) | -1.279***<br>(0.398)  |                     |                      |
| Family_ESG          |                                |                      | -0.0174***<br>(0.004) |                     |                      |
| Chaebol             |                                |                      |                       | 0.485***<br>(0.130) | -0.432**<br>(0.203)  |
| Chaebol_ESG         |                                |                      |                       |                     | 0.0225***<br>(0.004) |
| N                   | 5150                           | 5150                 | 5150                  | 5150                | 5150                 |
| Controls            | YES                            | YES                  | YES                   | YES                 | YES                  |
| adj. R <sup>2</sup> | 0.173                          | 0.177                | 0.18                  | 0.175               | 0.181                |
| Year                | YES                            | YES                  | YES                   | YES                 | YES                  |
| Industry            | YES                            | YES                  | YES                   | YES                 | YES                  |

<표 12>는 <표 7>, <표 8>에서 설명한 대리인 문제를 식별할 수 있는 네 가지 지배구조 변수를 이용하여 상, 하위 25%로 하위 표본을 구성, ESG 평가수준이 기업가치에 어떠한 영향을 미치는지에 대한 실증 분석결과를 제시하고 있다. 분석결과 ESG 평가수준의 경우 외국인 지분율과 잉여현금흐름이 낮은 그룹을 제외하고 Tobin’s Q와 유의한 양(+)의 관계가 나타남을 확인하였으며, 특히 지배주주의 지분율은 낮은 그룹(25%), 사외이사 비중, 외국인 지분율, 잉여현금흐름이 높은 그룹(75%)에서 ESG 평가가 Tobin’s Q에 미치는 양(+)의 영향이 더 크게 나타남을 확인하였다. 요약하자면 우수한 지배구조를 가지고 있으며 기업 내 임의로 전용 가능한 잉여자금이 충분한 기업들에서 ESG 평가수준과 기업가치 간 양(+)의 관계가 더 두드러지게 나타남을 확인하였으며, 이는 강원, 정무권(2020)의 외국인 지분율이 높은 기업에서 이러한 양(+)이 관계가 더 두드러지게 나타난다는 결과와 동일하다.



<표 13> 소유구조 특성과 ESG 평가수준이 기업가치에 미치는 영향에 대한 하위 표본 분석결과

<표 13>은 <표 12>와 동일한 방법으로 하위 표본을 구성하여 기업의 소유구조 특성과 ESG 평가수준이 기업가치에 어떠한 영향을 미치는지에 대한 실증 분석결과를 제시하고 있다.

Panel A : Dependent Variable = Tobin's Q

|                     | (1)                  | (2)                  | (3)                  | (4)                   | (5)                  | (6)                   | (7)                  | (8)                   |
|---------------------|----------------------|----------------------|----------------------|-----------------------|----------------------|-----------------------|----------------------|-----------------------|
|                     | Own 75%              | Own 25%              | Board 75%            | Board 25%             | Foreign 75%          | Foreign25%            | FCF 75%              | FCF 25%               |
| ESG                 | -0.209***<br>(0.041) | 0.0354*<br>(0.022)   | 0.0204<br>(0.027)    | 0.0073<br>(0.015)     | 0.174***<br>(0.043)  | -0.0578<br>(0.047)    | 0.033<br>(0.023)     | -0.138**<br>(0.062)   |
| Family              | -2.883***<br>(0.630) | -2.864***<br>(0.802) | -3.146***<br>(1.014) | -0.0745<br>(0.601)    | -0.0884<br>(1.123)   | -0.188<br>(0.720)     | -2.438***<br>(0.835) | -1.191<br>(0.869)     |
| Family_ESG          | -0.0164**<br>(0.008) | -0.0052<br>(0.008)   | 0.0162<br>(0.010)    | -0.0455***<br>(0.008) | 0.0363***<br>(0.010) | -0.0427***<br>(0.012) | 0.0092<br>(0.009)    | -0.0309***<br>(0.009) |
| N                   | 1300                 | 1351                 | 1318                 | 1770                  | 1350                 | 1828                  | 1287                 | 1286                  |
| Controls            | YES                  | YES                  | YES                  | YES                   | YES                  | YES                   | YES                  | YES                   |
| adj. R <sup>2</sup> | 0.104                | 0.251                | 0.191                | 0.166                 | 0.263                | 0.312                 | 0.219                | 0.278                 |
| Year                | YES                  | YES                  | YES                  | YES                   | YES                  | YES                   | YES                  | YES                   |
| Industry            | YES                  | YES                  | YES                  | YES                   | YES                  | YES                   | YES                  | YES                   |

Panel B : Dependent Variable = Tobin's Q

|                     | Own 75%             | Own 25%             | Board 75%            | Board 25%            | Foreign 75%           | Foreign 25%          | FCF 75%              | FCF 25%              |
|---------------------|---------------------|---------------------|----------------------|----------------------|-----------------------|----------------------|----------------------|----------------------|
| ESG                 | 0.0193<br>(0.015)   | 0.125***<br>(0.011) | 0.0981***<br>(0.011) | 0.0593***<br>(0.007) | 0.117***<br>(0.019)   | -0.0029<br>(0.019)   | 0.0962***<br>(0.013) | -0.0156<br>(0.024)   |
| Chaebol             | -0.209<br>(0.301)   | -0.233<br>(0.460)   | 0.976**<br>(0.479)   | -1.441***<br>(0.332) | 1.583***<br>(0.411)   | -1.697***<br>(0.566) | 0.693*<br>(0.362)    | -0.591<br>(0.363)    |
| Chaebol_ESG         | 0.0178**<br>(0.007) | 0.0158**<br>(0.007) | -0.0071<br>(0.008)   | 0.0383***<br>(0.007) | -0.0312***<br>(0.007) | 0.0689***<br>(0.014) | -0.005<br>(0.006)    | 0.0318***<br>(0.008) |
| N                   | 1300                | 1351                | 1318                 | 1770                 | 1350                  | 1828                 | 1287                 | 1286                 |
| Controls            | YES                 | YES                 | YES                  | YES                  | YES                   | YES                  | YES                  | YES                  |
| adj. R <sup>2</sup> | 0.094               | 0.244               | 0.188                | 0.16                 | 0.261                 | 0.323                | 0.216                | 0.277                |
| Year                | YES                 | YES                 | YES                  | YES                  | YES                   | YES                  | YES                  | YES                  |
| Industry            | YES                 | YES                 | YES                  | YES                  | YES                   | YES                  | YES                  | YES                  |

<표 13>은 <표 12>와 동일한 방법으로 하위 표본을 구성하여 가족기업 및 대규모기업 집단의 ESG 활동 및 평가수준이 기업가치에 어떠한 영향을 미치는지에 대한 실증 분석결과를 제시하고 있다. 분석결과 가족기업 변수와 ESG 평가 변수의 교호항은 지배주주의 지분율이 높고, 사외이사의 비중, 외국인 지분율 그리고 잉여현금흐름이 낮은 그룹, 즉 상대적으로 지배구조가 취약하고 기업 내 임의로 전용이 가능한 잉여자금이 부족한 기업에서 Tobin's Q와 유의한 음(-)의 관계가 나타남을 확인하였으며 반대로 외국인 지분율이 높은 경우, 가족기업의 ESG 활동 및 평가수준은 Tobin's Q와 양(+)의 관계를 가지는 것으로 나타났다.

즉, 가족기업은 지배주주가 충분한 지분율을 가지고 있으며 상대적으로 지배주주 및 경영진에 대한 감시기능이 취약한, 다시 말하면 대리인 문제가 발생할 가능성이 높은 상황에서 지배주주 혹은 경영자에 의한 무리한 ESG 활동은 오히려 기업가치에 부정적인 영향을 미치며 이는 대리인 문제의 관점을 지지하는 결과로 볼 수 있다. 대규모기업집단과 ESG 평가 변수의 교호항은 지배주주의 지분율의 수준과 관계없이 모든 그룹에서 Tobin's Q와 유의한 양(+)의 관계를 가지는 것으로 나타났으며 사외이사의 비중이 낮고, 잉여현금흐름이 적은 그룹에서 Tobin's Q와 유의한 양(+)의 관계가 나타남을 확인하였다. 외국인 지분율의 경우 지분율이 낮은 25% 그룹에서 대규모기업집단과 ESG 평가의 교호항이 Tobin's Q와 유의한 양(+)의 관계가 나타남을 확인하였으며 지분율이 높은 75% 그룹에서는 유의한 음(-)의 관계가 나타남을 확인하였다.

요약하자면 대규모기업집단의 경우 가족기업과 마찬가지로 지배구조가 취약한, 즉, 사외이사가 수행하는 감시, 감독 기능의 취약으로 인한 대리인 문제가 발생할 가능성이 높음에도 불구하고 ESG 활동이 오히려 기업가치에 긍정적인 영향을 미치는 것을 확인할 수 있었으며 이는 대규모기업집단의 경우, 가족기업과 달리 대리인 문제의 관점을 지지하는 것이 아닌 가치상승 이론의 관점을 지지한다는 결과로 볼 수 있다.

## V. 결 론

본 연구는 2011년 1월 1일부터 2020년 12월 31일까지 국내 유가증권시장에 상장되어있는 5,151개의 기업을 대상으로 기업의 소유구조 특성과 ESG 평가수준이 기업가치에 미치는 영향에 대한 실증 분석결과를 제시하고 있다. 첫째, 가족기업과 대규모기업집단으로 구분되는 기업의 소유구조 특성이 ESG 평가에 미치는 영향에 대한 실증 분석결과, 가족기업 특성과 ESG 평가 간 유의한 음(-)의 관계가 나타남을 확인하였다. 위의 결과는 두 가지 관점에서 해석이 가능하다. 첫째, 가족기업의 지배주주 혹은 경영자의 사적이윤추구를 위한 무리한

ESG 활동은 기업의 의사결정 과정에서 해당 활동의 제한이라는 방식으로 지배주주 혹은 경영자의 대리인 문제를 통제함으로써 이러한 행위 제한에 대한 결과가 기업의 낮은 ESG 평가수준으로 나타난다고 볼 수 있으며 이는 본 연구의 가설 H1-1을 지지하는 결과로 볼 수 있다. 둘째, 가족기업의 경우 지배주주가 다른 주주들의 부를 희생하여 자신들의 사적이윤을 추구한다는 DeAngelo and DeAngelo(2000) Bae et al.(2002), Bertrand et al.(2002)의 연구 결과를 바탕으로 가족기업의 지배주주는 압도적인 의결권을 이용하여 ESG 활동에 투자되어야 할 자원을 과도하게 전용하여 본인들의 사적이윤 추구의 용도로 이용한다는 El Ghouli et al.(2016)의 결과를 지지함과 동시에 위와는 다른 관점에서 가설 H1-1을 지지하는 결과로 볼 수 있다.

대규모기업집단 특성과 ESG 평가 간 관계는 가족기업의 결과와는 반대로 유의한 양(+)의 관계가 나타남을 확인하였다. 위의 결과는 기업집단 혹은 그룹에 속해 있는 기업들의 경우 그룹의 명성을 중요하게 생각하고 있으며(Ward, 1987; Kets de vries, 1994; Dyer and Whetten, 2006; Zellweger et al., 2011), 재무적 목표를 달성함과 동시에 기업의 명성을 유지 및 강화시키는데 도움이 되는 비재무적 목표 달성 또한 중요한 경영 목표로 생각하고 있기 때문에 ESG 활동을 더 적극적으로 수행하여 기업의 가치를 상승시킨다는 본 연구의 가설 H2-1(가치상승 이론의 관점)을 지지하는 결과이다.

기업의 소유구조 특성과 ESG 평가수준이 기업가치에 미치는 영향에 대한 실증 분석결과, 가족기업 변수와 ESG 평가 변수의 교호항인 Family\_ESG는 Tobin's Q와 유의한 음(-)의 관계를 가지는 것으로 나타났다. 이는 지배주주가 다른 주주들의 부를 희생하여 ESG 활동에 사용 되어야 할 자원을 본인의 사적이윤 추구의 용도로 과도하게 전용하여 사용함으로써 이것이 기업의 낮은 ESG 평가로 나타나며(El Ghouli et al., 2016) 결국 기업의 가치를 하락시킨다는 Cespa and Cestone(2007), Barnea and Rubin(2010)의 연구 결과를 지지하며 본 연구에서 제시하는 가설 H1-2(대리인 이론의 관점)를 지지하는 결과이다. 대리인 문제를 식별할 수 있는 지배구조 변수들을 이용 하위 표본을 구성하여 분석한 결과, 지배주주의 지분율이 높은 그룹보다 낮은 그룹(25%)에서 ESG 평가가 Tobin's Q에 미치는 영향이 더 크게 나타남을 확인하였으며, 사외이사 비중과 외국인 지분율, 잉여현금흐름의 경우 상위 그룹(75%)에서 ESG 평가의 영향이 더 크게 나타났다. 이는 가족기업의 ESG 활동은 지배주주의 지분율이 높고 사외이사의 비중과 외국인 지분율이 낮아 지배주주 및 경영자의 사적이윤추구와 같은 대리인 문제에 대한 효과적인 모니터링에 제약이 따르는 경우 및 잉여현금흐름이 낮은 경우 다시 말하면, 임의로 사용할 수 있는 기업 내의 잉여자원이 부족한 상황에서의 무리한 ESG 활동은 기업가치에 부정적인 영향을 미친다는 것을 확인하여

가족기업은 본 연구에서 제시하는 가설 H1-2(대리인 이론의 관점)을 지지한다는 앞선 연구 결과들을 뒷받침한다. 대규모기업집단 변수와 ESG 평가 변수의 교호항인 Chaebol\_ESG는 가족기업과는 반대로 Tobin's Q와 유의한 양(+)의 관계가 나타남을 확인하였다. 특히 지분율이 높은 상위 그룹(75%)에서 더 큰 양(+)의 영향을 미치며, 사외이사의 비중이 낮고, 잉여현금흐름이 적은 그룹에서 교호항 Chaebol\_ESG와 Tobin's Q 간 유의한 양(+)의 관계가 나타남을 확인하였다. 외국인 지분율의 경우 상위 그룹(75%)에서는 Chaebol\_ESG와 Tobin's Q 간 유의한 음(-)의 관계가 나타나 외국인 지분율이 높은 경우를 제외하고 ESG 활동이 기업가치에 대부분 긍정적인 영향을 미치는 것을 확인하였다. 이는 대규모기업집단의 경우 가족기업과 마찬가지로 지배구조가 취약한, 즉, 대리인 문제가 발생할 가능성이 높음에도 불구하고 ESG 활동이 오히려 기업가치에 긍정적인 영향을 미치는 것을 확인할 수 있었으며 이는 대규모기업집단의 경우 본 연구에서 제시하는 가설 H2-2(가치상승 이론의 관점)를 지지한다는 앞선 연구 결과들을 뒷받침하는 결과로 볼 수 있다.

본 연구는 다음과 같은 의의와 한계점을 갖는다. 첫째, 본 연구는 엄격한 기준을 바탕으로 연구목적에 부합하는 기업들을 분류하여 분석을 진행하였기 때문에 연구 결과에 대한 해석을 일반화 하는데 상당한 제약이 따른다. 이러한 제약을 극복하기 위해 추후 다뤄지는 연구는 표본기업의 범위를 확장, 다양한 변수 및 방법론들을 추가적으로 고려하여 연구가 진행되어야 할 것이다. 둘째, ESG 평가는 기업의 지배구조 특성만이 아니라 속해 있는 산업군에 따라 평가가 상이 할 가능성이 있다. 따라서 기업이 속한 산업군의 특성이 ESG 평가에 어떠한 영향을 미치는지 검증해 보는 것은 새로운 학문적 의의가 있을 것이다. 셋째, 본 연구는 한국기업지배구조원(KCGS)에서 제공한 ESG 평가 자료만을 사용하여 분석을 진행하였다. 그러나 기업들의 ESG 활동을 평가함에 있어 다양한 평가기관들이 존재하며 기관에 따라 동일 기업에 대한 평가가 다르게 나타날 가능성이 높다. 따라서 수집 가능한 다양한 평가기관들의 자료를 통해 결과를 비교 분석 해보는 것 또한 의의가 있을 것이다.

## 참 고 문 헌

- 강형철, 박경서, “가족기업의 상장의사결정에 관한 연구”, 재무연구, 제24권 제1호, 2011, 41-89.
- 김영환, 송동엽, 허정하, “기업의 ESG활동과 자율공시가 기업가치에 미치는 영향”, 재무관리연구, 제39권 제1호, 2022, 121-144.
- 김재필, ESG 혁명이 온다, 한스미디어, 2021.
- 나 영, 임옥빈, “ESG 정보의 가치관련성에 관한 실증연구”, 경영교육연구, 제26권 제4호, 2011, 439-467.
- 박경서, 변희섭, 이지혜, “내생성(Endogeneity) 문제를 통제한 환경경영과 기업가치 간의 관계에 관한 연구”, 재무연구, 제25권 제2호, 2012, 293-324.
- 서승주, 최진현, “기업의 사회적 책임활동과 자본비용 및 기업가치의 관계: KEJI 지수개별항목을 중심으로”, 국제회계연구, 제64권, 2015, 1-26.
- 이연지, 신정순, “CSR 활동에 따른 재무성과 연구: 기업의 투자요인 중심으로”, 재무관리연구, 제38권 제3호, 2021, 39-53.
- 이용대, 이치송, “기업의 사회적 책임 활동과 재무 건전성이 기업 가치에 미치는 영향에 관한 연구”, 재무관리연구, 제38권 제3호, 2021, 81-100.
- 이정화, 고윤성, “가족기업과 기업성과”, 회계정보연구, 제27권 제1호, 2009, 59-90.
- 장승욱, 김용현, “기업의 ESG와 재무성과”, 재무관리연구, 제30권 제1호, 2013, 131-152.
- 정무권, 강원, “ESG 활동의 효과와 기업의 재무적 특성”, 한국증권학회지, 제49권 제5호, 2020, 681-707.
- Albert, S. and D. A. Whetten, “Organizational identity,” *Research in Organizational Behavior*, 7, (1985), 263-295.
- Anderson, R. and D. Reeb, “Founding-Family Ownership and Firm Performance: Evidence from the S&P 500,” *The Journal of Finance (New York)*, 58(3), (2003), 1301-1328.
- Anderson, R., D. Reeb, and W. Zhao, “Family-Controlled Firms and Informed Trading: Evidence from Short Sales,” *The Journal of Finance (New York)*, 67(1), (2012), 351-385.
- Andres, C., “Large shareholders and firm performance—An empirical examination of founding-family ownership,” *Journal of Corporate Finance*, 14(4), (2008), 431-445.

- Bae, K.-H., J.-K. Kang, and J.-M. Kim, "Tunneling or Value Added? Evidence from Mergers by Korean Business Groups," *The Journal of Finance*, 57(6), (2002), 2695-2740.
- Barnea, A. and A. Rubin, "Corporate Social Responsibility as a Conflict Between Shareholders," *Journal of Business Ethics*, 97(1), (2010), 71-86.
- Bénabou, R. and J. Tirole, "Individual and Corporate Social Responsibility," *Economica*, 77, (2010), 1-19.
- Berger, P. G. and E. Ofek, "Diversification's effect on firm value," *Journal of Financial Economics*, 37(1), (1995), 39-65.
- Bertrand, M., P. Mehta, and S. Mullainathan, Ferreting Out Tunneling: An Application to Indian Business Groups, (2022), 29.
- Brammer, S. J., C. Brooks, and S. Pavelin, "Corporate Social Performance and Stock Returns: UK Evidence from Disaggregate Measures," *SSRN Electronic Journal*, (2005).
- Burkart, M., F. Panunzi, and A. Shleifer, "Family Firms," *The Journal of Finance*, 58(5), (2003), 2167-2201.
- Caprio, L., E. Croci, and A. Del Giudice, "Ownership structure, family control, and acquisition decisions," *Journal of Corporate Finance*, 17(5), (2011), 1636-1657.
- Chang, S. J. and J. Hong, "Economic Performance of Group-Affiliated Companies in Korea: Intragroup Resource Sharing and Internal Business Transactions," *Academy of Management Journal*, 21, (2022).
- Chang, S. J. and U. Choi, "Strategy, Structure and Performance of Korean Business Groups: A Transactions Cost Approach," *The Journal of Industrial Economics*, 37(2), (1988), 141.
- Cheng, B., I. Ioannou, and G. Serafeim, "Corporate social responsibility and access to finance: CSR and Access to Finance," *Strategic Management Journal*, 35(1), (2014), 1-23.
- Choi, J.-P. and T. G. Cowling, "Firm behavior and group affiliation: The strategic role of corporate grouping for Korean firms," *Journal of Asian Economics*, 10(2), (1999), 195-209.
- Choo, K., K. Lee, K. Ryu, and J. Yoon, "Changing Performance of Business Groups

- over Two Decades: Technological Capabilities and Investment Inefficiency in Korean Chaebols,” *Economic Development and Cultural Change*, 57(2), (2009), 359–386.
- Claessens, S. and J. P. H. Fan, “Corporate Governance in Asia: A Survey,” *International Review of Finance*, 3(2), (2002), 71–103.
- Claessens, S., S. Djankov, and L. H. P. Lang, “The separation of ownership and control in East Asian Corporations,” *Journal of Financial Economics*, 32, (2000).
- Croci, E., J. A. Doukas, and H. Gonenc, “Family Control and Financing Decisions: Family Control and Financing Decisions,” *European Financial Management*, 17(5), (2011), 860–897.
- Cronqvist, H. and M. Nilsson, “Agency Costs of Controlling Minority Shareholders,” *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 38(4), (2003), 695.
- Dam, L. and B. Scholtens, “Ownership Concentration and CSR Policy of European Multinational Enterprises,” *Journal of Business Ethics*, 118(1), (2013), 117–126.
- DeAngelo, H. and L. DeAngelo, “Controlling stockholders and the disciplinary role of corporate payout policy: A study of the Times Mirror Company,” *Journal of Financial Economics*, 56(2), (2000), 153–207.
- Deng, X., J. Kang, and B. S. Low, “Corporate social responsibility and stakeholder value maximization: Evidence from mergers,” *Journal of Financial Economics*, 110(1), (2013), 87–109.
- Dimson, E., O. Karakaş, and X. Li, “Active Ownership,” *The Review of Financial Studies*, 28(12), (2015), 3225–3268.
- Dyer, W. G. and D. A. Whetten, “Family Firms and Social Responsibility: Preliminary Evidence from the S&P 500,” *Entrepreneurship Theory and Practice*, 30(6), (2006), 785–802.
- Eccles, R. G., I. Ioannou, and G. Serafeim, “The Impact of Corporate Sustainability on Organizational Processes and Performance,” *Management Science*, 60(11), (2014), 2835–2857.
- El Ghouli, S., O. Guedhami, C. C. Y. Kwok, and D. R. Mishra, “Does corporate social responsibility affect the cost of capital?,” *Journal of Banking & Finance*, 35(9), (2011), 2388–2406.

- El Ghouli, S., O. Guedhami, H. Wang, and C. C. Y. Kwok, "Family control and corporate social responsibility," *Journal of Banking & Finance*, 73, (2016), 131-146.
- Faccio, M. and L. H. P. Lang, "The Ultimate Ownership of Western European Corporations," *Journal of Financial Economics*, 31, (2002).
- Fama, E. F. and M. C. Jensen, "Separation of Ownership and Control," *Journal of Law and Economics*, 26(2), (1983), 301-325.
- Fan, J. P. H. and T. J. Wong, "Corporate ownership structure and the informativeness of accounting earnings in East Asia," *Journal of Accounting and Economics*, 25, (2002).
- Ferrell, A., H. Liang, and L. Renneboog, "Socially responsible firms," *Journal of Financial Economics*, 122(3), (2016), 585-606.
- Ferris, S. P., K. A. Kim, and P. Kitsabunnarat, "The costs (and benefits?) of diversified business groups: The case of Korean chaebols," *Journal of Banking & Finance*, 27(2), (2003), 251-273.
- Goss, A., *Corporate Social Responsibility and Financial Distress*, ASAC, Niagara Falls, 2009.
- Halbritter, G. and G. Dorfleitner, "The wages of social responsibility - where are they? A critical review of ESG investing," *Review of Financial Economics*, 26, (2015), 25-35.
- James, H. S., "Owner as Manager, Extended Horizons and the Family Firm," *International Journal of the Economics of Business*, 6(1), (1999), 41-55.
- Jensen, C. and H. Meckling, "Theory of the Firm: Managerial Behavior," *Agency Costs and Ownership Structure*, 56, (1976).
- Jensen, M. C., "Value Maximization, Stakeholder Theory, and the Corporate Objective Function," *Journal of Applied Corporate Finance*, 22(1), (2010), 14.
- Joh, S. W., "Corporate governance and firm profitability: Evidence from Korea before the economic crisis," *Journal of Financial Economics*, 68(2), (2003), 287-322.
- Kang, H. C. and K. S. Park, "The Decision to Go Public by Family Firms," *Asian Review of Financial Research*, 24(1), (2011), 41-89.
- Kets De Vries, Manfred F. R., *The Leadership Mystique [electronic Resource] : Leading Behavior in the Human Enterprise / Manfred F.R. Kets De Vries*. 2nd ed. Harlow,

- England; New York: Prentice Hall/Financial Times, 2009. Web.
- Kim, W., K. Park, and S. Lee, "Corporate Social Responsibility, Ownership Structure, and Firm Value: Evidence from Korea," *Sustainability*, 10(7), (2018), 2497.
- La Porta, R., F. Lopez-De-Silanes, and A. Shleifer, "Corporate Ownership Around the World," *The Journal of Finance*, 54(2), (1999), 471-517.
- Lang, L. H. P. and R. M. Stulz, "Tobin's Q, Corporate Diversification, and Firm Performance," *Journal of Political Economy*, 102(6), (1994), 1248-1280.
- Lee, D. D. and R. W. Faff, "Corporate Sustainability Performance and Idiosyncratic Risk: A Global Perspective," *Financial Review*, 44(2), (2009), 213-237.
- Lee, E. M., S.-Y. Park, and H. J. Lee, "Employee perception of CSR activities: Its antecedents and consequences," *Journal of Business Research*, 66(10), (2013), 1716-1724.
- Lee, K., J. Y. Kim, and O. Lee, "Long-term evolution of the firm value and behavior of business groups: Korean chaebols between weak premium, strong discount, and strong premium," *Journal of the Japanese and International Economies*, 24(3), (2010), 412-440.
- Liang, H. and L. Renneboog, "Corporate donations and shareholder value," *Oxford Review of Economic Policy*, 33(2), (2017), 278-316.
- Liang, H., H. Liang, and X. Zhan, "Peer effects of corporate social responsibility," Research Collection Lee Kong Chian School Of Business, (2017), 1-53. .
- Maury, B., "Family ownership and firm performance: Empirical evidence from Western European corporations," *Journal of Corporate Finance*, 12(2), (2006), 321-341.
- Miller, D. and I. Le Breton-Miller, "Management Insights from Great and Struggling Family Businesses," *Long Range Planning*, 38(6), (2005), 517-530.
- Morck, R., D. A. Strangeland, and B. Yeung, "Inherited Wealth, Corporate Control and Economic Growth: The Canadian Disease?," in R. K. Morck, (ed.) *Concentrated Corporate Ownership* (Chicago, IL: University of Chicago Press), 2002.
- Narayanan, M. P., "Managerial Incentives for Short-Term Results," *The Journal of Finance*, 40(5), (1985), 1469-1484.
- Oh, W. Y., Y. K. Chang, and A. Martynov, "The Effect of Ownership Structure on Corporate Social Responsibility: Empirical Evidence from Korea," *Journal of*

- Business Ethics*, 104(2), (2011), 283-297.
- Renneboog, L., J. Ter Horst, and C. Zhang, "Socially responsible investments: Institutional aspects, performance, and investor behavior," *Journal of Banking & Finance*, 32(9), (2008), 1723-1742.
- Servaes, H., "The Value of Diversification During the Conglomerate Merger Wave," *The Journal of Finance*, 51, (1996), 1201-1225.
- Shleifer, A. and R. W. Vishny, "Large Shareholders and Corporate Control," *Journal of Political Economy*, 94(3, Part 1), (1986), 461-488.
- Stein, J. C., "Takeover Threats and Managerial Myopia," *Journal of Political Economy*, 96(1), (1988), 61-80.
- Villalonga, B. and R. Amit, "How do family ownership, control and management affect firm value?," *Journal of Financial Economics*, 33, (2006).
- Ward, J., *Keeping the Family Business Healthy*, New York: Palgrave Macmillan US, 2011. A Family Business Publication, Web.
- Whetten, D. A. and A. Mackey, "A Social Actor Conception of Organizational Identity and Its Implications for the Study of Organizational Reputation," *Business & Society*, 41(4), (2002), 393-414.
- Wright, P. and S. P. Ferris, "Agency Conflict And Corporate Strategy: The Effect Of Divestment On Corporate Value," *Strat. Mgmt. J.*, 18, (1997), 77-83.
- Zellweger, T., P. Sieger, and F. Halter, "Should I stay or should I go? Career choice intentions of students with family business background," *Journal of Business Venturing*, 26(5), (2011), 521-536.

# The Effects of ESG Assessment of Firm Value based on Corporate Governance Structure\*

Gin Hyeuk Park\*\* · Jang Woo Lee\*\*\*

## 〈Abstract〉

This study analyzes how corporate governance characteristics affect ESG evaluation and corporate valuation based on agency theory and value enhancement theory view using ESG ratings published by the Korea Corporate Governance Service for 5,151 observations of firms listed on the Korean Securities Exchange from January 1, 2011, to December 31, 2020. The main empirical results of this paper are as follows. First, in case of family firms, a negative relationship appears with the ESG integrated rating. In case of a large corporate group (chaebol), it is found that there is a positive (+) relationship with the ESG integrated rating, as opposed to the family business. Second, it is found that ESG ratings have a positive (+) relationship with corporate values, and the cross product terms of family business variables with ESG ratings is confirmed to have a negative (-) relationship with the corporate value, showing that the family business supports the viewpoint of the agency problem theory. Conversely, in case of chaebol firms, the cross product terms of chaebol variable with the ESG rating is found to have a positive (+) relationship with the corporate value, showing that the Korean large corporate group (chaebol) supports the viewpoint of the value enhancement theory.

Keywords : Esg, Agency Problem, Family Firm, Chaebol, Corporate Governance

\* This work was supported by BK21 FOUR program by Pusan National University Research Grant

\*\* First Author: Ph.D Student, School of Business, Pusan National University,  
E-mail: johnalpba@gmail.com

\*\*\* Corresponding Author: Professor, School of Business, Pusan National University,  
E-mail: jangwoo@pusan.ac.kr