

가족기업의 대리인 문제와 ESG 효과

김희은* · 안혜성** · 임미희*** · 심명화****

〈요 약〉

본 연구는 지배주주 가족의 직접 경영이 기업가치에 미치는 영향을 대리인 문제 및 ESG 경영의 효과 측면에서 분석한다. 한국 유가증권시장에 상장된 비금융기업 중 가족기업을 대상으로 실증 분석한 결과, 첫째, 국내 가족기업 중 지배주주 가족이 직접 경영에 참여하는 기업은 그렇지 않은 기업, 즉 전문경영인이 경영하는 기업보다 기업가치가 낮은 것으로 나타났다. 둘째, 최근 ESG 성과가 개선된 경우 기업가치에 대한 가족경영의 부정적 효과는 상당 부분 사라지는 것으로 나타났다. 이상의 결과는 가족경영자에게 과도하게 경영권이 집중되어 있다 하더라도 경영진이 외부주주를 포함한 이해관계자를 고려하는 경영을 한다면 지배주주와 외부주주 간 대리인 문제가 완화될 수 있음을 시사한다. 즉, ESG 경영이 지배주주 가족의 사적이익 추구를 효과적으로 통제할 장치로 작용할 수 있는 것이다.

주제어 : 가족기업, 가족경영, 대리인문제, ESG, 기업가치

논문접수일 : 2023년 02월 07일 논문수정일 : 2023년 03월 09일 논문게재확정일 : 2023년 03월 11일

* 제1저자, 명지대학교 경영학과 조교수, E-mail: gracehekim@mju.ac.kr

** 공동저자, 명지대학교 국제통상학과 조교수, E-mail: hsahn@mju.ac.kr

*** 공동저자, 명지대학교 국제통상학과 부교수, E-mail: miheelim@mju.ac.kr

**** 교신저자, 명지대학교 경영학과 부교수, E-mail: mhsim@mju.ac.kr

I. 서 론

통상적으로 가족기업이란 특정 개인과 그 가족에게 지배력이 집중된 기업을 일컫는다. 흔히 가족기업은 비상장, 소규모 기업에 국한될 것이라 오인할 수 있지만, 전 세계적으로 가족기업의 비중은 상당히 높은 편이다(Claessens et al., 2000; Faccio and Lang, 2002; Anderson and Reeb, 2003; Villalonga and Amit, 2006, 2010). 전 세계 85개국 상장/비상장 기업의 지배구조를 살펴본 Aminadav and Papaioanno(2020)의 연구에 따르면 전체 표본기업 중 가족기업의 비율은 45.7%에 달한다. 우리나라를 포함한 동아시아 국가에서도 이러한 경향은 강하게 나타나 상장기업 중 대략 60~70% 정도가 가족기업으로 추정된다(Claessens et al., 2000; 유정민, 2018; 박진혁, 이장우, 2022).

가족기업은 보편적인 기업 형태이지만 대리인 문제 측면에서는 매우 흥미로운 연구 대상이 된다. 소유와 경영의 분리에서 발생하는 대리인 문제(제1유형 대리인 문제)로부터 자유로우나(Jensen and Meckling, 1976), 지배주주와 소액주주 간 갈등(제2유형 대리인 문제)에는 오히려 민감한 특성을 가지고 있기 때문이다(Shleifer and Vishny, 1986). 특히 지배주주 가족이 가진 강한 지배력을 이용하여 외부주주를 희생시키며 사적 이익을 추구한다면 제2유형 대리인 문제는 심화될 수밖에 없다. 지배주주 가족이 최고경영자로서 직접적 경영권을 갖는 기업일수록 이러한 가능성은 더욱 높아질 것이다(Burkart et al., 2003; Villalonga and Amit, 2010; El Ghoul, 2016; 강형철, 2014).

기업가치 측면에서 살펴볼 때, 가족경영은 제1유형 대리인 비용을 낮춰 기업가치를 높일 수도, 제2유형 대리인 비용을 높여 기업가치를 훼손할 수도 있다(Morck et al., 1988; Andersen and Reeb, 2003; Villalonga and Amit, 2006; 강형철, 2014; 한주희, 2022). 예를 들어, Anderson and Reeb(2003)와 Villalonga and Amit(2006)에 따르면 가족이 경영하는 기업일수록 기업가치가 높아진다. 이들은 가족이 소유자이자 곧 경영자로서 전문경영인보다 장기적 관점에서 의사결정을 내리기 때문에 가족경영은 제1유형의 대리인 비용을 줄일 뿐만 아니라 투자효율성도 증대시킨다고 주장한다. 반면, Morck et al.(1988)은 가족에게 지배력이 집중된 기업일수록 경영성고가 낮다고 밝히며 제2유형의 대리인 문제가 기업가치에 미치는 부정적 효과를 제시한다. 국내 기업집단을 연구한 강형철(2014) 또한 가족이 임원진에 포함되어 있는 기업일수록 재무성고가 좋지 않다는 결과를 제시한 바 있다.

이상의 연구들에서 흥미로운 것은 제2유형의 대리인 갈등이 어떻게 통제되는지에 따라 가족경영이 기업가치에 미치는 영향이 다르게 나타날 수 있다는 점이다. 예를 들어 Villalonga and Amit(2006)에 따르면 창업주가 직접 경영하는 기업은 그렇지 않은 기업에 비해 기업

가치가 높았으나, 차등의결권 등으로 가족에게 보유 주식 수 이상의 지배력을 부과할 수 있는 경우 가족경영의 기업가치 제고 효과는 더 이상 유의하지 않은 것으로 나타났다. 제2유형의 대리인 문제가 잘 감시되고 있는 기업에서만 가족경영의 장점이 발휘되고 있는 것이다. 만약 지배주주 가족이 과도한 통제력을 사적 이익 추구에 사용할 수 없도록 하는 제도적 환경이 마련되어 있다면, 그리고 가족경영자가 실제 외부주주를 포함한 이해관계자를 고려하는 경영을 한다면, 기업의 대리인 비용은 감소할 것이고 따라서 가족에게 경영권이 집중되어 있어도 기업가치가 훼손되지 않을 것이다.

본 연구는 상기의 관점에서 가족기업의 ESG 성과에 주목한다. ESG 경영은 장기적이며 이해관계자를 포괄하는 의사결정을 필수적으로 수반하므로, ESG 성과가 높은 기업에서는 지배주주-외부주주 간 갈등으로 인해 기업가치가 훼손되는 경향이 완화될 것이다. 따라서 본 연구는 가족의 직접 경영이 기업가치에 미치는 영향을 대리인 문제 및 ESG 경영의 효과를 고려하여 실증 분석한다. 구체적으로 가족이 최고경영자로서 직접 경영에 참여하는 기업(이하 가족경영인 기업)과 그렇지 않은 기업(이하 전문경영인 기업) 간 기업가치에 차이가 있는지, 그리고 더 중요하게 가족경영이 기업가치에 미치는 영향이 ESG 성과에 따라 다르게 나타나는지 실증 분석한다.

본 연구의 주 관심은 기업의 ESG 성과에 따라 가족의 직접 경영에서 비롯된 제2유형의 대리인 문제가 기업가치에 미치는 영향이 서로 다른지 살펴보는 것이므로, 제1유형의 대리인 문제에 대한 통제가 필요하다. 따라서 분석 대상을 소유와 경영이 일치하는 가족기업으로 한정하고, 가족기업 내에서 가족경영인 기업과 전문경영인 기업을 비교한다. 가족기업은 다음 세 조건 중 하나 이상을 충족하는 기업으로 정의한다(남영호, 문성주, 2007; 유정민 외 2인, 2018; 류진아 외 2인, 2021; 박진혁, 이장우, 2022). 각 조건은 (1) 최대주주 및 그 특수관계인의 지분율이 20% 이상일 것, (2) 공정거래위원회가 정한 기업집단에 포함될 것(동일인이 법인인 경우 제외¹⁾), (3) 지배주주 또는 그의 가족구성원이 최고경영자에 포함될 것이다. 상기 조건은 특정 개인 또는 그의 가족구성원에 의해 지배되는 기업이라는 가족기업의 포괄적 정의를 구체화한 것이다(Burkart et al., 2003; Villalonga and Amit, 2020).

실증 분석의 주요 결과는 다음과 같다. 첫째, 국내 가족기업 중 지배주주 가족이 직접

1) 공정거래위원회는 기업집단을 동일인이 사실상 사업내용을 지배하는 회사의 집단으로 정의하고, 지분율 또는 지배력을 기준으로 기업집단의 범위를 판단한다. 따라서 본 연구에서는 기업집단의 동일인이 법인인 아닌 개인(자연인)이면서 기업집단에 속한 기업을 가족기업으로 분류한다. 예를 들어 '삼성SDI'는 '삼성'이라는 기업집단에 속하여 있고 기업집단 삼성의 동일인은 이재용이라는 개인이므로 삼성SDI는 가족기업으로 분류된다. 다른 예로 '포스코케미칼'은 '포스코'라는 기업집단에 속하여 있고 기업집단 포스코의 동일인은 '포스코홀딩스'라는 법인이므로 포스코케미칼은 비가족기업으로 분류한다.

경영에 참여하는 기업은 그렇지 않은 기업, 즉 전문경영인이 경영하는 기업보다 기업가치가 낮은 것으로 나타났다. 구체적으로 가족경영인 기업이 전문경영인 기업에 비해 토빈Q(Tobin's Q)값이 통계적으로 유의하게 낮았다. 둘째, 최근 ESG 성과가 개선된 경우 기업가치에 대한 가족경영의 부정적 효과는 상당 부분 사라지는 것으로 나타났다. 직전 3년간 한국ESG 기준원(KCGS)이 평가한 ESG 등급이 상승한 경우, 가족경영인 기업과 전문경영인 기업의 가치 차이가 유의하게 감소하였다.

본 연구의 공헌은 국내 가족기업의 제2유형 대리인 문제가 ESG 경영을 통해 완화될 수 있다는 것을 실증적으로 제시하였다는 점에 있다. 가족경영의 가치를 살펴본 실증 연구는 있지만, ESG 관점에서 대리인 문제 완화에 접근한 연구는 매우 드물다. 강형철(2014)은 지배주주-외부주주 간 대리인 문제에 관심을 가지고 국내 기업집단의 경우 전문경영인 체제가 장기적인 기업가치 제고에 더 효과적이라는 점을 시사한 바 있다. 본 연구는 여기서 더 나아가 비대기업집단도 포함하는 전체 유가증권시장 상장사를 대상으로 가족기업을 정의하고, ESG 경영을 통해 대리인 문제를 적절히 통제할 수 있다면 가족경영 체제도 기업가치를 크게 훼손시키지 않을 것이라고 주장한다. 박진혁, 이장우(2022)도 기업의 ESG 평가수준과 기업가치 간의 관계를 연구하고 있으나 가족기업과 비가족기업을 비교 분석하였다는 점에서 본 연구와는 다르다. 본 연구는 제2유형의 대리인 문제에 집중하기 위해 가족기업으로 분석 대상을 한정하고 가족기업 중 가족경영인 기업과 전문경영인 기업을 비교한다.

이하 본 연구의 구성은 다음과 같다. 제Ⅱ장에서 가족기업의 기업가치, ESG 성과에 관한 선행 연구에 대해 기술하고, 제Ⅲ장에서 실증 연구에 사용된 자료와 방법론에 대해 설명한다. 제Ⅳ장에서 실증 분석 결과를 제시하고, 마지막으로 제Ⅴ장에서는 결론 및 시사점을 논평한다.

Ⅱ. 선행 연구

기업에 대한 가족의 지배력은 통상적으로 지분이나 경영권 확보를 통해 드러나기 때문에 다수의 기존 연구들은 특정 수준 이상의 지분율이나 직접적 경영 참여 여부 등을 기준으로 가족기업을 분류하여 왔다(남영호, 문성주, 2007; 유정민 외 2인, 2018; 류진아 외 2인, 2021; 박진혁, 이장우, 2022). 특정 가족이 어떤 기업의 대주주이거나(Shleifer and Vishny, 1986; La Porta et al., 1999) 혹은 최고경영자인 경우(Anderson and Reeb, 2003) 그 가족은 기업에 대해 강력한 통제력을 가지는 것으로 볼 수 있다.

가족기업의 대리인 문제는 국내외에서 많은 연구의 대상이 되어 왔으나, 실증 연구의

결과들은 서로 다르게 나타났다(Shleifer and Vishny, 1986; Burkart et al., 2003; Bertrand et al., 2008; Anderson and Reeb, 2003; Villalonga and Amit, 2006; 최우석, 이우백, 2005; 강원, 신현한, 2006; 강형철, 2014). 가족에게 집중된 지배력이 기업가치에 부정적 영향을 준다는 증거를 제시한 연구가 있는 반면(Morck et al., 1988; Bertrand et al., 2008), 개인이 직접적 경영권을 가진 기업일수록 기업가치가 높다고 주장한 연구도 있다(Anderson and Reeb, 2003; Villalonga and Amit, 2006). 구체적으로 Bertrand et al.(2008)은 태국 기업을 분석하여 경영권 승계가 이루어진 기업일수록 성과가 낮은 것을 입증하였고, Anderson and Reeb(2003)은 미국 S&P500 기업을 대상으로 창업주 가족이 대주주이거나 임원으로 재직하고 있는 기업이 그렇지 않은 기업보다 수익성 및 시장가치가 높다는 결과를 제시하였다.

이처럼 기업가치에 대한 가족경영의 영향이 연구마다 서로 엇갈리게 나타나는 것은 국가 또는 기업마다 대리인 문제에 대한 제도적 통제 수준이 다르기 때문일 수도 있다(Anderson and Reeb, 2003; Aminadav and Papaioanno, 2020; Villalonga and Amit, 2020). 즉, 기업이 대리인 문제를 어떻게 통제하고 있는가에 따라 가족경영이 기업가치에 도움이 될 수도, 아니면 해가 될 수도 있다는 것이다. 이에 대해 Villalonga and Amit(2006)은 포춘(Fortune)지 선정 500개 기업을 분석하여 차등의결권을 통해 창업주에게 보유 주식수를 초과하는 지배력을 부여하는 기업에서는 창업주 직접 경영의 긍정적 효과가 유의하지 않다는 결과를 보고하였다.

국내 가족기업의 기업가치에 대한 연구를 살펴보면, 비교적 초기 연구인 최우석, 이우백(2005)은 2001년부터 2003년까지 유가증권시장에 상장된 비금융기업을 분석하여 지배주주 가족이 이사회 일원으로 경영에 직접 참여하는 소위 오너직접경영 기업의 경영성과가 우수함을 보였다.²⁾ 강원, 신현한(2006) 또한 유사한 표본을 대상으로 가족기업과 비가족 기업의 가치를 비교 분석하여 비재벌기업 중에 계열사 지분이 있는 기업(간접소유기업)이 재벌기업이나 가족이 직접 소유한 기업, 개인 지배주주가 없는 기업보다 기업가치가 유의하게 낮다는 점을 밝혔다. 즉, 가족의 직접 경영이 재벌기업의 경우에는 기업가치에 도움이 되지만, 비재벌기업인 경우에는 그렇지 않다는 것이다. 강형철(2014)은 2001년부터 2011년까지 공정거래위원회 기준 기업집단을 실증 분석하여, 지배주주 가족이 최고경영자로 재직 중인 기업은 그렇지 않은 기업보다 수익성이 낮다고 주장하였다. 기업집단 내 지배주주 가족의 과도한 통제력이 대리인 문제를 심화시켜 재무성과를 훼손한다고 볼 수 있는 결과이다. 김동욱, 김병곤(2016) 또한 가족경영이 기업가치에 부정적 영향을 미치는 것을 보였다.

2) 최대주주 또는 특수관계인이 이사회 일원으로 경영에 참여하는 기업은 오너직접경영기업으로, 기업집단 내 회사가 최대주주 및 특수관계인에 포함된 기업은 오너간접경영기업으로, 이 두 가지에 속하지 않은 기업은 전문경영기업으로 정의한다.

2004년부터 2014년까지 유가증권시장 상장기업을 살펴본 결과 지배가족 구성원이 경영에 참여한 기업이거나 지배가족이 있는 기업집단 계열사일수록 장부가치 대비 시장가치의 비율(market-to-book ratio)이 낮게 나타났다.

가족기업이 본질적으로 갖게 되는 대리인 문제는 기업의 ESG 성과에도 영향을 미친다. El Ghoul et al.(2016)은 9개 동아시아 국가의 기업을 대상으로 가족기업일수록 기업의 CSR성도가 낮다는 결과를 제시하였다. 그리고 이러한 경향은 대리인 문제를 억제할 수 있는 제도적 기반이 약한 기업일수록 더 강하게 나타난다고 주장하였다. 반면, 소유와 경영이 일치하는 가족기업의 경우 지배주주의 지분 가치를 제고하기 위해서라면 ESG 경영에 적극적으로 참여하기도 한다. Abeysekera and Fernando(2020)는 미국 가족기업의 Kinder, Lydenberg, Domini(KLD) 환경 성과를 분석한 결과 CSR 활동은 궁극적으로 주주에 대한 책임을 다하는 것(corporate shareholder responsibility)이라고 주장한다. 만약 환경에 대한 투자가 사회와 주주에게 모두 이로운 경우에는 가족기업이 비가족기업만큼 CSR 활동에 관여하지만, 만약 환경에 대한 투자가 사회에만 이로울 뿐 주주의 이익에 도움이 되지 않는다면 가족기업은 비가족기업보다 투자를 줄인다는 것이다.

본 연구와 같이 가족경영이 기업가치에 미치는 영향을 대리인문제와 ESG 효과의 측면에서 실증분석한 연구는 많지 않다. 최근 연구로 반혜정, 박호진(2022)은 유가증권시장 상장기업을 분석하여 가족이 최고경영자로 경영에 직접 참여하는 기업일수록 ESG 성과가 저조하나, 이러한 관계가 학력, 전공 등 최고경영자의 특성에 따라 달라질 수 있음을 보였다. 박진혁, 이장우(2022)는 가족기업의 ESG 활동이 기업가치에 미치는 영향을 연구하여 대리인 문제가 발생할 가능성이 높은 상황에서는 ESG가 기업가치에 오히려 부정적 영향을 미치는 것을 보였다. 한주희(2022)는 ESG 경영에 대한 가족기업 경영자의 동기에 초점을 맞춰 ESG와 기업가치의 이론적 관계를 전반적으로 검토한 바 있다.

가족경영 여부와 관계없이 더 일반적 관점에서 ESG 활동이 기업가치에 미치는 영향을 살펴본 연구들은 상당수이다(Wee et al., 2022). 대부분의 연구에서 ESG 성과는 기업가치에 긍정적 영향을 미치는 것으로 나타났으며(장승욱, 김용현, 2013; 임옥빈, 2019), 이러한 ESG의 긍정적 효과는 기업의 특성 또는 상태에 달라질 수 있다는 결과들도 있다(강윤식, 위경우, 2017; 강원, 정무권, 2020; 정무권, 김영린, 2022). 예를 들어, 강원, 정무권(2020)은 기업가치에 대한 ESG의 긍정적 효과가 외국인지분율이 높은 기업 중에서 더 강하게 나타난다는 결과를 제시하였다. 기업가치에 대한 ESG의 조절효과를 보고한 연구도 다수이다(노정희, 최종서, 2014; 임현일, 김중혁, 2015). 예를 들어, 임현일, 김중혁(2015)은 조세회피가 기업가치에 미치는 부정적인 영향을 기업의 사회적책임 활동이 일부 완화시켜 줄 수 있음을 보고하였다.

기업가치에 영향을 미치는 어떠한 요인이 있을 때, ESG 활동 수준에 따라 그 영향력이 달라진다는 것이다.

Ⅲ. 자료 및 방법론

본 연구는 2014년부터 2020년까지 한국 유가증권시장에 상장된 비금융기업 중 가족기업을 분석의 대상으로 한다. 다만 재무정보 및 한국ESG기준원의 ESG 등급 정보를 수집할 수 없는 기업³⁾과 자본잠식 기업은 표본에서 제외시킨다. 가족기업은 (1) 최대주주 및 그 특수관계인의 지분율이 20% 이상이거나, (2) 공정거래위원회에 의해 기업집단으로 분류되거나, (3) 지배주주의 가족구성원이 최고경영자에 포함된 기업으로 정의한다. 조건 (1)에서 최대주주 및 그 특수관계인의 지분율은 사업보고서의 ‘주주에 관한 사항’ 항목에서 확인 가능하며, 조건 (2)의 기업집단 소속 여부는 공정거래위원회의 기업집단포털(www.egroup.go.kr)을 참고한다. 조건 (3)의 지배주주 가족구성원의 최고경영자 재직 여부는 사업보고서의 ‘임원 및 직원 등에 관한 사항’ 등에서 확인한다. 예를 들어 최고경영자 상세에 처, 자녀, 조카, 삼촌 등 지배주주와의 친족 관계가 명시되어 있는 경우 해당 최고경영자를 가족경영인으로 간주한다. 가족경영인의 판별에는 각 기업의 홈페이지 및 각종 매체에 발간된 기사 등도 함께 참고한다. 연구기간 동안 집계된 총 697개 상장사 중 534개 기업(약 76%)이 위 세 가지 조건 중 하나 이상을 충족하여 가족기업으로 분류되었다. 이는 국내 상장기업의 상당 부분이 가족기업이라는 유정민 외(2018), 류진아 외(2021), 박진혁, 이장우(2022) 등 기존 연구와 일관된 결과이다.

본 연구의 주요 관심사인 기업가치에 대한 가족경영의 영향은 다음의 회귀식을 이용하여 분석한다.

$$LnQ_{i,t} = \alpha + \beta_1 FamCEO_{i,t-1} + \gamma' Controls_{i,t-1} + Industry\ dummy + Year\ dummy + \epsilon_{i,t} \quad (1)$$

기업가치는 선행연구에서 널리 사용하는 토빈Q값의 자연로그값(LnQ)으로 측정한다. 토빈Q값은 자기자본의 시장가치와 부채의 장부가치의 합을 자산의 장부가치로 나누어

3) 한국ESG기준원은 2011년부터 매년 국내 상장사의 ESG 성과를 평가하여 D(매우취약), C(취약), B(보통), B+(양호), A(우수), A+(매우우수), S(탁월)의 7개 등급으로 공시하고 있다. 환경(E) 부문에서는 환경 관련 리더십과 지배구조, 위험관리, 운영성과 등을, 사회(S) 부문에서는 리더십과 지배구조, 노동관행, 직장내 안전보건, 인권 등을, 지배구조(G) 부문에서는 이사회 리더십, 주주권 보호, 감사, 이해관계자 소통 등을 평가한다(한국ESG기준원 홈페이지 참조).

구한다. 지배주주 가족의 경영참여(FamCEO)는 가족경영인의 존재 여부를 반영하는 더미 변수를 활용하거나 최고경영자 중 가족의 비율을 활용하여 측정한다. 구체적으로 가족경영인 더미변수(FamCEOd)는 지배주주 가족의 일원 중 한명이라도 최고경영자로 재직하고 있으면 1, 그렇지 않으면 0의 값을 갖도록 정의하고, 가족경영인 비율변수(FamCEOw)는 가족경영자 인원을 최고경영자 총원으로 나눈 값으로 정의한다.⁴⁾ 통제변수로는 총자산의 로그값(LnAsset), 기업 설립 이후 경과년수의 로그값(LnAge), 총자산 대비 총부채의 비율(Leverage), 매출액 대비 연구개발비의 비율(R&D), 매출액 증가율(Growth), 총자산 대비 자본지출의 비율(Capex), 최대주주 및 그 특수관계인의 보통주 지분율(FamOwn), 최고경영자의 평균 나이(CEOAge), 최고경영자의 평균 재직기간(CEOTenure)⁵⁾, 최고경영자 중 여성의 비율(FemaleCEO)을 사용한다. 이상치(outlier)의 영향을 통제하기 위해 각 변수들은 상하위 1% 기준으로 조정(winsorizing)하여 사용한다. 연도 및 산업 더미도 포함하여 관련 효과를 통제한다.⁶⁾ 회귀계수 추정치의 t 값은 기업-연도 군집효과를 조정한 오차(clustered standard error)를 사용하여 구한다. 만약 지배주주의 가족이 자신이 가진 경영권을 활용하여 외부주주의 이익을 침해하려 한다면 가족경영인 변수는 기업가치에 유의한 음(-)의 영향을 줄 것으로 예상한다($\beta_1 < 0$).

다음으로 ESG성과가 가족경영-기업가치의 관계에 미치는 영향은 다음의 회귀식으로 분석한다.

$$\begin{aligned} \ln Q_{i,t} = & \alpha + \beta_1 Fam CEO_{i,t-1} + \beta_2 (Fam CEO_{i,t-1} \times ESGd_{i,t-1}) + \beta_3 ESGd_{i,t-1} \quad (2) \\ & + \gamma' Controls_{i,t-1} + Industry\ dummy + Year\ dummy + \epsilon_{i,t} \end{aligned}$$

종속변수는 식 (1)과 동일하게 토빈Q의 자연로그값이다. 주요 관심변수인 ESGd는 ESG 성과 개선 여부를 나타내는 더미변수로 기업 i 의 ESG 평점이 최근 3년간 상승하였으면 1, 그렇지 않으면 0의 값을 갖는다. 이 때 ESG 평점은 한국ESG기준원의 ESG 등급인 D, C, B, B+, A, A+, S를 각각 1~7점으로 환산한 값을 사용한다. 통제변수는 식 (1)에서와 동일하다. 그 외에도 연도 및 산업 더미를 포함하여 관련 효과를 통제한다. 회귀계수 추정치의

4) 본 연구의 대상이 되는 가족기업의 최고경영자 수는 평균 1.78명(중간값 2명)으로 가족기업의 대략 절반이 복수의 최고경영자(최대 6명)를 두고 있다. 복수의 최고경영자가 있는 경우 기업의 의사결정에 대한 가족경영인의 영향력이 달라질 수 있기 때문에 본 연구에서는 더미변수와 비율변수를 함께 고려한다.

5) 사업보고서에 복수의 대표이사가 명시되어 있는 경우, 최고경영인의 나이(CEOAge)와 재직기간(CEOTenure)은 평균하여 사용한다.

6) 산업 더미변수는 한국표준산업분류코드 중분류를 적용하여 정의한다.

값은 기업-연도 군집효과를 조정한 오차를 사용하여 구한다. 만약 지배주주 가족의 사적이익 추구를 기업의 ESG 경영을 통해 통제할 수 있다면 가족경영이 기업가치에 미치는 부정적 효과를 유의하게 완화할 것으로 예상된다($\beta_2 > 0$).

<표 1>은 주요 변수에 대한 기초 통계량을 나타낸다. 먼저 가족경영인 변수를 살펴보면, 전체 가족기업 중 68.6%의 기업에서 지배주주 가족이 최고경영자(FamCEOd)로서 경영에 직접 참여하고 있음을 알 수 있다. 표에는 명시하지 않았지만 연구기간 동안 전문경영인에서 가족경영인기업으로 혹은 가족경영인에서 전문경영인 기업으로 전환하는 경우는 소수에 불과하였고, 대부분의 기업이 가족경영인 또는 전문경영인 체제를 일관되게 유지하였다.⁷⁾ 최고경영자 중에서 지배주주 가족이 차지하는 비율(FamCEOw)은 평균 49.4%로 전체 최고경영자 중 가족경영인이 절반 정도를 차지한다는 것을 알 수 있다.

<표 1> 기초통계량

이 표는 주요 변수의 기초통계량(n=3,328)을 나타낸다. 각 변수는 각각 가족경영인 기업 더미변수(FamCEOd), 비율변수(FamCEOw), 토빈Q값에 자연로그를 취한 값(LnQ), 총자산의 로그값(LnAsset), 기업 설립 이후 경과년수의 로그값(LnAge), 총자산 대비 부채의 비율(Leverage), 매출액 대비 연구개발비의 비율(R&D), 매출액 증가율(Growth), 총자산 대비 자본지출의 비율(Capex), 최대주주 및 그 특수관계인의 보통주 지분율(FamOwn), 최고경영자의 평균나이(CEOAge)와 평균재직기간(CEOTenure), 최고경영자 중 여성의 비율(FemaleCEO), ESG 평점(ESG), 최근 3년 간 ESG 평점 상승 더미변수(ESGd)이다.

	평균	표준편차	중간값	최소값	최대값
FamCEOd	0.686	0.464	1.000	0.000	1.000
FamCEOw	0.494	0.404	0.500	0.000	1.000
LnQ	-0.024	0.439	-0.090	-0.904	1.573
LnAsset	20.454	1.599	20.175	17.500	25.929
LnAge	3.664	0.580	3.850	1.792	4.554
Leverage	0.463	0.201	0.470	0.074	0.935
R&D	0.009	0.020	0.001	0.000	0.109
Growth	0.033	0.197	0.019	-0.536	1.041
Capex	0.015	0.061	0.007	-0.244	0.248
FamOwn	0.059	0.099	0.000	0.000	0.394
CEOAge	62.515	7.018	62.667	44.000	80.000
CEOTenure	7.623	7.089	5.000	0.333	31.000
FemaleCEO	0.020	0.140	0.000	0.000	1.000
ESG	2.906	0.930	3.000	1.000	6.000
ESGd	0.232	0.422	0.000	0.000	1.000

<표 2>는 주요 변수의 피어슨(Pearson) 상관관계를 나타낸다. 가족경영인 더미변수

7) 기업-연도 관측치를 기준으로 전문경영인에서 가족경영인 기업으로 전환된 비율은 2%, 가족경영인에서 전문경영인 기업으로 전환된 비율은 3%이다.

(FamCEOd)는 기업가치(LnQ)와 1% 수준에서 유의한 음(-)의 상관관계를 갖는다. 이는 지배주주의 가족이 직접 경영권을 갖는 경우 제2유형의 대리인 문제가 심화될 가능성이 있고, 따라서 기업가치에 부정적 영향을 준다는 점을 시사한다. 기업 특성 변수와의 상관관계를 살펴보면, 가족경영인 기업은 업력이 긴 소규모 기업으로 부채비율이 낮으며 지배주주 가족의 지분율이 높은 경향을 보인다. 한편, 가족경영인 기업과 ESG 평점 및 개선 여부는 유의한 음(-)의 상관관계를 보인다.

<표 2> 상관관계

이 표는 주요 변수들의 피어슨 상관계수를 나타낸다. 각 변수의 정의는 <표 1>에서와 같다. ***, **, *는 상관계수가 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 통계적으로 유의함을 의미한다.

	FamCEOd	LnQ	LnAsset	LnAge	Leverage	R&D	Growth	Capex	FamOwn	ESG
LnQ	-0.09***									
LnAsset	-0.26***	-0.13***								
LnAge	0.07***	-0.12***	-0.01							
Leverage	-0.12***	0.13***	0.23***	0.01						
R&D	-0.01	0.34***	0.01	0.01	-0.15***					
Growth	-0.00	0.11***	0.05**	-0.01	0.02	0.05**				
Capex	-0.03	0.12***	0.09***	-0.08***	0.02	0.07***	0.15***			
FamOwn	0.21***	-0.19***	-0.08***	0.17***	-0.17***	-0.02	-0.00	-0.01		
ESG	-0.27***	0.06***	0.60***	-0.08***	0.14***	0.08***	0.02	0.06***	-0.14***	
ESGd	-0.07***	0.05**	0.14***	-0.07***	0.04*	0.05**	0.00	0.03	-0.05**	0.43***

<표 3>은 가족경영인 더미변수(FamCEOd)를 기준으로 가족경영인과 전문경영인 기업으로 나눈 뒤에 주요 변수의 평균을 비교한 것으로 <표 2>와 일관된 결과를 나타낸다. 가족경영인 기업의 기업가치(LnQ)는 전문경영인 기업보다 낮으며, 그 차이는 1% 수준에서 유의하다. 가족경영인 기업은 평균적으로 전문경영인 기업 대비 규모(LnAsset)가 작고, 업력(LnAge)이 길며, 부채비율(Leverage)이 낮게 나타났다. 가족 지분율(FamOwn)의 경우 가족경영인 기업의 평균은 7.2%로 전문경영인 기업보다 4.2%p 유의하게 높았다. 최고경영자의 재직기간(CEOTenure)은 가족경영인 기업의 경우 평균 10년으로, 전문경영인 기업에 비해 최고경영자의 임기가 더 긴 것으로 나타났다. 여성 최고경영자의 비율(FemaleCEO)도 가족경영인 기업이 평균 2.5%로 더 높았다. 반면, 가족경영인 기업의 ESG 평점(ESG)의 평균은 2.7점으로 전문경영인 기업 평균 3.3점보다 낮았으며, 가족경영인 기업 중 최근 3년간 ESG 평점이 개선된 기업의 비율(ESGd)도 21.1%로 전문경영인 기업(27.4%) 보다 유의하게 낮았다.

<표 3> 가족경영인 기업의 특성

이 표는 가족경영인 더미변수(FamCEOd)를 기준으로 가족경영인 기업(n=2,284)과 전문경영인 기업(n=1,044)으로 분류한 후 각 기업의 평균값 차이에 대한 t-test결과를 보여준다. 각 변수의 정의는 <표 1>에서와 같다. ***, **, *는 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 통계적으로 유의함을 의미한다.

	가족경영인 기업	전문경영인 기업	차이	t 값
LnQ	-0.052	0.040	-0.093***	-5.700
LnAsset	20.163	21.090	-0.926***	-16.100
LnAge	3.696	3.595	0.102***	4.700
Leverage	0.446	0.500	-0.054***	-7.300
R&D	0.009	0.009	0.000	-0.300
Growth	0.032	0.036	-0.005	-0.600
Capex	0.014	0.018	-0.005**	-1.950
FamOwn	0.072	0.030	0.042***	11.650
CEOAge	62.428	62.706	-0.279	-1.050
CEOTenure	9.725	3.025	6.700***	28.150
FemaleCEO	0.025	0.011	0.014***	2.650
ESG	2.731	3.289	-0.558***	-16.700
ESGd	0.212	0.274	-0.062***	-3.250

IV. 실증 결과

1. 가족경영과 기업가치

<표 4>는 지배주주 가족의 직접적 경영참여와 기업가치 간의 관계를 식 (1)로 추정한 결과를 보여준다. 지배주주 가족의 경영권이 강한 가족기업일수록 기업가치가 유의하게 낮은 것으로 나타났다. (1)과 (2)열에서 가족경영인 더미변수(FamCEOd)와 가족경영인 비율변수(FamCEOw)의 계수는 각각 -0.068(t 값=-3.66)과 -0.125(t 값=-4.76)로 유의한 음(-)의 관계를 나타낸다. 이는 가족의 과도한 지배력이 제2유형의 대리인 문제를 심화시켜 기업가치에 부정적 영향을 미칠 가능성이 높다는 점을 보여준다. 지배주주 가족의 지분율이 높은 가족기업일수록 기업가치가 낮다는 점도 확인할 수 있다. (1)과 (2)열에서 가족 지분율(FamOwn)의 계수는 모두 유의한 음(-)의 값을 갖는데, 이 또한 가족이 과도한 통제력을 갖는 경우의 부정적 효과와 연관되게 이해할 수 있는 결과이다. 통제변수 중에서는 기업규모(LnAsset)와 연령(LnAge)은 기업가치와 유의한 음(-)의 관계를, 부채비율(Leverage) 및 연구개발비(R&D)와는 기업가치와 유의한 양(+)의 관계를 갖는다.

한편, <표 4>에서 확인한 결과를 바탕으로 가족의 직접적 경영참여가 기업가치에 부정적 영향을 미친다고 단정하기에는 우려가 있을 수 있다. 가족의 경영권 통제 강도가 기업가치에

영향을 미치는 다른 요인과 유의한 관련이 있을 수도 있으며(내생성 문제), 기업가치가 하락한 가족기업일수록 가족이 위기극복을 위해 직접 경영에 나서는 역의 인과관계가 있을 수도 있기 때문이다.⁸⁾ 이에 강형철(2014), 박진혁, 이장우(2022) 등과 같이 Heckman(1979)의 2단계 모형으로 강건성 검정을 실시한다. 1단계 프로빗(Probit) 모형에서는 식 (1)에서와 같이 통제변수를 모두 포함시키지만, 2단계에서는 배제제약(exclusion restriction)을

<표 4> 가족경영인과 기업가치

이 표는 식 (1)의 추정 결과를 나타낸다. (1)열은 가족의 경영참여 변수로 더미변수(FamCEOd)를 사용한 결과이고, (2)열은 비율변수(FamCEOw)를 사용한 결과이다. 각 변수의 정의는 <표 1>에서와 같다. 괄호 안의 숫자는 군집효과를 조정한 오차를 사용한 *t* 값이고, ***, **, *는 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 통계적으로 유의함을 의미한다.

	(1)	(2)
FamCEOd	-0.068*** (-3.66)	
FamCEOw		-0.125*** (-4.76)
LnAsset	-0.043*** (-7.94)	-0.047*** (-8.64)
LnAge	-0.079*** (-5.45)	-0.079*** (-5.47)
Leverage	0.484*** (12.89)	0.479*** (12.77)
R&D	5.646*** (9.68)	5.602*** (9.65)
Growth	0.213*** (4.68)	0.215*** (4.76)
Capex	0.301** (2.55)	0.309*** (2.62)
FamOwn	-0.281*** (-3.73)	-0.256*** (-3.41)
CEOAge	-0.004*** (-3.46)	-0.005*** (-4.53)
CEOTenure	0.003** (2.41)	0.005*** (3.49)
FemaleCEO	0.090 (1.37)	0.102 (1.53)
Intercept	1.142*** (7.82)	1.323*** (8.77)
N	2762	2762
Adj. R-sq	0.386	0.389
Year	Yes	Yes
Industry	Yes	Yes

8) 가족경영과 기업가치 간의 역 인과관계를 분석하기 위해 전문경영인에서 가족경영인으로 교체되는 경우를 생각해 볼 수 있으나, 이는 전체 연구표본의 2% 밖에 되지 않아 실증분석에는 한계가 있다.

충족시키기 위해 가족 지분율(FamOwn) 변수를 제외한다. <표 5>의 (1)열은 가족의 직접 경영 확률을 추정한 1단계 결과를, (2)열은 λ (inverse Mills ratio)를 독립변수로 추가하여 회귀분석한 2단계 결과를 나타낸다. 실증분석 결과 (2)열의 FamCEOd의 계수는 -0.441(t 값=-8.91)로 1% 유의수준에서 통계적으로 유의한 값을 갖는다. 즉, Heckman(1979) 모형으로 표본 선택의 가능성을 고려하여도 가족의 경영 참여가 가족기업의 가치에 부정적 영향을 준다는 결과가 일관되게 확인된다.

<표 5> 가족경영인과 기업가치: 내생성 통제

이 표는 Heckman(1979) 2단계 모형의 추정결과를 나타낸다. 각 변수의 정의는 표 1에서와 같다. 괄호 안의 숫자는 군집효과를 조정한 오차를 사용한 t 값이고, ***, **, *는 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 통계적으로 유의함을 의미한다.

종속변수 =	(1)	(2)
	FamCEOd	LnQ
FamCEO		-0.441*** (-8.91)
LnQ	-0.488*** (-4.96)	
LnAsset	-0.149*** (-6.58)	-0.057*** (-9.99)
LnAge	-0.148** (-2.51)	-0.090*** (-6.42)
Leverage	-0.324* (-1.65)	0.478*** (11.79)
R&D	-4.557** (-2.01)	5.222*** (11.59)
Growth	0.268 (1.54)	0.221*** (5.76)
Capex	-0.029 (-0.05)	0.260** (2.06)
FamOwn	1.015** (2.54)	
CEOAge	-0.060*** (-9.85)	-0.009*** (-6.54)
CEOTenure	0.231*** (18.70)	0.013*** (7.10)
FemaleCEO	1.204*** (4.00)	0.184*** (3.22)
Intercept	7.216*** (9.79)	1.964*** (10.07)
λ		0.252*** (8.28)
Wald χ^2		2,196.89***
N	2,762	2,762
Year	Yes	Yes
Industry	Yes	Yes

2. ESG 성과와 가족경영의 효과

<표 6>은 최근 기업의 ESG 성과가 개선된 경우 기업가치에 대한 가족경영인의 부정적 효과가 완화되는지를 살펴보기 위해 식 (2)를 추정한 결과를 나타낸다. (1)열의 가족경영인

<표 6> 가족경영인의 기업가치에 대한 ESG 효과

이 표는 식 (2)의 회귀식을 추정한 결과를 나타낸다. (1)열은 가족의 경영참여 변수로 더미변수(FamCEOd)를 사용한 결과이고, (2)열은 비율변수(FamCEOw)를 사용한 결과이다. 각 변수의 정의는 <표 1>에서와 같다. 괄호 안의 숫자는 군집효과를 조정한 오차를 사용한 *t* 값이고, ***, **, *는 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 통계적으로 유의함을 의미한다.

	(1)	(2)
FamCEOd	-0.101*** (-3.93)	
FamCEOd×ESGd	0.107** (2.45)	
FamCEOw		-0.163*** (-4.65)
FamCEOw×ESGd		0.158*** (2.65)
ESGd	-0.045 (-1.39)	-0.046 (-1.57)
LnAsset	-0.047*** (-6.78)	-0.050*** (-7.21)
LnAge	-0.064*** (-3.49)	-0.061*** (-3.36)
Leverage	0.540*** (11.21)	0.536*** (11.15)
R&D	6.115*** (8.56)	6.052*** (8.44)
Growth	0.116** (2.27)	0.115** (2.27)
Capex	0.391** (2.46)	0.418*** (2.64)
FamOwn	-0.321*** (-3.35)	-0.303*** (-3.16)
CEOAge	-0.004*** (-2.58)	-0.005*** (-3.47)
CEOTenure	0.004** (2.23)	0.006*** (3.19)
FemaleCEO	0.102 (1.19)	0.100 (1.17)
Intercept	1.052*** (5.53)	1.210*** (6.18)
N	1775	1775
Adj. R-sq	0.398	0.401
Year	Yes	Yes
Industry	Yes	Yes

더미변수(FamCEOd)의 계수는 여전히 유의한 음수이나, ESGd와의 교차항의 계수는 $0.107(t\text{값}=2.45)$ 으로 유의한 양수이다. 가족경영인 비율변수(FamCEOw)를 사용한 (2)열에서도 ESGd와의 교차항의 계수는 $0.158(t\text{값}=2.65)$ 로 유의한 양수이다. 즉, 가족의 경영권 통제 강도가 높을수록 기업가치가 낮으나, 최근 ESG 성과가 개선된 기업에서는 이러한 음(-)의 관계가 약화된다는 것을 확인할 수 있다.

이러한 결과는 적극적인 ESG 경영을 추진하는 경영자는 지분을 초과하는 통제권을 행사할 가능성이 낮고 따라서 외부주주와의 갈등의 가능성도 낮다고 해석할 수 있다. ESG 자체가 지배구조의 요소를 포함하고 있기 때문에 ESG 성과가 개선되었다는 것은 대리인 문제 노출 가능성의 감소를 의미하기 때문이다. 시장가치 측면에서는 기업의 적극적인 ESG 활동이 가족경영자 기업에 대한 투자자들의 저평가를 완화한다고 볼 수도 있다. 가족기업에서 가족의 직접적 경영 참여는 대리인문제가 심화될 가능성을 내포하기 때문에 외부 투자자들은 이들 가족경영인의 존재 자체를 기업가치의 할인 요소로 인식할 수 있는데, ESG 성과가 개선되고 있는 기업에 대해서는 이러한 할인을 하지 않거나 덜 한다는 것이다.

V. 요약 및 결론

본 연구는 지배주주 가족의 직접 경영이 기업가치에 미치는 영향을 대리인 문제 및 ESG 경영의 효과 측면에서 분석한다. 한국 유가증권시장에 상장된 비금융기업 중 가족기업을 대상으로 실증분석한 결과, 가족경영인 기업은 전문경영인 기업보다 기업가치가 낮은 것으로 나타났다. 그러나 최근 ESG 성과가 향상된 기업에서는 기업가치에 대한 가족경영의 부정적 효과가 상당 부분 완화되는 것을 확인할 수 있었다. 이러한 결과는 ESG와 같이 이해관계자를 고려한 경영 환경 하에서는 가족에게 집중된 지배력이 기업가치에 부정적 영향을 미치지 않는다는 가설을 뒷받침한다.

본 연구는 기존의 연구와 다르게 가족기업만을 연구대상으로 함으로써 제1유형의 대리인 문제를 통제한 뒤 지배주주-외부주주간 이해상충 문제에 집중하고 있다. 가족경영자에게 과도하게 경영권이 집중되어 있다 하더라도 경영진이 외부주주를 포함한 이해관계자를 고려하는 경영을 한다면 제2유형의 대리인 문제가 완화될 수 있다. 이러한 점에서 본 연구는 ESG 경영이 지배주주 가족의 사적이익 추구를 효과적으로 통제할 장치로 작용할 수 있다는 점을 시사한다.

다만 이러한 시사점은 ESG 중 E, S, G의 개별 효과를 구분하여 살피지 못하였다는 측면에서는 일부 한계가 있다. 만약 ESG 성과 개선이 E나 S부분의 개선에 의한 것이라면

이는 외부주주를 고려한 지배주주 가족의 환경 사회적 책임 이행과 관련이 있을 것이고, G의 개선에 의한 것이라면 외부주주의 감시효과와 관련이 있을 것이다. 따라서 ESG 개별 항목과 가족기업의 가치에 대한 심도 있는 이론적, 실증적 분석이 후속 연구에서 수행되기를 기대한다.

참 고 문 헌

- 강윤식, 위경우, “기업의 지배구조, 사회적 책임 활동과 기업가치에 관한 연구: 대리인문제 및 기업가치제고 관점을 중심으로”, 무역연구, 제13권 제5호, 2017, 407-425.
- 강원, 신현한, “국내 비금융 상장사의 소유유형별 성과와 가치”, 금융학회지, 제11권 제4호, 2006, 1-36.
- 강원, 정무권, “ESG 활동의 효과와 기업의 재무적 특성”, 증권학회지, 제49권 제5호, 2020, 681-707.
- 강형철, “기업집단에서 지배주주 가족에 의한 경영과 기업성과”, 재무연구, 제27권 제1호, 2014, 141-176.
- 김동욱, 김병곤, “한국기업의 가족경영은 기업가치를 감소시키는가?”, 금융공학연구, 제15권 제2호, 2016, 91-120.
- 남영호, 문성주, “가족기업과 비가족기업의 성과비교: 거래소 상장기업을 중심으로”, 대한경영학회지, 제20권 제1호, 2007, 237-264.
- 노정희, 최종서, “CSR활동이 재무적 제약에 미치는 영향”, 대한경영학회지, 제27권 제9호, 2014, 1329-1349.
- 류진아, 박선현, 이동기, “가족기업의 신임 최고경영자 공시에 대한 주식시장의 반응”, 경영학연구, 제50권 제4호, 2021, 981-1009.
- 박진혁, 이장우, “ESG 평가가 기업가치에 미치는 영향에 대한 연구: 기업의 지배구조 특성을 중심으로”, 재무관리연구, 제39권 제2호, 2022, 147-184.
- 반혜정, 박호진, “가족지배기업과 ESG 경영: 이사회 및 경영자 특성의 조절효과를 중심으로”, 회계와 정책연구, 제27권 제4호, 2022, 165-192.
- 유정민, 김수인, 윤대희, “가족 기업과 비가족 기업의 기업 불투명성 차이와 투자 및 경영 성과의 연관성에 관한 연구”, 회계학연구, 제43권 제3호, 2018, 735-79.
- 임옥빈, “비재무적 정보가 기업성과에 미치는 영향: ESG 점수를 중심으로”, 국제회계연구, 제86권, 119-144.
- 장승욱, 김용현, “기업의 ESG와 재무성과”, 재무관리연구, 제30권 제1호, 2013, 131-152.
- 정무권, 김영린, “ESG 활동과 혁신의 상호작용이 기업가치에 미치는 영향”, 증권학회지, 제51권 제4호, 2022, 471-498.
- 최우석, 이우백, “오너경영과 기업성과에 관한 실증연구”, 재무연구, 제18권 제1호, 2005, 121-155.

한주희, “ESG 경영과 재무성과에 관한 이론적 고찰 및 전략적 제언: 가족기업 경영자의 동기를 중심으로”, *윤리경영연구*, 제22권 제1호, 2022, 59-77.

Abeysekera, A. P. and C. S. Fernando, “Corporate Social Responsibility Versus Corporate Shareholder Responsibility: A Family Firm Perspective,” *Journal of Corporate Finance*, 61, (2020), 101370.

Aminadav, G. and E. Papaioannou, “Corporate Control Around the World,” *Journal of Finance*, 75, (2020), 1191-1246.

Anderson, R. C. and D. M. Reeb, “Founding-family Ownership and Firm Performance: Evidence from the S&P 500,” *Journal of Finance*, 58, (2003), 1301-28.

Bertrand, M., S. Johnson, K. Samphantharak, and A. Schoar, “Mixing Family with Business: A Study of Thai Business Groups and the Families Behind Them,” *Journal of Financial Economics*, 88, (2008), 466-498.

Burkart, M., F. Panini, and A. Shleifer, “Family Firms,” *Journal of Finance*, 58, (2003), 2167-202.

Claessens, S., S. Djankov, and L. H. P. Lang, “The Separation of Ownership and Control in East Asian Corporations,” *Journal of Financial Economics*, 58, (2000), 81-112.

El Ghoul, S., O. Guedhami, H. Wang, and C. Y. Kwok, “Family Control and Corporate Social Responsibility,” *Journal of Banking and Finance*, 73, (2016), 131-146.

Faccio M. and L. H. P. Lang, “The Ultimate Ownership of Western European Corporations,” *Journal of Financial Economics*, 65, (2002), 365-395.

Jensen, M. C. and W. H. Meckling, “Theory of The Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure,” *Journal of Financial Economics*, 3, (1976), 305-360.

La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes, and A. Shleifer, “Corporate Ownership around the World,” *Journal of Finance*, 54, (1999), 471-517.

Morck, R., A. Shleifer, and R. W. Vishny, “Management Ownership and Market Valuation: An Empirical Analysis,” *Journal of Financial Economics*, 20, (1988), 293-315.

Shleifer, A. and R. W. Vishny, “Large Shareholders and Corporate Control,” *Journal of Political Economy*, 94, (1986), 461-488.

Villalonga, B. and R. Amit, “How Do Family Ownership, Control and Management Affect Firm Value?,” *Journal of Financial Economics*, 80, (2006), 385-417.

Villalonga, B. and R. Amit, “Family Ownership,” *Oxford Review of Economic Policy*,

36, (2020), 241-257.

Wee, K. W., Y. Kang, and J. Lee, "A Comprehensive Survey of the Literature on Corporate Social Responsibility in Korean Firms," *Asian Review of Financial Research*, 35, (2022), 155-188.

The Agency Problems in Family Firms and the ESG Effect

Hee-Eun Kim* · He Soung Ahn** · Mi-Hee Lim*** · Myounghwa Sim****

〈Abstract〉

This study examines how family controls affect firm value by focusing on the agency problem of family firms in Korea. Compared with firms with professional CEOs, we find that firms run by family CEOs have significantly lower firm value. However, the negative effect of family CEOs on firm value can be mitigated by recent improvements in ESG performance. These findings suggest that ESG engagement can serve as an effective mechanism to control the pursuit of private benefit by family owners, which can alleviate the agency problem between controlling families and minority shareholders.

Keywords : Family Controls, Family CEO, ESG, Firm Value

* First Author, Assistant Professor, College of Business Administration, Myongji University,
E-mail: gracehekim@mju.ac.kr

** Co-Author, Assistant Professor, College of Business Administration, Myongji University,
E-mail: hsahn@mju.ac.kr

*** Co-Author, Associate Professor, College of Business Administration, Myongji University,
E-mail: miheelim@mju.ac.kr

**** Corresponding Author, Associate Professor, College of Business Administration, Myongji University,
E-mail: mhsim@mju.ac.kr