

신흥국 기업의 지배구조와 기업의 장기 생존*

김장훈
충남대학교 경영학부 부교수

안세연
서울대학교 경영학과 박사

Corporate Governance and Long-term Corporate Survival in an Emerging Economy

Jang-Hoon Kim^a, Se-Yeon Ahn^b

^aDepartment of Business Administration, Chungnam National University, Republic of Korea

^bCollege of Business Administration, Seoul National University, Republic of Korea

Received 31 March 2021, Revised 04 June 2021, Accepted 28 June 2021

Abstract

This paper investigates how corporate governance characteristics are related to long-term corporate survival in an emerging economy. We used the data of 311 companies listed on the Korean Stock Exchange (KSE) in 1979 and examined the survival chances of those companies through the IMF crisis in 1998, upon governance characteristics that are expected to increase long-term strategic orientations. We utilized Cox regression model for the analysis. The results indicate that firms with particular governance characteristics that may be tied to CEO's long-term orientations show higher long-term survivability. Specifically, the probability of a firm's long-term survival is increased when founding family ownership is sustained, the company ownership is concentrated, and the CEO is the largest shareholder. This study has significance in that it is one of initial tries to examine the impact of corporate governance on long-term corporate survival with large scale statistical analysis. Also, the study findings provide some clues as to why the portion of family firms in emerging economies is continuously increased, thus providing meaningful insights to corporate governance literature.

Keywords: Long-term Survival, Family Firm in Emerging Economy, Long-term Orientation, Corporate Governance

JEL Classifications: L20, L29, M19

* This work was supported by the National Research Foundation of Korea Grant funded by the Korean Government(MOE).

^a First Author, E-mail: jhkim55@cnu.ac.kr

^b Corresponding Author, E-mail: ahn.seyeon@gmail.com

© 2021 The Korea Trade Research Institute. All rights reserved.

I. 서론

기업의 장기 생존(long-term survival)을 가능하게 하는 요인은 무엇인가? 기본적으로는 지속적으로 좋은 성과를 낸 기업이 지속적 생존 가능성이 높을 것이라는 점에서 기업의 장기 생존은 기업의 성과에 영향을 받지만, 기업의 생존은 기업의 성과와 일차원성(unidimensionality)을 갖는 변수가 아니라 기업의 재무적 성과 이외의 다른 요인들에 의해서도 영향을 받는다(Gimeno, Folta, Cooper and Woo, 1997; Ahn and Park, 2018). 최근 기업의 지속 가능 경영에 대한 관심이 증가하면서 기업의 장기 생존에 관한 연구도 많은 학자들의 관심을 받아오고 있다. 특히 가족 기업(family firm)에 대한 학계의 관심으로 가족 기업의 장수에 관한 연구가 다수 진행되었다(Stafford, Danes and Haynes, 2013; Löhde, Calabrò and Torchia, 2020; Ciravegna, Kano, Rattalino and Verbeke, 2020; Ahmad, Siddiqui and AboAlsamh, 2020).

기업의 장기 생존에 관한 연구에서 가족 기업이 중심이 되는 이유는 현실에 존재하는 대부분의 장수 기업이 가족 기업이라는 데에 그 원인이 있을 것이다(Bennedsen and Henry, 2016). 실제 가족이 3세대 이상을 넘어 생존할 가능성은 매우 낮다는 통계에도 불구하고, 수백 년 이상 생존한 장수 기업들에 대한 연구들에서의 대상 기업들은 대부분 가족기업이었다(De Geus, 1997; O'Hara, 2004). 이와 관련하여, 몇몇 선행연구들은 가족 기업이 비 가족 기업보다 장기 생존에 있어 우위에 있을 가능성을 주장하기도 하였는데, 이러한 연구들은 가족 기업들이 세대를 넘는 영속성(transgenerational continuity), 즉 후손 세대에 기업을 계승하는 것에 우선순위를 두는 성향을 갖는 데에서 비롯된 가족 기업의 장기지향성을 그 원인으로 설명하고 있다(Jaskiewicz, Combs, and Rau, 2015; Miller and Le Breton-Miller, 2006; Memili, Chrisman, and Chua, 2011).

기업의 장기지향성(long-term orientations)이란 기업이 장기적 관점의 전략과 목표를 추구하는 것, 그리고 실제 단기 이익을 포기하면

서까지 장기적 이익을 위한 투자를 하는 것으로 설명된다(Le Breton-Miller and Miller, 2006; Gomez-Mejia et al., 2007; Lumpkin et al., 2010). 기업의 장기지향성이 기업의 성과에 미치는 영향과 관련해 Hoffmann, Wulf and Stubner(2016)는 장기지향성은 주주와 경영자간의 목표 일치, 그리고 이해관계자와의 장기적 관계 형성에 도움을 주어 기업의 성과에 긍정적 영향을 미친다고 하였고, Miller and Le-Breton Miller (2005)도 가족기업의 장기적 관점의 투자가 가족기업의 성과가 높은 원인이 될 개연성을 논의한 바 있다.

그렇다면, 이러한 기업의 장기지향성(long-term orientations)은 구체적으로 어떤 지배구조 하에서 발현되며, 또 이러한 장기 지향성은 실제 기업의 장기 성과에는 어떤 영향을 미치는가? Le Breton-Miller and Miller(2006)에 의하면 가족 기업이 가진 몇몇 리더십 특성과 지배구조 특성이 가족 기업이 비 가족 기업과 비교해 보다 높은 장기 지향성을 갖는 데에 영향을 미친다. 이들은 가족의 소유권 및 경영권, 업에 대한 이해, CEO의 장기 책임 등이 가족 기업이 비 가족 기업과 비교해 장기 투자를 유발하는 요인이라 하며, 이러한 가족 기업의 장기 지향성은 궁극적으로 가족 기업이 비가족 기업에 비해 성과가 높은 원인이 된다고 하였다(Miller and Le-Breton Miller, 2005).

한편, 신흥국 시장에서 가족 기업이 차지하는 비중이 지속적으로 높은 수준으로 유지되면서, 신흥국 가족 기업들의 경쟁우위 요인에 대한 다양한 논의가 진행되어왔다. 신흥국 국가들에서는 영미 선진국 기업들과 비교했을 때 가족 기업의 비율이 매우 높은 것으로 관찰되고 있다. 영미권의 경우 대부분 창업세대 이후 전문경영자를 일찍 등용하여, 창업자 은퇴시점에는 창업주 가족은 소수 지분만을 갖는 전문경영체제로 전환하는 경우가 대부분인 것과 달리, 신흥 국가들의 경우는 창업주 가족이 소유권과 경영권을 유지하는 경우가 일반적이라고 알려져 있다(Burkart, Panunzi and Shleifer, 2003). 결과적으로 가족 기업에 세계 경제에서 차지하는 비중은 지속적으로 증가하고 있고, 이는 가족 기업에 대한 학계의 관심이 높아지

는 이유 중 하나로 설명해 볼 수 있다. 적자생존이라는 기업 진화론의 관점을 취하면, 신흥국에서 가족 기업의 비율이 지속적으로 높은 수준으로 유지되는 이유는 가족 기업이 비 가족 기업과 비교해 갖는 지속 생존에 대한 경쟁우위 요인이 있기 때문일 것으로 추론해 볼 수 있을 것이다. 이러한 관점에서 신흥국 가족 기업들의 장기지향성에 관한 연구는 가족 기업의 장기 생존에 관한 논의에 많은 기여를 할 수 있을 것으로 기대된다.

이러한 고찰에 기반해, 본 연구에서는 신흥국 기업들에 있어서 기업의 장기지향성은 어떤 지배구조 하에서 발현되며, 또 이러한 장기 지향성은 실제 기업의 장기 생존에 어떤 영향을 미치는가에 대한 답을 구해보고자 한다. 구체적으로, 본 연구에서 기업의 소유권(ownership) 및 경영권(management) 특성에 주목하여, 기업의 장기 지향성이 잘 발현될 수 있는 지배구조 특성이 기업의 장기 생존(long-term survival)과 관련이 되는 지에 대한 통계적 분석을 시도한다. 즉, 본 연구에서 밝히고자 하는 것은 ‘장기지향성과 관련된 특정 지배구조 특성 요인들이 실제 기업의 장기 생존 가능성을 높이는지’에 대한 답이다.

이를 위해 본 연구는 1979년 한국 거래소에 상장되어 있었던 총 311개 기업을 대상으로, 1979년 시점에서의 기업의 지배구조 특성이 이후 기업의 장기 생존에 미친 영향을 생존 분석을 통해 검증해 본다. 1970년대 말 상장기업은 한국 근대 산업 초기 발전기에 기업 공개를 한 기업들로, 당시 정부 주도의 산업 정책 하에서 기업화 과정을 겪은 초기 단계의 가족기업들이다. 이러한 기업들로 구성된 본 연구의 데이터 표본은 대부분 창업세대의 가족 기업들로, 가족 기업의 비중이 높아 장기 지향성과 관련된 지배구조 특성의 고찰에 적합할 뿐 아니라, 당시 한국 정부가 제정한 기업공개 촉진법에 의해 일정 수준의 기업 규모와 성과를 내고 있던 다수의 기업들이 비슷한 시기에 상장을 했기에, 기업의 성과 수준 등에 있어 어느 정도 동질성을 확보한 기업들로, 본 연구의 가설을 검증하기에 매우 적합한 표본으로 판단되었다.

본 연구는 그간 기업의 장기지향성에 관한

논의가 개념적 수준에서 머무르고, 실제 이러한 장기지향성의 결과, 즉 기업의 장기 생존에 관한 실증적 고찰이 부족했다는 점에 주목해 (Brigham et al., 2014), 기업의 장기지향성과 관련된 지배구조 특성들과 기업의 장기 생존간의 관계에 대한 실증적 검증을 시도한다. 본 연구의 결과는 실제 기업의 장기 생존에 영향을 미치는 신흥국 기업의 지배구조 특성 요인을 규명함으로써, 신흥국 기업의 지배구조 및 지속 생존에 관한 연구에 중요한 기여를 할 수 있을 것으로 기대된다. 또한, 이러한 고찰은 최근 많은 연구자들의 관심을 받고 있는 기업의 장기 경쟁력과 지속가능성에 도움이 되는 지배구조 설계 방안에 관한 연구들(Crifo et al., 2019; Martin et al., 2016; Paniagua et al., 2019)에 있어서도 의미 있는 기여를 할 수 있을 것으로 기대된다.

본 논문의 구성은 다음과 같다. 제 2장에서는 기업의 지배구조와 기업의 장기 생존에 관련된 기존 문헌 연구를 통해 연구 가설을 도출한다. 제 3장에서는 연구 데이터, 분석 방법 및 변수들의 측정에 대해 논의한다. 제 4장에서는 실증 분석 결과를 제시하고, 이어 제 5장에서 연구 결과의 의의와 한계에 대해 논의한다.

II. 이론적 배경 및 연구 가설

1. 기업의 장기지향성과 장기 생존

가족 기업(family firms)이 장기 지향성(long-term orientations)을 갖게 되는 원인은 무엇인가? 가족의 구성원에 의해 지배, 통제되는 것에 대해 가족 기업의 장점을 주장하는 학자들은 가족 기업의 경영자들은 일반적으로 기업의 지속성(continuity)을 가장 우선적으로 고려하기에 가족 구성원들의 다양한 장기적 이득을 위해 기업을 운영한다고 설명한다 (Gomez-Mejia et al., 2007). 일반적으로 후손에게 경영권을 승계할 계획을 갖고 있는 가족 기업의 경영자는 자신의 재임기간 중 성과뿐 아니라 재임 기간 이후의 기업의 건전성에 대한 고려를 하게 된다(Casson, 1999). 따라서, 이들 가족

기업의 경영자들은 재무적 관점이 아닌 실질적인 사명과 비전을 실천하고 달성하는 것을 목표로 하는 경우가 많은데 (Harris and Martinez, 1994), 이는 비 가족 기업의 경영자들이 대부분 주주들이 중요시 여기는 단기적 재무성과 재고를 중심으로 경영을 하는 경향을 보이는 것과 대비된다.

장기 지향성(long-term orientations)이란 기업이 장기적 관점의 전략과 목표를 추구하는 것뿐 아니라 단기 이익을 희생하면서까지 최소 5~10년 이후에 가시화 될 수 있는 투자를 실행하는 등의 전략적 선택을 하는 것을 포괄적으로 지칭한다 (Le Breton-Miller and Miller, 2006). 이러한 장기지향성은 기업의 전략적 선택과 경영 활동에 영향을 미치게 되어, 궁극적으로 기업의 장기성과에 긍정적 영향을 줄 수 있을 것으로 판단된다.

선행 연구들은 가족 기업의 경영자들이 장기 투자를 선호하는 경향을 보임을 주장한다 (Casson, 1999; Lansberg, 1999). 또한, 가족 기업에서 가족 구성원들(i.e. 자신의 후손)의 미래를 걱정하는 경영자들로 인해 획득된 다양한 자원과 역량은 기업의 장기 생존 가능성을 높이는 주요한 원인이 될 수 있다고 설명한다 (Arregle et al., 2007). 즉, 기업의 경영자들이 지속성(continuity)에 대한 열망으로 인해 전략적 장기 지향성을 갖게 될 경우, 기업의 장기 안정성을 높이는 다양한 자원을 획득하는 데 주력하게 되고, 핵심역량 및 신뢰 등 기업의 장기성과에 도움이 되는 자산이 축적될 것이며, 이러한 자원의 획득은 궁극적으로 기업의 장기 생존(long-term survival)에 긍정적 영향을 미칠 수 있다고 해석해 볼 수 있다.

한편, 기업의 장기 생존은 선행 연구에서 다양한 의미로 사용되어 왔다. 일반적으로 장수(longevity)라는 용어가 수 백 년 이상 생존한 장수 기업들이나 몇 세대에 걸쳐 생존한 가족 기업을 지칭하는 데 사용된다면, 장기 생존이라는 용어는 단기와 비교한 장기의 개념으로 연구에 따라서는 3-5년의 기간을 장기라고 지칭하기도 한다. 본 연구에서는 기업의 장기 생존을 평균 이상의 생존을 의미하는 개념으로 사용하기로 한다.

2. 기업 지배구조 특성과 경영자의 장기지향성

그렇다면 가족 기업의 어떠한 지배구조 특성이 경영자의 장기 지향성 형성에 도움을 주는가? 기존 연구는 경영자가 단기적인 사적이익 추구를 우선시 하거나 또는 기업의 장기 성장과 발전을 우선시 하는 데에 기업의 지배구조 특성이 중요한 영향을 미치는 것으로 설명하고 있다 (Dyer, 2006; Le Breton-Miller and Miller, 2009). 이에, 본 연구에서는 기업 경영자의 장기 지향성에 영향을 미치는 지배구조 특성 요인을 소유권(ownership)과 경영권(management)요인으로 나누어 고찰하고, 기업의 장기 지향성을 높이는 지배구조 특성과 기업의 장기 생존 간의 관계를 규명해본다.

1) 소유권 요인

가족 주주(family ownership)가 기업의 성과와 생존에 미치는 영향에 관한 선행 연구들은 가족 간 유대관계나 가족의 사회정서적 가치(socio-emotional wealth)의 유지 (Chrisman et al., 2003; Gomez-Mejia et al., 2007), 가족의 평판의 보존(Berrone et al., 2012), 그리고 후손에게 사업을 물려주기 위한 장기적 관점의 투자 등을 가족 기업이 비 가족 기업 대비 생존 가능성을 높이는 데 도움을 주는 핵심 원인으로 지목하고 있다 (Miller and Le Breton-Miller, 2003). 가족 주주들의 이러한 가족의 특정한 가치를 지키려는 노력이 기업의 장기 성과와 생존에 긍정적 영향을 줄 수 있을 것이라는 설명이다.

특히, 창업자 가족의 소유가 유지되는 기업들에서는 창업자의 기업이 정신(entrepreneurship)을 기업의 핵심 자산으로 인식하고 창업자의 창업 이념을 기업의 핵심가치로 여기기에, 기업의 중요한 전략적 의사결정에 있어 창업 이념을 지속적으로 실천하는 의사결정을 하는 경향이 있다. 전 세계 매출 1위 기업이자 1962년 창업 이후 현재까지 월튼 가족에 의한 지배가 유지되고 있는 월마트의 경우, 창업자 샘 월튼의 창업 이념이었던 상시저가(Everyday Low Price)

를 실천하기 위해 경영자들은 지속적으로 원가 절감을 위한 투자와 노력을 했고, 궁극적으로 이러한 과정에서 획득된 원가경쟁력은 월마트의 핵심 경쟁력이 되었다. 선행연구에서도 장수기업들은 기업의 핵심 가치를 지속적으로 실천하였고, 이는 기업의 전략 및 운영 방침에 투영되어 기업의 장기 생존에 긍정적 영향을 미쳤다고 설명하고 있다 (Collins and Porras, 1994; Miller and Le Breton-Miller, 2005). 또한, 창업자 가족 주주들은 자산의 대부분을 해당 기업에 집중적으로 투자하고 있는 경우가 많아 기관 투자자들과 달리 분산 투자가 어렵다는 점에서 장기적 투자자이기도 하다 (Anderson and Reeb, 2003).

이러한 논의를 종합해보면, 창업자 가족에 의한 소유는, 기업의 경영자가 장기지향성을 갖고 전략적 이니셔티브를 꾸준히 추진하는 것이 가능할 뿐 아니라, 창업 이념에 기반한 핵심 가치의 지속적 실천으로 인해 기업의 경영 안정성에 긍정적 영향을 미칠 것으로 추론해 볼 수 있을 것이다. 따라서, 본 연구에서는 다음의 가설을 설정하였다.

H1: 창업자 가족의 소유가 유지되고 있는 기업일 경우 기업의 장기 생존 가능성은 높아질 것이다.

한편, 기존 지배구조 관련 연구들은 소유지분이 분산된 기업의 경우 장기적 관점의 투자를 하는 것이 어렵다고 설명한다. 소유와 통제가 분산될 경우, 경영자의 사적이익 극대화 욕구에 의한 기회주의적 행동을 할 가능성이 높고 궁극적으로 기업의 장기 성과에 부정적 영향을 미칠 수 있다는 것이다 (Lee et al., 2003). 또한, 지배주주가 없는 경우, 기관투자자들이 적극적인 투자행동으로, 높은 배당을 요구하거나 단기적 성과를 내지 못하는 경영진 교체를 요구하는 등, 기업 경영자의 장기 지향성 형성에는 부정적 영향을 미치게 될 가능성이 높다 (Crutchley et al., 1999)

또한, 청지기 이론에 의하면 경영자의 청지기 정신 (stewardship)은 조직의 지배구조가 경영자에게 높은 수준의 권한을 위임할 수 있는

구조에서 잘 실현된다 (Donaldson and Davis, 1991). 즉, 대주주 지분 집중도가 높아 주주 간 이해관계 다툼이 적고, 경영자의 전략적 의사 결정에 간섭이 적을 경우, 청지기 정신을 가진 경영자는 조직에 대한 강한 심리적 유대감을 형성하게 되고, 기업의 장기 번영을 위한 핵심 역량 개발 및 장기 투자에 집중하게 하게 될 가능성이 높아진다 (Le Breton-Miller and Miller, 2009).

이러한 논의를 종합해보면, 대주주의 소유지분 집중도가 높을수록, 기업의 경영자가 장기 지향성을 갖고 전략적 이니셔티브를 꾸준히 추진하는 것이 가능할 뿐 아니라, 지분 분산으로 인한 경영권 분쟁 등의 위험 요인이 낮아 기업의 경영 안정성에 긍정적 영향을 미칠 것으로 추론해 볼 수 있을 것이다. 따라서, 본 연구에서는 다음의 가설을 설정하였다.

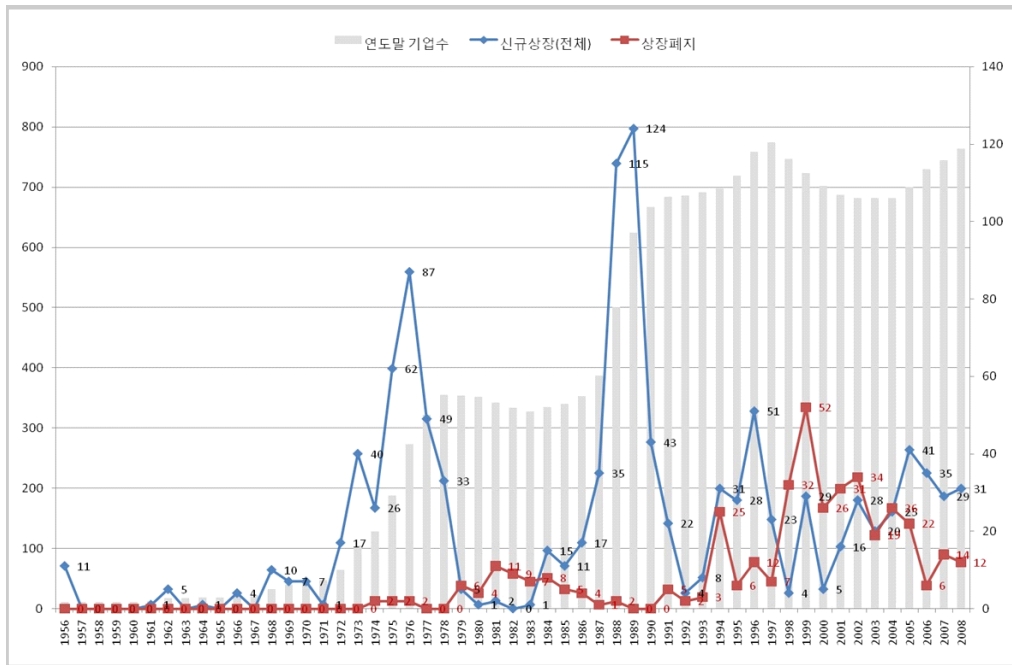
H2: 대주주의 소유지분 집중도가 클수록 기업의 장기 생존 가능성이 높을 것이다.

2) 경영권 요인

한편, 기존 기업의 지배구조 연구는, 경영자의 소유지분을 대리인 비용을 완화시키는 기제로 인식한다. 즉, 소유지분이 큰 경영자의 경우에는 경영자의 사적이익 추구 (self-serving behavior) 등으로 특징지어지는 대리인 문제를 완화시키기 때문에 경영성과에 유리한 측면이 있다는 것이다 (Demsetz and Lehn, 1985; Stein, 1989). 또한, 청지기 이론 (stewardship theory)을 주장하는 학자들에 의하면, 대규모 소유 지분을 가진 경영자는 스스로 대리인 (agent)이 아닌 청지기 (steward)로 인식하게 되어 기업의 장기성과에 대해 더 책임을 지려는 경향이 있다 (Davis, Schoorman and Donaldson, 1997). 즉, 소유 지분이 많은 경영자는 기업의 장기적 성장에 도움이 된다면, 단기적 이익을 희생하고서라도 기업의 미래를 위한 투자를 더 많이 할 유인을 갖는다는 것이다.

한편, 경영자의 소유지분 파워 (ownership power)와 경영자의 재임기간 간의 관계에 대한 기존 연구에 의하면 소유 지분이 높은 경영

Fig. 1. New Company Listing and Delisting from 1956 to 2008



자가 재임기간도 길다 (Allen, 1981; Boeker, 1992). 따라서, 경영자가 높은 소유지분을 갖는 경우, 경영자는 단기 수익 극대화보다 장기적 기업 건전성을 고려하는 전략적 지향성을 보일 가능성이 높아지며, 장기 재임으로 인해 이러한 전략을 지속적으로 실천할 수 있다면, 궁극적으로 기업의 장기 생존에 도움을 줄 수 있을 것이다 (Ahn, 2018).

이러한 논의를 종합해 보면, 소유지분이 큰 경영자는 장기적 관점의 의사 결정을 하는 경향이 높고 (Davis et al., 1997), 이러한 장기지향성은 궁극적으로 기업의 장기적 건전성에 긍정적인 영향을 미칠 것으로 추론해 볼 수 있다. 이에 따라 아래의 가설을 제시한다.

H3: 최고경영자가 최대주주일 경우 기업의 장기 생존 가능성은 높아질 것이다

Ⅲ. 연구 방법론

1. 표본 및 자료 수집

본 연구의 대상 기업군은 1979년 한국 거래소에 상장 되어 있었던 기업 311개이다. 본 연구의 데이터 표본은 한국의 근대 산업 발전 초기의 상장 가족 기업들로 구성된 데이터로, 한국 근대 산업 발전 태동기에 국가주도의 강력한 산업정책의 영향권 내에서 비슷한 시기에 기업 공개 및 기업화 단계를 겪은 기업들이라는 점에서 신흥국 기업의 지배구조가 기업의 장기 생존에 미치는 영향에 대한 본 연구 결과의 가치를 높이는 데 다음과 같은 기여를 할 것으로 기대된다. 첫째, 연구의 표본은 대부분 거래소 상장 초기 기업들로 구성되었다는 점에서 초기 기업의 지배구조에 투영된 기업의 전략적 지향성이 이후 기업의 장기 생존에 미친 영향을 고찰하는 본 연구의 표본으로 적합하다. 둘째, 연구의 표본은 초기 상장 기업들로 일정 수

Table 1. Founding Year of Sampled Companies

Founding Year	Number of Companies	Ratio
~1950	25	8.0%
1951~1960	121	38.9%
1961~1970	131	42.1%
1971~	34	10.9%
Total	311	100%

Table 2. Industry Sector of Sampled Companies

Industry Sector	Number of Companies	Ratio
1st industry	9	2.9%
Manufacturing	212	68.2%
Construction	45	14.5%
Service	45	14.5%
Total	311	100%

준의 기업 규모 및 경영 성과 등의 상장 조건에 부합하는 기업들로 구성되어 있기에, 기업의 규모나 성과 등이 매우 중요한 초기 생존을 극복한 이후의 기업들에 대한 장기 생존 요인을 고찰하는 본 연구의 표본으로 매우 적합하다.

한국거래소에서 발간한 ‘1979 상장회사 총람’을 통해 자료 확보가 가능한 총 354개의 기업 중 금융업에 속하는 43개 기업을 제외한 311개 기업 자료를 분석하였다. 연구 대상 기업들의 설립연도는 1950년 이전 설립 25개, 1950년 대 설립 기업 121개, 1960년 설립 기업 131개, 그리고 1970년 대 설립 기업 34개이다.

〈Fig. 1〉에서 회색으로 표시된 막대 그래프에서 확인할 수 있듯이, 한국 거래소 상장기업 수는 1970년 초반까지 10개 내외로 유지되다가 1972년 말 정부가 자본시장 활성화를 위해 ‘기업공개촉진법’을 도입해 기업 공개(상장) 요건을 갖추었으면서 상장을 하지 않는 기업들에게 불이익을 주기 시작하면서 1973년-1978년까지 총 340개의 기업이 기업 공개를 했다. 따라서 본 연구의 표본 데이터인 1979년 상장기업들은 한국 거래소 초기에 상장된 대부분의 기업을 포함하는 데이터이다. 연구 표본의 산업별 및 설립연도별 분포를 〈Table 1〉과 〈Table 2〉에

정리하였다.

개별 기업들의 구체적인 재무지표 데이터와 지배구조 관련 데이터는 ‘상장회사총람(Annual Reports of KSE Listed Companies)’을 활용하여 수집하였다. 1970년대 기업 데이터는 자료가 책자의 형태로만 존재하기에 책자의 자료를 디지털 자료로 변환하는 작업을 수작업으로 진행하였다. 자료의 입력과 교차 검증에는 2명의 연구 조교 인력의 도움을 받았다. 기업의 상장 폐지 여부를 확인하기 위해서는 KISVALUE에서 제공하는 상장폐지 기업 데이터를 활용하였다. 상장 폐지 기준은 기업의 최초 법인코드가 유지된 경우 상장이 유지된 것으로 간주하였다.

2. 분석방법

본 연구에서 제시된 가설들은 콕스 회귀 모형(Cox regression model)을 사용하여 분석되었다. 콕스 회귀 모형은 다변량 분석으로 비모수적(nonparametric method) 추정방법이다. 콕스 회귀 모형에서는 누적 생존 확률, 즉 일정 시간이 지난 후 어느 특정 시점에 살아있는 사건의 비율이 종속변수이며 다음과 같이 표시한다. S는 생존 함수(survival function)를 의미한다.

$$S(t)=[S_0(t)]^b$$

$$b=\exp(\beta_1 Z)$$

여기에서 β 는 회귀계수를, Z 는 공변인 (covariate)을 의미하며 연속형 또는 범주형 변수 모두 분석에 사용할 수 있다. 콕스 회귀 모형은 관찰 기간 중 생존 실패가 일어나지 않은 우측 중도절단 자료 (right-censored data)를 분석에 포함시킬 수 있다는 점에서 생존 분석에 널리 쓰이는 방법론이다. 또한, 콕스 회귀 모형은 비모수 추정 방법(nonparametric method)으로, 생존시간의 관측 값 중에서 실제로는 그 값들의 순위만 사용하기에, 강한 모수적 가정을 필요로 하지 않으면서 각 변인의 영향력을 확인할 수 있다는 장점이 있어 생존 분석에 적합하다. 따라서, 본 연구의 분석 모델로 적합한 것으로 판단하였다.

3. 변수의 측정

1) 종속변수

본 연구의 종속변수는 기업의 장기 생존으로 기준연도인 1979년 이후 1999년까지 20년간의 관찰기간 동안 개별 기업의 상장 유지 여부 및 상장 기간이다. 본 연구에서 20년간의 관찰 기간을 설정한 이유는 다음과 같다. 첫째, 본 연구에서는 기업의 장기 생존을 평균 이상의 생존 개념으로 접근하였기에, 본 연구 표본의 기업 연령 평균 값인 18.3년 이상 생존한 기업을 장기 생존 기업으로 간주할 수 있을 것으로 판단하였다. 둘째, <Fig. 1>에서 볼 수 있듯이, 연도별 상장 폐지 기업 수는 1998년 이전까지는 10개 미만으로 유지되다가 1998년에 32개 기업, 1999년 52개 기업이 상장폐지가 되었다. 이는 1997년 말 발생한 IMF 유동성 위기 당시의 상황을 반영한 결과일 것으로 판단되며, 이후 상장 폐지 기업 수는 서서히 줄어드는 것을 확인할 수 있다. 기업의 장기 생존은 기업들이 주요 생존의 위기를 극복한 결과로 해석해 볼 수 있다는 것을 전제로 할 때, 1999년까지 상장을 유지한 기업들은 장기 생존 역량을 갖춘 기업들로 판단하는 것에 무리가 없는 것으로 판단

되었다.

또한, 기업의 상장 폐지는 반드시 기업의 생존 실패를 의미하는 것은 아니지만, 관련 선행 연구들에서도 상장기업을 대상으로 한 연구들에서 상장 실패를 생존 실패의 대위변수로 사용하였으며 (He, 2008; Ahn, 2018), 한국 거래소 상장기업의 상장 사유를 분석한 결과 95%에 달하는 기업의 상장 폐지 원인은 경영 성과 악화로 인한 경우 (예를 들면 일정 수준 이상의 자본 잠식이나 부도 발생, 시가총액 미달 등)이어서, 상장 폐지를 생존 실패의 대위 변수로 사용하는 것에 무리가 없다고 판단되었다. 변수의 측정은 기업의 상장 유지 여부는 상장을 유지한 경우를 1로 상장폐지가 발생한 경우를 0으로 더미코딩 하였고, 생존 기간은 각 기업별로 1979년부터 상장폐지 시점까지의 생존 기간을 측정하였다. 1999년 말까지 상장이 유지되고 있는 기업의 경우엔 우측절단자료 (right-censored data)로 처리하였다.

2) 독립 변수

Founding Family Ownership. 창업자 가족의 소유여부는 상장회사총람의 “주주현황 (Major Holders)” 자료에 나와 있는 주주를 기준으로 1979년 시점에서 창업자 또는 창업자 가족이 대주주 지위를 유지하고 있는 경우로 판단하였다. 창업자 가족이 대주주를 유지하고 있는 경우를 1, 그렇지 않은 경우를 0으로 더미코딩하였다. 창업자 가족의 지분에는 계열사에 의한 지배도 포함하였다.

CEO as Largest shareholder. 최고경영자(대표이사)가 최대주주인지 여부를 기준으로 1979년 시점에서 최고경영자가 최대주주인 경우 1, 그렇지 않은 경우를 0으로 더미코딩 하였다. 최고경영자의 판단기준은 “경영진(Officers)”에 표기된 순서에 근거하였고, 대표이사가 둘 이상인 경우는 리스트의 순서 상 가장 위에 있는 대표이사를 기준으로 하였다.

Ownership Concentration. 소유 지분 집중도는 대주주 지분 중 최대주주의 주식 비중을 Herfindal Index (각 대주주지분소유지분집중도 = 최대주주지분을 제곱/각 주주의 지분을 제

Table 3. Means, Standard Deviations and Correlations

Variables	1	2	3	4	5	6	7	8
1 Survival	1	.227***	.051	.176***	.118***	.087	.192***	.144**
2 Founding family Ownership		1	.079	.266***	.001	.188***	.153***	.037
3 Ownership Concentration			1	.982	-.123**	-.081	-.077	.194***
4 CEO as largest shareholder				1	.046	.098	.031	.004
5 Firm Age					1	.170***	.053	.132**
6 Firm Size						1	.002	.060
7 Profitability							1	.071
8 R&D Investment								1
Mean	0.74	0.75	0.74	0.63	18.33	6.22	0.05	1.02
S.D.	0.44	0.43	0.20	0.48	8.33	.47	0.08	0.25

Note: *** p<0.01, ** p<0.05

곱합) 로 측정하였다. “주주 현황” 자료에 나와 있는 주주를 기준으로 1-10대 주주까지 모두 포함하였으며, 개인 및 관계사 지분은 모두 포함시키되 은행 및 보험회사 등 금융기관 지분은 제외하였다. 특정 연도 데이터 오류 및 지분 변동 등으로 인한 데이터의 왜곡 발생 가능성을 최소화하기 위해 1978-1980년 3개년 데이터 평균값을 활용하였다.

3) 통제 변수

Firm Age. 기업의 나이는 기존 연구에서 기업의 생존율에 영향을 미치는 핵심 요인으로 설명된다 (Freeman, Carroll and Hannan, 1983). 1979년 말 시점에서 각 기업의 나이를 계산하기 위해 1979에서 설립연도를 뺀 값을 구하였다.

Profitability. 기업의 장기 생존과 밀접한 것으로 알려져 있는 기업의 수익성(Denrell, 2004)은 1976-1978년 3개년간의 총자산이익률의 평균값을 사용하였다.

Firm Size. 기업의 규모 역시 기존 많은 연구에서 기업의 생존율에 영향을 미치는 요인으로 보고된다 (Aldrich and Auster, 1986). 기업의 규모는 1976-1978년 3개년간의 총자산 평균 값에 로그를 취한 값을 사용하였다.

R&D Investment. 기업의 연구개발 관련 투

지는 기업의 장기적 투자 성향을 측정하기 위해 가장 많이 사용되는 변수 중 하나이다 (Amihud and Lev, 1999; Hill and Snell, 1989). 1970년대 기업의 R&D투자 관련 재무 데이터는 존재하지 않아, 상장회사총람에서 제공하는 연도별 사무직과 기술직 종업원의 인건비 자료를 활용하였다. 기술직 근로자 인건비가 사무직 인건비 보다 높다는 것은 해당 기업의 기술이 난이도가 있거나 어려워 기술직 인건비가 높게 형성되어 있는 경우이거나, 또는 해당 기업이 기술 개발을 매우 중요하게 생각해 기술직 인력에 투자를 많이 하는 경우일 것이다. 이 두 경우 모두 기업의 연구개발 투자 수준이 상대적으로 높은 것으로 해석해 볼 수 있을 것이다. 변수는 1979년 상장회사총람의 각 기업별 사무직 인건비 대비 기술직 인건비로 측정하였다.

Listing Year. 상장시기에 따라 기업의 생존이 영향을 받을 가능성을 고려해 상장 시기를 3개의 구간으로 나누어 변수화 하였다. 먼저, 상장기간이 3년 미만인 기업들(Listing Year 77~)과 3년 이상인 기업을 구분하고, 3년 이상인 기업들 중에서는 ‘기업공개촉진법’ 도입 시점을 기준으로 1972년 이전 상장한 기업들(Listing Year ~72)과 이후 상장한 기업들(Listing Year 73~76)을 구분하여 총 3개의 구간으로 나누어 더미코딩 하였다.

Industry Sector. 산업의 특성 역시 기업의

Table 4. Results of Cox Regression Analysis

Classification	Model 1		Model 2	
	Standard Error	Standardized Coefficient(β)	Standard Error	Standardized Coefficient(β)
Focal Variables				
H1 Founding Family Ownership	0.260	-0.667 **	0.212	-0.330
H2 Ownership Concentration	0.600	-0.335 *	0.475	-0.786 *
H3 CEO as Largest shareholder	0.250	-0.714 ***	0.199	-0.664 ***
Control Variables				
Firm Age	0.023	-0.129 ***	0.016	-0.088 ***
Profitability	1.083	-3.322 ***	0.997	-3.646 ***
Firm Size	0.272	-0.233 **	0.215	0.008
R&D Investment	0.545	-0.997 *	0.417	-0.565
Listing Year_(~72)	0.504	-0.623	0.397	-0.705 *
Listing Year_(73~76)	0.272	-0.305	0.219	-0.425 *
Industry_Manufacturing	0.343	-1.307 ***	0.272	-1.227 ***
Industry_1st	0.738	0.134	0.587	0.274
Industry_Service	0.423	-0.929 **	0.326	-0.985 **
-2 Log Likelihood	685.87		1120.50	
Chi-square (d.f.)	97.129	(12) ***	105.00	(12) ***

Notes: 1. Dependent Variable: Model 1 (Survival till 1999), Model 2(Survival till 2009)

2. ***p<0.01, **p<0.05 and *p<0.10

생존율에 영향을 미치는 주요 요인으로 설명된다. 상장회사총람에 구분되어 있는 총 21개의 산업군을 1차 산업(농업, 어업 및 광업), 제조업(음식료, 섬유, 화학, 기계, 철강 등), 건설업, 그리고 서비스업의 4개로 구분하여 더미 코딩하였다.

값, 분산 값 및 상관계수 값을 보여준다. 분석에 포함된 기업들의 평균 연령은 18년이다. 관찰기간 중 생존 실패, 즉 상장폐지가 일어난 기업의 비율은 26%였다. 분석에 사용된 변수 간 VIF 값을 확인한 결과 다중공선성의 문제는 발생하지 않았다.

IV. 연구 결과

1. 기초통계량 및 상관관계

(Table 3)은 분석에 사용된 변수들의 평균

2. 콕스회귀분석 결과

(Table 4)는 콕스 회귀 분석 결과이다. 모든 변수를 포함한 최종 모형의 회귀계수, 표본오차, 유의수준을 모델 1에 보고하였다. 가설 1에서 예측한대로 창업자 가족의 소유 여부는 부

(-)의 유의한 계수 값을 보여 ($\beta = -0.667$, $p < .05$), 창업자 가족에 의한 소유가 유지된 기업의 이후 장기 생존 가능성이 높은 것으로 나타났다. 가설 2를 검증하기 위한 대주주 지분 집중도 변수 역시 부(-)의 유의한 계수 값 ($\beta = -0.335$, $p < 0.1$)을 보여, 소유 지분 집중도가 높으면 생존 가능성이 높을 것이라는 가설 2도 지지되었음을 확인할 수 있다. 가설 3에서 설정한 최고경영자가 최대주주인 경우를 나타내는 더미 변수 역시 매우 강한 부(-)의 유의성을 보여($\beta = -0.714$, $p < 0.01$), 최대주주가 최고경영자인 기업의 이후 장기 생존 가능성이 높은 것을 확인하였다. 통제변수에서도 기업의 장기 생존에 유의한 영향을 미치는 변수가 몇몇 발견되었다. 기업 나이와 수익성 변수는 매우 강한 유의성($p < 0.01$)을 보여, 기존 연구의 결과들을 지지하였다(Freeman et al., 1983; Aldrich and Auster, 1986). 기업의 R&D 투자 변수가 부(-)의 유의성($\beta = -0.997$, $p < 0.1$)을 보인 것은, 기업의 R&D 투자는 기업의 장기 투자 성향을 나타내는 변수로 많이 활용되는 바, 장기 투자 성향이 기업의 장기 생존에 긍정적 영향을 미치는 것을 직접적으로 확인한 결과로도 볼 수 있어 흥미롭다. 또한, 산업 군 간 생존율 차이의 경우, 건설업을 기준으로 할 때 제조업 ($\beta = -1.307$, $p < 0.01$)과 서비스업 ($\beta = -0.929$, $p < 0.05$)의 장기 생존 가능성이 유의하게 높은 수준인 것으로 나타났다. 이는 산업의 발전 단계상 2차 산업(제조업)과 3차 산업(서비스업)에 속한 기업들의 생존 가능성이 높았던 것으로 해석해 볼 수 있을 것이다. 상장연도 더미 변수는 유의하지 않게 나왔다.

결과에 대한 민감도 분석을 위해 2009년까지의 생존을 종속변수로 하는 모델을 구성하여 콕스 분석을 추가로 실시하였다. <Table 4>의 모델 2에서 확인할 수 있듯이 대부분의 변수에 있어 유사한 결과를 냈다. 다만, 창업자 가족에 의한 소유는 더 이상 유의하지 않게 나타났는데, 이는 가족 기업에 있어 세대 간 승계이후의 생존 가능성은 지속적으로 낮아진다는 기존 연구의 설명과 맥락을 같이 하는 것으로 볼 수 있어 흥미로운 결과이다.

V. 결론 및 논의

1. 논의 및 시사점

본 연구는 신흥국 기업의 특정 지배구조 특징이 기업의 장기 생존 가능성을 높이는 지를 고찰하였다. 이를 위해 기업의 장기지향성을 높이는 지배구조 특성 변수들과 기업의 장기 생존 간의 관계를 탐색하였다. 연구 결과는, 창업자 가족의 소유가 유지된 경우, 대주주 소유 지분 집중도가 높을수록, 그리고 최고경영자가 최대주주인 경우 기업의 장기 생존 가능성이 높아지는 것으로 나타났다. 이러한 결과에 대해서는 다음의 해석이 가능하다.

첫째, 창업자 가족의 소유가 기업의 장기 생존 가능성을 높이는 것과 관련해서는 창업자의 기업가적 지향성 (entrepreneurial orientation)을 그 원인으로 설명해 볼 수 있을 것이다. 창업자의 창업 이념은 대부분 세대를 뛰어넘는 미래지향적인 이념인 경우가 많고, 창업자 가족은 이러한 창업 이념을 계승하기 위해 이와 관련된 기업의 핵심 역량에 지속적인 투자를 하는 경향이 있다는 점에서, 이는 기업의 장기 생존 가능성을 높이는 데 긍정적 영향을 주는 요인이 될 것이라는 해석이 가능하다. 둘째, 대주주의 소유지분이 높을수록 장기 생존 가능성이 높은 것은 소유지분의 집중된 실제 대규모 자산 매입이나 인수 합병 등 기업의 장기적 투자에 있어서의 높은 재량권을 갖게 되고, 장기 지향성에 기반한 전략 실행을 할 수 있는 여건이 형성되어 궁극적으로 장기성과에 도움이 되었기 때문이라는 해석을 해 볼 수 있을 것이다. 마지막으로, 최고경영자가 최대주주인 경우 장기 생존 가능성이 높았던 것은, 최고경영자는 자신의 평판(reputation)과 부(wealth)가 기업의 성공에 의해 좌우된다는 생각을 하기에, 경영자의 소유지분은 경영자로 하여금 기업의 장기 성장과 변형을 고려하는 장기지향성을 갖게 되는 동기 요인으로 작용할 것이기 때문으로 설명해 볼 수 있다.

본 연구는 그간 기업 지배구조가 기업의 성과에 미치는 영향을 장기적 관점에서 고찰한

실증 연구는 부족했다는 점에서 관련 연구에 의미 있는 기여를 할 것으로 기대된다. 또한, 본 연구는 그간 논의를 지속해 온 신흥국에서의 가족기업의 경쟁우위에 관한 논의에서 가족기업의 특정 지배구조 특성이 기업의 장기성과에 있어 우위요인을 작용할 가능성에 대한 단초를 제공해 가족 기업 연구에도 기여하는 바가 클 것으로 기대된다. 마지막으로는 궁극적으로 이러한 결과는 신흥국가들에서 가족기업의 비중이 왜 지속적으로 높아지는 지에 대한 설명을 제공했다는 점에서도 의의가 있다.

2. 한계점 및 제언

본 연구는 기업의 장기지향성과 이에 영향을 줄 것으로 예측되는 기업의 지배구조 특성이 기업의 실제 장기 생존 가능성을 높이는 지에 대한 분석을 시도했다. 본 연구에서는 선행 연구에서의 기업의 장기 생존관련 연구에서의 방법론을 적용해 특정 시점(t)에서의 요인들이 이후의 생존기간 (t+n)에 미친 영향을 고찰하였다 (Bercovitz and Mitchell, 2007). 기업의 대주주 지위 및 대주주 지분 등의 지배구조 요인 등이 연도별 변화 폭이 크지 않고 일정 기간 유지될 것을 전제로, 특정 시점의 요인 값이 이후 장기

생존 가능성에 미치는 영향력을 고찰하였다. 이러한 연구 방법론은 Hambrick and D'Aveni (1988)가 지적한 바대로 실제 기업의 생존 실패의 징후는 10-15년 이전부터 관측될 수 있는 현상이라는 것과, Bercovitz and Mitchell (2007)의 연구에서 실제 17년의 관찰 기간을 적용해 분석한 것을 참조하여 적용하였기에, 연구 결과에 대한 신뢰성은 어느 정도 확보된 것으로 판단된다. 그럼에도 불구하고, 연도별 지배구조 변화요인 등을 분석에 고려하지 못했다는 한계를 갖는다. 향후 연구에서는 이러한 단점을 보완해 패널 데이터 구성 등을 통해 보다 정밀한 검증을 진행해 볼 수 있을 것이다. 또한, 상장기업의 장기 경쟁력 상실을 측정하기 위한 변수로 상장 기업의 상장폐지를 사용하였는데, 연구 방법론에서 밝힌 바대로 상장기업의 주된 상장폐지 요인이 기업의 저 성과였다는 점에서 연구 결과의 신뢰성에 큰 문제가 없다고 판단되지만, 기업의 상장폐지는 반드시 기업의 생존 실패를 의미하는 것이 아니라는 점에서 연구의 한계가 있다. 상장폐지 사유와 이후 경영성과 등의 추적을 통해 보다 정밀한 데이터에 기반 한 분석이 이루어질 수 있다면 연구 결과의 신뢰성을 높이는 데 도움이 될 것으로 판단된다.

References

- Adams, P., I. M. B. Freitas and R. Fontana (2019), "Strategic orientation, innovation performance and the moderating influence of marketing management," *Journal of Business Research*, 97(4), 129-140.
- Ahmad, S., K.A. Siddiqui and H.M. AboAlsamh (2020), "Family SMEs' survival: the role of owner family and corporate social responsibility", *Journal of Small Business and Enterprise Development*, 27(2), 281-297
- Ahn, S. Y. (2018), "Founder succession, the imprint of founders' legacies, and long-term corporate survival," *Sustainability*, 10(5), 1485.
- Ahn, S. Y., and D. J. Park (2018), "Corporate social responsibility and corporate longevity: The mediating role of social capital and moral legitimacy in Korea," *Journal of Business Ethics*, 150(1), 117-134.
- Allen, M. P. (1981), "Power and privilege in the large corporation: Corporate control and managerial compensation," *American Journal of Sociology*, 86(5), 1112-1123.

- Amihud, Y. and B. Lev (1999), "Does corporate ownership structure affect its strategy towards diversification?," *Strategic Management Journal*, 20(11), 1063-1069.
- Anderson, R. C., S. A. Mansi and D. M. Reeb (2003), "Founding family ownership and the agency cost of debt," *Journal of Financial Economics*, 68(2), 263-285.
- Arregle, J. L., M. A. Hitt, D. G., Sirmon and P. Very (2007), "The Development of Organizational Social Capital: Attributes of Family Firms," *Journal of Management Studies*, 44(1), 73-95.
- Bennedsen, M. and B. Henry (2016), *Hénokiens: The Families and Firms Who Made History*. INSEAD
- Bercovitz, J. and W. Mitchell (2007), "When is more better? The impact of business scale and scope on long-term business survival, while controlling for profitability," *Strategic Management Journal*, 28(1), 61-79.
- Berrone, P., C. Cruz and L. R. Gomez-Mejia (2012), "Socioemotional wealth in family firms: Theoretical dimensions, assessment approaches, and agenda for future research," *Family Business Review*, 25(3), 258-279.
- Boeker, W. (1992), Power and managerial dismissal: Scapegoating at the top, *Administrative Science Quarterly*, 37, 400-421.
- Brigham, K. H., G. T. Lumpkin, G. T. Payne and M. A. Zachary (2014), "Researching long-term orientation: A validation study and recommendations for future research," *Family Business Review*, 27(1), 72-88.
- Burkart, M., F. Panunzi and A. Shleifer (2003), "Family firms," *The Journal of Finance*, 58(5), 2167-2201.
- Casson, M. (1999), "The economics of the family firm," *Scandinavian Economic History Review*, 47(1), 10-23.
- Chrisman, J. J., J. H. Chua and P. Sharma (2003), "Current trends and future directions in family business management studies: Toward a theory of the family firm," *Coleman White Paper Series*, 4(1), 1-63.
- Ciravegna, L., L. Kano, F. Rattalino and A. Verbeke (2020), "Corporate diplomacy and family firm longevity," *Entrepreneurship Theory and Practice*, 44(1), 109-133.
- Cox, D. R. (1972), "Regression models and life-tables, Journal of the Royal Statistical Society." *Series B Methodological*, 187-220.
- Collins, J. C., and J. I. Porras (1994), *Built to last: Successful habits of visionary companies*, Random House.
- Crifo, P., E. Escrig-Olmedo and N. Mottis (2019), "Corporate governance as a key driver of corporate sustainability in France: The role of board members and investor relations," *Journal of Business Ethics*, 159(4), 1127-1146.
- Crutchley, C. E., M. R. Jensen, J. S. Jahera, and J. E. Raymond (1999), "Agency problems and the simultaneity of financial decision making: The role of institutional ownership," *International Review of Financial Analysis*, 8(2), 177-197
- Demsetz, H. and K. Lehn (1985), "The structure of corporate ownership: Causes and consequences," *The Journal of Political Economy*, 93(6), 1155-1177.
- Denrell, J. (2004), "Random walks and sustained competitive advantage," *Management Science*, 50(7), 922-934
- Donaldson, L. and J. H. Davis (1991), "Stewardship theory or agency theory: CEO governance and shareholder returns," *Australian Journal of Management*, 16(1), 49-64.
- Dyer, W. G. (2006), "Examining the "family effect" on firm performance," *Family Business Review*, 19(4), 253-273.

- Gimeno, J., T. B. Folta, A.C. Cooper, and C. Y. Woo (1997). "Survival of the fittest? Entrepreneurial human capital and the persistence of underperforming firms," *Administrative Science Quarterly*, 42(4), 750-783.
- Gómez-Mejía, L. R., K. T. Haynes, M. Núñez-Nickel, K. J. Jacobson and J. Moyano-Fuentes (2007), "Socioemotional wealth and business risks in family-controlled firms: Evidence from Spanish olive oil mills," *Administrative Science Quarterly*, 52(1), 106-137.
- Hakala, H. (2011), "Strategic orientations in management literature: Three approaches to understanding the interaction between market, technology, entrepreneurial and learning orientations." *International Journal of Management Reviews*, 13(2), 199-217.
- Hambrick, D. C., and R. A. D'Aveni(1988), "Large corporate failures as downward spirals," *Administrative Science Quarterly*, 33(1), 1-23.
- Harris, D., J. I. Martinez and J. L. Ward (1994), "Is Strategy Different for the Family-Owned Business?," *Family Business Review*, 7(2), 159-174.
- He, L. (2008), "Do founders matter? A study of executive compensation, governance structure and firm performance"," *Journal of Business Venturing*, 23(3), 257-279.
- Hill, C. W. and S. A. Snell (1988), External control, corporate strategy, and firm performance in research-intensive industries," *Strategic Management Journal*, 9(6), 577-590.
- Hoffmann, C., T. Wulf and S. Stubner (2016). "Understanding the performance consequences of family involvement in the top management team: The role of long-term orientation," *International Small Business Journal*, 34(3), 345-368.
- Jaskiewicz, P., J. G. Combs and S. B. Rau (2015), "Entrepreneurial legacy: Toward a theory of how some family firms nurture transgenerational entrepreneurship," *Journal of Business Venturing*, 30(1), 29-49.
- Lansberg, I., E. L. Perrow and S. Rogolsky (1988), "Family business as an emerging field," *Family Business Review*, 1(1), 1-8.
- Le Breton-Miller, I., and D. Miller (2006), "Why Do Some Family Businesses Out-Compete? Governance, Long-Term Orientations, and Sustainable Capability," *Entrepreneurship Theory and Practice*, 30(6), 731-746.
- Le Breton-Miller, I. and D. Miller (2009), "Agency vs. stewardship in public family firms: A social embeddedness reconciliation," *Entrepreneurship Theory and Practice*, 33(6), 1169-1191.
- Lee, K. S., G. H. Lim and W. S. Lim (2003), "Family business succession: Appropriation risk and choice of successor," *Academy of Management Review*, 28(4), 657-666.
- Löhde, A. S. K., A. Calabrò and M. Torchia (2020), "Understanding the main drivers of family firm longevity: the role of business family learning." *International Studies of Management and Organization*, 50(2), 130-152.
- Lumpkin, G. T., K. H., Brigham and T. W. Moss (2010), "Long-term orientation: Implications for the entrepreneurial orientation and performance of family businesses." *Entrepreneurship and Regional Development*, 22(3), 241-264.
- Martin, G., Farnsdale, E., Paauwe, J., and P. G. Stiles (2016), "Corporate governance and strategic human resource management: Four archetypes and proposals for a new approach to corporate sustainability." *European Management Journal*, 34(1), 22-35.
- Memili, E., Chrisman, J. J., and J. H. Chua (2011), "Transaction costs and outsourcing decisions in small-and

- medium-sized family firms.” *Family Business Review*, 24(1), 47-61.
- Miller, D., I. Le Breton-Miller, R. H. Lester and A. A. Cannella Jr (2007), “Are family firms really superior performers?,” *Journal of Corporate Finance*, 13(5), 829-858.
- Miller, D. and I. Le Breton-Miller (2005), *Managing for the long run: Lessons in competitive advantage from great family businesses*, Harvard Business Press.
- Miller, D., and I. Le Breton-Miller (2006), “Family governance and firm performance: Agency, stewardship, and capabilities.” *Family Business Review*, 19(1), 73-87.
- Morck, R., and B. Yeung (2003), “Agency problems in large family business groups,” *Entrepreneurship Theory and Practice*, 27(4), 367-382.
- Paniagua, J., R. Rivelles and J. Sapena (2018), “Corporate governance and financial performance: The role of ownership and board structure.” *Journal of Business Research*, 89, 229-234.
- Salvato, C., A. Minichilli and R. Piccarreta (2012), “Faster route to the CEO suite: Nepotism or managerial proficiency?,” *Family Business Review*, 25(2), 206-224.
- Schulze, W. S., M. H., Lubatkin and R. N. Dino (2003), “Toward a theory of agency and altruism in family firms,” *Journal of Business Venturing*, 18(4), 473-490.
- Stein, J. C. (1989), “Efficient capital markets, inefficient firms: A model of myopic corporate behavior,” *The Quarterly Journal of Economics*, 104(4), 655-669.
- Stafford, K., S. M. Danes and G. W. Haynes (2013), “Long-term family firm survival and growth considering owning family adaptive capacity and federal disaster assistance receipt,” *Journal of Family Business Strategy*, 4(3), 188-200.
- Tsui-Auch, L. S. (2004), “The Professionally Managed Family-ruled Enterprise: Ethnic Chinese Business in Singapore,” *Journal of Management Studies*, 41(4), 693-723.