

# 일본 기업에서의 가족승계와 기업성과

차 운 아\*

본 연구는 일본 제조업을 대상으로 가족승계와 기업성과의 관계를 분석하였다. 조사대상은 1990년부터 2002년까지 동경 및 지방 증권거래소에 상장된 총 1,419개 기업에서 이루어진 사장교체 2,290건이었으며, 사장교체 시점을 기준으로 직전 사장과 교체된 사장이 각각 3년 이상을 재직한 경우에 한정하여 가족승계와 기업성과와의 관계를 확인하였다. 분석결과, 첫째 최고경영자의 가족승계는 기업성과의 부진 때문이라고 주장할 수 없다는 것을 발견하였다. 둘째, 비가족승계에 비해 가족승계는 기업의 주식수익률에 긍정적인 영향을 미치는 것으로 나타났다. 하지만 이를 제외한 다른 기업성과에는 영향을 미치지 못하였다. 마지막으로, 가족승계 중에서도 최고경영자가 엘리트 대학을 나오는 것이 기업성과에 영향을 미치는지를 검증하였는데, 엘리트 대학 출신 여부가 기업성과에 통계적으로 유의한 차이를 가져오지는 못했다.

핵심주제어: 가족승계, 사장교체, 기업성과, 일본 기업, 엘리트 대학  
경제학문헌목록 주제분류: G32, G39, L25, M12

## I. 서 론

가족기업(family firm, family business, family-owned business, family-controlled business)의 개념은 가족의 소유관계 및 지배권 등 연구 관심사에 따라 다양한 이름으로 불리지만, 대체로 설립자 및 그 가족의 영향력을 보여줄 수 있는 소유권과 경영 참여를 기준으로 정의되고 있다. 전체 기업 구도에서 가족기업이 차지하는 비중은 상당하다. 미국의 경우 상장된 대기업 중 30% 정도가 가족기업이며(Anderson and Reeb, 2003), 그 중 가족이 직접 경영에 참여하고 있는 경우도 1/3 정도인 것으로 보고되고 있다(Forbes, 2000; Kang, 2000).<sup>1)</sup> Astrachan

\* 중앙대학교 경영학부 조교수, 전화: (02) 820-5554, E-mail: ocha@cau.ac.kr

논문투고일: 2013. 11. 6 수정일: 2013. 11. 26 게재확정일: 2013. 12. 5

1) 가족기업의 비율은 국가마다 다소 차이가 있는 것으로 보고되고 있다. Faccio and Lang (2002)에 따르면 서유럽 기업의 44%가 가족에 의한 지배를 받고 있고, La Porta *et al.* (1999)은 대기업 내 가족기업 비율이 핀란드, 독일, 일본, 호주의 경우 약 10%, 벨기에와

and Shanker(2003)는 여기서 더 나아가 광의로 정의했을 때 미국 내 가족기업은 상장기업 및 비상장기업을 포함한 전체 기업의 60% 정도에 이를 것으로 보았고, 이들 기업이 GDP의 64%에 기여하고 노동력의 62%를 고용하고 있는 것으로 추산하여 가족기업이 갖는 중요성을 강조하고 있다. 이처럼 기업에서 가족이 미치는 영향력이 상당함에도 불구하고 가족기업 및 이들 기업의 지배구조와 가족의 영향력이라는 연구 주제는 경영연구에서 오랫동안 간과된 주제였다(Schulze, Lubatkin, Dino, and Buchholtz, 2001).

최근 들어 가족기업이 주목을 받게 된 이유 중 하나는 가족기업과 기업성과와의 관계가 조직이론에 기반을 둔 가설을 검증해 볼 수 있는 흥미로운 관찰지점을 제공해 주기 때문이다. 예를 들어, 가족기업은 대리인 문제와 관련된 비용을 비교할 수 있는 사례가 될 수 있다. 기업경영 혹은 조직상의 특성과 기업성과와의 관계를 분석하는 시도 중 많은 부분은 주주와 경영자 간의 대리인 비용을 어떻게 하면 줄일 수 있는가에 집중해 왔다. 가족기업은 비가족기업과의 비교를 통해 소유와 경영의 분리 여부 및 이로 인한 대리인 비용이 기업성과 및 가치에 어떤 영향을 미치는지를 관찰할 수 있는 기회를 제공한다.

가족승계가 논의의 쟁점이 될 수 있는 이유는 일반적인 경영승계에서 발생할 수 있는 대리인 비용을 가족의 일원이 경영을 책임진다는 것만으로 회피할 수 있는가 하는 의구심 때문이다. Berle and Means(1932), Jensen and Meckling(1976)이 그랬듯이 가족승계가 주주와 대리인 사이에 발생하는 이해관계의 충돌을 완화시켜 준다고 보는 입장에서는 가족승계가 다른 승계방법에 비해 대리인 비용을 줄이는 방법이 될 수 있다고 본다. 하지만 이와 다른 입장에서는 가족승계를 하는 기업의 경우 가족으로 형성된 대주주 및 핵심 경영자들이 사적 이익을 추구함으로써 잠재적인 비용이 발생할 가능성이 있다는 점에 주목한다. 실제로 가족승계, 더 나아가 가족기업을 다루고 있는 선행연구들은 가족기업과 기업성과 간의 관계에 있어서 실증적으로 통일된 결론을 내리지 못하고

이스라엘 50%, 스웨덴 55%, 아르헨티나와 그리스 65%, 홍콩 70%, 멕시코 100%라고 보고하고 있다. La Porta *et al.*(1999)의 연구에서 일본 대기업 중 가족기업 비율은 10%였지만, Saito(2008)의 분석에서 표본이 된 총 1,818개의 일본 상장기업 중 가족기업 비율은 38%였으며, 그 중 설립자 본인이나 가족이 경영에 참여하는 경우는 가족기업의 95%로 전체 기업의 36%에 해당하였다. 더 나아가 Morikawa(2008)는 ‘기업활동기본조사’와 ‘기업경영실태조사’라는 방대한 데이터를 이용하여 종업원 50인 이상이면서 자본금 3,000만 엔 이상인 상장 및 비상장의 모든 기업을 대상으로 분석한 결과 약 63%가 가족기업임을 밝혀내고 있다. 우리나라의 경우 가족기업의 비율은 금융업을 제외한 상장기업 중 72%(남영호·문성주, 2007a), 코스닥 상장기업의 64%, 코스닥에 등록된 벤처기업의 61%이다(남영호·문성주, 2007b).

있는 것이 현실이다.

이러한 문제 인식 속에 본 연구는 가족승계와 기업성과의 관계에 있어 크게 두 가지 질문에 답하고자 한다. 먼저, 가족승계라는 독특한 사건이 어떠한 경영 상황에서 발생하는지를 탐색하고자 한다. 승계가 전임자의 사망과 같은 불의의 사건으로 인해 급격하게 발생하는 경우도 있겠으나 대부분의 학자들은 오랜 계획과 준비가 필요한 과정으로 이해하고 있다. 승계는 기업으로서 중요한 사건인 만큼 승계를 전후한 경영 상황 및 기업성과가 승계시점에 영향을 줄 수 있을 것이라고 생각해 볼 수 있다. 따라서 본 연구는 사장교체가 일어나기 전의 기업성과가 가족승계의 발생 여부와 관계가 있는지를 검증하고자 한다.

다음으로 사장교체와 관련해 가족승계와 비가족승계 사례를 비교하여 가족승계가 기업성과에 주는 영향을 검증하고자 한다. 가족의 일원에게 경영권을 주는 것이 대리인 비용을 줄여주거나 가족에게 승계를 하는 것이 외부의 전문 경영인을 찾는 것보다 뛰어난 인력풀을 확보하는 데 유리하다면, 가족승계는 기업성과에 긍정적인 영향을 줄 것으로 생각된다. 하지만 연고주의에 의해 능력 있는 전문 경영인 대신 가족의 일원을 선택해 승계함으로써 발생하는 비용이 가족승계가 가진 이점보다 크다면 가족승계는 기업성과에 부정적인 영향을 줄 것으로 예상할 수 있다. 본 연구는 1990년부터 2002년까지 일본 제조업체에서 발생한 모든 사장교체에 대한 자료분석을 통해 사장교체가 가족승계였을 경우 기업성과에 미치는 영향을 확인하여 어떠한 설명이 일본의 기업 상황에 부합하는지 검토해 보고자 한다.

더 나아가 가족기업이 비가족기업에 비해 인적 자원을 확보하는 데 있어 경쟁우위를 갖기 위해서는 가족 내에 경영적 재능이 뛰어난 사람이 있어야 한다는 전제가 필요하다.<sup>2)</sup> 즉, 가족승계가 기업성과에 미치는 영향은 경영권을 승계하는 가족의 능력에 의해 조절될 것이라는 가설을 세울 수 있다. 따라서 본 연구에서는 사장들의 교육적 배경에 대한 정보를 바탕으로 최고경영자의 능력의 대리변수로서 승계된 사장이 엘리트 대학 출신인지의 여부가 가족기업 및 비가족기업의 성과에 영향을 주는지 확인하고자 한다.<sup>3)</sup>

본 연구는 1990년부터 2002년까지 동경증권거래소 및 지방의 증권거래소에

2) Perez-Gonzalez(2006)는 가족승계 기업이 비가족승계 기업에 비해 기업성과가 하락함을 보여주고 있는데, 가족승계자가 비엘리트 대학 출신일수록 그 하락폭이 더욱 더 커진다는 것을 발견하였다.

3) 엘리트 대학을 나왔다는 것이 능력에 대한 시그널이 될 수 있다는 것은 Spence(1974)에 의존하였다.

상장되어 있는 1,419개 기업에 대하여 동 기간 일본 신문에 소개된 사장 (*shacho*) 교체 관련 기사 내용을 통하여 수집한 총 2,290건에 대한 사장교체 자료에 기반을 두고 있다. 전임 사장이 누구로 교체되었는지에 대한 정보를 바탕으로 가족승계와 비가족승계의 상황으로 나누어 이러한 승계 상황이 기업성과에 미치는 영향을 확인하고자 하였다. 사장의 교체가 기업에 미치는 영향을 동일선상에서 비교하기 위해 교체된 전임 사장이 3년 이상 임기를 채우고, 새로 영입된 사장이 임기를 3년 이상 채운 경우만을 추출하여 승계 상황에 따른 기업성과를 비교하고자 하였다. 다음에서는 가족기업 문헌에서 가족승계가 갖는 의미에 대해 살펴본 후 가족기업 및 가족승계 상황이 기업성과에 미치는 영향에 대해 어떠한 예측을 할 수 있는지 기존 문헌들에 대한 개관을 통해 논의한다.

## II. 이론적 배경

### 1. 가족승계

가족기업 문헌은 가족기업이 당면한 가장 중요한 문제 중 하나로 승계 (succession)를 지적하고 있다. Ward(1987)의 경우 가족기업을 가족의 다음 세대에게로 관리와 통제를 넘길 기업으로 정의하였으며, 뛰어난 승계 후보자를 선발하고 다듬어 승계자로 준비시키는 과정은 승계계획의 핵심적 과정이라고 지적하였다. 또한 Chua, Chrisman, and Sharma(2003)는 경영승계가 가족기업의 리더가 가장 중요하게 생각하는 문제의 하나임을 지적하여 가족기업에서 승계 이슈가 갖는 중요성을 다시 한 번 강조하고 있다.

그러나 가족기업에서 가족으로의 승계는 결코 쉬운 과정이 아니다. 그 예로 De Massis, Chua, and Chrisman(2008)은 가족승계 연구에 대한 문헌 개관을 통해 가족 내 승계를 가로막는 장애요인에 대한 모형을 제시하고 있는데, 개인요인, 관계적 요인, 재정적 요인, 맥락적 요인, 과정요인의 다섯 범주 아래 총 28개에 이르는 장애요인이 있을 수 있다고 정리하고 있다. 이 모형에 따르면 이러한 장애요인들이 특히 잠재적 가족승계자가 승계자 지명을 거부하거나 기업 내의 지배적인 연합세력이 모든 잠재적 승계자를 거부하는 상황을 초래해 가족으로의 승계를 불발시킬 수 있다고 본다.

선행연구들 역시 가족승계(family succession)가 갖는 어려움을 잘 보여주고

있다. 미국의 경우, 가족기업의 30%만이 2세대로 승계되며, 3세대까지 이어지는 것은 10%에 불과한 것으로 나타난다(Beckard and Dyer, 1983a; 1983b). 이 밖에도 많은 연구들이 2세대로의 이행에서 살아남는 가족기업은 극히 소수이며 많은 기업들이 2세대로의 승계과정을 건디지 못하고 실패함을 지적하고 있으며 (Davis and Harveston, 1998; Handler, 1990; Morris, Williams, Allen, and Avila, 1997; Ward, 2004), 이는 가족승계가 가족기업의 성공 및 존속과 관련해서도 핵심 이슈가 될 수 있음을 시사한다.

이처럼 가족승계는 많은 장애요인에도 불구하고 모든 요건이 갖춰졌을 때 발생할 수 있는 드문 사례라고 볼 수 있다. 특히, 가족 내에 선임자를 대체할 잠재적인 승계자가 존재하고 그러한 잠재적인 가족승계자가 경영권을 승계하는데 있어 이사회를 포함해 기업 내에서 가족이 지배적인 세력을 형성해 잠재적 승계자나 가족 내 승계 문제에 대해 주도적인 결정권을 가질 수 있어야 발생할 수 있는 사례이다. 이러한 점에서 가족승계는 비가족기업 혹은 가족기업이더라도 창업주 가족의 세력이 약하여 가족에게 승계가 일어나지 못하는 기업에 비해 가족의 지배력이 상당한 가족기업이 갖는 핵심 특성을 응축해서 보여줄 수 있는 독특한 사례이며, 가족기업 내에서도 매우 상징적인 사건이라고 볼 수 있다. 따라서 가족승계는 비가족기업에 비해 가족기업이 갖는 독특한 특성을 부각시키는 사례가 될 수 있을 것이며, 가족승계가 기업성과에 미치는 영향을 검증하는 시도는 기업 내 특정 가족의 지배력이 강한 사례에 한정하여 가족기업이 기업성과에 대해 갖는 영향력을 검증할 수 있는 지점을 제공한다.

## 2. 가족승계와 기업성과

가족기업 문헌에서 가족기업과 기업성과 사이의 관계 양상을 설명하기 위해 사용되는 대표적 이론으로는 대리인 이론(agency theory), 자원 기반 이론(resource-based theory), 문화 이론(cultural theory)이 있다. 이들 이론들은 가족기업과 기업성과의 관계에 대해 서로 다른 결과를 예측하고 있는데, 이러한 논의는 가족기업에서 가족의 지배력을 보여주는 상징적인 사건인 가족승계의 경우에도 적용될 수 있다.

대리인 이론은 가족소유주와 가족경영자 사이의 관계 및 이들 사이의 목표합일성의 정도에 따라 대리인 비용이 발생할 수 있고, 이러한 대리인 비용을 줄일 수 있는지에 따라 기업성과가 향상될 수 있다고 본다(Jensen and Meckling,

1976). 대리인 이론에 따르면 대리인 비용은 두 가지 유형의 갈등으로부터 발생하는데(Villalonga and Amit, 2006), 하나는 주인-대리인 갈등(대리인 문제 I)이며 다른 하나는 주인-주인 갈등(대리인 문제 II)이다. 이 두 가지 유형의 갈등은 가족기업과 기업성과에 대해 서로 다른 예언을 한다.

예를 들어, 주인-대리인 갈등으로 인한 대리인 비용은 비가족기업에 비해 가족기업이 적을 것이라고 기대된다. 그 이유는 가족기업의 경우 소유주와 가족 경영자 간의 목표가 일치하는 정도가 높고(Jensen and Meckling, 1976) 소유주가 가족경영자를 감시하고 관리하려는 유인이 높기 때문(Pollak, 1985)이라 보고 있다. 하지만 대주주인 가족이 가족이 아닌 소주주의 이익을 박탈하려는 경향을 의미하는 주인-주인 갈등의 측면은 비가족기업에서보다는 가족기업에서 더 두드러지며 이로 인해 기업성과를 저해할 수 있다고 본다(Fama and Jensen, 1983; Young, Peng, Ahlstrom, Bruton, and Jiang, 2008).

가족승계의 관점에서 보면 이러한 예측은 가족승계의 경우에서 더 부각될 것으로 생각된다. 주인-대리인 갈등(대리인 문제 I)에서 비롯되는 대리인 비용이 가족기업의 경우 적기 때문에 기업성과에 유리하게 작용할 것이라는 논의는 소유주 가족의 일원이 경영을 승계한다는 것을 바탕으로 깔고 있다. 이러한 논리에 의하면 가족승계를 하는 기업이 그렇지 않은 기업에 비해 기업성과가 높을 것이라는 예측을 가능하게 한다. 반면 주인-주인 갈등(대리인 문제 II)은 대주주로서의 가족의 지배력에 초점을 두는데, 이러한 측면에서 가족승계라는 사건은 기업 내 가족의 지배력을 상징적으로 보여주는 사건이라는 점에서는 이에 따르는 비용을 극대화시키는 지점이 될 수 있으며 기업성과를 저해할 것이라는 예측도 가능하게 한다.

한편, 자원 기반 이론에 입각한 가족기업 연구에서는 가족의 참여가 기업의 성과에 기여할 수 있는 자원과 능력을 개발하는 데 도움이 될 수 있다는 측면에 초점을 맞추고, 이러한 가족의 영향력이 가족기업이 가지는 경쟁우위의 원천이 된다고 주장한다(Habbershon, Williams, and MacMillan, 2003; Sirmon and Hitt, 2003). 이 이론에 따르면 가족기업은 비가족기업에 비해 크게 세 가지 이점을 지닌다. 첫째, 소유권이 분산된 일반 상장기업들이 경쟁적으로 단기 수익을 추구하는 데 비해 가족기업들은 장기적인 관점에서 투자 기회를 포착하기 때문에 기업경영자의 근시안적인 마인드에서 벗어나 오랜 기간 성공을 이어나갈 수 있다고 본다. 둘째, 가족성원 간의 신뢰는 결여된 지배구조 혹은 계약관계를 대체할 수 있기 때문에, 특히 취약한 법적 구조를 가진 국가에서 가족기

업에서 나타나는 가족 간의 유대는 이를 대체하는 대안이 될 수 있다고 여겨진다. 셋째, 인적 자본의 측면으로서 가족의 경영 참여가 설립자로 하여금 더 나은 인재풀을 가질 수 있게 한다. 이와 같이 가족기업이 가지는 이점 때문에 가족기업의 성과는 비가족기업의 성과보다 뛰어날 것으로 예측한다.

이와 관련하여 Bertrand and Schoar(2006)는 설립자 가족 내에 경영적 재능이 뛰어난 사람이 많거나 설립자가 자신의 사업 지식을 다른 외부의 경영자보다는 자신의 자식이나 가족들에게 전수하는 것이 더 용이할 때, 가족기업은 비가족기업에 비해 더 유리한 측면을 가지게 된다고 지적하고 있다. 인적 자본의 측면에서 가족기업은 가족 내 사업적 재능이 뛰어난 재원을 확보하거나 가족 내에서 전해 내려오는 고유의 사업 지식이나 기술, 역사와 문화를 잘 이해하고 활용할 수 있는 사람을 확보하는 데 유리하며, 가족으로의 승계가 실제로 발생하기 위해서는 잠재적 승계자를 반대할 수 있는 세력이나 시장의 인식에 직면해 정당성을 주장할 근거가 어느 정도 마련되어야 한다는 점에서 기업에 긍정적인 작용을 할 것이라고 본다.

이에 비해 가족기업에 대한 문화 이론들은 가족기업이 반드시 경제적 환경에 최적화된 적응형태로 보기보다는 선결된 일련의 규범의 결과라고 보며, 가족 사이에 형성된 강력한 유대 및 지켜야 할 가치관 때문에 예상할 수 있는 비용에도 불구하고 가족을 경영으로부터 분리시키고 최적의 결정과 어긋나는 행동을 할 수 있다고 이야기한다. 그 중 대표적인 것이 연고주의(nepotism)이다. 강한 가족 유대에 기반을 둔 문화는 연고주의를 발생시킨다. 가족의 일원이 경영에 참여하는 것에서 효용을 찾기 때문에 능력 있는 전문 경영인보다 친족 네트워크를 통해 핵심 관리자를 고용하는 경향이 발생할 수 있다고 지적한다(Bertrand and Schoar, 2006).

만약 가족승계가 연고주의와 같이 가족에 대한 강한 유대감과 가족의 역사와 문화를 유지시켜야 한다는 의식으로 인해 더 뛰어난 외부의 대안보다는 비전문적인 내부인을 선호하게 되는 현상으로 나타난 것이라면, 가족승계는 결과적으로 기업에 악영향을 끼치는 요인이 될 수 있다고 본다. 따라서 이러한 문화 이론에 따르면 가족승계가 이루어지는 기업의 성과는 그렇지 않은 기업에 비해 낮을 것이라고 예측할 수 있다.

이처럼 이들 이론들은 가족기업이 기업성과에 미치는 영향에 대해서 서로 다른 예언을 하고 있으며, 가족기업과 비가족기업 사이의 성과를 비교 대조하는 최근 연구결과 역시 연구 맥락에 따라 통일되지 않는 결과들을 보여주고 있다.



가족기업에서 대리인 비용을 적게 발생시키는 가족기업의 특성에 중점을 두거나 신뢰나 인적 자본 등 가족의 자원에 초점을 맞추는 자원-기반 이론에 기초한 연구들의 경우 가족기업이 비가족기업에 비해 뛰어난 성과를 보여준다고 주장한다(Carney and Gedajlovic, 2002). Khanna and Palepu(2000)는 대체로 가족에 의해 지배되는 인도 기업에 대해, Sraer and Thesmar(2007)는 프랑스의 기업을 대상으로 가족기업이 비가족기업에 비해 더 뛰어난 성과를 내고 있음을 보여주고 있다. 가족승계와 기업성과의 관계에 관한 선행연구들에서는 구체적인 이론을 검증하지 않았지만 이와 일치하는 결과를 보고하는 연구들이 있다. Anderson and Reeb(2003)은 미국 내 가족승계가 일어나는 기업이 그렇지 않은 기업에 대해서 비해, Maury(2006)는 유럽에서 설립자 가족에 의해서 경영되는 기업들이 그렇지 않은 기업들에 비해, Durand and Vargas(2003)는 가족 CEO에 의해 경영되는 기업이 외부 CEO에 의해 경영되는 가족기업에 비해 기업성어나 생산력이 더 뛰어나다고 보고하고 있다.

그러나 다른 연구들은 특정 유형의 대리인 문제나 문화 이론에서 예언하는 것과 같이 반대의 결과를 제시한다(Barth, Gulbrandsen, and Schone, 2005; Westhead and Howorth, 2006). Morck, Strangeland, and Yeung(2000)은 캐나다, Cronqvist and Nilsson(2003)은 스웨덴, Claessens, Djankov, Fan, and Lang(2002)은 아시아 국가들을 대상으로 가족기업의 성과가 비가족기업에 비해 저조하다는 결과를 보여주고 있다. 이러한 결과는 가족승계와 기업성과의 관계에 대한 연구에서도 예외는 아니어서 Perez-Gonzalez(2006)는 미국의 500개 기업을 대상으로 CEO가 사임한 후, 후임으로 새로운 CEO가 가족의 일원이 되는 경우와 그렇지 않은 경우를 비교하고 있는데, 가족이 승계한 기업은 그렇지 않은 기업에 비해 ROA와 장부가치 대비 시장가치 비율로 평가한 기업의 성과가 하락함을 보이고 있다. Morck, Strangeland, and Yeung(2000)은 캐나다, Cucculelli and Micucci(2008)는 이탈리아, Bennedsen, Nielsen, Perez-Gonzalez, and Wolfenzon(2007)은 덴마크, Barth, Gulbrandsen, and Schonea(2005)는 노르웨이의 기업에서 가족승계가 기업의 성과를 저해할 수 있다는 것을 보여주고 있다.<sup>4)</sup>

4) Dyck and Zingales(2004)에 의하면, 이러한 가족기업에 있어서의 사적 이익 추구는 소수 주주에 대한 법적 보호의 수준에 상당한 영향을 받게 되어 있다. 이러한 주장을 모형화하고 있는 것이 Burkart *et al.*(2003)의 연구로서 이들은 소수 주주에 대한 법적 보호가 약하면 약할수록 가족기업의 가계 내에서의 승계를 선택하게 된다는 것을 이론적으로 보이고 있다. 이러한 이론적 주장에 대해 Claessens *et al.*(2002)과 Faccio and Lang(2002)이 소수 주주에 대한 보호가 약한 아시아와 유럽 각각에 대해서 실증적인 분석을 보여주고 있다.



일본 기업에서의 가족승계와 기업성과와의 관계를 살펴본 연구는 의외로 드물다. Saito(2008)와 같이 경영권 혹은 소유권을 중심으로 분류한 가족기업 유형과 기업성과의 관계를 살펴본 연구가 있으나<sup>5)</sup> 가족승계의 효과를 직접적으로 다루지는 않았다. 가장 최근에 발표된 Mehrota *et al.*(2013)의 연구가 유일하게 일본에서의 가족승계와 기업성과와의 관계를 살펴보고 있는데, 이 연구에서는 혈연으로 연결된 가족으로의 승계와 입양 등을 통한 비혈연으로의 승계의 효과를 비교하여 비혈연으로의 승계가 기업성과에 긍정적인 영향을 갖는다는 결과를 보고하고 있다. 그러나 연구 초점이 다소 다르고 가족승계가 일어나는 시점의 상황에 대한 분석은 빠져 있어 추가적인 증거가 필요한 시점이다.

이와 같이 많은 연구들이 다양한 시도를 통해 가족기업의 여부 및 가족승계가 기업성과에 미치는 영향을 비교하고 있지만, 혼재된 결과는 이들 간의 관계에 대해 결론을 내리기에 부족한 상황이다. 이에 따라 본 연구에서는 일본 기업의 사장교체에 대한 자료를 바탕으로 가족승계가 발생하는 상황을 점검해 보고, 이러한 가족승계가 기업성과에 미치는 영향에 대해 추가적인 증거를 제시하고자 한다.

### Ⅲ. 자료분석

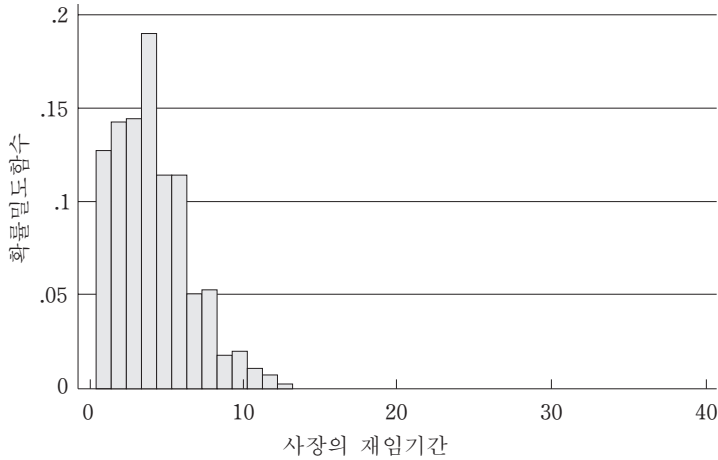
#### 1. 분석 자료

본 연구에 있어서 가장 중요한 자료는 1990년부터 2002년까지 동경증권거래소 및 지방의 증권거래소에 상장되어 있는 1,419개 기업의 2,290건에 해당되는 사장교체에 관한 것이다. Nikkei Telecom을 이용하여 일본 신문에서 사장교체와 관련된 내용을 모두 찾아내고, 가족승계 여부를 분류하였다.

본 연구에서는 사장승계가 기업성과에 미치는 영향을 살펴보기 위해 사장교체 사건을 중심으로 교체 직전 3년간의 기업성과 평균과 교체된 후 3년간의 기업성과 평균을 비교하고 있다. 이때 재임기간과 상관없이 모든 사장교체를 분석대상으로 한다는 것은 기업성과에 미치는 사장의 효과를 왜곡하는 것임에 틀

5) Saito(2008)는 창업자의 후계자가 경영권과 소유권을 가졌는지를 기준으로 가족기업을 유형별로 분리했을 때, 경영권이나 소유권 중 하나를 창업주의 후계자가 갖고 있는 가족기업의 경우 비가족기업에 비해 기업성과가 우수했으나 경영권과 소유권을 모두 지닌 가족기업의 경우 기업성과가 떨어짐을 보고했다.

62 일본 기업에서의 가족승계와 기업성과



〈그림 1〉 사장의 재임기간

립없다. 〈그림 1〉은 이 자료에 포함된 사장들의 재임기간을 나타낸 것이다. 사장 중 재임기간이 1년인 사장은 292명으로 전체의 약 12.8%이고, 재임기간이 2년인 사장은 329명으로 전체의 약 14.4%를 차지한다. 즉, 3년 미만의 임기를 가진 사장이 조사기간 중 사장 전체의 27% 이상을 차지하였다. 따라서 가족승계와 비가족승계가 기업성과에 미치는 영향을 비교해 보기 위해서는 사장교체를 전후로 각각의 사장이 3년 이상 재임한 경우만을 추출하는 것이 필요하다고 판단되었다. 이에 따라 총 2,290건에 달하는 사장교체 중에서 직전 사장이 3년 이상 임기를 채우고, 교체된 사장이 임기를 3년 이상 채운 경우만을 추출하여 분석대상으로 삼았고, 이에 따라 본 분석에 포함된 사장교체 건수는 총 1,252건이었다.

이 자료를 바탕으로 일본 기업의 이사회에 대해서 정기적으로 정보를 제공하고 있는 동양경제신보사의 ‘Director Data’와 매칭을 하였다. 동양경제신보사의 ‘Director Data’는 사장을 비롯하여 이사회 구성원 전원의 학력과 이사회에서의 직위, 나이, 근무기간, 입사 연도, 대학 졸업 연도, 출신지역 등의 구체적인 정보를 제공해 준다. 일본 기업의 재무 데이터는 일본경제신문사의 ‘NEEDS database’를 이용하였다. 마지막으로 데이터의 오류 및 누락은 유가증권보고서를 통하여 수정 및 보완하였다.

## 2. 기초통계량

〈표 1〉은 전체 사장교체 건수 자료와 전임 사장과 후임 사장이 임기를 3년 이상 임기를 채운 경우만을 추출한 본 분석을 위한 자료에서 가족승계가 일어난 비율을 비교하고 있다. 〈표 1〉에 의하면 먼저 조사기간 동안 총 2,290건의 사장교체가 일어났으며, 그 중 가족승계는 220건으로 전체 승계의 약 9.6%를 차지했다. 전체 사장교체 중에서 교체 직전의 사장이 3년 이상 재직함과 동시에 교체된 사장 역시 3년 이상 재직한 경우는 총 1,252건이었다.<sup>6)</sup> 이 중 가족승계는 123건으로 전체 승계의 약 9.8%를 차지하였고, 이 수치는 재직기간을 고려하지 않은 경우와 비슷하였다.

전체 승계 중 가족승계가 차지하는 비율은 Perez-Gonzalez(2006)가 보고하고 있는 미국의 가족기업 비율 36.4%나, Cucculelli and Micucci(2008)가 보고하고 있는 이탈리아의 가족기업 비율 23.5%, 일본의 가족기업을 다룬 Saito(2008)의 연구에서 설립자 본인이나 그 가족이 최고관리자인 비율 36.24%보다도 작은 수치이다. 이러한 차이를 보이는 것은 가족기업에 대한 많은 연구가 그렇듯이 가족기업을 정의할 때 혈연 및 결혼 관계로 형성된 가족이 최고관리자의 지위에서 경영에 참여하는지 뿐만 아니라 설립자 가족의 주식보유 현황을 통한 소유 여부까지도 포함하여 가족기업의 범위를 넓게 잡은 반면, 본 연구에서는 사장교체라는 사건에 한정하여 혈연 및 결혼에 의한 가족승계 여부만을 판단하고 있기 때문이다. 또한 이러한 수치 차이는 가족승계가 가족기업 내에서도 쉽게 일어나기 힘든 사건이며, 이러한 측면에서 가족승계는 가족기업의 특성을 가장 잘 응축하여 드러내 줄 수 있는 독특한 사건이 될 수 있음을 시사한다.

〈표 1〉 가족승계 분포

	사장교체(건)	가족승계(건)	비가족승계(건)	가족승계 비율(%)
A	1,252	123	1,129	9.82
B	2,290	220	2,070	9.61

주: B는 모든 사장교체의 경우를 나타내고, A는 사장이 교체된 경우 중 직전 사장이 3년 이상 재직함과 동시에 새로이 교체된 사장도 3년 이상 재직한 경우만을 나타냄.

6) 전후 3년을 선택한 근거는 다음과 같다. 이사직에 대한 데이터는 조사시점에 이사회 명부에 이름이 올라 있느냐로 판단하기 때문에 2년 연속 조사시점에 이사회 명부에 이름이 올라와 있다고 하더라도 이것이 만 2년인지 1년 남짓인지의 판단은 어렵다. 만약 1년 남짓이라면 해당 사장의 진정한 효과를 보기에는 기간이 짧다고 판단되기 때문에 본고에서는 3년을 선택하였고, 이러한 방식은 Ahn *et al.*(2009)도 선택하고 있다.

〈표 2〉 제조업의 산업분류별 가족승계 분포

산업분류	사장교체(건)	가족승계(건)	가족승계 비율(%)
의약품	32	12	37.50
식료품	94	14	14.90
기계	177	26	14.69
비철금속	105	11	10.48
전기	217	19	8.76
운송	23	2	8.70
정밀기계	38	3	7.89
화학	162	12	7.41
자동차	70	5	7.14
섬유	83	5	6.02
철강	70	3	4.29
요업	62	2	3.23
펄프·종이	27	0	0.00
석유	17	0	0.00
고무	23	0	0.00
조선	8	0	0.00
기타 제조업	44	9	20.45
전체	1,252	123	9.82

주: Nikkei NEEDS의 중분류(2-digit) 기준에 따라서 전체 제조업을 분류하였음.

〈표 2〉는 가족승계의 산업별 분포를 나타내고 있다.<sup>7)</sup> Nikkei NEEDS의 중분류(2-digit) 기준에 따라서 전체 제조업을 분류하였을 때, 산업별 가족승계가 어느 정도인지를 상세하게 보여준다. 〈표 2〉를 보면, 일부 산업을 제외하고는 제조업 전반에 걸쳐 가족승계가 일어나고 있으며, 특히 의약품 산업에서의 가족승계 비율이 37.50%로 가장 높은 것을 알 수 있었다. 식료품, 비철금속, 기계 산업에서도 가족승계의 비율은 10%를 넘어서고 있었고 그 중 사장교체 건수가 가장 많았던 전기산업에서의 가족승계 비율은 8.76%이었다. 반면 펄프·종이, 석유, 고무, 조선 산업에서는 한 건의 가족승계도 일어나지 않았다.

7) 〈표 2〉 이후의 모든 분석은 사장교체 시점을 기준으로 직전 사장과 교체된 사장이 각각 3년 이상을 재직할 경우만을 대상으로 하고 있다.

〈표 3〉 가족승계와 비가족승계의 차이

기업 및 이사회 특성	모든 승계	가족승계 (A)	비가족승계 (B)	평균의 차이 (B-A)
자산(백만 엔)	200,390.4 (15,147.78)	169,487.8 (53,458.13)	203,757.1 (15,761.47)	34,269.2 (50,903.62)
이사회 규모(명)	17.879 (0.203)	16.561 (0.657)	18.022 (0.214)	1.461** (0.682)
사장승진 시 나이(세)	60.289 (0.152)	52.797 (0.833)	61.105 (0.119)	8.309*** (0.454)
이사승진부터 사장승진 까지의 기간(년)	8.485 (0.195)	14.154 (0.755)	7.867 (0.191)	-6.287*** (0.629)
입사부터 사장승진까지 의 기간(년)	20.645 (0.480)	23.382 (1.093)	20.347 (0.518)	-3.035* (1.610)
전임 사장의 나이(세)	66.722 (0.143)	68.183 (0.651)	66.566 (0.142)	-1.617*** (0.484)
전임 사장의 재임기간 (년)	8.113 (0.206)	15.292 (1.126)	7.345 (0.179)	-7.947*** (0.660)
이사 주식 보유 비율 (%)	1.903 (0.131)	7.052 (0.834)	1.342 (0.100)	-5.710*** (0.409)
엘리트 대학 출신 비율 (%)	40.096 (0.014)	36.585 (0.044)	40.478 (0.015)	3.893 (0.047)

주: 1) 괄호 안은 표준오차를 나타냄.

2) \*\*\*, \*\*, \*은 각각 1%, 5%, 10% 하에서 통계적으로 유의함을 의미함.

〈표 3〉은 가족승계와 비가족승계의 기업 및 이사회 특성의 차이점을 보여주고 있다. 먼저 자산규모의 차이를 보면 통계적으로 유의하지는 않지만, 가족승계가 일어나는 기업이 그렇지 않은 기업보다 규모가 작다는 것을 알 수 있다. 마찬가지로 이사회 규모도 가족승계가 일어나는 기업이 그렇지 않은 기업보다 더 작고, 이 차이는 통계적으로도 유의함을 알 수 있다. 이러한 결과는 대부분의 선행연구들과 일치하는 내용이다.

가족승계와 비가족승계 간의 이사회 구성원들의 차이는 대부분 통계적으로 유의할 정도로 명확하게 드러난다. 먼저 새로이 교체된 사장의 평균 나이를 비교해 보면, 가족승계의 경우 약 52.8세로 비가족승계의 61.1세보다 8.3세 정도 젊다는 것을 알 수 있다. 전임 사장의 나이는 가족승계의 경우가 비가족승계의 경우보다 훨씬 많을 것으로 예상되었지만, 실제로는 그렇지 않았다. 가족승계의

경우가 약 68.2세, 비가족승계의 경우가 약 66.6세로 1.6세 정도의 차이가 있었는데, 그 차이는 통계적으로 유의미했지만 크지는 않았다. 이상의 두 가지로만 살펴보면, 가족승계의 경우 전임 사장은 좀 더 오랜 기간 기업의 경영에 몸담고 있다가 상대적으로 젊은 가족 일원에게 사장 지위를 승계하고 있음을 알 수 있었다.

좀 더 나아가 사장으로 승진하기까지 걸린 기간을 살펴보았다. 이사로 승진한 때부터 사장으로 승진한 때까지의 기간의 경우, 가족승계는 약 14.2년, 비가족승계는 약 7.9년으로 가족승계의 경우가 그렇지 않은 경우보다 훨씬 더 오랫동안 이사회에 구성원으로 기업 경영의 의사결정에 참여하고 있음을 확인할 수 있다. 이러한 사실은 입사한 시점부터 사장으로 승진할 때까지의 기간을 비교해 봄으로써 더욱 명확해진다. 가족승계의 경우에는 입사해서 사장이 되는데까지 약 23.4년이 걸렸고, 비가족승계의 경우에는 약 20.3년이 걸렸다. 그런데 그 차이는 3년 정도의 차이에 불과한 반면, 이사회의 구성원이었던 기간은 거의 2배 정도의 차이를 보이고 있다. 이러한 사실로부터 가족승계자의 경우 일찍부터 이사회에 구성원으로 들어오게 해서 기업의 의사결정 과정을 지켜보게 한 것이라고 판단할 수 있다.

전임 사장의 재임기간을 보면, 가족승계의 경우 약 15.3년으로 비가족승계의 약 7.3년의 2배 이상임을 알 수 있다. 즉, 가족승계의 경우 전임 사장이 오랫동안 사장으로 있으면서 다음 사장에게 자리를 넘겨줄 시점을 모색하는 것으로 추측할 수 있다.<sup>8)</sup> 이사들의 주식 보유 비율을 보면, 가족승계를 하는 기업은 이사들이 전체 주식의 약 7%를 가지고 있고, 이는 그렇지 않은 기업의 1.3%보다 훨씬 높음을 알 수 있다. 이는 가족승계를 하는 기업의 경우 가족의 구성원이 이사회에 많이 참여하고 있기 때문이라고 판단된다. 마지막으로, 새로 교체되는 사장이 엘리트 대학을 나왔는지 아닌지를 비교해 보았다. 사장들의 출신 대학을 조사해 본 결과, 조사기간 동안 지속적으로 가장 높은 비율을 차지한 상위 4개 대학은 도쿄대, 교토대, 게이오대, 그리고 와세다대였다. 본 연구에서는 이 상위 4개 대학을 엘리트 대학이라 정의하고, 새로 교체된 사장 중 엘리트 대학 출신 비율을 가족승계의 경우(36.6%)와 그렇지 않은 경우(40.5%)를 비교해 본 결과, 그 차이는 별로 없었고 통계적으로도 유의하지 않았다.

8) 이러한 추측을 하는 이유는 <표 4>에서 나타나듯이, 가족승계의 경우 기업의 경영성과가 그렇게 나쁘지 않은 경우에 사장이 교체된다는 사실로부터이다.

## IV. 실증분석

본 연구에서는 크게 두 가지의 분석을 실시하였다. 첫 번째는 가족승계를 결정함에 있어서 최고경영자 교체 결정 전의 기업성과가 영향을 미치는가를 알아보는 것이고, 두 번째는 가족승계가 이루어졌을 때 그것이 이후의 기업성과에 어느 정도 기여하는지를 조사하는 것이다. 모든 분석에서 기업 경영성과의 척도로는 가장 일반적으로 사용되는 자산수익률(Return On Assets: ROA), 자기자본이익률(Return On Equity: ROE), 영업이익률(Operating Profit Margin: OPM)을 이용하고, 시장이 평가하는 성과의 지표로서 주식수익률(Stock Return: SR)을 이용하였다. 또한 생산성을 이용한 성과의 지표로서 자본생산성(Productivity of Capital: PK)과 노동생산성(Productivity of Labor: PL)을 이용하였다.<sup>9)</sup> 모든 성과 척도는 개별 기업의 값에서 산업의 평균을 빼서 만든, 즉 산업조정된 값을 이용하였다.<sup>10)</sup>

### 1. 기업성과가 가족승계에 미치는 영향

먼저 가족승계와 비가족승계의 경우를 비교했을 때 최고경영자 교체 결정 전의 기업성과가 이들의 승계에 영향을 미쳤을지를 검증하였다. <표 4>는 가족승계가 일어난 기업과 그렇지 않은 기업을 사장교체 직전 3년간의 기업성과 측면에서 비교해 살펴보고 있다.

일반적으로 최고경영자 교체에는 기업의 성과가 영향을 미치게 마련이다. 그런데 가족승계가 일어나는 기업과 그렇지 않은 기업 간에는 차이점이 존재하였다. 먼저 가족승계의 경우에는 사장교체가 일어나기 전 3년간의 기업성과가 대체로 양의 값을 가진 것으로 나타나 승계가 일어나는 시점의 기업성과가 산업

9) 생산성연구소(2012)에 의하면, 자본생산성 및 노동생산성은 부가가치를 이용하여 계산된다. 부가가치는 영업이익과 노동수익을 더하여 계산되는데, 노동수익은 재무제표상의 인건비 및 종업원 복리비 항목을 이용한다. 이렇게 하여 계산된 부가가치를 자산규모로 나눈 것을 자본생산성, 종업원수로 나눈 것을 노동생산성으로 정의한다.

10) 산업조정된 값을 이용하는 이유는 특정 산업에 미치는 전반적인 영향을 제거하기 위함이다. 가령 주식수익률이 높아지는 것은 해당 산업의 경기변동, 거시경제변수인 환율의 변동, 해당 산업의 기술혁신 등에 의해서 이루어질 수 있는데, 산업조정된 값을 이용하면 이러한 해당 산업 전반에 영향을 미치는 시스템 리스크를 제거할 수 있다. 이렇게 함으로써 해당 기업에게만 영향을 끼친 개별 리스크에 대한 효과를 파악할 수 있게 된다.



〈표 4〉 승계 유형별 사장교체 전 기업성과 비교

성과지표	모든 승계의 평균	가족승계의 평균 (A)	비가족승계의 평균 (B)	평균의 차이 (B-A)
$\overline{ROA}_{t-3}$	-0.003 (0.001)	0.001 (0.003)	-0.003 (0.001)	-0.004 (0.003)
$\overline{ROE}_{t-3}$	0.005 (0.009)	0.041 (0.035)	0.001 (0.009)	-0.040 (0.030)
$\overline{OPM}_{t-3}$	-0.004 (0.001)	0.003 (0.005)	-0.005 (0.001)	-0.008* (0.004)
$\overline{SR}_{t-3}$	-0.015 (0.004)	-0.045 (0.011)	-0.012 (0.004)	0.033** (0.014)
$\overline{PK}_{t-3}$	-0.000 (0.011)	0.025 (0.033)	-0.003 (0.012)	-0.028 (0.037)
$\overline{PL}_{t-3}$	-0.113 (0.101)	0.430 (0.540)	-0.172 (0.095)	-0.602* (0.340)

주: 1)  $\overline{ROA}_{t-3}$ ,  $\overline{ROE}_{t-3}$ ,  $\overline{OPM}_{t-3}$ ,  $\overline{SR}_{t-3}$ ,  $\overline{PK}_{t-3}$ ,  $\overline{PL}_{t-3}$ 는 각각 사장교체가 일어나기 전 3년간의 산업조정된 자산수익률(ROA)의 평균, 자기자본이익률(ROE)의 평균, 영업이익률(OPM)의 평균, 주식수익률(SR)의 평균, 자본생산성(PK)의 평균, 노동생산성(PL)의 평균을 나타냄.

2) 괄호 안은 표준오차를 나타냄.

3) \*\*\*, \*\*, \*은 각각 1%, 5%, 10% 하에서 통계적으로 유의함을 의미함.

평균을 웃도는 것을 알 수 있었다. 이에 비해 비가족승계의 경우에는 교체시점 이전의 기업성과가 대체로 음의 값으로 나타나 교체 직전의 기업성과가 산업 평균을 밑도는 것을 확인할 수 있었다.

기업성과가 승계에 미치는 영향이 가족승계와 비가족승계에서 다르게 나타나 는지를 확인하기 위해 교체 직전 3년간의 기업성과를 가족승계와 비가족승계의 경우로 나누어 비교한 결과,  $\overline{OPM}_{t-3}$ ,  $\overline{PL}_{t-3}$ ,  $\overline{SR}_{t-3}$ 에서 통계적인 경향성이 관찰되었다. 먼저, OPM과 PL과 관련해 승계가 일어나기 직전 3년간의 기업성과는 유의수준 10% 수준에서 비가족승계에 비해 가족승계의 경우에서 더 높은 것으로 나타났다.  $\overline{ROA}_{t-3}$ ,  $\overline{ROE}_{t-3}$ ,  $\overline{PK}_{t-3}$ 의 경우에도 통계적으로 유의하지는 않았지만 비슷한 결과를 보여준다. 이러한 분석결과로부터 해석할 수 있는 한 가지 가능성은, 가족승계가 일어나는 기업에서는 최고경영자를 교체할 때 기업성과가 그렇게 나쁘지 않은 시기를 택하거나 아니면 기업성과에 별로 영향을 받지 않는다는 것이다. 기업승계를 다룬 신문 기사 내용을 분석한 결과는

이러한 가능성에 무게를 실어준다. 실제로 본 자료를 위해 Nikkei Telecom을 통해서 수집한 신문 기사들의 내용을 살펴보면, 해당 기간 중 기업성과 악화에 대한 책임을 물어 사장을 교체한다는 언급이 명시적으로 기사화된 경우는 총 117건으로 나타났는데, 그 중 가족승계에 해당하는 경우는 18건으로 비가족승계의 99건에 비해 월등히 적은 것으로 나타났다. 이러한 점으로 미루어 볼 때 비가족승계에 비해 가족승계 시기는 기업성과에 영향을 받지 않는 것으로 여겨진다.

하지만 시장의 평가를 나타내는 주식수익률(SR)을 사용한 경우에는 ROA, ROE, OPM, PK, PL을 사용했을 때와는 달리, 성과가 나쁜 상황에서 사장교체가 일어나는 것을 알 수 있었다. 구체적으로 사장교체가 일어나기 전 3년간의 산업조정된 주식수익률의 평균( $\overline{SR}_{t-3}$ )을 보면, 가족승계의 경우에는  $-0.045$ , 비가족승계의 경우에는  $-0.012$ 로 둘 다 음의 값을 가진다. 그리고 비가족승계에 비해 가족승계가 주식수익률이 더 낮은 상황에서 이루어지는 것으로 나타났다. 이러한 사실로부터 최고경영자 교체는 시장 평가의 영향을 크게 받고 있다는 것을 확인할 수 있었다.

최고경영자의 교체 전 기업성과 측면에서 살펴보았을 때, 가족승계와 비가족승계의 경우가 서로 다른 양상을 보인다는 것을 확인할 수 있었다. 하지만 통계적으로 강한 유의성을 보이고 있지 않다는 점과 다른 설명변수들을 통제하지 않았다는 점 등이 문제점으로 남아 있다. 이에 따라 다른 설명변수를 통제된 상태에서 교체 전 기업성과가 가족승계 여부에 미치는 영향을 정확히 알아보기 위하여 다음과 같은 Probit 분석을 실행하였다.

$$P(\text{FamilySucession}_{ijt}=1) = \Phi(X_{it}\beta + Z_{jt}\gamma + \text{Dummies} + \epsilon_{ijt})$$

여기서  $i$ 는 최고경영자 개인을,  $j$ 는 기업을,  $t$ 는 연도를 나타내는 인덱스이다. 그리고  $\text{FamilySucession}_{ijt}$ 는 새로이 교체된 최고경영자가 가족승계일 경우에 1의 값을 부여하고, 그렇지 않은 경우에 0의 값을 부여하는 더미변수를 나타낸다.  $X$ 는 이사 개인의 특성을 나타내는 변수이고,  $Z_{jt}$ 는 기업의 특성을 나타내는 변수이며, 이러한 통제변수에 대한 설명은 다음과 같다.

통제변수로는 선행연구에서 일반적으로 사용된 변수들을 이용하였다. 먼저 기업의 규모를 통제변수로 이용한 이유는 최고경영자의 교체에 영향을 줄 수 있기 때문이다. Grusky(1960)에 의하면, 기업규모가 클수록 최고경영자의 교체

가 자주 일어난다고 보고하고 있다. 이는 기업규모가 클수록 기업성과에 대한 책임을 묻는 절차가 확립되어 있거나, 혹은 정기 인사 등을 통해 최고경영자를 교체하는 것이 일상적 제도로 정착되어 있는 것을 반영하는 것으로 본다. 이와 같이 기업규모가 기업성과에 대한 책임을 묻는 절차나 최고경영자 교체와 관련된 제도 정착에 관련되어 있다면, 가족승계가 일어나는지의 여부에도 영향을 줄 수 있을 것으로 생각된다. 본 연구에서는 자산규모를 기업규모의 대리변수로 사용하였다.<sup>11)</sup>

다음으로 이사회 규모를 통제변수로 사용하였다. Haveman, Russo, and Meyer (2001)와 Zajac and Kraatz(1993)에 따르면, 이사회의 규모가 클수록 능력이 뛰어난 후보들이 이사회에 포진할 가능성이 커지기 때문에 이사회 규모가 작은 기업보다 최고경영자 교체 가능성이 커진다고 보았다. 또한 이사회 규모가 최고경영자 교체 가능성에 영향을 준다고 했을 때, 교체를 창업주 가족의 일원으로 할 것인지 혹은 능력이 뛰어난 전문 경영인으로 할 것인지의 결정에 있어 이사회 규모가 영향을 미칠 가능성이 존재한다. 특히, <표 3>에서 볼 수 있듯이 이사회의 규모가 가족승계가 발생한 경우와 그렇지 않은 경우에 차이가 있으므로 이를 통제할 필요가 있다.

이사들의 주식 보유 비율과 전임 사장의 재임기간이 통제변수로 사용하는 이유는 이들 변수가 이사회 내부의 파워와 관련이 있다고 판단되기 때문이다. 먼저 이사들 개개인의 주식 보유 수준은 의무 보고 사항이 아니기 때문에 완벽하게 입수할 수 없는 상황이고, 파악할 수 있는 것은 이사회 구성원 전원이 가지고 있는 주식 보유가 해당 기업의 전체 발행 주식의 어느 정도를 차지하고 있는가이다. 그런데 <표 3>에 의하면, 가족승계가 일어난 기업의 이사회가 가지고 있는 주식 보유 비율이 그렇지 않은 기업보다 5배 이상 크다. 그렇다면 이는 가족승계가 일어나는 기업일수록 이사회의 주식 보유 비율이 높고, 이사회의 주식 보유 비율이 높을수록 이사회의 구성원 중 누군가의 영향력이 아주 크다고 판단하는 것은 자연스러운 것이다.

전임 사장의 재임기간은 새로운 최고경영자의 교체에 영향을 줄 수 있기 때

11) 기업의 규모를 통제변수로 이용할 때에는 자산규모나 종업원수, 매출액 중 하나를 선택하는 것이 일반적이다. 실제로 본고의 데이터를 이용하여 이 세 변수들 간의 상관계수를 추정한 결과, 0.9를 넘는 높은 상관관계를 보였다. 따라서 다중공선성 문제 때문에 이 세 변수를 한꺼번에 통제변수로 사용하는 것은 불가능하다. 강건성 체크로서 자산규모 대신 종업원수나 매출액을 통제변수로 놓고 분석을 하였을 때에도 결과는 동일하였으므로 본고에서는 자산규모를 통제변수로 한 결과만을 보고한다.

문에 통제변수로 사용하였다. 최고경영자의 재임기간은 해당 최고경영자의 파위와 아주 높은 관계가 있다는 사실에는 어느 정도 컨센서스가 형성되어 있다 (박중훈·정무관·성연달, 2011; Pfeffer, 1981; Vafeas, 2003; Zajac and Westphal, 1996). 즉, 재임기간이 길어질수록 자신이 기업의 의사결정 및 이사회 구성 및 의결에 관련된 사항들에 있어서 영향력은 자연스레 커질 수밖에 없고 긴 재임기간 자체가 전임자의 강한 지배력을 반영하는 것일 수 있다. 이러한 전임자의 권력은 전임자의 교체나 후임자로의 승계 사건의 발생 여부에 영향을 줄 수 있는 중요한 요인이므로 통제하였다.

마지막으로 나이는 개인의 특성을 나타내는 변수이므로 최고경영자 승계와 관련된 문헌뿐만 아니라 승진이나 해고 등 조직 내부에서의 이동과 관련된 문헌에서도 기본적으로 포함되는 통제변수이다. 일반적으로 나이가 많아질수록 새로운 승계자로 될 가능성은 증가할 것이다. 하지만 나이가 많아진다고 해서 무작정 승계의 가능성이 커지는 것은 아니다. 나이가 너무 많을 경우에는 오히려 승계자로 될 가능성은 줄어든 것이다. 이러한 문제를 해결하기 위해서는 해당변수를 2차 함수의 형태로 회귀식에 포함시키는 것이 일반적이다. 따라서 기존 문헌에서 나이를 통제하는 일반적인 방법에 따라 나이는 일차항과 더불어 나이의 제곱항을 통제변수로 함께 투입하였다.

〈표 5〉는 사장교체 전 3년간의 기업성과 지표를 통해 가족승계 여부의 확률을 설명한 Probit 모형의 실증분석 결과를 나타내고 있다. 사장교체 직전 3년간의 기업성과 중  $\overline{ROA}_{t-3}$ ,  $\overline{ROE}_{t-3}$ ,  $\overline{OPM}_{t-3}$ ,  $\overline{PK}_{t-3}$ ,  $\overline{PL}_{t-3}$ 의 추정계수는 5% 수준에서 모두 통계적으로 유의하지 않으며, 이러한 결과로부터 가족승계는 일반적인 기대와는 달리 대체로 기업의 성과에 영향을 받지 않는다고 판단할 수 있다.<sup>12)</sup> 미국의 기업을 분석한 Perez-Gonzalez(2006)에서도 기업성과가 가족승계 여부에 영향을 미치는지에 대한 분석에 있어서 통계적으로 유의하지 않은 추정계수를 얻고 있다. 하지만 주가수익률( $\overline{SR}_{t-3}$ )을 사용한 경우에는 음의 추정계수를 가지고 통계적으로도 유의한 값을 가진다는 사실을 발견할 수 있다. 이러한 결과는 〈표 4〉의 결과와 일치하는 결과로서 비가족승계가 기업성과 악화와 같은 상황에 대체로 민감하게 반응해 일어나는 데 비해, 가족승계는 상대적으로 기업성과로 인해 유의하게 영향을 받지 않지만 시장의 평가에는 영향

12)  $\overline{PK}_{t-3}$ 의 계수는 유의수준 10%에서 통계적으로 유의한 결과를 얻었다. 하지만 통제변수로 사용된 자산규모 대신에 종업원수나 매출액을 가지고 추정했을 경우, 그 유의성은 사라졌기 때문에 결과의 강건성은 확보할 수 없었다.

〈표 5〉 가족승계에 대한 Probit 분석

설명변수	모형1	모형2	모형3	모형4	모형5	모형6
$\overline{ROA}_{t-3}$	-1.494 (1.856)					
$\overline{ROE}_{t-3}$		0.342 (0.235)				
$\overline{OPM}_{t-3}$			-0.982 (1.258)			
$\overline{SR}_{t-3}$				-1.256*** (0.465)		
$\overline{PK}_{t-3}$					0.156* (0.093)	
$\overline{PL}_{t-3}$						0.000 (0.018)
기업규모	0.129* (0.070)	0.133* (0.069)	0.134* (0.070)	0.135 (0.071)	0.137* (0.070)	0.127* (0.071)
이사 주식 보유 비율	0.066*** (0.014)	0.067*** (0.014)	0.066*** (0.014)	0.063*** (0.014)	0.066*** (0.014)	0.065*** (0.014)
나이	-0.609*** (0.146)	-0.604*** (0.147)	-0.607*** (0.146)	-0.682*** (0.151)	-0.602*** (0.146)	-0.607*** (0.146)
나이×나이	0.005*** (0.001)	0.005*** (0.001)	0.005*** (0.001)	0.005*** (0.001)	0.005*** (0.001)	0.005*** (0.001)
이사회 규모	-0.006 (0.014)	-0.007 (0.014)	-0.007 (0.014)	-0.001 (0.015)	-0.007 (0.014)	-0.007 (0.014)
전임 사장의 재임기간	0.026*** (0.007)	0.026*** (0.007)	0.026*** (0.007)	0.025*** (0.008)	0.026*** (0.007)	0.026*** (0.007)
Year effect	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Pseudo- $R^2$	0.364	0.366	0.364	0.369	0.364	0.363
관측치수	1,242	1,242	1,242	1,228	1,242	1,242

주: 1)  $\overline{ROA}_{t-3}$ ,  $\overline{ROE}_{t-3}$ ,  $\overline{OPM}_{t-3}$ ,  $\overline{SR}_{t-3}$ ,  $\overline{PK}_{t-3}$ ,  $\overline{PL}_{t-3}$ 는 각각 사장교체가 일어나기 전 3년간의 산업조정된 자산수익률(ROA), 자기자본이익률(ROE), 영업이익률(OPM), 주식수익률(SR), 자본생산성(PK), 노동생산성(PL)의 평균을 나타냄.

2) 기업규모는 자산의 로그값을 사용함.

3) 괄호 안은 표준오차를 나타냄.

4) \*\*\*, \*\*, \*은 각각 1%, 5%, 10% 하에서 통계적으로 유의함을 의미함.

을 받으며, 특히 주식수익률이 낮을 경우 발생할 확률이 더 높다는 것을 확인할 수 있었다.

## 2. 가족승계가 기업성과에 미치는 영향

다음으로 가족승계가 기업성과에 미치는 영향을 살펴보았다. 최고경영자가 바뀌면 새로운 경영자의 능력을 판단하는 기준으로 가장 먼저 떠오르는 것이 경영성과일 것이다. 가장 기초적인 방법으로 표준적인 성과지표를 이용하여 사장교체 전 과거 3년간의 평균치와 교체 후 3년간의 평균치를 구하고 이 차이를 승계 형태별로 살펴보았다. 그 결과는 <표 6>에 제시되어 있다.

먼저 성과지표로서 ROA를 보면, 가족승계와 비가족승계 모두 사장교체를 전후로 기업의 성과가 하락하는 것을 알 수 있다. 가족승계의 하락의 크기는  $-0.0043$ 으로 비가족승계의 하락( $-0.0015$ )보다 그 폭이 더 컸지만, 이 차이들의 차이(Diff-in-Diff)는 통계적으로 유의하지 않았다. 성과지표로서 OPM, PK, PL을 이용했을 경우에도 ROA와 똑같은 양상을 보였다. 하지만 ROE를 성과지표로 사용했을 때에는 오히려 반대의 현상이 일어났다. 즉, 가족승계와 비가족승계 모두 사장교체 후 ROE의 값이 증가했고, 그 증가폭은 가족승계의 경우(0.0921)가 비가족승계의 경우(0.0243)보다 더 컸다. 그러나 이 역시 통계적 유의성은 보이지 않았다. 이상의 결과로부터 알 수 있는 것은 가족승계 여부가 대체로 기업성과의 차이에 유의한 영향을 미치지 않는다는 것이다. 그러나 시장의 평가를 반영하는 지표인 주식수익률의 경우는 다른 결과를 보였다. 가족승계와 비가족승계 모두 사장교체 후 SR이 상승하였고, 그 상승폭은 가족승계의 경우(0.0989)가 비가족승계의 경우(0.0097)보다 더 컸으며, 이는 통계적으로도 유의하였다. 즉, 가족승계의 경우 시장은 오히려 해당 기업에 대해서 더 높게 평가하고 있다는 것을 알 수 있다.

가족승계가 기업성과에 미치는 영향은 교체된 최고경영자의 개인적 능력에 따라 다를 수 있을 것이라는 추측 하에 이를 고려하는 추가적인 분석을 수행하였다. Perez-Gonzalez(2006)는 가족승계 중 교체된 최고경영자가 엘리트 대학을 나왔는지의 유무가 기업성과에 영향을 미친다고 보았는데, 이러한 영향이 일본 기업에도 적용되는지를 살펴보았다. 사용된 자료에서 사장 및 이사진의 출신 대학은 도쿄대, 게이오대, 와세다대, 교토대 등 4개 대학에 집중되어 있는 것으로 나타났다. 1990년부터 2002년까지 이 4개 대학의 출신 비율은 이사의 경우

74 일본 기업에서의 가족승계와 기업성과

〈표 6〉 승계 형태별 기업성과 비교

성과지표	승계 형태	교체 전 3년간 평균(A)	교체 후 3년간 평균(B)	차이 (B-A)	Diff in Diff
ROA	가족승계	0.001 (0.003)	-0.003 (0.004)	-0.004 (0.004)	0.003 (0.003)
	비가족승계	-0.003 (0.001)	-0.005 (0.001)	-0.002 (0.001)	
ROE	가족승계	0.043 (0.035)	0.135 (0.082)	0.092 (0.065)	-0.068 (0.088)
	비가족승계	-0.000 (0.009)	0.024 (0.027)	0.024 (0.028)	
OPM	가족승계	0.005 (0.005)	-0.003 (0.007)	-0.008 (0.006)	0.006 (0.005)
	비가족승계	-0.005 (0.001)	-0.007 (0.002)	-0.002 (0.002)	
SR	가족승계	-0.045 (0.011)	0.054 (0.028)	0.099*** (0.029)	-0.089*** (0.023)
	비가족승계	-0.012 (0.004)	-0.002 (0.005)	0.010 (0.007)	
PK	가족승계	0.028 (0.033)	0.001 (0.046)	-0.028 (0.028)	0.025 (0.051)
	비가족승계	-0.000 (0.012)	-0.002 (0.016)	-0.003 (0.016)	
PL	가족승계	0.488 (0.542)	-0.015 (0.445)	-0.503* (0.265)	0.287 (0.270)
	비가족승계	-0.172 (0.096)	-0.389 (0.110)	-0.217** (0.084)	

주: 1) ROA, ROE, OPM, SR, PK, PL은 각각 자산수익률(ROA), 자기자본이익률(ROE), 영업 이익률(OPM), 주식수익률(SR), 자본생산성(PK), 노동생산성(PL)의 산업조정된 값을 나타냄.

2) 괄호 안은 표준오차를 나타냄.

3) \*\*\*, \*\*, \*은 각각 1%, 5%, 10% 하에서 통계적으로 유의함을 의미함.

4) Diff in Diff는 비가족승계에서의 (B-A)값에서 가족승계에서의 (B-A)값을 뺀 것임.

37.6%에서 31.0%, 사장의 경우 52.6%에서 39.0%로 낮아지는 경향이 있기는 했지만 여전히 높은 비중을 차지하였다. 연도별로 이사와 사장의 출신 대학 비율을 살펴보았을 때에도 일부 순위 변동은 있어도 이들 4개 대학이 5위인 출신



대학 비율과 상당한 차이를 보이며 항상 상위를 차지하는 것으로 나타났다. 따라서 이들 4개 대학을 ‘엘리트 대학’으로 설정하고 가족승계에서 교체된 최고경영자가 이들 엘리트 대학 출신이면 엘리트 승계, 그렇지 않으면 비엘리트 승계로 구분하여 엘리트 승계가 기업성과에 영향을 미치는지 살펴보았다. <표 7>은 사장의 가족승계 케이스 중에서 교체된 사장이 엘리트 대학 출신인지 아닌지에 따라 기업성과 변화에 차이가 있는지를 비교하고 있다.

<표 6>에서 나타났던 현상이 <표 7>에서도 거의 비슷하게 재현되고 있음을 알 수 있다. 성과지표로서 ROA를 보면, 사장이 엘리트 대학 출신 유무와 상관없이 기업성과는 하락하는 것을 알 수 있다. 엘리트 대학 출신의 가족기업 승계가 그렇지 않은 경우보다 ROA의 하락폭은 작았지만, 통계적으로 유의하지는 않았다. 이러한 양상은 OPM의 경우에도 똑같이 나타났다. PL도 ROA나 OPM처럼 엘리트 대학 출신 유무와 상관없이 가족승계 후 기업성과는 하락하였지만, 엘리트 승계의 경우 그 하락폭은 통계적으로 유의하였다. PK는 엘리트 승계의 경우에는 하락하고, 비엘리트 승계의 경우에는 상승하는 상반된 결과가 나왔으나, 통계적으로 유의하지 않았다. ROE의 경우에는 기업성과가 사장교체를 전후로 상승하였고, 그 상승폭은 오히려 엘리트 대학 출신의 새로운 사장일 경우에 더 작았다. 하지만 이 역시 통계적으로는 유의하지 않았다. SR의 경우 엘리트 승계와 비엘리트 승계 모두 교체 후 증가하는 현상을 확인하였으나, 엘리트·비엘리트 조건 간의 차이는 유의미하지 않았다. 즉, 모든 성과지표에 있어서 사장의 엘리트 대학 출신 유무는 아무런 영향을 끼치지 못한다는 것을 알 수 있었다.

평균 비교를 통해 드러난 <표 6>과 <표 7>의 패턴을 다른 설명변수들을 통제 한 분석에서도 확인할 수 있는지 살펴보기 위해 회귀분석(OLS)을 행하였다. 설명변수로는 승계 형태를 중심으로 가족승계 여부, 엘리트 승계 여부가 더미변수로 투입되었고 이 두 변수의 상호작용항을 포함시켰다. 이러한 승계 형태가 사장교체 후 기업성과 변화에 미치는 영향을 보기 위해 종속변수로는 사장교체 후 3년간의 기업성과 평균에서 사장교체 전 3년간의 기업성과 평균을 뺀 값을 사용하였다. 모형1과 모형2에서는 성과지표로서 ROA를, 모형3과 모형4에서는 ROE를, 모형5와 모형6에서는 OPM을, 모형7과 모형8에서는 SR을, 모형9와 모형10에서는 PK를, 모형11과 모형12에서는 PL을 사용하였다. 가족기업 연구에서 기업성과에 미치는 영향을 분석할 때 주로 이용되는 기업규모와 이사 주식 보유 비율이 통제변인으로 투입되었다. <표 8>은 회귀분석 결과를 나타낸다.

〈표 7〉 가족승계 중 엘리트 승계 여부에 따른 기업성과의 차이

성과지표	승계 형태	교체 전 3년간 평균(A)	교체 후 3년간 평균(B)	차이 (B-A)	Diff in Diff
ROA	엘리트 승계	-0.001 (0.006)	-0.004 (0.005)	-0.003 (0.004)	-0.002 (0.008)
	비엘리트 승계	0.003 (0.004)	-0.002 (0.006)	-0.005 (0.005)	
ROE	엘리트 승계	-0.003 (0.011)	0.036 (0.034)	0.039 (0.034)	0.083 (0.136)
	비엘리트 승계	0.069 (0.055)	0.191 (0.127)	0.122 (0.100)	
OPM	엘리트 승계	0.002 (0.009)	-0.004 (0.007)	-0.006 (0.005)	-0.003 (0.012)
	비엘리트 승계	0.006 (0.006)	-0.003 (0.009)	-0.009 (0.009)	
SR	엘리트 승계	-0.044 (0.014)	0.061 (0.052)	0.105** (0.051)	-0.010 (0.060)
	비엘리트 승계	-0.045 (0.015)	0.050 (0.033)	0.095*** (0.035)	
PK	엘리트 승계	-0.002 (0.040)	-0.043 (0.046)	-0.041 (0.035)	0.021 (0.058)
	비엘리트 승계	0.046 (0.047)	0.026 (0.068)	0.020 (0.039)	
PL	엘리트 승계	1.230 (1.288)	0.383 (0.949)	-0.848* (0.477)	0.539 (0.551)
	비엘리트 승계	0.068 (0.438)	-0.241 (0.449)	-0.308 (0.314)	

주: 1) ROA, ROE, OPM, SR, PK, PL은 각각 자산수익률(ROA), 자기자본이익률(ROE), 영업 이익률(OPM), 주식수익률(SR), 자본생산성(PK), 노동생산성(PL)의 산업조정된 값을 나타냄.

2) 가족승계 중 교체된 사장이 상위 4개 대학(도쿄대, 교토대, 게이오대, 와세다대) 출신이면 엘리트 승계, 그렇지 않으면 비엘리트 승계를 나타냄.

3) 괄호 안은 표준오차를 나타냄.

4) \*\*\*, \*\*, \*은 각각 1%, 5%, 10% 하에서 통계적으로 유의함을 의미함.

5) Diff in Diff는 비가족승계에서의 (B-A)값에서 가족승계에서의 (B-A)값을 뺀 것임.

성과지표로서 ROA, ROE, OPM, PK, PL을 사용한 모형에서는 가족승계가 기업성과에 미치는 유의한 영향을 발견할 수 없었다. 다만 OPM을 사용했을 때

<표 8> 가족승계 및 엘리트 승계가 기업성과에 미치는 영향

설명변수	모형1	모형2	모형3	모형4	모형5	모형6	모형7	모형8	모형9	모형10	모형11	모형12
가족승계	-0.002 (0.004)	-0.001 (0.005)	0.110 (0.073)	0.136 (0.109)	-0.004 (0.006)	-0.003 (0.009)	0.079*** (0.031)	0.082** (0.037)	-0.020 (0.033)	-0.005 (0.045)	-0.146 (0.269)	0.079 (0.362)
가족승계 × 엘리트		-0.003 (0.006)		-0.069 (0.111)		-0.005 (0.010)		-0.006 (0.057)		-0.042 (0.062)		-0.599 (0.498)
엘리트		0.002 (0.002)		-0.049 (0.051)		0.005** (0.003)		0.000 (0.013)		0.023 (0.037)		0.127 (0.167)
$ROA_{t-1}$	-0.315*** (0.044)	-0.315*** (0.044)										
$ROE_{t-1}$			-0.362*** (0.088)	-0.361*** (0.088)								
$OPM_{t-1}$					-0.319*** (0.067)	-0.319*** (0.067)						
$SR_{t-1}$							-0.313*** (0.035)	-0.313*** (0.035)				
$PK_{t-1}$									-0.273** (0.120)	-0.273** (0.120)		
$PL_{t-1}$											-0.177*** (0.046)	-0.176*** (0.046)
기업규모	0.002*** (0.001)	0.002*** (0.001)	-0.023 (0.019)	-0.02 (0.018)	0.004*** (0.001)	0.004*** (0.001)	0.004 (0.005)	0.004 (0.005)	-0.014 (0.009)	-0.015 (0.009)	0.148** (0.059)	0.144** (0.059)
이사주식 보유비율	0.000 (0.000)	0.000 (0.000)	-0.004 (0.004)	-0.005 (0.005)	0.000 (0.000)	0.000 (0.000)	0.000 (0.001)	0.000 (0.001)	0.000 (0.002)	0.000 (0.002)	-0.008 (0.018)	-0.009 (0.018)
Year effects	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
$R^2$	0.129	0.13	0.047	0.048	0.113	0.115	0.132	0.132	0.060	0.060	0.078	0.079
관측치수	1,214	1,214	1,214	1,214	1,214	1,214	1,195	1,195	1,214	1,214	1,214	1,214

주: 1) 모든 모형에 있어서 종속변수는 사장교체 후 3년간의 기업성과의 평균에서 사장교체 전 3년간의 기업성과의 평균을 뺀 값을 사용하였으며, 모형1과 모형2에서는 산업조정된 자산수익률(ROA), 모형3과 모형4에서는 산업조정된 자기자본이익률(ROE), 모형5과 모형6에서는 산업조정된 영업이익률(OPM), 모형7과 모형8에서는 산업조정된 주식수익률(SR), 모형9와 모형10에서는 산업조정된 자본생산성(PK), 모형11과 모형12는 산업조정된 노동생산성(PL)을 사용하였음.

2) 가족승계 중 교체된 사장이 상위 4개 대학(도쿄대, 교토대, 게이오대, 와세다대) 출신이면 엘리트 승계, 그렇지 않으면 비엘리트 승계를 나타냄.

3)  $ROA_{t-1}$ ,  $ROE_{t-1}$ ,  $OPM_{t-1}$ ,  $SR_{t-1}$ ,  $PK_{t-1}$ ,  $PL_{t-1}$ 은 각각 사장교체가 일어나기 전년도의 산업조정된 ROA, ROE, OPM, SR, PK, PL 값을 나타냄.

4) 기업규모는 자산의 로그값을 사용함.

5) 괄호 안은 표준오차를 나타냄.

6) \*\*\*, \*\*, \*은 각각 1%, 5%, 10% 하에서 통계적으로 유의함을 의미함.

(모형6)의 경우 가족승계와는 상관없이 사장이 엘리트 대학 출신일 경우 기업 성과에 통계적으로 유의한 양의 효과를 미치지만, 그 크기는 미미하였다. 따라서 가족승계 그리고 사장의 출신 대학이 기업의 성과에는 큰 영향을 미치지 못하는 것으로 나타났다. 이러한 결론은 <표 6>과 <표 7>의 결과와도 일치한다.

하지만 성과지표로서 SR을 사용했을 경우(모형7과 모형8)에는 다른 양상을 보였다. 즉, 가족승계를 나타내는 더미변수의 추정계수가 통계적으로 유의한 양의 값을 보였다. 이는 가족승계와 주식수익률 간의 양의 관계가 있음을 의미한다. 이러한 결과 역시 <표 6>, <표 7>과 일치하는 것으로 가족승계를 한 경우 시장의 평가에 긍정적인 영향을 줄 수 있음을 다시 한 번 확인시켜 주는 것이다.

## V. 결 론

본 연구는 일본 제조업을 대상으로 가족승계와 기업성과와의 관계에 대한 통일되지 않은 연구 문헌에 추가적인 자료와 분석을 제시하였다는 데에서 의의를 찾을 수 있다. 특히, 사장교체 사건에 주목하고 Nikkei Telecom으로부터 찾아낸 총 2,290건에 해당되는 사장교체 기사를 동경경제신보사의 'Director Data'와 하나하나 대조하는 확인작업을 통하여 구성된 자료를 사용하여, 사장교체에서 드러난 가족승계와 비가족승계의 양상과 기업성과와의 관계를 확인했다는 면에서 독특한 위상을 차지한다. 또한 방법론적으로 기존의 연구에서 간과한 점을 보완하고자 하였다. 즉, 선행연구들처럼 성과측정지표로서 최고경영자의 교체 전 과거 3년간의 기업성과 평균과 교체 후 3년간의 기업성과 평균의 차이를 이용하되, 최고경영자의 재임기간을 고려하여 사장교체 시점을 중심으로 전임 사장과 신임 사장이 각각 3년 이상 재직한 경우만을 분석대상으로 하여, 가족승계가 기업성과에 미치는 효과를 제대로 추출할 수 있도록 하였다.

분석결과를 정리하면 다음과 같다. 첫째, 사장교체 상황에서의 가족승계와 비가족승계를 비교했을 때, 가족이 승계한 경우 교체된 신임 사장은 평균 8살 정도가 더 젊은 것으로 나타났으며, 사장승진까지 걸린 기간은 더 긴 것으로 나타났다. 사장승진까지 걸린 기간의 경우, 특히 이사승진으로부터 사장승진까지의 기간이 비가족승계에 비해 더 긴 것으로 나타났다. 이는 가족승계의 경우 경영을 승계할 후보자를 미리 점찍어 훈련시켜 젊은 나이에 사장으로 승진시키는 승계계획 과정이 있었음을 짐작하게 하며, 특히 승계후보자를 가급적 일찍

이사로 승진시켜 최고 의사결정 과정에 참여하는 기간을 오래 갖게 함으로써 젊은 나이에 사장으로 승진을 하더라도 경영을 배울 충분한 시간을 갖게 한다는 것을 짐작하게 한다.

둘째, 가족으로의 사장승계가 이루어지는지의 여부는 ROA, ROE, OPM, PK, PL과 같은 기업성과에 영향을 받지 않는 것으로 나타났다. 사장의 교체가 이루어지는 이유를 추측할 때 일반적으로 기업성과의 부진이 최고경영자 교체를 일으키는 원인이라고 생각할 수 있지만, 일본 자료에 대한 분석결과는 우리가 기대하는 만큼 기업성과가 가족승계에 영향을 미치지 못한다는 것을 보여준다. 하지만 주식수익률(SR)의 경우에는 가족승계가 발생하는 데 영향을 주는 것으로 나타났으며, 특히 비가족승계에 비해 가족승계는 주식수익률이 낮을 때 발생하는 것을 알 수 있었다. 이는 가족으로의 CEO 승계가 시장의 평가에 민감할 수 있음을 시사한다.

셋째, 가족승계 여부가 기업성과에 미치는 영향의 경우 가족승계가 시장의 평가를 반영하는 주식수익률(SR)에 긍정적인 영향을 가지는 것으로 나타났다. 가족기업에서의 가족승계는 시장의 평가를 개선하는 데 도움이 된다고 볼 수 있다. 그러나 주식수익률을 제외한 ROA, ROE, OPM, PK, PL과 관련해서는 가족승계가 비가족승계에 비해 더 유리하다거나 더 불리하다는 증거는 발견할 수 없었다.

마지막으로, 가족승계 여부와 더불어 교체된 후임 사장이 엘리트 대학 출신인지의 여부가 기업성과에 영향을 미칠 것으로 예상하였으나, 결과는 이를 지지하지 않았다. 앞서 살펴본 것처럼 사장의 가족승계는 주식수익률에 긍정적인 영향을 주었지만 사장이 엘리트 출신인지의 여부가 이러한 효과를 조절하지는 않았다. 또한 교체된 사장이 엘리트 출신인지의 여부가 단독적으로 영업이익률에는 긍정적인 효과를 주는 것으로 나타나기는 했지만 가족승계 여부와 상호작용하지는 않았다.

이상의 결과로부터 가족승계와 기업성과의 관계에 대해서 가족승계가 비가족승계에 비해 주식수익률을 높이는 효과가 있음을 확인하였다. 또한 앞서 주식수익률은 가족승계의 시점을 결정하는 데에도 영향을 미친 주요한 요인임도 알 수 있었다. 즉, 가족으로의 사장교체는 주식수익률이 낮았을 때 발생할 가능성이 높았다. 주식수익률이 시장의 평가를 반영하는 것으로 보았을 때 이는 가족으로의 승계시점 결정 및 승계효과에 대한 평가가 시장의 평가에 민감할 수 있다는 것을 시사한다.

이에 반해 ROA, ROE, OPM, PK, PL 등의 성과지표에서는 가족승계가 비가족승계보다 낮거나 못하다는 증거는 발견할 수 없었다. 이는 일본에서 비가족승계와 비교해 가족승계가 갖는 상대적 이점(예, 대리인 이론이나 자원 기반 이론)이나 연고주의와 같은 저해요인(예, 문화적 이론)이 기업성과에 유의한 차이를 가져올 만큼 크지 않았다는 것을 의미한다. 그럼에도 불구하고 주식수익률이 높아지는 것은 대리인 이론이나 자원 기반 이론에서 제시한 바와 같이 사장의 가족승계를 통해 상대적 이점을 가지게 될 것이라는 시장의 기대가 반영된 것으로도 볼 수 있다. 이러한 면에서 가족승계는 대외적으로 가족기업의 지배구조가 안정적으로 유지될 수 있음을 상징적으로 보여주는 사건으로서, 특히 주식수익률과 관련해 부정적인 시장의 인식을 효과적으로 통제할 수 있는 전략적인 수단이 될 수 있음을 시사하기도 한다.

또한 사장의 엘리트 대학 출신 여부는 일본 기업의 성과에 전반적으로 유의한 영향을 미치지 못하는 것으로 나타났다. 이는 엘리트 대학 출신 여부가 가족기업이 기업성과에 미치는 영향을 조절하는 요인이 될 수 있음을 지적한 Perez-Gonzalez(2006)의 연구와는 일치하지 않는 결과이다. 하지만 이는 오히려 일본 기업에서 사장 개인 고유의 특성은 기업성과에 중요하지 않다는 Ahn *et al.*(2009)의 주장을 다시금 확인시켜 주는 것으로도 볼 수 있다. 즉, 일본 기업의 경우 가족승계를 하더라도 사장이라는 한 개인의 역량보다는 가족기업의 시스템과 경영진의 역할을 통해 기업의 경영이 이루어기 때문에, 사장의 특성에 직접적으로 영향을 받지 않는다는 것을 간접적으로 대변해 주는 것이라고 볼 수 있다.

이러한 특성은 가족승계와 비가족승계의 특성을 비교했을 때에도 일부 드러난다. 특히, 비가족승계와 비교했을 때 가족승계에서 신임 사장은 일찍 입사하여 이사승진에서부터 더 많은 시간을 보내고 더 빠른 나이에 사장으로 승진하는 것을 알 수 있었는데, 이는 일찌감치 승계 후보자를 선발하여 이사로서 경험을 쌓으면서 성장하도록 하는 체계적인 승계계획이 관여되어 있음을 짐작하게 하는 대목이다. 이런 의미에서 일본에서의 가족승계는 단순히 가족의 일원에게 자리를 승계한다는 의미를 넘어 철저한 승계계획에 의해 이루어지는 집단적 과정이며, 이러한 체계의 이점이 엘리트 대학 출신 여부와 같은 개인의 특성의 효과를 압도하는 동시에 연고주의와 같은 규범적 영향에서 비롯될 수 있는 폐해를 상쇄하는 것으로 해석해 볼 수 있다. 하지만 본 연구에서 고려하지 않은 다른 개인 역량이 기업성과에 영향을 미칠 가능성을 완전히 배제할 수 없

다. 예를 들어, 승계자가 엘리트 대학 출신 여부인지는 기업성과에 영향을 미치지 못하는 것으로 나타났지만, 승계자가 전공이나 해당 산업 및 업종에 대한 전공 적합성 등이 기업성과에 영향을 미칠 가능성은 아직 남아 있다. 추후 연구를 통해 이러한 가능성에 대한 분석이 이루어져야 할 것이다.

본 연구는 몇 가지 제한점이 있다. 먼저, 가족승계와 기업성과와의 관계에 대하여 일부 유의미한 결과를 발견하기는 하였으나 주어진 자료의 한계상 어떤 이론이 자료를 더 잘 설명하는지에 대해 확정적인 결론을 낼 수는 없었다. 가족승계는 대리인 이론과 자원 기반 이론에서 시사한 바와 같이 대리인 비용을 줄이고 더 나은 인적자원을 확보할 수 있는 가족의 이점과 혈연이나 가족의 문화에 집착한 나머지 경영의 합리성을 저해할 수 있는 요인이 복합적으로 작용할 가능성이 있다. 향후 연구에서는 이러한 가족승계의 이점과 비용을 분리해 확인할 수 있는 자료와 설계를 통해 각 이론의 주장을 검증할 수 있는 연구가 필요할 것이다.

또한 본 연구는 ‘가족승계’라고 하는 사건을 중심으로 가족승계와 비가족승계의 효과를 비교했기 때문에 비가족승계의 경우 두 가지의 가능성, 즉 비가족기업에서의 전문 경영인 승계와 가족기업에서의 전문 경영인 승계라는 사건이 공존하고 있다. 앞서 논의한 대로 가족승계는 가족기업 내에서도 독특한 사건으로서, 가족기업에서도 가족승계가 일어나기 위해서는 소유권과 경영권이 모두 가족에게 있거나 적어도 가족의 일원에게 사장을 맡길 만큼 이사회에서 창업주 가족이 갖는 영향력이 상당해야 하는 만큼, 가족승계는 가족기업에서도 가족의 영향력이 상당한 기업의 상황을 보여줄 수 있는 독특한 사례가 될 수 있다. 따라서 가족승계 사건을 중심으로 한 분석은 가족승계가 가능한 기업 상황의 특성을 그렇지 않은 경우와 비교하여 드러내 주는 데에는 충분하다고 생각되나, 비가족승계 상황에서 가족기업과 비가족기업이 갖는 차이를 논의할 맥락을 제공하는 데에는 한계가 있다. 따라서 향후 연구에서는 승계 유형을 세분화하여 살펴볼 필요가 있다.

가족을 중심으로 한 재벌기업의 영향력이 큰 우리나라에서도 가족승계 여부는 사회적 관심사일 뿐 아니라 기업의 입장에서 기업의 사활과 직결된 중요한 결정임에 틀림이 없다. 우리나라의 기업 상황이 일본의 기업 상황과 어느 정도 유사성을 갖고 있고 기업들이 오랫동안 일본 기업들의 기업 관행에도 많은 관심을 가져온 만큼 일본에서 나타난 이러한 결과와 유사한 패턴을 한국에서 기대하는 것도 가능하다. 그러나 일본과는 확연히 다른 역사와 사회적 여건



을 거쳐온 우리나라의 기업 현실을 고려할 때 이것을 확장 해석하려는 시도는 시기상조이다. 일본 기업의 가족승계에서 나타난 이러한 결과는 우리나라 기업에서의 가족승계의 모습을 조명하고 그 효과를 논의하는 데 있어 흥미로운 연구 주제들을 던져 준다. 향후 이러한 분석은 가족승계의 시점이나 효과를 고민하는 우리나라의 기업에게도, 기업의 가족승계 이후 기업의 성과를 점쳐 보려고 하는 투자자들을 비롯한 이해관계자들에게도 유용한 시사점을 줄 수 있을 것이다.

## 참 고 문 헌

- 남영호·문성주, “가족기업과 비가족기업의 성과비교: 거래소 상장기업을 중심으로,” 『대한경영학회지』 제20권 1호, 2007a, 237~264.
- \_\_\_\_\_, “가족기업의 성과에 관한 연구: 코스닥 등록기업을 중심으로,” 『중소기업연구』 제29권 1호, 2007b, 21~48.
- 박종훈·정무관·성연달, “한국의 기업지배구조 체계에서 최고경영자 교체에 대한 재벌의 역할,” 『전략경영연구』 제13권 3호, 2011, 89~119.
- 생산성연구소, 『상장기업의 부가가치 분석』, 2012.
- Ahn, S., U. Bhattacharya, T. Jung, and G. Nam, “Do Japanese CEOs Matter?” *Pacific-Basin Finance Journal*, 17, 2009, 628~650.
- Anderson, R. and D. Reeb, “Founding-family Ownership and Firm Performance: Evidence from the S&P 500,” *Journal of Finance*, 58, 2003, 1301~1328.
- Astrachan, J. H. and M. C. Shanker, “Family Businesses’ Contribution to the U.S. Economy: A Closer Look,” *Family Business Review*, 16(3), 2003, 211~219.
- Barth, E., T. Gulbrandsen, and P. Schonea, “Family Ownership and Productivity: The Role of Owner-management,” *Journal of Corporate Finance*, 11, 2005, 107~127.
- Beckard, R. and W. Dyer, “Managing Change in the Family Firm: Issues and Strategies,” *Sloan Management Review*, 24, 1983a, 59~65.
- \_\_\_\_\_, “Managing Continuity in the Family-owned Business,” *Organizational Dynamics*, 12, 1983b, 5~12.
- Bennedsen, M., K. M. Nielsen, F. Perez-Gonzalez, and D. Wolfenzon, “Inside the

- Family Firm: The Role of Families in Succession Decisions and Performance,” *Quarterly Journal of Economics*, 122, 2007, 647~691.
- Berle, A. and G. Means, *The Modern Corporation and Private Property*, McMillan: New York, 1932.
- Bertrand, M. and A. Schoar, “The Role of Family in Family Firms,” *The Journal of Economic Perspectives*, 20(2), 2006, 73~96.
- Burkart, M., F. Panunzi, and A. Shleifer, “Family Firms,” *Journal of Finance*, 58, 2003, 2167~2201.
- Carney, M. and E. Gedajlovic, “Vertical Integration in Franchise Systems: Agency Theory and Resource Explanations,” *Strategic Management Journal*, 12(8), 2002, 607~629.
- Chua, J. H., J. J. Chrisman, and P. Sharma, “Succession and Nonsuccession Concerns of Family Firms and Agency Relationship with Nonfamily Managers,” *Family Business Review*, 16(2), 2003, 89~107.
- Claessens, S., S. Djankov, J. P. H. Fan, and L. H. P. Lang, “Disentangling the Incentive and Entrenchment Effects of Large Shareholdings,” *Journal of Finance*, 57, 2002, 2741~2771.
- Cronqvist, H. and M. Nilsson, “Agency Costs of Controlling Minority Shareholder,” *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 38, 2003, 695~719.
- Cucculelli, M. and G. Micucci, “Family Succession and Firm Performance: Evidence from Italian Family Firms,” *Journal of Corporate Finance*, 14, 2008, 17~31.
- Davis, P. S. and P. D. Harveston, “The Influence of Family on Business Succession Process: A Multigenerational Perspective,” *Entrepreneurship Theory and Practice*, 22(3), 1998, 31~53.
- De Massis, A., J. H. Chua, and J. J. Chrisman, “Factors Preventing Intra-family Succession,” *Family Business Review*, 21(2), 2008, 183~199.
- Durand, R. and V. Vargas, “Ownership, Organization, and Private Firms’ Efficient Use of Resources,” *Strategic Management Journal*, 24(7), 2003, 667~675.
- Dyck, A. and L. Zingales, “Private Benefits of Control: An International Comparison,” *Journal of Finance*, 59, 2004, 537~600.
- Faccio, M. and L. Lang, “The Ultimate Ownership of Western European Corporations,” *Journal of Financial Economics*, 65, 2002, 365~395.

- Fama, E. F. and M. C. Jensen, "Separation of Ownership and Control," *Journal of Law and Economics*, 26(2), 1983, 301~325.
- Forbes, *Are Dynasties Dying?*, 165(6), 2000, 126~131.
- Grusky, O., "Administrative Succession in Formal Organizations," *Social Forces*, 39, 1960, 105~115.
- Habbershon, T. G., M. Williams, and I. C. MacMillan, "A Unified Systems Perspective of Family Firm Performance," *Journal of Business Venturing*, 18 (4), 2003, 451~465.
- Handler, W. C., "Succession in Family Firms: A Mutual Role Adjustment between Entrepreneur and Next-generation Family Members," *Entrepreneurship Theory and Practice*, 15(1), 1990, 37~51.
- Haveman, H., M. V. Russo, and A. D. Meyer, "Organizational Environments in Flux: CEO Succession, and Performance," *Organization Science*, 12(3), 2001, 253~273.
- Jensen, M. and W. Meckling, "Theory of the Firm: Managerial behavior, Agency Costs, and Ownership Structure," *Journal of Financial Economics*, 3, 1976, 305~360.
- Kang, D., "The Impact of Family Ownership on Performance in Public Organizations: A Study of the U.S. Fortune 500, 1982-1994," 2000 Academy of Management Meetings, Toronto, Canada, 2000.
- Khanna, T. and K. Palepu, "Is Group Affiliation Profitable in Emerging Markets? An Analysis of Diversified Indian Business Groups," *Journal of Finance*, 55, 2000, 867~891.
- La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes, and A. Shleifer, "Corporate Ownership Around the World," *Journal of Finance*, 54, 1999, 471~517.
- Liu, W., H. Yang, and G. Zhang, "Does Family Business Excel in Firm Performance? An Institution-based View," *Asia Pacific Journal of Management*, 29(4), 2012, 965~987.
- Maury, B., "Family Ownership and Firm Performance: Empirical Evidence from Western European Corporations," *Journal of Corporate Finance*, 12, 2006, 321~341.
- Morck, R. K., D. A. Stangeland, and B. Yeung, "Inherited Wealth, Corporate Control,

- and Economic Growth: The Canadian Disease?" In R.K. Morck (ed.), *Concentrated Corporate Ownership*, Chicago: University of Chicago Press, 2000, 319~369.
- Morikawa, M., *Productivity of Family Firms in Japan*, RIETI Discussion Paper Series 08-J-029 (in Japanese), 2008.
- Morris, M. H., R. W. Williams, J. A. Allen, and R. A. Avila, "Correlates of Success in Family Business Transitions," *Journal of Business Venturing*, 12, 1997, 385~401.
- Perez-Gonzalez, F., "Inherited Control and Firm Performance," *American Economic Review*, 96, 2006, 1559~1588.
- Pfeffer, J., *Power in Organizations*, Marshfield, MA, Pitman, 1981.
- Pollak, R., "A Transaction Cost Approach to Families and Households," *Journal of Economic Literature*, 23, 1985, 581~608.
- Saito, T., "Family Firms and Firm Performance: Evidence from Japan," *Journal of the Japanese and International Economies*, 22(4), 2008, 620~646.
- Schulze, W. S., M.H. Lubatkin, R.N. Dino, and A.K. Buchholtz, "Agency Relationships in Family Firms: Theory and evidence," *Organization Science*, 12(2), 2001, 99~116.
- Sirmon, D. G. and M. A. Hitt, "Managing Resources: Linking Unique Resources, Management and Wealth Creation in Family Firms," *Entrepreneurship Theory and Practice*, 27(4), 2003, 339~358.
- Spence, A. M., *Market Signaling: Informational Transfer in Hiring and Related Screening Processes*, Cambridge: Harvard University Press, 1974.
- Sraer, D. and D. Thesmar, "Performance and behavior of Family Firms: Evidence from the French Stock Market," *Journal of the European Economic Association*, 5, 2007, 709~751.
- Vafeas, N., "Length of Board Tenure and Outside Director Independence," *Journal of Business Finance and Accounting*, 30(7), 2003, 1043~1064.
- Villalonga, B. and R. Amit, "How do Family Ownership, Control and Management Affect Firm Value?" *Journal of Financial Economics*, 80(2), 2006, 385~417.
- Ward, J. L., *Keeping the Family Business Healthy: How to Plan for Continuous Growth, Profitability, and Family Leadership*, Jossey-Bass, San Francisco, CA,

1987.

\_\_\_\_\_, *Perpetuating the Family Business. 50 Lessons Learned from Long-lasting, Successful Families in Business*, New York: Palgrave Macmillian, 2004.

Westhead, P. and C. Howorth, "Ownership and Management Issues Associated with Family Firm Performance and Company Objectives," *Family Business Review*, 19(4), 2006, 301~316.

Young, M. N., M. W. Peng, D. Ahlstrom, G. D. Bruton, and Y. Jiang, "Corporate Governance in Emerging Economies: A Review of the Principal-principal Perspective," *Journal of Management Studies*, 45(1), 2008, 196~220.

Zajac, E. J. and M. S. Kraatz, "A Diametric Forces Model of Strategic Change: Assessing the Antecedents and Consequences of Restructuring in the Higher Education Industry," *Strategic Management Journal*, 14, 1993, 83~102.

Zajac, E. J. and J. D. Westphal, "Who shall Succeed? How CEO/Board References and Power Affect the Choice of New CEOs," *The Academy of Management Journal*, 39(1), 1996, 64~90.

[Abstract]

## Family Succession and Firm Performance in Japanese Firms

Oona Cha\*

This study investigated the relationship between family succession and firm performance and productivity of manufacturing firms in Japan. A total of 1,252 succession events of 1,419 listed firms from 1990~2002 where *shachos*(company presidents) and their successors maintained the tenure of at least 3 years before and after the succession respectively were analyzed. The results demonstrated that (i) family succession in these firms could not be attributed to suffering firm performances at the time except for stock return, (ii) family succession, as compared to non-family succession, did not have significant influence on subsequent firm performances except for stock return. In addition, it was found that having family successors with elite educational background was not sufficient to bring positive firm performances.

**Keywords:** family succession, firm performance, Japanese firms, *Shacho* replacement, elite university

**JEL Classification:** G32, G39, L25, M12

---

\* Assistant Professor, School of Business Administration, College of Business and Economics, Chung-Ang University, Tel: +82-2-820-5554, E-mail: ocha@cau.ac.kr

— |

| —

— |

| —