



## The Effect of Business Strategy on Stock Price Crash Risk\*

Haeyoung RYU<sup>1</sup>

Received: January 09, 2021. Revised: January 26, 2021. Accepted: February 01, 2021.

### Abstract

**Purpose:** This study attempted to examine the risk of stock price plunge according to the firm's management strategy. Prospector firms value innovation and have high uncertainties due to rapid growth. There is a possibility of lowering the quality of financial reporting in order to meet market expectations while withstanding the uncertainty of the results. In addition, managers of prospector firms enter into compensation contracts based on stock prices, thus creating an incentive to withhold negative information disclosure to the market. Prospector firms' information opacity and delays in disclosure of negative information are likely to cause a sharp decline in share prices in the future. **Research design, data and methodology:** This study performed logistic analysis of KOSPI listed firms from 2014 to 2017. The independent variable is the strategic index, and is calculated by considering the six characteristics (R&D investment, efficiency, growth potential, marketing, organizational stability, capital intensity) of the firm. The higher the total score, the more it is a firm that takes a prospector strategy, and the lower the total score, the more it is a firm that pursues a defender strategy. In the case of the dependent variable, a value of 1 was assigned when there was a week that experienced a sharp decline in stock prices, and 0 when it was not. **Results:** It was found that the more firms adopting the prospector strategy, the higher the risk of a sharp decline in the stock price. This is interpreted as the reason that firms pursuing a prospector strategy do not disclose negative information by being conscious of market investors while carrying out venture projects. In other words, compensation contracts based on uncertainty in the outcome of prospector firms and stock prices increase the opacity of information and are likely to cause a sharp decline in share prices. **Conclusions:** This study's analysis of the impact of management strategy on the stock price plunge suggests that investors need to consider the strategy that firms take in allocating resources. Firms need to be cautious in examining the impact of a particular strategy on the capital markets and implementing that strategy.

**Keywords :** Business Strategy, Prospector Firm, Information Opacity, Stock Price Crash Risk

**JEL Classification Code :** D52, G30, M41

### 1. 서론 <sup>1</sup>

본 연구는 기업의 경영전략에 따른 극단적인 주가급락위험에 대해 살펴보고자 하였다.

주가급락은 주가가 갑자기 폭락하는 현상이다. 주가급락위험은 비대칭적 분포를 나타내는 위험으로 다각화 등을 통해 감소시키기 어렵다. 따라서 시장의 투자자들은 주가급락위험에 대해 민감해 하며, 주가변동에 예민한 경영자들 역시 주가급락 가능성에 대해 많은 관심을 갖고 있다.

한편, 최근 여러 나라의 주식시장에서 주가가 급락하는 현상이 관찰되면서, 이러한 현상이 발생하는 원인이 무엇인지에 대한 연구들이 진행되어왔다. Jin and Myers (2006)는 주식 가격이 급락하게 되는 원인으로 정보 불투명성을 지목하였다. 기업정보가 장기간에 걸쳐 주가에 제대로 반영되지 못하는 경우, 주가와 본연의 가치는 괴리를 보이게 된다. 주식시장에 공급되지 않았던

\* This work was supported by Hansei University Research Fund of 2019.

<sup>1</sup> First and Corresponding Author, Assistant Professor, Department of Business Administration, Hansei University, Korea. Email: [hyryu@hansei.ac.kr](mailto:hyryu@hansei.ac.kr)

© Copyright: Korean Distribution Science Association (KODISA)  
 This is an Open Access article distributed under the terms of the Creative Commons Attribution Non-Commercial License (<http://creativecommons.org/licenses/by-nc/4.0/>) which permits unrestricted noncommercial use, distribution, and reproduction in any medium, provided the original work is properly cited.

부정적 정보의 누적 수준이 한계에 달하는 순간, 해당 정보가 시장에 확산되기 시작하면서, 주가가 폭락한다는 것이다.

정보의 불투명성을 야기하는 기업 특성 역시 주가급락을 초래하는 요인으로 지목되었다. 재무보고의 질이 낮은 기업(Hutton, Marcus, & Tehranian, 2009), 조세회피성향이 강한 기업(Kim, Li, & Zhang, 2011), 이익조정을 수행하는 기업(Francis, Hasan, & Li, 2016)에서 주가가 급락하는 것으로 나타났다.

한편, 최근의 연구들은 기업이 추구하는 전략은 상당한 기간에 걸쳐 실행되기 때문에, 기업의 특성을 결정짓는다고 밝혔다(Bentley, Omer, & Sharp, 2013; Higgins, Omer, & Phillips, 2015). 기업이 추구하는 경영전략은 기업의 잠재적 위험수준에 영향을 미치기 마련이다. 본 연구에서는 기업이 추구하는 경영전략 역시 기업 정보의 품질과 직접적으로 관련되어 있으므로 주가급락발생에 영향을 미칠 것이라 예측하고, 기업 전략에 따른 주가급락 위험에 대해 분석해 보고자 한다.

Miles and Snow (2003)는 제품과 시장에 대한 대응방식을 기준으로 기업의 전략을 선도형, 중립형, 방어형으로 분류하였다. 혁신중심의 선도형 전략을 추구하는 기업은 상품구성을 신속히 바꾸는 반면, 방어형 기업은 좁은 범위의 제품에 집중하되 가격, 서비스, 제품 품질을 중점으로 하여 경쟁한다. 선행연구에 따르면 선도형 기업은 결과의 불확실성 때문에 보다 높은 정보비대칭에 직면한다(Rajagopalan, 1997; Singh, & Agarwal, 2002). 정보의 비대칭이 클수록 왜곡된 재무보고가 수행될 가능성이 높는데, Bentley et al. (2013)은 감사인의 노력에도 불구하고 선도형 전략을 취하는 기업들에서 회계오류가 발생할 가능성이 높음을 확인했다. 높은 통제위험 역시 선도형 기업들이 갖는 재작성을 하는 원인이 된다(Bentley et al. 2013). 선도형 기업의 경우, 다양한 기회를 활용코자 분권화된 조직구조를 취하는데, 이로 인해 경영자나 감사인이 중요한 취약점을 적시에 파악하여 보고하는 데 어려움을 겪는 경우가 많고, 부정적 뉴스의 공개가 지연되기 쉽다. 게다가 선도형 기업의 경영자들은 프로젝트의 불확실성을 고려한 주식보상계약(Rajagopalan, 1997) 및 소송 위험에 대한 노출 등으로 부정적 정보의 공시를 지연시키는 경향이 있다. 종합적으로 살펴보면, 선도기업의 정보 불투명성과 부정적 정보의 공개를 보류할 유인은 향후 주가의 급격한 하락을 초래할 수 있다.

본 연구는 5개의 장으로 이루어져 있다. 제1장 서론에서는 연구 목표에 대해 설명한다. 제2장에서는 경영전략 및 주가급락에 관련된 선행연구들을 살펴본 후, 연구 가설을 수립한다. 제3장에서는 연구방법에 대해 설명하며, 표본 선정 절차를 보여준다. 제4장에서는 실증분석결과를 분석하고 이에 대한 해석을 제시한다. 마지막으로, 제5장에서는 연구의 결론, 시사점 및 공헌점에 대해 정리한다.

## 2. 선행연구 고찰 및 가설 수립

### 2.1. 경영전략, 선도형 기업

경영전략 이론들은 기업이 외부 변화에 대응하면서 산업 내 다른 기업과 경쟁하는 방식에 대해 분석해왔다(Porter, 1980; Miles & Snow, 2003; Dyreng, Hanlon, & Maydew, 2010).

Miles and Snow (2003)의 연구에서는 기업의 경영전략을 선도형, 중립형, 방어형으로 분류하였다. 선도형 전략을 추구하는 기업은 혁신을 초점으로 하여 신제품 및 신시장을 선도적으로 개발하는 기업으로, 연구개발과 마케팅에 지속적인 투자를 한다. 반면, 결과에 대한 불확실성이 높아 시장투자자가 요구하는 자본비용이 크며, 연구개발 등 대한 투자가 성공적인지 여부는 상당한 기간이 지나야야 판명되므로, 선도형 기업의 경영자들에게는 스톡옵션과 같은 장기적 측면에서의 성과보상 체계가 설정된다(Ittner, Larcker, & Rajan, 1997; Rajagopalan, 1997; Singh & Agarwal, 2002). 선도형 기업은 의사결정을 분권화시키고 유동적으로 조직을 운영함으로써 다양한 기회를 활용하기에 적합한 조직구조를 갖추고 있다.

한편, 방어형 전략을 추구하는 기업은 top down 의사결정 구조를 기반으로 제한된 제품 범위 내에서 안정적으로 규모의 경제를 달성하고자 한다. 즉, 방어형 기업은 원가절감에 관심이 많으며, 평판관리를 통해 기존고객을 유지하고자 한다.

덧붙여, 선도형 및 방어형의 중간에 위치한 분석형 기업은 선도형 기업의 전략을 분석 한 후 시장점유율을 확대해 나가는 기업이다. 본 연구에서는 선도형 기업이 결과의 불확실성이 높아 정보의 비대칭이 크다는 점, 경영자에 대한 추가 기반 보상체계로 시장에 부정적 정보의 공시를 보류할 가능성이 높다는 점에 착안하여, 선도형 전략과 주가급락의 관계에 대해 분석해보고자 한다.

### 2.2. 정보 불투명성과 주가급락

기업정보가 장기간에 걸쳐 주가에 적절히 반영되지 못하는 경우, 주식 가격은 본연의 가치와 괴리를 보이게 된다. 공개되지 않은 정보의 수준이 임계점에 달하면, 누적되어 있던 정보들은 갑자기 시장에 퍼지게 된다. 공개가 보류되어 있던 정보들이 대개 부정적 정보이기 때문에, 해당 정보의 확산과 함께 주가는 폭락한다(Jin, & Myers, 2006).

주가급락 위험은 주가수익률이 극단적으로 낮은 구간으로 떨어지는 위험이다. 정규분포의 꼬리부분에 해당하는 위험으로 발생확률이 낮다는 특징이 있으나, 실현될 경우 투자 포트폴리오에

상당한 손실을 주는 위험이다(Hutton et al. 2009). 아울러, 비대칭적 분포를 취하는 추가급락위험은 다각화 등의 방법으로 위험의 수준을 낮출 수가 없기 때문에 시장 투자자 및 기업 경영자들이 민감해하는 위험이다.

본 연구에서는 기업이 추구하는 경영전략에 따라 정보 불투명성의 수준이 차별적으로 나타날 수 있다는 점을 반영하여, 기업전략이 추가급락에 어떠한 영향을 미치는 지 살펴보고자 한다.

### 2.3. 가설 수립

Jin and Myers (2006)는 주가가격이 갑자기 하락하는 원인으로 정보 불투명성을 지목하였다. 선도형 기업들은 급속한 성장을 경험하나, 동시에 결과에 대한 불확실성 및 진행 중인 프로젝트가 실패할 위험 등으로 재무성과를 부풀려 보고할 유인을 갖게 된다. Bentley et al. (2013)의 연구는 선도형 기업이 자금 조달 등의 이유로 재무보고를 적절히 하지 못해 감리지적을 받을 가능성이 높다고 언급하였다. 아울러, 이들은 선도형 기업의 경우, 내부통제제도가 취약하고, 감사인이 시기적절하게 중요한 취약점을 발견하고 보고하는 데 어려움을 겪으므로, 부정적 뉴스의 공시가 보류되는 상황이 나타난다고 주장하였다. 즉, 선도형 기업의 결과 불확실성 및 분권화된 조직구조는 해당 기업의 정보 불투명성을 증가시키며, 궁극적으로 주식 가격의 하락을 야기할 수 있다.

선도형 기업의 보상구조도 추가급락의 발생에 영향을 미칠 수 있다. 선도형 기업은 혁신에 중점을 두어 연구개발에 과대한 투자를 한다. 연구개발에 대한 투자가 성공적인지 여부는 상당한 기간이 지나야야 판명되기 마련이다. 이에, 선도형 기업에서는 기업의 미래가치를 **증진시키기** 위한 경영자의 노력을 독려하고자 시장성과를 반영한 지표를 성과지표로 활용하며, 스타트업과 같은 장기적인 관점에서의 보상계약을 설정한다(Rajagopalan, 1997; Singh, & Agarwal, 2002). 혁신에 초점을 둔 보상체계는 경영자로 하여금 사적부의 극대화를 위해 그릇된 재무보고의 유인을 갖게 한다. 실제로, 다수의 경영자들이 자신의 보상을 극대화하고자 이익조정을 수행하는 것으로 밝혀졌다(Burns, & Kedia, 2006; Efendi, Srivastava, & Swanson, 2007). Bartov and Mohanram (2004)은 경영자들이 옵션행사에 임박하여 이익조정을 수행하는 것을 보고하였고, Cheng and Warfield (2005)는 스톡옵션을 보유한 경영자가 목표이익을 달성하려는 유인을 갖고 있는 것을 발견하였다.

요약컨대, 선도형 기업은 혁신을 중시하는 기업으로 급속한 성장에 따른 불확실성이 높다. 결과에 대한 불확실성을 감내하면서

시장의 기대를 충족시키고자 재무보고의 질을 낮출 가능성이 있는 기업이다. 아울러, 선도형 기업의 경영자들은 추가에 기반한 보상계약을 맺으므로 시장에 부정적 정보의 공개를 보류할 유인을 갖는다. 선도형기업의 정보 불투명성 및 부정적 정보의 공개 지연은 향후 추가의 급락을 야기할 가능성이 높다.

**가설:** 선도형 전략을 추구하는 기업은 미래에 추가가 급락할 가능성이 크다.

## 3. 연구방법

### 3.1. 경영전략(STRATEGY)

특정 산업에 속한 기업이 해당 기업이 처한 환경의 변화에 대처하고 경쟁하는 방식을 경영전략이라고 한다. 경영전략은 제품 및 시장, 불확실성과 위험에 대한 대응방식, 조직구조 등을 포괄하는데, 이에 대한 이론은 Miles and Snow (2003)의 연구가 대표적이며, 이들은 기업의 경영전략을 선도형, 분석형, 방어형으로 정리한 바 있다. 후속 연구자인 Bentley et al. (2013)은 경영전략 지수를 계산하는 방법을 제시하고 산출된 점수에 의거, 기업들을 선도형 기업, 방어형 기업 등으로 분류하였다. 첫째, 6 가지 기업 특성(연구개발투자, 효율성, 성장성, 마케팅, 조직안정성, 자본집약도)을 기업-연도별로 계산한 후 산업-연도별로 서열화하였다. 다음으로, 이를 5 그룹으로 나눈 후, 최상위 그룹에 5 점을, 하위 그룹에는 1 점을 부여하였다. 다만, 자본집약도의 경우 계산된 수치가 높을수록 방어형 기업에 속하므로, 최상위 그룹에 1 점을, 하위 그룹에 5 점을 할당하였다. 끝으로, 6 개 기업 특성에 대해 기업-연도별로 부여 받은 점수를 합산하면 각 기업-연도는 6 점에서 30 점까지의 총점을 갖게 된다. 산출된 기업-연도의 총점이 24~30 점인 경우 선도형, 6~12 점인 경우 방어형, 중간 범위인 13~23 점인 경우 분석형으로 분류된다. 즉, 총점이 높을수록 선도형 전략을 취하는 기업이며, 낮을수록 방어형 전략을 추구하는 기업이다.

### 3.2. 추가급락(CRASH)

추가급락위험의 측정은 추가급락 발생 여부로 판단한다. 본 연구의 종속변수인 CRASH 변수는 더미변수로, 특정 연도에 한 번 이상 추가급락을 경험한 주권이 있는 경우 1, 아닌 경우 0의 값을 부여하였다.

해당 변수의 측정을 위해 기업특유(firm-specific) 주간수익률을 구한다. 구체적으로, Kim et al. (2011)이 제시한 아래 모형을 사용하여 기업특유 주간수익률을 추정하였다.

$$\gamma_{j,t} = \alpha_0 + \beta_1\gamma_{m,t-2} + \beta_2\gamma_{m,t-1} + \beta_3\gamma_{m,t} + \beta_4\gamma_{m,t+1} + \beta_5\gamma_{m,t+2} + \epsilon_{i,t} \quad (1)$$

식 (1)의  $\gamma_{j,t}$  는 t 주 j 기업의 주간 주식수익률을 의미한다.  $\gamma_{m,t}$  는 t 주 시장의 주간 주식수익률이다. j 기업의 주식수익률은 j 기업이 속한 시장의 수익률로 설명된다.

위 모형의 잔차항은 시장의 영향을 통제한 기업특유 주간 주식수익률이다. 비동차적 거래를 통제한 후 기업특유 주간 주식수익률을 추정하고자 시장지수를 t-2 기부터 t+2 기까지 포함하였다.

추정된 기업특유 주간 주식수익률은 왜곡된 분포를 나타낸다. 따라서, Hutton et al. (2009)의 연구를 따라 1 을 더해준 후 자연로그를 취하였다.

### 3.3. 연구모형

본 연구는 선도형 전략을 추구하는 기업일수록 미래에 주가가 폭락할 가능성이 높아지는가를 검증하고자 한다. 이에, 주가급락 발생 여부인 CRASH 를 종속변수로, 경영전략 지수(STRATEGY) 및 통제변수를 독립변수로 하여 식(3)의 회귀모형을 구성한다. 주가급락 여부를 나타내는 CRASH 변수는 더미변수이다. 따라서

식(3)은 로지스틱 회귀분석이다.

$$CRASH_{i,t} = \gamma_0 + \gamma_1 STRATEGY_{i,t-1} + \gamma_2 SIZE_{i,t-1} + \gamma_3 LEV_{i,t-1} + \gamma_4 MB_{i,t-1} + \gamma_5 ROA_{i,t-1} + \gamma_6 SIGMA_{i,t-1} + \gamma_7 RET_{i,t-1} + \gamma_8 DTURN_{i,t-1} + \sum YEAR + \sum IND + \epsilon_{i,t} \quad (3)$$

본 연구의 가설 검증을 위한 주요 관심변수는 기업의 경영전략을 나타내는 STRATEGY 변수이다. STRATEGY 의 값이 클수록 선도형 전략을 추구하는 기업이며, STRATEGY 의 계수 값인  $\gamma_1$  값이 가설을 검증하는 관심회귀계수이다.  $\gamma_1$  값이 유의한 양(+의 값)을 나타낸다면 선도형 전략을 취하는 기업일수록 미래에 주가가 급락할 위험이 높다는 본 연구의 가설과 부합하는 결과이다.

통제변수로는 선행연구들 (Hutton et al., 2009; Kim et al., 2011)에서 주가급락 위험에 영향을 미치는 것으로 언급된 변수들을 고려하였다. 기업규모(SIZE)가 크고 수익성(ROA)이 우수할수록 주가가 급락할 가능성이 낮으며, 부채의존도(LEV)가 높고 성장성(MB)이 높을수록 주가급락위험이 크다. 주가수익률 변동성(SIGMA), 수익률의 표준편차(RET), 정보이용자 간 의견차이(DTURN)가 클수록 주가가 급락할 가능성이 높다.

아울러 t 년도에 기업이 특정 전략을 취했을 경우, 주가급락 위험은 해당 연도가 아닌 차기에 영향을 미칠 가능성이 높다. 이에 모형에서 주요 관심변수인 경영전략 변수 STRATEGY 를 포함한 다른 독립변수들을 당기가 아닌 전기의 측정치로 하였다.

Table 1: Variable Definitions

Variable	Definition
CRASH	=one for a firm-year that experience one or more firm-specific weekly returns falling 3.09 standard deviation below the mean firm-specific weekly returns over the fiscal year; zero otherwise.
STRATEGY	= strategy index
SIZE	= the natural logarithm of market value
LEV	= total debt divided by book value of total assets
MB	= the market value of equity divided by the book value of equity
ROA	= net income divided by total assets
SIGMA	= the standard deviation of firm-specific weekly returns over the fiscal year
RET	= the mean value of firm-specific weekly returns over the fiscal year
DTURN	= increment in monthly turnover rate year over the fiscal year
i,t	= firm, year

### 3.4. 표본 선정 절차

본 연구의 표본 기간은 2014년부터 2017년까지이다. KOSPI 상장기업들 중, 12월 결산 법인들을 분석의 대상으로 한다. 금융업의 경우, 타 업종과 재무제표 양식의 구성이 다르므로 제외한다.

**Table2: Sample Selection**

Sample Selection Procedure	Number of Firms
KOSPI-listed firms over the period 2014-2017	3,156
(Less) Non-December year-end firms	(408)
(Less) Financial services firms	(232)
(Less) firms without financial data and with insufficient stock price data	(724)
Final sample used for analysis	1,792

변수 측정을 위한 재무자료는 KIS-VALUE 에서, 주가 자료는 Fn-Guide 데이터베이스에서 추출하였다. 표본을 선정하는 과정에서 재무 및 주가 자료를 다운받을 수 없는 기업들을 제외하였다.

마지막으로, 연구결과에 극단치가 미치는 영향을 최소화하고자 각 변수들을 상·하위 1%에서 윈저라이제이션(winsorization)하였다. 일련의 과정을 거쳐 선정된 최종 표본은 1,792 기업-연도이다.

## 4. 분석결과

### 4.1. 기술통계

<Table 3>은 본 연구에서 수집 및 측정한 변수들 기술통계량을 보여준다. 먼저, 독립변수인 경영전략 지수 STRATEGY 의 평균값(중간값)은 18.230(18)이며, 8 점부터 28 점까지의 분포를 나타낸다. 종속변수인 CRASH 의 평균값은 0.116 으로 나타나 전체 표본의 12%가 주가급락을 경험한 바 있음을 알 수 있다.

통제변수로인 SIZE(기업규모), LEV(부채비율), MB(성장성), ROA(수익성), SIGMA(비조건부 변동성), RET(과거의 버블 해소 과정), DTURN(투자자간 주가에 대한 의견불일치)의 경우, 평균값과 중간값 의 차가 크지 않음을 확인하였다.

**Table 3: Descriptive Statistics(N=1,792)**

Variable	Mean	Std.	Min	Median	Max
CRASH	0.116	0.320	0.000	0.000	1.000
STRATEGY	18.230	3.731	8.000	18.000	28.000
SIZE	27.137	1.487	24.461	26.858	31.375
LEV	0.408	0.203	0.036	0.407	0.927
MB	1.405	1.303	0.231	0.982	7.498
ROA	0.026	0.065	-0.282	0.027	0.234
SIGMA	0.047	0.022	0.015	0.043	0.134
RET	-0.135	0.144	-0.938	-0.089	-0.011
DTURN	-0.004	1.035	-6.143	0.000	7.259

Variable definitions: refer to Table 1.

### 4.2. 상관관계

<Table 4>에는 연구에 사용된 변수들 간의 피어슨 상관관계(pearson correlation)를 제시하였다. STRATEGY(경영전략 지수)는 주가급락 발생 여부(CRASH)와 양(+의) 관계를 보여주었으나, 통계적으로 유의하지 않았다. 통제변수의 경우, 성장성(MB)이 주가급락과 유의한 양(+의) 관계를, 수익성(ROA)이 유의한 음(-)의 관계를 나타냈다.

다만, 이변량 간의 상관관계 분석만으로는 체계적인 가설검증이 어려우므로, 종속변수에 영향을 미치는 통제변수들을 포함하여 다변량 분석을 실시하고자 한다.

아울러, 다중공선성(multiple collinearity)을 확인하고자 VIF(Variation Inflation Factor) 값을 분석한 결과, 각 변수들의 VIF 값이 10 이하로 나타나 다중공선성 문제가 심각하지 않다고 판단하였다.

**Table 4: Pearson-correlation Matrix (n=1,792)**

	STRATEGY	SIZE	LEV	MB	ROA	SIGMA	RET	DTURN
CRASH	0.037	-0.014	0.010	0.048	-0.044	-0.001	-0.003	-0.002
	(0.1223)	(0.554)	(0.6849)	(0.0418)	(0.0654)	(0.9746)	(0.8867)	(0.9464)
STRATEGY		0.245	-0.063	0.224	0.125	-0.044	0.069	0.009
		(<.0001)	(0.0074)	(<.0001)	(<.0001)	(0.0652)	(0.0033)	(0.7172)

SIZE			0.146	-0.020	0.111	-0.199	0.211	-0.003
			(<.0001)	(0.3998)	(<.0001)	(<.0001)	(<.0001)	(0.9095)
LEV				0.028	-0.348	0.254	-0.212	0.055
				(0.2384)	(<.0001)	(<.0001)	(<.0001)	(0.0196)
MB					0.129	0.248	-0.206	0.050
					(<.0001)	(<.0001)	(<.0001)	(0.0327)
ROA						-0.176	0.174	-0.040
						(<.0001)	(<.0001)	(0.0941)
SIGMA							-0.957	0.182
							(<.0001)	(<.0001)
RET								-0.218
								(<.0001)

Variable definitions: refer to <Table 1>.

Values in parentheses: p-values

### 4.3. 실증분석결과

<Table 5>는 본 연구의 가설검증을 위해 실시한 로지스틱 회귀분석 결과이다. 주요 관심변수인 STRATEGY 의 회귀계수를 살펴보면, 0.038 로 종속변수에 대해 10% 수준에서 유의한 양(+)의 값을 갖는 것을 확인하였다. 이는 방어형 기업 대비 선도형 기업에서 미래에 주가가 급락할 가능성이 높음을 의미한다.

**Table 5:** The Strategy Index and Stock Price Crash Risk

Dependent Variable: CRASH		
Variables	Coefficient	Z-value
Intercept	-0.412	0.067
STRATEGY	0.038	3.060*
SIZE	-0.056	0.927
LEV	-0.012	0.085
MB	0.141	6.290**
ROA	-2.812	5.333**
SIGMA	-15.113	1.391
RET	-1.651	0.810
DTURN	-0.017	0.066
Year Dummies	Included	
Year Dummies	Included	
Model Fit	Pseudo adjusted R <sup>2</sup>	0.03
	Likelihood Ratio	44.97***
Sample Size	1,792	

Variable definitions: refer to <Table 1>.

\*\*\*, \*\*, \* : statistical significance at the 0.01, 0.05, and 0.1 levels.

해당 결과를 통해, 경영자가 선도형 전략을 추구하는 기업일수록 부정적 정보의 공시를 지연시키거나 은폐하는 경향이 있어, 주가가 기업관련 정보를 신속히 반영하지 못하게 됨을 유추할 수 있다.

선도형 전략을 구사하는 기업의 주가가 그렇지 않은 기업 대비 급격히 하락할 위험이 크다고 예상한 본 연구의 가설은 지지되었다.

통제변수들을 살펴보면, 성장성(MB)이 높은 기업일수록 주가가 급락할 위험이 크고, 수익성(ROA)이 우수한 기업일수록 주가가 폭락할 가능성이 낮은 것으로 확인되었다.

## 5. 결론

### 5.1. 연구의 결론

본 연구에서는 기업이 추구하는 경영전략에 따라 정보비대칭 및 불투명성 수준이 다르게 나타날 수 있다고 판단하고, 기업전략이 미래의 급격한 주가 하락에 어떠한 영향을 미치는 지 검증하고자 하였다.

분석결과, 선도형 경영전략을 취하는 기업일수록 미래에 주가가 급락할 위험이 높은 것으로 나타났다. 이는 선도형 전략을 추구하는 기업일수록 결과가 불확실한 모험적인 프로젝트를 다수 진행함과 동시에 시장투자자들을 의식하여 부정적 정보를 공시하지 않으려 하기 때문으로 해석된다. 또한, 선도형 기업의 주가 기반 보상 계약은 정보의 불투명성을 높여 향후 주가급락을 야기할 가능성이 높다.

## 5.2. 연구의 공헌점

주가급락과 같은 자본시장현상의 원인으로 기업의 경영전략을 고려하였다. 주가급락이 경영자에 의한 정보의 불투명성에 의해 야기된다는 점을 고려할 때(Jin, & Myers, 2006), 선도형 전략에 따른 회계오류, 재작성, 감리지적 등의 낮은 재무보고 품질 역시 주가급락을 야기할 가능성이 높다. 선도형 기업의 보상체계 역시 부정적 정보의 공시를 지연시켜 주가의 급락의 가능성을 증가시킬 수 있다. 이에 본 연구에서는 선도형 전략을 취하는 기업일수록 미래에 주가가 급락할 위험이 증가하는 지 살펴보고자 하였다. 아직까지 기업의 전략이 미래의 주가급락에 어떠한 영향을 미치는 지에 대해 분석한 연구는 없는 실정이다. 본 연구의 결과를 통해 기업 전략이 자본시장에 미치는 영향에 관한 선행연구들을 확장하고자 하였다.

## 5.3. 연구의 시사점

경영전략이 주가급락에 미치는 영향에 대한 본 연구의 분석은 투자자들이 자원을 배분하는데 있어 기업이 취하는 전략을 고려할 필요가 있음을 시사한다. 기업들 역시 특정 전략이 자본시장에 미치는 영향을 검토하고, 해당 전략을 취하는 데 있어 신중을 기해야 할 것이다.

기존의 경영전략에 관한 경영학 분야의 연구들은 특정 기업이 취하는 경영전략이 기업의 성과에 어떠한 영향을 미치는 지 분석해왔다(Nair, & Kotha, 2001; McNamara, Luce, & Thompson, 2002). 본 연구는 경영전략에 의한 정보의 불투명성이 주가에 어떠한 영향을 미치는 지 검토함으로써 경영전략의 경제적 효과에 대해 살펴보고, 투자자 및 경영자, 금융당국에 도움이 되는 시사점을 제공하고자 하였다.

## References

Bartov, E., & Mohanram, P. (2004). Private Information, Earnings Manipulations, and Executive Stock Option Exercises. *The Accounting Review*, 79(4), 889-920.

- Bentley, K. A., Omer, T. C., & Sharp, N. Y. (2013). Business Strategy, Audit Fees and Financial Reporting Irregularities. *Contemporary Accounting Research*, 30(2), 780-817.
- Burn, N., & Kedia, S. (2006). The Impact of Performance-based Compensation on Misreporting. *Journal of Financial Economics*, 79(1), 35-67.
- Cheng, Q., & Warfield, T. D. (2005). Equity Incentives and Earnings Management. *The Accounting Review*, 80(2), 441-476.
- Dyreng, S. D., Hanlon, M., & Maydew, E. L. (2010). The Effects of Executives on Corporate Tax Avoidance. *The Accounting Review*, 85(4), 1163-1189.
- Efendi, J., Srivastava, A., & Swanson, E. P. (2007). Why Do Corporate Managers Misstate Financial Statements? The Role of Option Compensation and Other Factors. *Journal of Financial Economics*, 85(3), 667-708.
- Francis, B., Hasan, I., & Li, L. (2016). Abnormal Real Operations, Real Earnings Management, and Subsequent Crashes in Stock Prices. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 46(2), 217-260.
- Higgins, D., Omer, T. C., & Phillips, J. D. (2015). The Influence of a Firm's Business Strategy on its Tax Aggressiveness. *Contemporary Accounting Research*, 32(2), 674-702.
- Hutton, A. P., Marcus, A. J., & Tehranian, H. (2009). Opaque Financial Reports, R2, and Crash Risk. *Journal of Financial Economics*, 94, 67-86.
- Ittner, C. D., Larcker, D. F., & Rajan, M. V. (1997). The Choice of Performance Measures in Annual Bonus Contracts. *The Accounting Review*, 72(2), 231-255.
- Jin, L., & Myers, S. C. (2006). R2 around the World : New Theory and New Tests. *Journal of Financial Economics*, 79, 257-292.
- Kim, J. B., Li, Y., & Zhang, L. (2011). Corporate Tax Avoidance and Stock Price Crash Risk: Firm-level Analysis. *Journal of Financial Economics*, 100(3), 639-662.
- Miles, R. E., & Snow, C. C. (2003). *Organizational Strategy, Structure, and Process*. Stanford, CA: Stanford University Press.
- Nair, A., & Kotha, S. (2001). Does Group Membership Matter? Evidence from the Japanese Steel Industry. *Strategic Management Journal*, 22, 221-235.
- McNamara, G. M., Luce, R. A., & Thompson, G. H. (2002). Examining the Effect of Complexity in Strategic Group Knowledge Structures on Firm Performance. *Strategic Management Journal*, 23(2), 153-170.
- Porter, M. E. (1980). *Competitive Strategy*. New York: Free Press.
- Rajagopalan, N. (1997). Strategic Orientations, Incentive Plan Adoptions, and Firm Performance: Evidence from Electric Utility Firms. *Strategic Management Journal*, 18(10), 761-785.
- Singh, P., & Agarwal, N. C. (2002). The Effects of Firm Strategy on the Level and Structure of Executive Compensation. *Canadian Journal of Administrative Sciences*, 19(1), 42-56.