

경영전략이 COVID-19 시기 보유기간초과수익률에 미치는 영향*

유영태** · 윤상필***

요약

경영자의 전략적 선택은 기업의 장·단기 성패에 결정적 역할을 하기도 한다. 2020년 전 세계 자본시장은 COVID-19 영향으로 큰 충격을 받았다. 불확실성이 증대되면서 기업을 둘러싼 이해관계자들 간의 정보비대칭이 증가했고, 이에 따라 경영자의 전략은 기업의 주가 방어와 초과수익률을 결정하는 중요한 요소로 고려되었다. 본 연구는 2020년 3월 19일까지의 주가 폭락에서 경영자 전략이 주가 방어에 유의했는지를 먼저 살폈다. 추가로 2020년 3월 20일 이후의 주가 상승 국면에서 보유기간초과수익률에 경영자의 전략이 미치는 영향을 확인하였다. 결과적으로 방어형 전략과 전략적 일탈을 감행하지 않는 경우 통계적으로 유의한 양의 보유기간초과수익률을 보고하였다. 팬데믹 위기 상황에서 경영자의 전략이 개별 기업의 주가수익률에 미치는 영향을 발견하였으며 더불어 향후 자본시장에 구체적 전략 선택의 방향을 제시하였다는 데에 기여점이 있다.

핵심 주제어 : COVID-19, 경영전략, 전략적 일탈, 보유기간초과수익률, 정보비대칭

* 이 논문은 인천대학교 2023년도 자체연구비 지원에 의하여 연구되었음.

** 제1저자, 인천대학교 경영대학 세무회계학과 부교수, ytae@inu.ac.kr

*** 교신저자, 한국전자통신연구원 사업화본부 기술사업화부 기술창업실 박사후연수연구원, spy@etri.re.kr

<논문 투고일> 2023.6.08

<논문 수정일> 2023.6.29

<게재 확정일> 2023.7.07

I. 서론

2019년 말 중국으로부터 시작된 코로나바이러스감염증-19(이하 COVID-19)는 2020년이 되면서 전 세계로 전파되기 시작하였다. 세계 각국은 국가 간 확산을 막기 위하여 총력을 기울였다. 세계보건기구(WHO, World Health Organization)는 올바른 검역(Quarantine)이나 방역 대책에 대한 표준화된 방식을 제시하지 못했다. 전문가들 의견도 하나로 통일되지 않아 국가 간 이동 등을 봉쇄해야 한다는 입장과 집단면역 방식에서의 접근이 양분되기도 하였다. 전략의 결과를 예측하기 어려웠던 당시에는 지도자의 정책 방향이 국가의 성패에 큰 영향을 미쳤다. 이처럼 국가의 정치적 검역 및 방역 정책이 장단기 국가경쟁력에 영향을 미치는 상황을 실시간으로 확인하였다. 기업의 상황도 이와 유사한 패턴을 보인다. 기업이 처한 위기 상황에서 경영자의 전략적 정책 결정은 기업의 장단기 성과에 두루 영향을 미칠 수밖에 없다.

2020년 자본시장은 엄청난 충격을 감내해야 했다. 2020년 3월 중순까지는 끝모를 주가 하락이 지속되었으며 4월 이후에는 무제한 유동성 공급에 힘입어 급격한 상승이 계속되었다. 2021년 이후에는 2020년 무제한 양적완화로 인한 물가 상승에 대응하기 위하여 전 세계 대부분 국가에서 유동성 공급을 완화(또는 양적 긴축)하기 시작하였다. 하지만 이와는 반대 방향의 정책을 시도하는 국가도 있었다. 튀르키예는 고공 물가 상승에도 불구하고 에르도안 대통령의 정치적 공약 이행을 위하여 2021년에 4차례, 2022년 2차례에 걸쳐 기준금리를 인하하였다. 그 결과 튀르키예 리라화는 폭락하였으며 근로자의 실질소득이 급격히 하락하게 되었다.

본 연구에서는 COVID-19 위기 상황에서 경영자의 전략 방향이 주가 방어 및 초과수익 달성에 어떻게 영향을 미치는지를 확인하고자 한다. 경영자 전략을 측정하기 위하여 먼저 Miles & Snow(1978)의 이론을 기초로 Bentley et al.(2013)이 고안한 모형을 이용하였다. Bentley et al.(2013) 모형에서는 경영자의 전략이 방어형(Defender)일수록 낮은 수치를 선도형(Prospector)일수록 높은 수치를 나타낸다. 여기에 더하여 Tang et al.(2011)의 모형으로 자원배분 측면에서의 전략적 특성도 검토하였다. 심각한 위기 상황에서 방어적 전략이 유효할 수 있다. 불확실성

이 극화될 때는 기업의 중요 결정 등을 미루고 나중에 기약하는 것이 효과적일 수 있다. 반대로 위기 상황의 정점에서 다른 기업들이 할 수 없는 중요 결정들을 강행할 수도 있다. 이와 같은 선도적 전략 결정이 기업의 경쟁력 향상에 주효할 수도 있다. 팬데믹 환경에서 경영자의 전략적 결정 방향이 실제 초과수익률에 어떠한 영향을 미치는지를 확인하고자 한 데에 본 연구의 기여점이 있다. 논문은 다음과 같이 구성하였다. 2장은 선행연구를 정리하며 연구의 가설을 설정한다. 3장은 연구 모형을 설계하고 주요 변수 정의와 표본 구성을 다루었다. 4장에서는 주된 연구 결과를 설명하였고, 마지막 5장은 연구의 결론 및 한계점 등을 기술하였다.

II. 선행연구 및 가설설정

COVID-19 기간에 회계와 관련된 자본시장 연구는 다방면으로 진행되었다. 그 중 경영자의 기회주의적 행동 양식을 고찰한 선행연구들을 우선 정리하고자 한다. Chen et al.(2022)은 중국 기업을 표본으로 확진자가 급격히 증가하는 시기를 특정하여 경영자의 정보 공시 행태를 관찰하였다. 결과적으로 자본시장의 불안정성이 높아지는 시기에 경영자는 오히려 불리한 정보를 공시하여 유리한 주가 반응을 유도하였다. 최원욱과 조선애(2021)는 COVID-19가 정점이었던 2020년 1분기에 경영자의 기회주의적 선택으로 인하여 손상차손 인식을 이연하거나 과소 인식하는 행동 양식을 간접적으로 확인하였다. 황인덕(2020)도 COVID-19 시기에 자본시장 전반에 있어서 경영실적 악화와 불확실성 증가로 인하여 회계 품질의 저하를 우려하였다. 팬데믹 시기에 경영자의 이익조정 행위가 극화됨을 보여주는 연구들도 많았다. Lassoued & Khanchel(2021)와 Ryu & Chae(2022)는 2020년을 팬데믹 기간으로 정의하여 경영자의 이익조정 정도가 늘었음을 관찰하였다. Funke & Ho(2021)는 이라크 기업을 표본으로 COVID-19 기간에 경영자의 이익조정 행위를 확인하면서 가치관련성에 악영향을 미칠 수 있음을 보고하였다. Xiao & Xi(2021)도 앞의 선행연구와 유사하게 팬데믹 기간의 이익조정 행위가 증가함을 확인하면서 CSR 성과가 낮은 경우 그 정도가 더 극화됨을 확인하였다. 성정현(2021)은 팬데믹 기간 중 비ICT 기업에서 이익조정 행위가 더 두드러지게 나타남

을 관찰하였다. 이와 조금 다른 관점에서 COVID-19 시기 보수주의 회계처리를 검증한 연구도 있다(Cui et al., 2021; 유영태, 2022). Cui et al.(2021)은 보수주의 회계처리 정도가 높은 기업일수록 주가 하락이 극심하였던 COVID-19 초반 기간(2020년 1월 2일부터 2020년 3월 10일)에 효과적 주가 방어가 가능하였음을 확인하였다. 유영태(2022)는 분기 기준으로 보수주의를 측정하여 팬데믹 기간에 경영자의 보수주의 정도에 대한 변화 추이를 관측하고자 하였다. 2020년 1분기를 분기 기준 COVID-19 시기로 설정하여 코스피와 코스닥 시장을 구분하여 팬데믹 기간 이후에 회계 보수성이 높아짐을 확인하였다. 유사하게 유영태와 황희주(2023)는 자본시장의 불확실성이 높아지는 시기에 경영자의 잉여현금흐름의 전략적 보유 등을 관찰하였다. 결과적으로 경영자는 COVID-19 시기 잉여현금흐름 보유를 늘렸으며 그 직후에는 급격히 소진되는 것을 확인하여 잉여현금흐름의 전략적 조정 정황을 간접적으로 확인하였다.

지금까지의 선행연구를 종합하면 자본시장이 처한 위기 상황에서 기업의 경영자는 다양한 기회주의적 행동을 보였다. 기회주의 대응을 위하여 이익조정, 보수주의 회계 및 잉여현금흐름 등을 관리하는 것으로 나타났다. 이처럼 불확실성이 늘어가는 환경에서 경영자가 전략적 행동을 하는 직·간접적 논거가 존재하는데, 기업에 있어서 전략적 의사결정의 중요성에 대한 선행연구들을 검토하였다. Drucker(2007)는 변화하는 산업에 맞추어 적시에 전략 대응을 하지 못하면 기업 생존에 위협할 수 있음을 지적한다. Nadkarni & Narayanan(2007)은 급격한 경영환경 변화에서 유연한 전략적 의사결정이 필요함을 주장하였다. 기업성과와 경영전략의 관계를 조명한 연구도 진행되어 Fahy(2002)와 Rhee & Mehra(2006)는 경쟁 상황이나 기업의 조직구조 등을 고려한 효과적 경영전략이 높은 경영성과에 긍정적 작용을 한다고 설명하였다. 경영전략에서 차별화 전략은 제품의 품질, 서비스 등에 대한 비교우위를 강조하고, 원가우위 전략은 생산 효율성 및 낮은 원가를 통한 가격 경쟁력에 집중한다. Dess & Davis(1984)는 차별화 전략과 원가우위 전략 모두 높은 회계 성과를 이끌어내는 결과를 보고하였다. Banker et al.(2014)는 원가우위 전략보다 차별화 전략에서 더 높은 총자산수익률(ROA)과 영업현금흐름(CFO)이 나타남을 확인하였다. 국내 연구에서는 서병우(2010)가 원가우위 전략과 차별화 전략이 재무성과와 더불어 비재무 성과에서 양의 관련성이 있음을 주장하

였다. 원자연과 유상열(2016)은 사업의 성장기에는 차별화 전략이 유효하지만, 쇠퇴기에는 원가우위 전략이 성과에 더 유의미한 영향을 미친다고 설명하였다. 김미옥과 허성준(2022)은 현금보유정책과 결부하여 현금획득조정 속도에 따라 원가우위 전략과 차별화 전략이 기업가치에 미치는 영향이 구분됨을 확인하였다. 결국 경영전략은 기업의 성패에 중요할 수 있으며 구체적으로 회계 성과 등에 유의미한 영향을 미치는 것으로 나타났다.

Bentley et al.(2013)은 Miles & Snow(1978)의 모형을 토대로 경영전략을 선도형(Prospector), 분석형(Analyzer), 방어형(Defender)으로 구분하여 연속형 변수로 측정하였으며, 유형별로 재무 보고 위반의 발생 가능성을 검증하였다. 본 연구에서 첫 번째로 다루고자 하는 경영전략의 측정치로 Bentley et al.(2013)와 Miles & Snow(1978)의 경영전략 변수를 사용하였다. 구체적 변수 측정은 다음 장에서 자세히 다루기로 하겠다.

Bentley et al.(2013)의 경영전략 변수를 활용한 연구들이 다양한 영역에서 진행되고 있다. 최금선과 김영수(2020)는 중소기업을 대상으로 선도형 경영전략을 선택한 기업이 방어형 전략에 비하여 더 높은 기업가치를 보고하는 것으로 나타났다. 반면 최규담 외(2016)는 선도형 전략이 방어형 전략보다 재무 보고 발생액의 질이 감소하는 것을 확인하였다. 이와 유사하게 송보미 외(2020)는 선도형 전략을 선택한 기업이 이익의 상향조정 경향이 두드러짐을 관찰하였다. 최규담 외(2017a)는 선도형 기업의 이익조정의 정도가 증가하고 공격적 회계처리를 할 유인이 높아짐을 보였다. 이처럼 경영전략에 따라 기업의 기업가치에 미치는 영향도 상이하며 발생액 등 재무 보고의 질에도 영향을 미친다. 더불어 회계 보수성에도 영향을 미친다. 유현수 외(2016)은 선도형에 가까울수록 경영자의 공격적 회계처리 경향이 강해짐을 보였다. 최규담 외(2017b)는 선도형 경영전략에서는 일반적으로 나타나는 회계투명성과 보수주의 간의 음의 관계가 다소 약해진다고 주장하였다. 즉, 회계투명성이 낮을수록 시장에서는 보수주의 회계처리를 요구하지만, 선도형 전략은 공격적 회계처리를 유지하고자 하는 경향이 존재하였다. 경영전략과 신용등급, CSR 및 환경위험과의 관련성을 고찰한 연구들도 있다. 현지원 외(2021)는 미래이익의 변동성이 선도형 기업에서 더 높게 관찰되었고 신용등급은 방어형 전략에서 더 높게 나타났다. 그러나 이와 같은 결과는 기업수명주기 상 성장기에 속한 기업들이

보다 선도형 전략을 선택하면서 나타나는 결과이기 때문으로 해석할 수도 있다. 김유진과 홍지연(2018)은 CSR 활동의 긍정적 영향이 기업 전략에 따라 차별적으로 작용함을 확인하였다. 마지막으로 김유진(2022)은 환경위험과 기업성과에 음의 상관성이 선도형 기업에서는 다소 완화되는 점을 밝혔다. 지금까지 COVID-19 위기 상황에서 경영자의 기회주의적 선택 가능성을 보았으며, 경영자의 전략에 따라 기업성과 및 회계 보고의 질 등이 차별적으로 반응하는 현상을 선행연구를 통하여 확인하였다.

본 연구에서는 우선 팬데믹 시기에 주가 폭락이 진행되는 과정에서 어떤 경영전략이 효과적으로 방어하였는지를 확인하고자 하였다. 또한 2020년 3월 중순 이후 급격한 유동성 공급으로 인한 주가 랠리에서도 전략적 선택이 초과수익을 창출할 수 있는지 확인하고자 하였다. 선도형 전략을 통하여 위기 상황에서 공격적 경영을 수행하는 것이 유효할 수도 있으나 반대로 불확실성이 커지는 상황에서 단기적으로는 방어형 전략이 주가 방어에 효과적일 수도 있다. 평균적으로 방어형 효과의 주가수익률이 더 높을 수 있다고 추측되기는 하지만 어떠한 전략이 보유기간초과수익률에 유의한 영향을 미칠지 정확히 알 수 없으므로 다음과 같이 첫 번째 가설을 귀무가설로 설정하였다.

가설 1: COVID-19 팬데믹 상황에서 경영전략에 따른 보유기간초과수익률은 차이가 없다.

앞서 정리하였던 Bentley et al.(2013)의 경영전략과는 조금 다른 관점으로 Tang et al.(2011)은 동일 산업 내에서 차별적 전략을 선택하는 정도를 전략적 이탈(strategic deviance)을 측정하였다. 다수의 선행연구에서 전략적 이탈의 정도가 높을수록 예외적으로 큰 수익이나 손실을 기록한다고 확인하였다(Chartterjee & Hambrick 2007; Finkelstein & Hambrick 1990; Tang et al. 2011). 기업들은 전략 선택에 있어서 성과가 뛰어난 다른 기업들과 유사한 전략을 취하여 불확실성을 줄이고자 한다(Hirshleiffer 1977). 전략적 유사성을 선택함으로써 전략의 정당성을 확보하고 기업의 생존 가능성과 성과를 증대하는 요소로 작용한다

(Beckert 1999; Oliver 1991; Deephouse 1999). 이와는 반대로 몇몇 선행연구들은 동종 산업 내의 유사한 전략에서 벗어나는 전략적 일탈이 차별화 전략의 역량이며 유사 전략이 기업의 성과를 제한하기도 한다고 주장한다(Teece et al. 1997; Geletkanycz & Hambrick 1997). 그러나 다른 선행연구에서는 전략적 일탈이 정보비대칭의 확대와 대리인문제를 발생시켜 재량적발생액이 증가하고 감사품질이 낮아질 수 있음을 확인하였다(Litov et al., 2012; 김상미와 한종수 2019). 김상미와 최수영(2021)은 전략적 일탈을 정보위험으로 해석하여 신용등급에 부정적 영향을 미치고 결과적으로 타인자본비용을 증가시킴을 밝혔다. 박민경 외(2022)와 이재형과 전경민(2022)은 전략적 일탈이 재무 불투명성을 높여 주가붕괴위험이 증가함을 관찰하였다. 이에 추가하여 이재형과 전경민(2022)은 재무분석가의 커버리지가 높으면 전략적 일탈로 인한 주가붕괴위험이 완화됨을 보고하였다. 전략적 일탈은 보수주의 회계처리에도 영향을 미칠 수 있는데, 일탈 수준이 높을수록 기업이 직면한 위험이 커져서 경영자는 공격적 회계처리를 할 유인이 발생하기도 한다(Wang, 2018; 이재형과 전경민, 2022).

지금까지의 선행연구들을 종합하면 전략적 일탈이 COVID-19 상황에서 위험을 늘리는 행위일 수 있어 주가수익률에 부정적 영향을 미칠 것으로 짐작한다. 그러나 초유의 팬데믹 위기에서 주변 기업들의 전략과는 다소 상이한 공격적 전략을 통하여 위기를 타개하는 방안이 필요할 수도 있으며 누적초과수익률에 긍정적 영향이 기대될 수도 있다. 이를 고려하여 두 번째 가설도 다음과 같이 귀무가설로 설정하였다.

가설 2: COVID-19 팬데믹 상황에서 전략적 일탈에 따른 보유기간초과수익률은 차이가 없다.

Ⅲ. 표본선정 및 연구설계

1. 표본선정

분석을 위한 표본은 FnGuide의 2020년 코스피와 코스닥 시장 데이터를 기초로 하였다. 2020년 전체 2,425건을 입수하였다. 우선 금융업의 재무제표는 구성이 상이하므로 분석에서 제외하였다. 더불어 자본잠식기업과 재무제표 불충분 기업을 추가로 배제하였다. Bentley et al.(2013)의 경영전략 측정치를 산출하기 위해서는 이전 5년의 자료가 모든 포함되어야 하므로 재무자료 불충분 기업이 다수 존재한다. 그러나 Tang et al.(2011)의 전략적 일탈 변수의 경우 해당 연도의 측정치만 요구됨에 따라 더 많은 표본을 확보할 수 있었다.

[표 1] 표본선정

구분	표본수	
	경영전략(<i>Strategy</i>) 표본	전략적 일탈(<i>SD</i>) 표본
전체 2020년 표본	2,425	2,425
금융업(금융, 보험, 은행업)	(-) 154	(-) 154
자본잠식기업	(-) 33	(-) 33
재무자료 불충분 기업	(-) 1,693	(-) 241
최종 표본	545	1,997

2. 주요변수의 측정

1) 경영전략 측정

앞선 선행연구에서 언급하였듯이 경영자 전략을 측정하기 위하여 Miles & Snow(1978)의 이론을 기초로 Bentley et al.(2013)이 고안한 모형을 활용한다. Bentley et al.(2013) 모형에서는 경영전략 점수는 연속형 변수로 최소 6점에서 최대 30점까지 부여된다. 측정치의 값이 클수록 선도형(Prospector)이고 작을수록 방어형(Defender)이다. 연구개발, 효율성, 성장성, 마케팅, 조직안정성, 자본집약도 여섯 가지 요소를 활용하여 경영전략 점수를 산출한다. 연구개발은 연구개발비

/매출액으로 효율성은 매출액/총자산으로 성장성은 매출액증가율로 마케팅은 판매비와관리비/매출액으로 계산한다. 조직안정성은 종업원 수의 증가율로 자본집약도는 (유형자산-토지-건설가계정)/총자산으로 측정한다. 먼저 위의 여섯 가지 측정치의 지난 5년 치의 평균을 계산하고 해당 수치를 연도-산업 데이터를 기준으로 다섯 단계(quintile)로 서열화한다. 자본집약도는 계산값이 낮을수록 선도형으로 판단되므로 가장 높은 구간이 1이고 가장 낮은 구간이 5이다. 그 외 5개의 변수는 수치가 높은 구간이 5이며 낮은 구간이 1이다. 이렇게 부여한 6가지 측정 요소의 합계가 경영전략 측정치이다. 경영전략 수치의 구간을 구분하여 선도형, 분석형, 방어형으로 구분하기도 하지만 본 연구에서는 연속형 변수를 사용하므로 측정치가 클수록 선도형으로 판단하고 작을수록 방어형으로 해석한다.

2) 전략적 일탈 측정

경영전략 측정과 조금 다른 관점에서 Finkelstein & Hambrick(1990)과 Tang et al.(2011)이 제시한 방법론을 이용한다. Bentley et al.(2013)의 측정치와 유사한 점도 있으나 보다 일탈의 정도를 측정하는 데 초점을 맞추었다. 먼저 기업-연도별로 6가지 전략적 자원배분프로필(strategic resource allocation profile)을 측정한다. 해당 6가지 측정치로는 광고집중도(광고선전비/매출액), 연구개발투자집중도(연구개발비/매출액), 설비투자집중도(유형자산/종업원수), 순유형자산비율(유형자산취득 및 설비투자/유형자산), 부채비율(총부채/총자본) 그리고 간접비비율(판매비와관리비/매출액)을 측정한다. 이처럼 산출된 측정치를 산업-연도별로 평균이 0, 표준편차가 1이 되도록 표준화 과정을 거친다. 표준화된 여섯 가지 측정치 절댓값의 평균이 전략적 일탈 수준이다. 해당 측정치가 크면 클수록 전략적 일탈의 정도가 극화된다고 볼 수 있다.

3. 연구모형

본 연구는 경영자의 전략이 COVID-19 시기에 주가 방어나 주가 상승에 유의미한 역할을 수행하는지 검증하고자 한다. 주가에 대한 영향을 정확히 측정하기 위하여 종속변수로 보유기간초과수익률($BHAR_{(a,b)}$: Buy and Hold Abnormal Return)을 사용하였다. $BHAR_{(a,b)}$ 은 a 시기부터 b 시기까지 시장수익률을 감안한

초과수익률을 의미한다. 구체적 정의를 다음과 같이 설명한다.

$$BHAR_{(a,b)} = \prod_{t=a}^b (1+R) - \prod_{t=a}^b (1+R_m) \quad (1)$$

R : 해당 기업의 주식수익률;

R_m : 해당 기업이 속한 거래소의 시장수익률.

2020년 COVID-19 시기 주가 폭락이 가장 극화되었던 시기를 확정하고자 한다. 2020년 1월 1일 2,198로 시작한 코스피 지수는 3개월도 되지 않는 2020년 3월 19일 1,458까지 기록하며 33% 이상 폭락하였다. 코스닥 지수도 2020년 초 670에서 시작하여 같은 해 3월 19일 428까지 하락하며 코스피 시장보다 더 큰 하락 폭을 보였다. 언급한 지수는 종가 기준이지만 장중 기준으로 보면 더 낮은 지수를 기록하였다. 이후 금융당국의 급격한 유동성 공급으로 주가는 연말까지 유례없는 상승을 보였다. 한국 자본시장에서 코스피와 코스닥 시장 모두에서 2020년 3월 19일 최저점을 기록하였으므로 COVID-19의 주가 하락 시기는 2020년 1월 1일부터 2020년 3월 19일로 설정하여도 큰 무리는 없을 것이다. 해당 시기의 보유기간초과수익률을 $BHAR_{(1,3)}$ 으로 정의한다. 반대로 주가 상승의 국면이 그 이후이므로 2020년 3월 20일부터 2020년 12월 31일까지의 보유기간초과수익률은 $BHAR_{(3,12)}$ 로 표현하였다. 마지막으로 2020년 전체기간에 대한 보유기간초과수익률을 $BHAR_{(1,12)}$ 으로 설정하고 경영전략의 2020년 전체 주가반응에 미치는 효과도 관찰하고자 한다.

첫 번째 주요 독립변수인 경영전략(*Strategy*)은 Bentley et al.(2013)의 방법론을 사용하여 측정하였다. 두 번째 독립변수인 전략적 일탈(*SD*)은 Tang et al.(2011)의 방법론을 사용하였다. 팬데믹 영향이 가장 두드러졌던 2020년 경영전략이 기업의 주가 방어 또는 초과수익률에 영향을 미치는지 검증하고자 다음의 다중회귀식을 설정하였다. 본 연구설계에서는 COVID-19 시기(2020년)에 한정하여, 해당 시기 경영전략의 주가반응에 집중하였다. 다른 시점과 비교분석을 수행할 수

도 있지만 팬데믹 시기 주가반응과 유사한 충격은 최근 관찰되지 않았다. 가장 최근에 발생한 2007-2008년 글로벌 금융위거나 1998년 IMF외환위기 상황이 비교적 유사하다고 판단되나 시점의 차이가 크고, 또한 한국채택국제회계기준 도입 이전이므로 비교가능성이 떨어진다고 판단하였다.

$$BHAR_{(a,b)} = a_0 + a_1 Strategy + a_2 SD + a_3 SIZE + a_4 DEBT + a_5 BETA + a_6 NGE + a_7 MB + a_8 ASETRT + \epsilon \quad (2)$$

BHAR_(a,b): a 시점부터 b 시점까지 누적초과수익률;

Strategy: Bentley et al.(2013) 방법론으로 측정한 경영전략;

SD: Tang et al.(2011) 방법론으로 측정한 전략적 일탈;

SIZE: 총자산의 자연로그;

DEBT: 부채비율;

BETA: 주가수익률로 계산한 베타;

NGE: 당기순이익이 음이면 1, 아니면 0;

MB: 시장가치/장부가치;

ASETRT: 전년 대비 총자산증가율.

*Strategy*과 *SD* 측정치는 종속변수 *BHAR_(a,b)*의 측정구간과 동일하게 2020년 기준의 측정치를 사용하였다. 해당 시점의 경영전략을 측정하기 위함으므로 동일한 시점을 기준으로 측정하는 것이 정합할 것이다. 통제변수로 *SIZE*, *DEBT*, *BETA*, *NGE*, *MB*, *ASETRT*를 포함하였다. 보유기간초과수익률에 영향을 미칠 수 있는 변수들을 최대한 통제하고자 하였다. *MB*는 장부가치 대비 시장가치로 측정하였으며, *SIZE*는 총자산에 자연로그를 취한 값이다. 총자산과 장부가치 대비 시장가치는 장기수익률에 영향을 준다(Fama & French, 1992, 1993). *DEBT*는 총부채를 총자본으로 나누어 산출하고 박정미(2004)는 주식수익률에 영향을 미치는 요소로 부채비율을 포함하여 설명한다. *BETA*는 주별 주가수익률로 계산한 베타이며 CAPM(Capital Asset Pricing Model) 모형에서 주가 예측을 위하여 사

용함에 따라 통제변수로 추가하였다. *NGE*는 손실기업여부를 측정하는 더미변수로 이한재 & 김영빈(2006)은 손실기업은 주가에 부정적 영향을 미친다고 주장하였다. *ASETRT*은 전년 대비 총자산증가율로 정선혜 & 이용환(2016)이 총자산증가율은 이번 기와 더불어 차기의 주가수익률에도 영향을 준다고 보고한다.

IV. 실증분석결과

1. 기술통계량

코스피와 코스닥 시장에 해당하는 표본으로 다음과 같이 기술통계량을 정리하였다. 모든 변수는 상위 및 하위 1% 기준으로 winsorization을 수행하였다.

[표 2] 기술통계량

변수	평균	중간값	표준편차	최솟값	최댓값
<i>BHAR</i> _(1,3)	-0.0534	-0.0832	0.1525	-0.3262	0.4227
<i>BHAR</i> _(3,12)	0.1362	-0.1463	0.9845	-1.0769	4.7742
<i>BHAR</i> _(1,12)	-0.0602	-0.2320	0.6003	-0.8467	2.6221
<i>Strategy</i>	17.5688	18.0000	4.0311	9.0000	27.0000
<i>SD</i>	1.4048	0.9646	1.2012	0.3335	7.3947
<i>SIZE</i>	19.9177	19.6133	1.5345	17.5133	24.8258
<i>DEBT</i>	127.4592	85.3100	156.7502	6.9700	1090.0000
<i>BETA</i>	1.1038	1.1125	0.4227	0.0359	2.0158
<i>NGE</i>	0.3174	0.0000	0.4659	0.0000	1.0000
<i>MB</i>	1.4459	0.8702	1.6874	0.1467	10.7856
<i>ASETRT</i>	3.3371	2.5300	14.5207	-41.9100	68.4500

주) 변수정의. *BHAR*: 보유기간초과수익률; *Strategy*: 경영전략; *SD*: 전략적 일탈; *SIZE*: 총자산 자연로그; *DEBT*: 부채비율; *BETA*: 베타값; *NGE*: 손실기업더미; *MB*: 시장가치/장부가치; *ASETRT*: 총자산증가율.

연구모형에 사용된 주된 종속변수와 독립변수를 위주로 설명하도록 하겠다. 먼저 종속변수들의 기술통계량을 살펴보았다. $BHAR_{(1,3)}$ 은 평균 -5.34%, 중간값 -8.32%로 보고된다. 최솟값은 -32.62%로 시장수익률이 30% 이상 하락하였음을 감안하면 60% 이상의 폭락기업이 존재하였음을 알 수 있다. $BHAR_{(3,12)}$ 은 평균이 13.62%, 중간값이 -14.63%로 나타났다. 평균과 중간값이 상당한 차이를 보이는데 이는 해당 수치는 단순 평균으로 기업별 동일가중평균을 의미하기 때문이다. 반대로 시장수익률인 코스피 지수 등은 가치가중의 수치를 나타내므로 차이가 있을 수 있다. 예를 들어 시가총액이 큰 삼성전자의 주가수익률이 매우 높았다면 지수의 수익률은 높지만 개별 기업들의 단순 평균 수익률과 수익률의 중간값은 낮을 수 있다. $BHAR_{(1,12)}$ 은 2020년 전체의 누적초과수익률을 의미하며 -6.02%의 평균값과 -23.20%의 중간값을 보여준다. *Strategy*는 평균과 중간값의 차이가 크지 않아 정규성을 따를 것으로 보이고 최솟값은 9, 최댓값은 27을 나타낸다. 구조적으로 가능한 최솟값은 6이고 최댓값은 30인 측정 변수이므로 측정의 오류가 있을 가능성은 상대적으로 낮다. *SD*는 전략적 일탈의 정도를 측정한 변수이다. 평균은 1.4048을 중간값은 0.9646을 보인다. 최솟값과 최댓값을 고려해 볼 때, 다수 기업은 낮은 전략적 일탈 수치를 보고하였지만, 일부 기업은 동일 산업에 속한 다른 기업들 대비 전략적 일탈을 감행하였음을 알 수 있다.

2. 상관관계분석

연구모형의 모든 변수에 대한 Pearson 상관계수에 대하여 다음의 표로 정리하였다.

종속변수와 독립변수의 상관계수를 주로 확인해 보았다. $BHAR_{(1,3)}$ 변수는 경영전략과 전략적 일탈 변수 모두에서 통계적으로 유의한 양의 값을 갖는다. 계수 값이 0.1 미만으로 크지는 않지만 단순 상관관계로는 선도형 기업일수록 전략적 일탈을 감행한 기업일수록 주가 폭락 시기에 주가 방어에 유효했다고 볼 수 있다. 그러나 이는 통제변수를 고려하지 않은 단순한 상관관계로 진정한 가설 검증을 위해서는 다중회귀분석을 통하여 확인해야 한다. $BHAR_{(3,12)}$ 변수는 경영전략과는 통계적으로 유의한 음의 계수를 보이며 전략적 일탈과는 유의미한 값을 보여주지 않

고 있다. 마지막으로 $BHAR_{(1,12)}$ 은 모형에서 설정한 두 가지 전략과 유의미한 상관계수를 보고하지 못하고 있다. 여기서는 변수 간 단순 상관관계 및 통계적 유의성을 검토한 것으로 연구의 주된 결과에 대해서는 다음 장의 실증분석 결과를 확인하도록 하겠다.

[표 3] 상관관계

변수	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)	(11)
(1) $BHAR_{(1,3)}$	-0.207 (<.001)	0.295 (<.001)	0.098 (0.023)	0.087 (0.043)	-0.031 (0.464)	-0.107 (0.012)	-0.744 (<.001)	-0.176 (<.001)	0.189 (<.001)	0.150 (<.001)
(2) $BHAR_{(3,12)}$	1.000	0.849 (<.001)	-0.097 (0.024)	-0.043 (0.311)	0.008 (0.853)	0.082 (0.056)	0.377 (<.001)	0.007 (0.865)	0.324 (<.001)	0.037 (0.391)
(3) $BHAR_{(1,12)}$		1.000	-0.035 (0.410)	0.004 (0.927)	-0.005 (0.915)	0.039 (0.361)	-0.003 (0.943)	-0.071 (0.099)	0.425 (<.001)	0.102 (0.017)
(4) <i>Strategy</i>			1.000	0.100 (0.020)	-0.003 (0.938)	-0.068 (0.111)	-0.088 (0.039)	0.028 (0.514)	0.193 (<.001)	0.089 (0.039)
(5) <i>SD</i>				1.000	0.101 (0.018)	0.311 (<.001)	-0.072 (0.095)	0.077 (0.073)	0.046 (0.282)	-0.041 (0.338)
(6) <i>SIZE</i>					1.000	0.190 (<.001)	-0.053 (0.219)	-0.189 (<.001)	-0.250 (<.001)	0.129 (0.003)
(7) <i>DEBT</i>						1.000	0.134 (0.002)	0.238 (<.001)	0.119 (0.005)	-0.031 (0.476)
(8) <i>BETA</i>							1.000	0.221 (<.001)	0.039 (0.362)	-0.091 (0.034)
(9) <i>NGE</i>								1.000	0.169 (<.001)	-0.204 (<.001)
(10) <i>MB</i>									1.000	0.047 (0.269)
(11) <i>ASETRT</i>										1.000

주) ()안의 숫자는 p-value를 의미함. 상세한 변수정의는 [표 2] 참조

3. 실증분석결과

여기서는 우리가 설정한 두 가지 가설 검증을 위한 실증분석 결과를 제시하였다. 첫 번째 가설인 ‘COVID-19 팬데믹 상황에서 경영전략에 따른 보유기간초과수익률은 차이가 없다.’를 검증하기 위한 분석 결과가 다음의 [표 4]이다. 우선 주가 폭락 시기 전략적 선택으로 인한 주가 방어 가능성 확인하기 위하여 $BHAR_{(1,3)}$ 변수를 종속변수로 분석하였다.

[표 4] 가설 1 검증을 위한 다중회귀분석결과

Indep. Variable	Dependent Variable= $BHAR_{(a,b)}$					
	$BHAR_{(1,3)}$		$BHAR_{(3,12)}$		$BHAR_{(1,12)}$	
	Coeff.	t-value	Coeff.	t-value	Coeff.	t-value
intercept	0.1648	1.37	-3.0623	-2.93***	-1.5572	-2.35**
<i>Strategy</i>	0.0004	0.30	-0.0286	-2.61***	-0.0162	-2.32**
<i>SIZE</i>	-0.0028	-0.88	0.0637	2.33**	0.0349	2.01**
<i>DEBT</i>	0.0000	-0.29	-0.0003	-1.14	-0.0001	-0.71
<i>BETA</i>	-0.2633	-24.70***	0.8060	8.71***	-0.0505	-0.86
<i>NGE</i>	-0.0090	-0.87	-0.1697	-1.89*	-0.1077	-1.90*
<i>MB</i>	0.0175	5.96***	0.2326	9.12***	0.1764	10.92***
<i>ASETRT</i>	0.0007	2.13**	0.0036	1.33	0.0030	1.77*
<i>IndDum</i>	Included					
Max VIF	1.59304					
F value	17.28***		5.50***		4.44***	
Adj R ²	0.6177		0.3086		0.2547	
Sample	545					

결과적으로 2020년 3월 19일까지 진행되었던 시장 반응에서 경영자의 역할은 제한적이었다. 이후 2020년 3월 20일부터 주가 상승 국면에서 경영전략의 유효성을 파악하기 위하여 $BHAR_{(3,12)}$ 변수를 사용하여 분석하였다. 회귀계수는 -0.0286으로 유의수준 1% 미만에서 유의미한 것으로 나타났다. $BHAR_{(1,12)}$ 을 이용한 2020년 전체기간 보유기간초과수익률을 이용한 분석 결과도 -0.0162로 통계적으로 유의한 음의 값을 보고한다. 이는 방어형 전략을 선택한 기업일수록 시장수익률 대비 초과수익을 기록한 것으로 해석할 수 있다. 반대로 선도형 전략을 선택한 경우는 보유기간초과수익률에 부정적 영향을 미친다고 보인다. 결국 불확실성이 극대화되는 위기 상황에서 유효한 주가 방어 및 초과수익률을 위해서는 선도형 전략보다는 방어형 전략이 유리했다. 상식적 접근으로도 산업 전반에 보이지 않는 위험이 가득한 경우는 다소 방어적 접근이 필요함을 공감할 수 있다. 이것으로 첫 번째 귀무가설을 기각한다. 다음으로는 전략적 일탈 변수를 이용하여 두 번째 귀무가설 'COVID-19 팬데믹 상황에서 전략적 일탈에 따른 보유기간초과수익률은 차이가 없다.'를 검증하고자 한다.

가설 2 검증을 위한 결과는 다음의 [표 5]에 제시하였다. 우선 위의 [표 4]에서 나타나는 결과와 가장 큰 차이점은 표본 수이다. Bentley et al.(2013)의 경영전략 점수는 5년 치 측정치가 모두 존재해야 측정치를 산출할 수 있으나 Tang et al.(2011)의 전략적 일탈 변수는 1년 치 데이터만으로 측정치를 계산할 수 있다. 표본 수를 1,997건으로 확장한 결과이므로 보다 일반적 결론에 도달할 수 있다. 팬데믹 폭락 시장에서의 주가 방어에 전략적 일탈이 효과적이었는지를 확인하기 위하여 $BHAR_{(1,3)}$ 독립변수를 사용하였다. 회귀계수는 0.0007이었으나 통계적 유의성을 확보하지 못하였다. 주가 상승 랠리에서 보유기간초과수익률에 미치는 영향을 파악하기 위하여 $BHAR_{(3,12)}$ 변수를 사용하였으며 회귀계수는 -0.0589, 1% 미만의 유의수준을 확보하였다. [표 4]의 결과와 유사하게 전략적 일탈은 주가 상승의 과정에서 시장수익률 대비 초과수익률에 부정적 영향을 미침을 확인하였다. $BHAR_{(1,12)}$ 변수를 이용하여 2020년 전체기간에 대한 분석도 수행하였다. -0.0379의 음의 회귀계수에 1% 미만 유의수준을 보였다. 그러나 변수의 구성상 팬데믹 기간 전체의 보유기간누적초과수익률에 대한 유의미한 결과는 3월 20일 이후의 주가 상승에 대한 초과수익 부분이 많은 영향을 주었기 때문이라 해석할 수

있다.

결과적으로 시장 변동성이 극심한 구간에서는 경영자의 전략에 따른 초과수익률 차이를 관측할 수 없었다. 충격의 강도가 너무 강력하였으며 기간도 상대적으로 3개월 미만의 단기였기 때문에 경영자 전략으로의 방어가 어려웠을 것이다. 그 이후 시장 전체의 주가 상승 시기에는 전략적 일탈을 선택하기보다는 조용히 시장 추세를 추종하는 전략이 유효함을 확인하였다. 이것으로 두 번째 귀무가설을 기각한다. 다음 장은 본 연구의 마지막 단락으로 연구의 결론, 한계점 및 미래사회에 대한 시사점을 정리하였다.

[표 5] 가설 2 검증을 위한 다중회귀분석결과

Indep. Variable	Dependent Variable= $BHAR_{(a,b)}$					
	$BHAR_{(1,3)}$		$BHAR_{(3,12)}$		$BHAR_{(1,12)}$	
	Coeff.	t-value	Coeff.	t-value	Coeff	t-value
intercept	0.2101	1.62	-4.6876	-4.78***	-2.6447	-4.25***
<i>SD</i>	0.0007	0.25	-0.0589	-2.93***	-0.0379	-2.97***
<i>SIZE</i>	-0.0021	-0.91	0.1054	6.17***	0.0692	6.38***
<i>DEBT</i>	0.0000	-1.32	-0.0004	-2.43**	-0.0003	-2.84***
<i>BETA</i>	-0.3047	-46.52***	1.0842	21.89***	0.0988	3.14***
<i>NGE</i>	-0.0077	-1.20	-0.2624	-5.46***	-0.1944	-6.37***
<i>MB</i>	0.0131	8.82***	0.2044	18.26***	0.1449	20.39***
<i>ASETRT</i>	0.0014	9.37***	0.0057	5.25***	0.0062	8.92***
<i>IndDum</i>	Included					
Max VIF	1.86661					
F value	43.15***		15.89***		12.64***	
Adj R ²	0.5895		0.3366		0.2840	
Sample	1,997					

V. 결 론

1. 요약 및 한계점

본 연구는 COVID-19 시기에 경영자의 전략적 선택이 개별 기업의 주가 방어 및 초과수익률에 미치는 영향을 다각도로 확인하였다. 경영자의 전략적 선택을 측정하기 위하여 Bentley et al.(2013)의 경영전략 점수와 Tang et al.(2011)의 전략적 일탈 변수를 사용하였다.

결과적으로 2020년 3월 19일까지의 자본시장 주가 폭락에서는 경영자의 전략적 선택이 영향을 미치지 못하였다. 반대로 2020년 3월 20일 이후 시장 상승 국면에서는 경영전략 점수가 낮은 방어형 전략이 주가에 긍정적이었으며 전략적 일탈을 선택하지 않은 기업들에서 보유기간초과수익률이 높게 나타났다. 선도형 전략이나 전략적 일탈은 개별 기업의 초과수익에 부정적 영향을 보였다. 본 연구는 팬데믹 시기에서 평균적 전략의 유효성을 검증한 것으로 구체적 개별 기업의 전략에 대해서는 다루지 않고 있다. 일반적인 선도형 전략이나 전략적 일탈은 기업에 부정적 영향을 미친다. 그러나 일부 전략의 경우는 주가 폭락을 방어하거나 시장수익률을 상회할 수도 있다. 단기간의 과거에 비교가능한 표본이 있었다면 보다 강건한 결과를 위한 추가분석을 다양하게 수행할 수 있었을 것이다. 그러나 전체 시장에서 COVID-19과 같은 충격은 최근 자본시장에서는 찾아볼 수 없었다. 위와 같은 한계점으로 인하여 구체적 전략의 유효성은 다음의 연구로 남겨두었다.

2. 미래사회에 대한 시사점

경영자의 전략적 선택은 위기 상황을 타개하기도 하고 정체가 기업을 성장하게도 한다. COVID-19의 위기 상황에서 경영자의 전략적 선택이 실질적으로 자본시장의 주가에 미치는 영향을 확인하였다는 면에서 연구의 공헌점이 있다. 자본시장은 언제나 큰 위험에 노출된다. 시장 충격의 역사는 반복된다. 폭락 위험은 전체 시장의 차원 이외에 특정 산업이나 개별 기업에는 수시로 발생한다. 본 연구는 이와 같은 위기에서 경영자의 전략적 선택의 방향성을 제시한다. 자본시장 및 산업의 위험을 감지하는 것도 중요하지만 위험의 중심에서 경영자의 최적 전략을 위한 고

민도 필수적이라 하겠다.

참고문헌

- 김미옥, & 허성준. (2022). 경영전략과 현금보유정책의 관계가 기업가치에 미치는 영향. *조세연구*, 22(3), 57-78.
- 김상미, 최수영. 2021. 전략적 일탈이 타인자본비용에 미치는 영향. *경영학연구*, 50(2), 557-582.
- 김상미, & 한종수. (2019). 기업의 전략적 일탈과 감사품질. *회계저널*, 28(6), 221-250.
- 김유진. (2022). 환경위험과 기업성과, 그리고 경영전략. *회계저널*, 31(6), 51-73.
- 김유진, & 홍지연. (2018). 경영전략이 기업의 사회적 책임 활동과 기업성과 간의 관계에 미치는 영향. *회계저널*, 27(3), 127-161.
- 박민경, 전성일, & 김정은. (2022). 경영전략과 주가붕괴위험. *회계학연구*, 47(6), 1-32.
- 박정미. (2004). 부채비율과 주식수익률에 관한 연구. *경영교육저널*, 5, 83-115.
- 서병우. (2010). 중소기업의 경영전략과 회계정보시스템이 기업성과에 미치는 영향에 관한 연구. *유라시아연구*, 7(4), 101-125.
- 성정현. (2021). 코로나바이러스 감염증-19사태에 따른 기업의 이익조정 형태 변화, 성균관대학교 석사학위논문.
- 송보미, 최규담, & 유현수. (2020). 감사위원회의 특성이 선도형 경영전략을 채택하는 기업의 공격적 이익조정 수준에 미치는 영향. *회계학연구*, 45(1), 173-206.
- 원자연, & 유상열. (2016). 기업수명주기와 경쟁전략이 성과의 지속성에 미치는 영향. *회계저널*, 24(5), 33-65.
- 유영태. (2022). COVID-19가 보수주의 회계처리에 미치는 영향. *경영연구*, 37(1), 75-93.
- 유영태, & 황희주. (2023). COVID-19가 잉여현금흐름 수준에 미치는 영향. *경영연구*, 38(1), 1-19.

- 유현수, 김새로나, & 최규담. (2016). 기업의 경영전략에 따른 보수적 회계처리의 차이에 관한 실증연구. *회계학연구*, 41(4), 113-164.
- 이재형, & 전경민. (2022). 기업의 전략적 일탈이 주가붕괴위험에 미치는 영향. *회계저널*, 31(6), 75-105.
- 이한재, & 김영빈. (2006). 이익과 손실의 주가반응. *산업경제연구*, 19(2), 811-828.
- 정선혜, & 이용환. (2016). 재무정보와 시장효율성에 관한 연구. *Journal of Digital Convergence*, 14(10), 107-117.
- 최규담, 김갑순, & 유현수. (2016). 경영전략과 발생액의 질. *회계저널*, 25(3), 261-305.
- 최규담, 김갑순, & 유현수. (2017a). 경영전략과 이익조정. *회계학연구*, 42(1), 1-62.
- 최규담, 김새로나 & 유현수. (2017b). 회계투명성, 경영전략 및 보수적 회계처리. *회계학연구*, 42(6), 31-79.
- 최금선, & 김영수. (2020). 중소기업 최고경영자의 전략선택 유형이 기업가치에 미치는 영향. *글로벌경영학회지*, 17(3), 1-37.
- 최원욱, & 조선애. (2021). Covid19 이 분기 자산손상 보고에 대한 경영자 재량에 미치는 영향. *회계학연구*, 46(3), 229-266.
- 현지원, 최세라, 안태식, & 권대현. (2021). 기업 경영전략이 신용등급에 미치는 영향. *회계저널*, 30(6), 73-106.
- 황인덕. (2020). 코로나바이러스감염증-19 사태가 회계정보 품질에 끼치는 영향에 대한 고찰. *로고스경영연구*, 18(2), 103-116.
- Banker, R. D., Mashruwala, R., & Tripathy, A. (2014). Does a differentiation strategy lead to more sustainable financial performance than a cost leadership strategy?. *Management Decision*, 52(5), 872-896.
- Beckert, J. (1999). Agency, entrepreneurs, and institutional change. The role of strategic choice and institutionalized practices in organizations. *Organization Studies*, 20(5), 777-799.

- Bentley, K. A., Omer, T. C., & Sharp, N. Y. (2013). Business strategy, financial reporting irregularities, and audit effort. *Contemporary Accounting Research*, 30(2), 780-817.
- Chatterjee, A., & Hambrick, D. C. (2007). It's all about me: Narcissistic chief executive officers and their effects on company strategy and performance. *Administrative Science Quarterly*, 52(3), 351-386.
- Chen, H., Liu, S., Liu, X., & Wang, J. (2022). Opportunistic timing of management earnings forecasts during the COVID-19 crisis in China. *Accounting & Finance*, 62, 1495-1533.
- Cui, L., Kent, P., Kim, S., & Li, S. (2021). Accounting conservatism and firm performance during the COVID-19 pandemic. *Accounting & Finance*, 61(4), 5543-5579.
- Deephouse, D. L. (1999). To be different, or to be the same? It's a question (and theory) of strategic balance. *Strategic Management Journal*, 20(2), 147-166.
- Dess, G. G., & Davis, P. S. (1984). Porter's (1980) generic strategies as determinants of strategic group membership and organizational performance. *Academy of Management Journal*, 27(3), 467-488.
- Drucker, P. F. (2007). Management challenges for the 21st century. Routledge.
- Fahy, J. (2002). A resource-based analysis of sustainable competitive advantage in a global environment. *International Business Review*, 11(1), 57-77.
- Fama, E. F., & French, K. R. (1992). The cross-section of expected stock returns. *The Journal of Finance*, 47(2), 427-465.
- Fama, E. F., & French, K. R. (1993). Common risk factors in

- the returns on stocks and bonds. *Journal of Financial Economics*, 33(1), 3-56.
- Finkelstein, S., & Hambrick, D. C. (1990). Top-management-team tenure and organizational outcomes: The moderating role of managerial discretion. *Administrative Science Quarterly*, 484-503.
- Funke, M., & Ho, T. K. (2021). The implications of COVID-19 for emerging Asia. *Pacific Economic Review*, 26(4), 437.
- Geletkanycz, M. A., & Hambrick, D. C. (1997). The external ties of top executives: Implications for strategic choice and performance. *Administrative Science Quarterly*, 654-681.
- Hirshleifer, J. (1977). Economics from a biological viewpoint. *The Journal of Law and Economics*, 20(1), 1-52.
- Lassoued, N., & Khanchel, I. (2021). Impact of COVID-19 pandemic on earnings management: An evidence from financial reporting in European firms. *Global Business Review*, 1-25.
- Litov, L. P., Moreton, P., & Zenger, T. R. (2012). Corporate strategy, analyst coverage, and the uniqueness paradox. *Management Science*, 58(10), 1797-1815.
- Miles, R. E., Snow, C. C., Meyer, A. D., & Coleman Jr, H. J. (1978). Organizational strategy, structure, and process. *Academy of Management Review*, 3(3), 546-562.
- Nadkarni, S., & Narayanan, V. K. (2007). Strategic schemas, strategic flexibility, and firm performance: The moderating role of industry clockspeed. *Strategic Management Journal*, 28(3), 243-270.
- Oliver, C. (1991). Strategic responses to institutional processes. *Academy of Management Review*, 16(1), 145-179.
- Rhee, M., & Mehra, S. (2006). Aligning operations, marketing,

- and competitive strategies to enhance performance: An empirical test in the retail banking industry. *Omega*, 34(5), 505-515.
- Ryu, H., & Chae, S. J. (2022). The Impact of COVID-19 on Earnings Management in the Distribution and Service Industries. *Journal of Distribution Science*, 20(4), 95-100.
- Tang, J., Crossan, M., & Rowe, W. G. (2011). Dominant CEO, deviant strategy, and extreme performance: The moderating role of a powerful board. *Journal of Management Studies*, 48(7), 1479-1503.
- Teece, D. J., Pisano, G., & Shuen, A. (1997). Dynamic capabilities and strategic management. *Strategic Management Journal*, 18(7), 509-533.
- Wang, R. (2018). Strategic deviance and accounting conservatism. *American Journal of Industrial and Business Management*, 8(5), 1197-1128.
- Xiao, H., & Xi, J. (2021). The COVID-19 and earnings management: China's evidence. *Journal of Accounting and Taxation*, 13(2), 59-77.

The Impact of Business Strategy on Buy and Hold Abnormal Return (BHAR) during COVID-19*

Yoo, Young-Tae** · Yoon, Sangpil***

Abstract

A manager's strategic choice plays a decisive role in the long-term and short-term success of a company. In 2020, capital markets around the world were shocked by the impact of COVID-19. In this face of growing uncertainty, the manager's strategy becomes a determinant of the company's stock price defense and abnormal return. This study first examined whether the manager's strategy paid attention to stock price defense during the stock price crash until March 19, 2020. Additionally, the effect of the manager's strategy on the buy and hold abnormal return was confirmed during stock price rise phase after March 20, 2020. As a result, statistically significant amounts of buy and hold abnormal returns were reported when defensive strategies and strategic deviation were not carried out. This study discovered the contribution of the manager's strategy to the stock price returns of individual companies in the context of the pandemic crisis and presented the direction of specific strategy selection in the future capital market.

Key word : COVID-19, Strategy, Strategic Deviation, Buy and Hold Abnormal Return, Information Asymmetry

* This work was supported by Incheon National University Research Grant in 2023.

** First Author, Associate Professor, Dept. of Tax & Accounting, The College of Business Administration, Incheon National University, ytae@inu.ac.kr

*** Corresponding Author, Post-Doc., Start-up Incubation Section, Electronics and Telecommunications Research Institute, spy@etri.re.kr