

변화무쌍한 환경에서의 지속성장성 결정요인분석 : 세계 금융위기 시 미국 기업을 중심으로*

이호림 · 장석권†
한양대학교 경영대학

Analysis of Sustaining Growth Factors in a Turbulent Business Environment : Case of US Companies Facing the Global Financial Crisis

Ho Rim Lee · Suk-Gwon Chang
Business School, Hanyang University

■ Abstract ■

In response to drastic environmental changes, companies have been continuously rebalancing their resources and capabilities to sustain their competitive status or to survive difficult times. The aim of this study is to analyze the effect of sudden environmental changes on the competitive status of a firm and to identify the internal factors that differentiate sustainer and non-sustainer groups. To achieve this goal, we selected 85 representative IT and non-IT companies from the S&P 500 companies and investigated them with respect to the change in their five-year competitive status since the 2008 global financial crisis. As a concrete performance measure, the concept of perceived competitive status (PCS) was introduced, and four distinct PCS categories were identified by using the stock price changes during the selected period. The four distinct PCS categories are "sustaining," "drifting," "deep sunken," and "bouncing back." Discriminant analysis was performed on these four distinct PCS categories. The empirical study conducted showed that revenue and cost efficiency are the most discriminating factors, especially in the economic recovery period. In particular, stronger financial liquidity was observed in high-performing "bouncing back" companies than in the other category companies.

Keywords : Perceived Competitive Status (PCS), Environmental Change, Financial Crisis,
Sustainability of Competitive Advantage

논문접수일 : 2015년 10월 19일 논문게재확정일 : 2015년 11월 17일

논문수정일(1차 : 2015년 11월 11일)

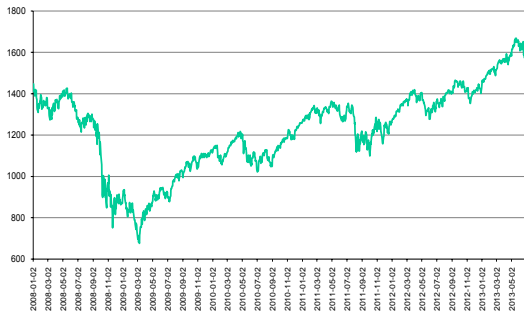
* 본 연구는 교신저자의 지도 아래 제1저자의 2016년 경영학박사 학위 수여를 위하여 제출된 미출간 박사학위논문의 일부를 수정·보완하여 작성되었습니다. 이 논문의 이론적 기반과 건설적 조언을 해주신 익명의 심사자님들께 감사드립니다.

† 교신저자, changsg@hanyang.ac.kr

1. 서 론

기업경영에 있어 환경에 대한 고려는 매우 중요하다. 많은 전략연구가들이 환경에 적합한(fit) 전략을 추구한 기업이 경쟁우위를 지속하고 나은 성과를 창출함을 입증하였다[43, 48]. 환경의 변화가 더욱 역동적이고 동태적으로 전개되는 오늘날 이러한 중요성은 더욱 증가하고 있다.

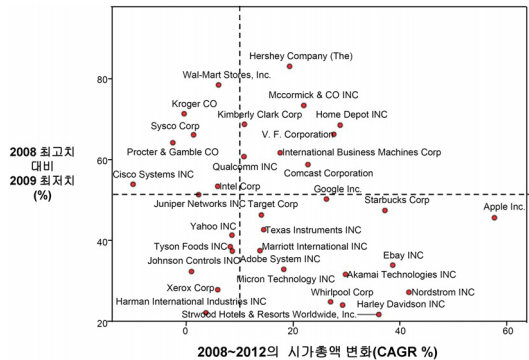
기업의 외부환경과 관련하여 2008년 금융위기는 기업경영에 급격한 충격을 준 변화라는 점에서 흥미로운 현상을 제시한다. 2007년 2월 HSBC 은행의 손실발표에서 시작된 위기징후는 초기에는 영향이 미비한 수준으로 예상되었으나, 2008년 9월 리먼브라더스를 시작으로 다수 금융기관들이 파산신청을 하면서 금융위기의 충격은 본격적으로 주식시장과 기업활동을 위축시켰다. [그림 1]은 금융위기 전후의 S&P 500 지수 추이를 나타내는 것으로 2008년 하반기부터 2009년 3월까지 지수는 680선까지 급격히 하락하는 것을 볼 수 있다.



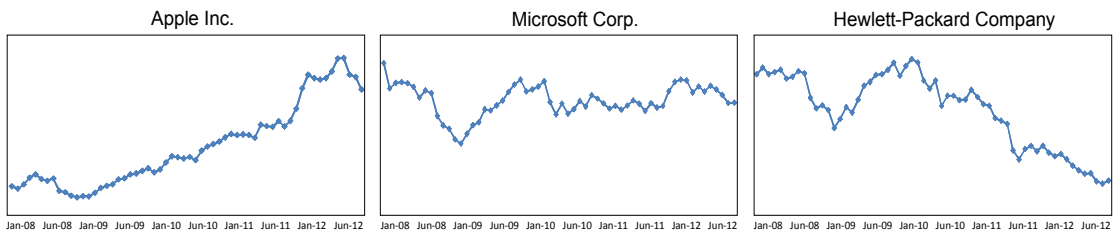
[그림 1] S&P 500 지수의 변화

금융위기는 경제전체에 타격을 주는 사건으로 개별 기업의 입장에서는 불가피한 충격으로 판단할 수 있다. 그러나 충격이 산업전체에 걸쳐 발생했다 하더라도 금융위기의 회복과정에서 개별 기업의 주식이 치변화는 기업의 특성에 따라 다르게 나타났다. [그림 2]는 대표적인 IT 기업인 Apple, MS 및 HP의 시가총액변화를 나타낸 것이다. 2008년부터 2009년의 하락하는 상황은 세 기업이 모두 유사하나, 2009년 이후 충격을 회복하는 과정에서 Apple은 주식이 치가 지속적으로 상승하는 반면 MS는 횡보, HP는 반등 후 지속적으로 하락하는 것을 볼 수 있다.

[그림 3]은 2008년에서 2012년까지의 시가총액변화를 하락과 회복의 축으로 도식화한 것이다. 여기서 우측 상단(1분면)의 기업들은 하락기에 시가총액이 적게 하락하고 회복기의 상승률이 높게 나타나는 기업이다. 반면 좌측 하단(3분면)의 기업들의 하락기에 크게 하락한 반면, 회복 정도가 낮아 1분면의 기업들과는 상반되는 모습을 보인다.



[그림 3] 금융위기 이후 시가총액의 변화



[그림 2] 주요 IT 기업의 시가총액 변화

주식가치가 기업의 혁신자산과 무형자산가치를 포함[31, 52]하며, 기업이 창출할 미래 수익의 현재 가치[28]라는 점에서 [그림 3]은 금융위기 과정에서 각 기업들의 무형자산가치와 미래수익에 대한 시장의 판단이 달라졌다는 의미가 된다. 또한 주식가치가 자본시장에서 인식한 개별기업의 경쟁우위라는 주장 [45, 55]에 따르면 [그림 3]은 금융위기 과정에서 변화된 기업들의 경쟁우위에 대하여 자본시장에서 인식하는 값이 된다. 즉 1분면은 충격에 따른 영향도 적고 지속적으로 경쟁우위를 유지하는 기업군이고, 3분면의 기업들은 외부충격으로 큰 상처를 받고 회복을 하지 못하여 경쟁우위에 손상을 입은 기업으로 판단할 수 있다. 반면 4분면의 기업들은 3분면 그룹과 비슷한 충격을 받았으나 회복과정에서 경쟁우위와 미래수익성을 빠르게 회복하는 차이를 보인다.

경쟁우위란 특정기업이 제공하는 제품이나 서비스가 시장에서 우선적으로 선택되도록 하는 능력이며 경쟁에서 승리할 수 있는 힘을 의미한다[10, 48]. 경쟁우위의 확보에 대한 기존의 연구는 외부 환경의 특성과 내부 자원간의 조화를 어떻게 구축하고 유지할 것인가 하는 문제에 초점을 두고, 기업의 경쟁우위에 영향을 주는 요인을 밝히는데 주력하고 있다 [13, 19]. 그러나 그것은 역사성에서 기인한 것이며, 과거의 데이터로 기업의 현재와 미래를 추정하는데 한계로 작용하게 된다.

본 연구는 이러한 역사성에 근거한 결정요인으로 기업의 미래 지속성을 판단하는 것은 타당하지 못하며, 새로운 관점에서 기업의 지속성을 판단하는 접근법이 필요하다는 문제인식에서 시작하였다. 기업의 지속성에 대한 판단은 미래지향적인 관점에서 진행되어야 하고, 이것은 기업이 지속할 것인가, 쇠퇴할 것인가라는 자본시장의 인지에 근간하는 것이 바람직하다. 즉 시장의 평가는 기업의 미래에 대한 평가이며, 이를 정확한 값으로 표현한 것이 주가이기 때문에 주가를 대상으로 미래지향적인 연구를 진행하고자 한다. 특히 위기 상황에서 기업이 죽을 것인가, 살 것인가 하는 주식시장의 평가는 실제 기업의 경영 상황에 영향을 주며, 기업의 지속성을 해치기 때문에

이러한 접근은 매우 중요한 의미를 가진다.

이를 위하여 본 연구는 자본시장의 평가에 근간한 인식된 경쟁지위(Perceived Competitive Status)의 개념을 제안하고, 미국 S&P 500 기업을 대상으로 기업의 미래 지속성에 영향을 주는 요인들을 실증을 통하여 검증한다.

2. 문헌 연구

환경에 따른 기업의 지속성과 경쟁우위를 논하는 연구는 외부환경의 영향을 고려한 환경결정론과 내부의 상황을 중시하는 전략적 선택론으로 구분할 수 있다[9]. 본 연구에서는 환경결정론의 연장선상에 있는 전략적 상황이론(strategic contingency theory)과 전략적 선택론을 가정하고 있는 자원준거이론(resource based view), 그리고 회생(turnaround)과 파산에 대한 연구를 중심으로 논의를 발전시키고자 한다.

2.1 환경과 전략적 상황이론

전략적 상황이론(strategic contingency theory)은 기업이 경쟁우위를 확보하기 위하여 환경과 전략의 적합성(fit)이 높아야 한다고 주장한다[13, 19]. 특히 Child[20]는 기업이 환경에 전략의 적합(fit)시키는 것에서 나아가 환경의 제약조건을 완화시키고 변화시켜나가야 한다고 주장한다. 환경은 기업의 생존에도 영향을 미치는데, 환경에서 적합도(fit)가 떨어지는 조직은 생존에 큰 어려움을 겪게 된다[36].

기업이 처한 상황은 불확실성의 특성을 가지는데, 환경 불확실성이란 외부 환경요소들이 역동적으로 변화하고 예측이 어려운 정도를 나타낸다[8]. Lawrence and Lorsch[42]는 환경 불확실성이 복잡성과 변동성에 의해 발생한다고 하였으며, Dess and Beard[24]는 기업이 직면하는 환경 불확실성을 역동성, 복잡성, 풍부성으로 세분화하였다. 역동성은 의사결정 시 고려할 환경요소들이 얼마나 빠르게 변화하는지를 나타내며, 복잡성은 의사결정에 고려해야 할 환경요인이 얼마나 많은가를 나타낸다.

기업이 처한 상황에 따라 전략의 효과는 다르기 때문에 기업은 환경의 특성을 고려하여 전략을 선택해야 한다[7, 54]. 급속하고 빈번하며 급진적으로 변화하는 역동성이 큰 환경에서는 조직생존이 중요한 전략적 선택이 된다[53]. 기업이 급진적 환경변화(punctuated change)에 직면하면 기존의 성과창출요인이 급격하게 변화하기 때문에 기존 구조와 관행들은 오히려 기업의 생존에 부정적인 영향을 미치게 된다[37]. 환경의 변화가 심하고 경쟁이 심화되는 상황에서 기업이 경쟁우위를 확보할 수 있는 주기는 짧아지고, 필요한 자원을 확보하는데 어려움을 있어 더 많은 노력이 필요하게 된다[16]. 또한 환경 불확실성이 낮은 안정적인 환경 하에서는 원가우위전략이, 역동적이고 예측이 어려운 환경에서는 마케팅 차별화 또는 기술차별화 전략을 취하는 것이 유리하다[44].

본 연구의 대상이 되는 금융위기는 주식가치의 폭락과 소비침체가 전 산업에 걸쳐 발생했다는 점에서 복잡성이 크고, 그 속도가 급속히 전개되었다는 점에서 역동성이 높아 전체적으로 환경 불확실성이 큰 상황으로 규정할 수 있다. 본 연구에서는 금융위기의 전개과정이 주가의 하락과 회복으로 양분되는 것을 고려하여 환경 불확실성을 부정적 불확실성(하락기)과 긍정적 불확실성(회복기)으로 구분하고, 각 상황에서의 영향요인에 대한 분석을 진행한다.

2.2 자원기반관점과 동태적 역량

전략적 상황이론과 달리 자원기반관점(resource based view)은 기업이 보유한 경영자원과 내부역량이 기업의 경영성과에 영향을 준다는 관점으로 기업의 내부자원에 중점을 두고 기업의 성과를 파악하고자 한다[14, 30]. 자원기반관점은 조직이 가진 VRIN(valuable, rare, difficult to imitate, non substitute)한 자원의 특성이 조직의 성과를 결정한다고 주장한다[14, 50].

그러나 급속하게 변화하고 불확실성이 커진 동적인 환경을 고려한다면, 단순한 자원을 이용하여 경쟁우위의 지속성과 기업의 생존을 설명하는 것에는 한

계가 따른다[27, 58]. 따라서 역동적인 환경에 대처하기 위해 기업의 지속적인 경쟁우위는 단순한 자원이라는 형태에서 탈피하여 자원을 통합하고 새롭게 형성하는 동태적인 과정으로 설명해야 한다[27, 53].

동태적 역량은 변화하는 환경에 적응하기 위하여 기업이 기술과 조직, 관리자원을 조정하여 새로운 형태의 경쟁우위를 확보 할 수 있도록 하는 능력[27, 53]으로 기업이 환경의 변화에 효과적으로 대처하는 고유의 과업방식으로 나타난다[4, 27, 58].

동태적 역량은 연구자에 따라 다양하게 구분된다. Hitt and Ireland[38]는 재무관리역량, 일반관리역량, 운영관리역량이 경영성과에 정(+)의 영향을 미친다고 하였으며, Dollinger[25]는 재무역량으로 자금조달, 신규자본 확보, 저금리 자금조달 등의 능력을 제시하였다. Day[22]는 마케팅 역량으로 시장과 관련하여 축적된 지식과 기술 그리고 보유자원을 정렬하고 통합하는 과정으로 제시하였다. Yam et al.[57]은 조직, 전략계획, 연구개발, 기술력, 자원분배, 생산, 마케팅, 학습 등의 능력을 포괄하여 기술역량에 대한 개념을 제시한 바 있다.

자원과 역량의 관점에서 기업의 규모는 기업이 가진 중요하고 내재적 자원으로 나타난다. 기업규모는 규모의 경제와 범위의 경제를 실현할 수 있는 수단이 되며, 다양한 사업과 협력의 기회를 제공하는 기반이 된다. 기업규모는 기업의 혁신에 영향을 미치는데 규모가 큰 기업일수록 작은 기업보다 더 다양한 도전에 직면하고 경쟁자의 종류와 수도 다양해서 이를 극복하기 위해 경영혁신 도입 가능성이 증가하게 된다[41]. 또한 규모가 큰 기업일수록 내부적으로 더 많은 지식과 역량, 인적, 물적 자원 등을 보유하고 있을 뿐만 아니라 혁신에 필요한 여유자원이 많을 가능성이 있기 때문에 혁신의 도입가능성이 증가한다[38]. 기업의 규모에 따라서 가치사슬의 통합에 필요한 노력의 정도도 달라질 수 있고, 얻는 성과의 크기도 달라질 수 있다[17]. 또한 기업이 클수록 외부기관과의 협력가능성이 높아지고 협력활동도 증가하며[12, 32] 이로 인하여 규모가 큰 기업들은 기업 간 협력활동에 적극적이고 개방적인 혁신활동을 확대하게 된다[26].

이에 비하여 규모가 작은 기업은 성장을 위하여 끊임 없이 자체적으로 신규 사업을 탐색하고 투자해야 하며[5, 6] 경영자의 역량이 혁신의 성공에 중요한 역할을 하게 된다[11].

본 연구에서는 기업규모와 운영효율성, 그리고 재무역량을 주요한 요인으로 설정하였다. 기업규모는 단기간에 변경이 어렵고 인력과 자금 등 다양한 자원과 역량을 생성하는 근간이 된다는 점에서 근원적 요소(foundation factor)로 설정하였으며, 운영효율성은 비용효율성과 생산성을 중심으로 기업의 운영역량을 나타내는 것으로 고려하였다. 재무역량은 금융위기의 상황을 고려하여 재무 안정성과 유동성으로 설정하였다.

2.3 기업의 회생(turnaround)과 파산에 관한 연구

기업의 회생과(turnaround), 조직의 쇠퇴 그리고 파산과 관련한 연구는 환경결정론의 연장선 상에 있는 연구이다[9]. 이들은 주로 기업이 위기에 처하는 상황과 원인을 규명하고 기업의 지속성을 판단하는데 초점을 두고 있다.

기업이 쇠퇴하는 원인은 다양한 요인으로 나타나는데, 불황과 같은 상황에서 외부자원이 감소하거나 수요가 감소하는 것이 중요한 요인으로 지적된다[15]. 또한 환경에 대한 부적응, 과도한 모험, 허술한 통제, 정부규제와 자연재해 등, 통제가 불가능한 요소들이 복합적으로 쇠퇴의 원인이 될 수도 있다[34].

Schendel et al.[51]은 기업의 쇠퇴원인을 조직효율성이 떨어지는 운영 원인(Operational Cause)과 변화된 외부환경에 부적합한 전략으로 발생하는 전략적 원인(Strategic Cause)으로 구분하였다. 쇠퇴 원인이 전략적 원인이라면 전략을 수정하는 전략적 회생(Strategic turnaround)이 필요하고, 운영 원인이라면 효율성을 향상시키는 운영적 회생(Operational turnaround)이 필요하다고 하였다.

Hofferman[39]는 수익창출을 위해 조직이 선택할 수 있는 전략적 대안을 방어적인 차원과 공격적인 차원으로 구분한다. 방어적 차원에 대한 전략은 우수

제품을 선별하고 수익성이 낮은 제품을 정리하거나 매각하는 것이며, 공격적 차원의 전략은 가격 인상, 판매 촉진, 품질 향상과 서비스 제고 등이 될 수 있다[15, 35]. Schendel and Patton[50]은 제품라인의 확대, 해외진출, 관련분야에 대한 다각화 등을 공격적 마케팅으로 제시하였다.

기업의 내부 효율성을 강화하는 방법은 자산을 감소시키는 방법과 비용을 절감하는 방법이 있다[34]. 자산을 감소시키는 방법은 비생산적인 자산의 매각, 사업포트폴리오 재구성, 사업단위의 선택적 폐쇄 등, 전체적인 자산을 축소시켜 내부 재무구조를 강화하는 방법이며, 비용절감전략은 일반관리비, 연구개발비, 마케팅비 및 기타 관리가 가능한 비용을 축소시키는 방법이다.

회생과 파산에 대한 연구들에서는 기업규모와 재무비율을 비롯하여 다양한 요인을 기업의 회생 가능성을 판단하는 것으로 탐색하고 있다. 기업규모는 자금차입능력을 결정하는 중요한 요인으로 기업규모가 클수록 차입이 용이하여 기업의 회생가능성을 높일 수 있다[18]. 또한 운영효율과 이익전망이 높을수록 내부자금을 빠르게 축적할 수 있고 외부자금을 차입하는 것이 용이하여 회생가능성이 높아지게 된다[56]. 반대로 부채비율이 높은 기업은 회생의 가능성이 낮고 도산의 가능성이 높은 것으로 나타난다[46].

금융위기가 금융경색을 유발하고 기업의 현금흐름을 어렵게 하였다는 점, GM과 Ford를 비롯한 많은 기업들이 파산의 위기에서 정부의 지원으로 회생하였다는 점에서 본 연구가 초점을 둔 상황은 기업 회생에 대한 연구들이 초점을 둔 상황과 매우 유사하다. 따라서 본 연구에서는 회생 연구를 참고하여 기업규모와 재무비율, 그리고 운영효율성을 기업의 공시된 재무제표에 중점을 두고 측정, 분석하였다.

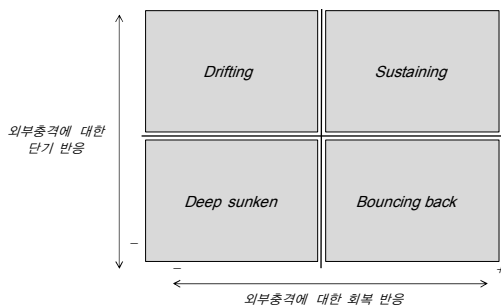
3. 연구 방법 및 설계

3.1 인지된 경쟁지위(Perceived Competitive Status : PCS)

주식가치는 기업이 창출할 수 있는 미래수익성을

보여주는 것[3, 23, 28]으로서 자본시장에서 인식된 기업의 경쟁우위[45]와 통합적인 전략적 위치를 나타낸다[55]. 이러한 연구에 기반하면 주식가치의 변화는 환경에 따라 변화된 기업의 경쟁우위를 주식시장이 판단하고 평가하여 인식한 값이 된다. 따라서 주식가치 변화에 근거하여 기업을 판단하는 것은 투자자와 시장의 관점이 반영된 것이며, 미래지향적인 의미로 해석할 수 있다. 이러한 접근법은 주식시장의 평가가 실제 기업의 경영상황에 영향을 주고 나아가 기업의 생존에도 영향을 준다는 측면에서 실체적이라 할 수 있다. 논의를 확장하여 본 연구에서는 주식가치의 변화를 각 기업들의 내재역량이 반영된 것으로 보고 이를 주식시장에서 인식한 각 기업들의 “인식된 경쟁지위(Perceived Competitive Status: PCS)”로 규정하고자 한다. 본 연구에서는 편의상 “인식된 경쟁지위”를 단순화하여 “경쟁지위”라고 칭한다. 즉 앞으로의 논의에서 “경쟁지위”는 내용상으로는 주가에 반영된 경쟁지위로서 인식된 경쟁지위를 지칭한다.

[그림 4]는 외부충격이 발생했을 때, 기업의 주식가치 변화를 하락과 회복에 두고 인식된 경쟁지위를 도식화 한 것이다. [그림 4]의 Y축은 외부충격이 발생하였을 때 기업의 주식가치가 하락하는 정도를 나타낸 것이며, X축은 충격이 회복되는 과정의 주식가치변화를 나타낸다. 개별 기업들은 충격에 대한 하락률과 회복과정의 상승률로 X-Y축에 분포하게 된다.



[그림 4] 외부충격의 전개과정에서 인식된 경쟁지위 유형

[그림 4]의 1분면 “Sustaining”이란 충격에 따른 단기적 하락이 적고 타 기업대비 양호한 회복을 보여

이른바 주식시장에서 안정적인 경쟁지위로 인식되는 기업들이다. 또한 2분면은 충격에 따른 하락이 적지만, 회복도 크지 않은 기업으로, 충격의 영향은 적게 받은 반면 회복상태에 대하여 주식시장이 경쟁지위를 명확히 인식하지 못하고 유보하고 있는 모습이다. 이 기업들의 경쟁지위는 시장에서 부유하고 있다는 의미로 “Drifting”이라고 한다.

3, 4분면은 충격이 발생하였을 때, 타 기업군 대비 기업가치의 하락이 큰 기업들이다. 이 중 4분면은 하락한 이후 ‘V’자로 탄력적인 회복을 보이는 반면, 3분면의 기업들은 충격에서 탈피하지 못하고 횡보 또는 지속적으로 하락하는 모습을 보인다. 이를 반영하여 3분면을 경쟁지위가 침몰하는 의미로 “Deep sunken”으로, 4분면은 탄력적인 성장성을 가졌다는 의미로 “Bouncing back”이라 하여 각각의 인식된 경쟁지위를 구분한다.

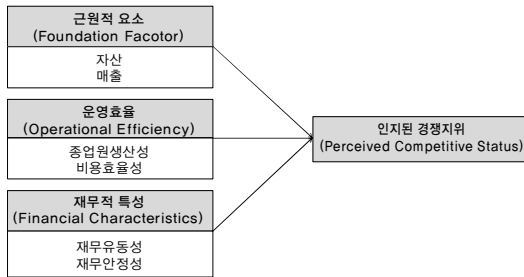
단기적 충격에 대한 반응을 기준으로 Drifting과 Sustaining은 주식가치의 하락이 크지 않은 “안정(Stable) 그룹”이고, Deep sunken과 Bouncing back은 충격의 영향으로 “손상된(Damaged) 그룹”이라 할 수 있다. 또한 회복측면에서 Drifting과 Deep sunken은 회복의 정도가 미진하여 “Non Sustainer 그룹”으로, Sustaining과 Bouncing back은 회복정도가 크기에 “Sustainer 그룹”으로 묶을 수 있다.

3.2 연구 모형

급격한 외부의 환경변화는 기업의 내재역량에 영향을 미치게 되고, 내재역량의 특성에 따라 기업의 경쟁지위도 변하게 된다. 본 연구는 앞에서 규정한 경쟁지위를 기반으로, 특히 금융위기와 같은 급격한 환경변화가 기업의 경쟁지위에 어떠한 영향을 미치는지, 또한 그러한 상황에서 기업의 경쟁지위를 결정하는 요인은 무엇인지를 규명하고자 한다.

기존 연구에서 제시하고 있는 기업의 지속성과 경쟁우위에 대한 영향 요인은 환경과 전략의 적합성[13], VRIN한 자원[14, 49], 일반관리역량 및 운영관리역량[38], 기술역량[57], 운영효율과 이익진행[56]

및 기업규모[18] 등이라 할 수 있다. 본 연구에서는 기존의 연구를 바탕으로 [그림 5]와 같이 기업 규모에 근간한 근원적 요소, 운영효율성 그리고 재무 특성을 기업의 경쟁지위에 영향을 미치는 요인으로 설정하였다.



[그림 5] 연구모형

여기서 근원적 요소는 기업이 가지고 있는 종합적인 특성으로 지리적 범위, 제품과 사업의 수, 고객의 수, 그리고 위기에 대한 내성 등을 포함하는 요소이다. 이는 자원과 역량에 대한 축적 용이성을 결정하는 태생적인 역할을 하며, 환경의 변화에 따라 영향을 받는 정도를 결정하게 된다. 따라서 기업의 근원적 요소는 상황의 변화에 따라 경쟁지위를 결정하는 것뿐만 아니라 경쟁지위를 변화시키는 요인이 된다. 본 연구는 기업의 근원적 요소는 기업규모로 고려하였으며, 이는 자산과 매출로 나타난다고 판단하였다.

운영효율은 관리 및 생산비용을 절감하여 수익을 높이는 정도로 기업의 수익구조와 현금흐름을 나타낸다. 운영효율이 높다는 것은 경쟁기업에 비하여 동일한 활동에서 더 많은 이익을 창출한다는 의미로 기업이 우월한 경쟁지위를 가지는데 기여하게 된다. 운영효율은 상황의 불확실성이 가지는 특성에 따라 그 영향이 다르게 나타날 수 있다. 주가가 회복되는 긍정적 불확실성 상황에서는 기업은 운영효율을 증가하는 것보다 매출과 자산 등 근원적 요소를 증대시키는 것이 우호적인 경쟁지위를 확보하는데 유리할 것이다. 반면 주가가 폭락하는 부정적 불확실성 상황에서는 근원적 요소를 증가하는데 한계가 있기 때문에 기업은 운영효율을 개선하여 우호적인 경쟁지위를

확보하는 것이 더 용이할 것이다.

재무적 특성은 기업의 재무 상태를 나타내는 것으로 외부환경의 변화에 기업이 대처할 수 있는 재무적 능력을 나타낸다. 유동성이 높고 안정성으로 좋은 기업은 불확실성이 높은 상황에서 외부로부터 자금을 차입할 수 있는 능력을 가진다. 따라서 재무적 특성이 좋은 기업은 안정적인 경쟁지위를 확보할 수 있을 것이며, 기업은 안정적인 지위를 확보하기 위하여 재무적 특성을 강화하는 노력을 취할 것이다. 또한 재무적 특성은 주식시장에서 기업을 평가하는 기준으로 작용하여 유동성과 안정성이 낮은 기업은 투자자의 의사결정에 부정적인 영향을 미치고 위축된 경쟁지위로 나타나게 된다.

3.3 가설 설정

본 연구의 첫 번째 가설은 환경의 특성에 따라 기업의 경쟁지위를 판별하는 것이 차이가 있는가 하는 점이다. 환경의 특성은 불확실성으로 나타나는데 불확실성은 부정적 불확실성과 긍정적 불확실성으로 구분할 수 있다. 금융위기가 발생하고 주가가 폭락하는 상황은 시장전체에 부정적 불확실성이 높아진 상황이며, 저점에서 회복되는 상황은 변동성은 크나 상승이 이어지는 긍정적 불확실성을 가진 상황이 된다. 그렇다면 두 상황에 따라 기업의 경쟁지위를 판단하는 것에 차이가 있는지를 우선 확인할 필요가 있다. 만약 각 상황에 따라 기업의 경쟁지위의 판별에 차이가 없다면 외부투자자나 경영자는 쉽게 의사결정을 할 수 있을 것이며, 판별이 달라진다면 이들은 어떠한 상황에 초점을 둘 것인가를 결정해야 한다. 이를 위하여 다음과 같은 가설을 설정하였다.

가설 1 : 외부 환경의 충격이 발생한 상황에서 기업의 경쟁지위 결정요인의 판별력은 하락기와 회복기에 다르게 나타날 것이다.

금융위기의 회복과정을 고려하면 외부상황의 변화에 따른 충격 영향은 시간이 경과할수록 완화되고 회

복되는데, 이 시기에도 기업의 경쟁지위는 내부역량에 따라 다르게 나타난다. 어떤 기업은 타 기업 대비 높은 회복세를 보이며 충격에서 탈피하는 반면, 어떤 기업들은 충격의 영향에서 벗어나지 못하고 회복이 지체되는 형태를 보인다. 경쟁지위를 기준으로 보면, 전자를 Sustainer 그룹, 후자는 Non Sustainer 그룹으로 다음과 같은 가설을 설정할 수 있다.

가설 2 : 충격이 회복되는 상황에서 (a) 자산, (b) 매출, (c) 종업원생산성, (d) 비용효율성, (e) 재무유동성, (f) 재무안정성이 높을수록 기업은 Sustainer의 경쟁지위를 가질 것이다.

마지막으로 손상된 그룹은 충격에 큰 타격을 받아 경쟁지위가 크게 위축된 기업들로 회복하는 양상에 따라 Deep sunken과 Bouncing back으로 구분된다. Bouncing back은 크게 하락하였다가 큰 폭의 회복세를 나타내는 경쟁지위이며, Deep sunken은 충격에서 탈피하지 못하는 경쟁지위를 보인다. 이 두 경쟁지위의 차이에 대하여 다음 가설을 설정하였다.

가설 3 : 충격에 크게 위축된 기업들 중 (a) 자산, (b) 매출, (c) 종업원생산성, (d) 비용효율성, (e) 재무유동성, (f) 재무안정성이 높은 기업일수록 Bouncing back의 경쟁지위를 가질 것이다.

3.4 연구 설계

근원적 요소에 해당하는 기업규모에 대하여 기존 연구들은 매출[29, 47]과 총자산[18, 29] 그리고 종업원의 수[21]를 주로 활용한다. 본 연구에서는 자산[18, 29]과 매출[29]을 기업의 규모에 대한 요인으로 설정하였다. 운영효율을 측정하는 재무비율은 다양하게 제시되고 있다[1, 2]. 본 연구에서는 운영효율을 종업원 생산성과 비용효율성을 구분하여 측정한다. Kettinger et al.[40]의 연구를 참고하였다. 재무적

특성은 시급하게 자원이 필요할 때 보완하고 단기 채무를 감당할 수 있는 능력으로 유동성을 측정하였으며, 활용할 수 있으나 사용하지 않고 있는 잠재적인 잉여자원(Slack)으로 재무적 확장의 용이성을 확인할 수 있는 안정성을 변수로 측정하였다[33]. 본 연구에서 활용한 변수는 <표 1>과 같다.

<표 1> 변수의 조작적 정의

| 내재역량 구분 | 변수 | 조작적 정의 | 출처 |
|---------|--------|-----------|----------|
| 근원적 요소 | 자산 | 총자산 | [18, 29] |
| | 매출 | 총매출액 | [29] |
| 운영효율 | 종업원생산성 | 매출액/직원수 | [40] |
| | 비용효율성 | 매출액/매출원가 | [40] |
| 재무적 특성 | 재무유동성 | 유동자산/유동부채 | [33] |
| | 재무안정성 | 주주자본금/총부채 | [33] |

표본은 미국 S&P 500 기업 중에서 GICS Sector를 기준으로 구분하였으며, 금융위기의 원인과 관련성이 높은 금융업과 건설업 등을 제외하고 소비재관련 기업군(consumer discretionary, consumer staples)과 IT 관련 기업군(HW, SW)을 주요 대상으로 선정한 것이다. S&P 500 지수의 변화를 기준으로 부정적 불확실성에 해당하는 하락기간은 2008년부터 2009년 3월로, 긍정적 불확실성으로 설정한 회복기간은 2012년까지로 하여 각 기업별 주식가치변화를 측정하였다. 또한 자료의 수집과정에서 2008년 이후 증자 및 감자 등 주식의 변동 상황이 발생한 기업은 분석에서 제외하여 총 85개의 기업을 최종 샘플로 활용하였다. 기업의 재무와 주식가치 자료는 개별기업의 사업보고서와 Osiris 및 Yahoo Finance의 공시자료를 활용하였다. 분석에 활용된 샘플기업들을 경쟁지위로 구분하였을 각 경쟁지위와 대표적인 기업은 <표 2>와 같다.

연구모형과 가설의 검증을 위하여 경쟁지위의 그룹에 대한 판별분석을 진행하였으며, 전체 변수의 설명력을 검증하기 위하여 동시접근법으로 분석을 진행하였다. 또한 표준화 정준판별함수 계수를 중심으로 각 변수의 영향을 측정하였으며, 적중률(hit ratio)을 활용하여 판별함수의 예측정확도를 검증하였다.

〈표 2〉 경쟁지위별 특징과 대표기업

| 경쟁지위 | 기업수 | 시가총액의 변화(%) | | 특성 평균 (2008, B\$) | | 예시 기업 |
|-----------------|-----|-------------|------------|-------------------|------|--|
| | | 단기 하락 수준* | 장기 회복 수준** | 총자산 | 매출 | |
| 1 Sustaining | 13 | 73 | 7.3 | 18.1 | 14.7 | Home Depot, Comcast, EMC Corp, Teradata, Broadcom |
| 2 Drifting | 31 | 78 | 2.9 | 27.6 | 33.8 | Wal-Mart, Procter & Gamble, Coca-Cola, Mcdonald's, Qualcomm, Intel |
| 3 Deep Sunken | 15 | 53 | 2.6 | 22.3 | 23 | Archer-Daniels-Midland, Cisco, Microsoft Xerox Corp, Omnicom Group, Marriott International, Texas Instruments, Yahoo |
| 4 Bouncing back | 26 | 47 | 8.3 | 12.1 | 10.3 | Apple, Google, Whirlpool, Ebay, Harley Davidson, Tiffany & CO, Netapp, Akamai Technologies |

* 2009년 최저치/2008년 최고치.

** 2008년~2012년까지의 분기별 평균성장률.

4. 분석 결과

4.1 하락과 회복의 상황에 따른 기업판별의 유효성

가설 1은 외부상황이 급격히 위축되고 주가가 하락하는 부정적 불확실성의 상황과, 시장이 회복되는 긍정적 불확실성의 상황 중 어떠한 상황이 기업의 경쟁지위를 판단하는데 유의한가 하는 것이다. 이를 위하여 하락기와 회복기를 구분하여 판별분석을 진행하였다. 하락기는 2008년의 재무제표를 기준으로, 회복기는 각 변수의 2008년부터 2012년까지의 연평균 성장률을 적용하였다. 기업의 경쟁지위는 하락기를 기준으로 안정(Stable) 그룹과 손상된(Damaged) 그룹으로, 회복기를 기준으로 Non Sustainer와 Sustainer로 구분하여 각각의 판별결과를 비교하였다.

각각의 판별분석 결과는 <표 3>과 같이 하락기에 기준한 경쟁지위는 카이제곱 검정통계량이 9.256, 유

의확률은 0.165로 유의하지 않은 것으로 나타났으며, 회복기는 카이제곱 검정통계량이 19.875, 유의확률은 0.003으로 유의하게 나타났다.

〈표 4〉 가설 1의 판별함수 적중률(Hit Ratio) 비교

| 구 분 | 하락기 기준 판별 | 회복기 기준 판별 |
|-----------|-----------|-----------|
| hit ratio | 63.5% | 72.9 |

각 판별함수의 적중률(hit ratio)을 비교한 결과 <표 4>와 같이 하락기의 적중률은 63.5%, 회복기를 기준으로 한 판별의 적중률은 72.9%로 나타났다. 따라서 유의확률과 적중률에 기준하여 볼 때, 각 상황에 따른 판별결과는 차이가 있고 회복기를 기준으로 한 것이 더 유의적이고, 높은 적중률로 확인되었다.

4.2 충격 회복 시 Sustainer그룹의 결정요인

충격의 회복과정에 대한 가설 2를 검증하기 위하여 각 변수의 2008년부터 2012년까지의 연평균성장률을 적용하여 판별분석을 진행하였다. 그 결과 <표 5>와 같이 카이제곱 검정통계량은 19.875, 유의확률은 0.003으로 $p < 0.05$ 에서 유의한 것으로 나타났다. 또한 집단 중심점은 Sustainer 그룹은 0.570, Non Sustainer 그룹은 -0.483으로 판별 점수가 높을수록

〈표 3〉 가설 1의 고유값과 Wilks 람다

| 함수 | 고유값 | 정준 상관 | Wilks 람다 | 카이 제곱 | 자유도 | 유의 확률 |
|----------|------|-------|----------|--------|-----|-------|
| 하락기 기준판별 | .121 | .339 | .893 | 9.256 | 6 | .165 |
| 회복기 기준판별 | .282 | .469 | .780 | 19.875 | 6 | .003 |

Sustainer군에 포함될 가능성이 높게 나타났다.

〈표 5〉 가설 2의 고유값과 Wilks 람다

| 함수 | 고유값 | 정준 상관 | Wilks 람다 | 카이 제곱 | 유의 확률 |
|----|------|-------|----------|--------|-------|
| 1 | .282 | .469 | .780 | 19.875 | .003 |

표준화 정준 판별함수 계수를 활용하여 회복과정에서 경쟁지위에 영향을 주는 독립변수를 살펴보면, <표 6>과 같이 종업원 생산성을 제외한 전체적인 변수가 Sustainer 그룹으로 구분되는데 정(+의 영향을 주는 것으로 나타났다. 상대적 영향도는 매출, 비용효율성, 재무안정성, 재무유동성 순으로 외부의 충격이 회복되는 상황에서 기업이 Sustainer 그룹의 경쟁지위를 확보하는데 영향을 주는 것으로 확인되었다.

〈표 6〉 가설 2의 표준화 정준 판별함수 계수

| 구 분 | 함수 1 |
|--------|-------|
| 자산 | .188 |
| 매출 | .754 |
| 종업원생산성 | -.012 |
| 비용효율성 | .462 |
| 재무유동성 | .247 |
| 재무안정성 | .324 |

판별함수의 예측성을 판단하기 위한 hit ratio는 <표 7>과 같이 72.9%로 85개의 케이스 가운데 62개 기업이 올바르게 분류되었다. 이는 최대우연발생기준확률(0.4588)과 비율우연기준(0.5033)에 비하여 높게 나타나 도출된 판별식의 판별력은 높다고 할 수 있다.

〈표 7〉 가설 2의 판별함수의 적중률

| 실제 집단 | 예측 소속집단 | | 전체 |
|---------------------------------------|---------------|-----------|------------|
| | Non Sustainer | Sustainer | |
| Non Sustainer (Drifting, Deep Sunken) | 37 (80.4) | 9 (19.6) | 46 (100.0) |
| Sustainer (Sustaining, Bouncing back) | 14 (35.9) | 25 (64.1) | 39 (100.0) |

Hit Ratio 72.9%.

4.3 경쟁지위의 탄력적인 회복에 대한 결정 요인

가설 3은 충격에 큰 위축을 보인 기업들 중에서 탄력적으로 회복을 한 기업과 그렇지 못한 기업에 대한 것으로 경쟁지위로는 Bouncing back과 Deep Sunken을 구분하여 판별분석을 진행하였다. 독립변수는 가설 2와 동일하게 적용한 결과 <표 8>과 같이 카이제곱 검정통계량이 17.766, 유의확률이 0.007로 $p < 0.05$ 에서 판별함수는 유의하게 나타났다. 집단 중심점은 Bouncing back이 0.592, Deep Sunken은 -1.026으로 판별 점수가 높을수록 Bouncing back에 포함될 가능성이 높았다.

〈표 8〉 가설 3의 고유값과 Wilks 람다

| 함수 | 고유값 | 정준 상관 | Wilks의 람다 | 카이 제곱 | 유의 확률 |
|----|------|-------|-----------|--------|-------|
| 1 | .638 | .624 | .610 | 17.766 | .007 |

<표 9>의 표준화 정준 판별함수 계수의 결과를 보면, 매출과 재무유동성, 그리고 비용효율성은 Bouncing back에 정(+의 영향을 미치는 반면 자산, 종업원생산성, 재무안정성은 부(-)의 영향을 미쳐 기업이 Deep Sunken로 판별될 가능성을 높이게 된다. 또한 Bouncing back에 정(+의 영향을 미치는 상대적인 크기는 매출, 재무유동성 및 비용효율성의 순으로 나타났다.

〈표 9〉 가설 3의 표준화 정준 판별함수 계수

| 구 분 | 함수 1 |
|--------|-------|
| 자산 | -.913 |
| 매출 | 1.696 |
| 종업원생산성 | -.132 |
| 비용효율성 | .704 |
| 재무유동성 | .743 |
| 재무안정성 | -.020 |

예측집단과 실제 소속집단을 비교한 결과 <표 10>과 같이 총 43개의 케이스 가운데 78%가 올바르게 분류되어 최대우연발생기준확률(0.6341)과 비율우연

기준(0.5359)에 비하여 높은 결과를 보였다. 이에 따라 도출된 판별식의 예측력은 높게 판단된다.

〈표 10〉 가설 3의 판별함수의 적중률

| 실제집단 | 예측 소속집단 | | 전체 |
|---------------|--------------|---------------|-------------|
| | Deep Sunken | Bouncing back | |
| Deep Sunken | 13 (86.7) | 2 (13.3) | 15 100.0 |
| Bouncing back | 7 (26.9) | 19 (73.1) | 26 100.0 |

Hit Ratio = 78.0%.

4.4 분석결과에 대한 해석

연구의 결과는 우선 외부적 불확실이 발생하는 주가 하락기보다 그것이 안정화되는 회복기에 기업을 판별이 유효한 것으로 나타났다. 이는 외부환경이 부정적으로 불확실한 상황보다 긍정적일 때 기업의 지속성과 경쟁우위를 판단하는 것이 더 유용하다는 것으로 해석할 수 있다. 또한 기업의 입장에서는 외부의 충격에 따라 불확실성이 증대되는 상황에 대비하는 것보다 그것이 정리되고 안정화되는 상황에 대비하여 성과를 창출하기 위하여 노력하는 것이 우호적인 경쟁지위를 확보하는데 더 효과적이라는 의미가 된다.

둘째, 외부충격이 회복되는 과정에서 매출, 자산, 비용효율성, 재무안정성, 재무유동성의 순으로 Sustainer의 경쟁지위를 유지하는데 정(+)/영향을 미치는 것으로 나타났다. 이는 전반적인 혁신을 추구하는 기업이 보다 나은 성과를 창출한다는 기존의 연구결과와 일치한다고 할 수 있다. 그러나 상대적인 영향의 크기로 볼 때, 효율성을 강화하는 전략보다 매출을 증대시키는 차별화 전략이 더 유효할 수 있다는 결과를 보여준다.

마지막으로 외부환경의 급격한 충격에 경쟁지위가 위축된 기업들 중에서 매출, 재무유동성, 비용효율성을 개선한 기업들이 경쟁지위를 탄력적으로 회복하는 반면, 자산과 재무안정성은 경쟁지위의 회복에 부(-)의 영향을 미치는 것으로 나타났다. 따라서 추가하락기의 역동성을 고려할 때 기업은 경쟁지위

를 빠르게 회복하기 위하여 자산규모를 증가시키는 것보다 매출과 비용효율성, 재무유동성을 강화하는 혁신활동을 추구하는 것이 효과적이라는 의미가 된다.

5. 결 론

본 연구에서는 기업의 주가 가치를 활용하여 급격한 외부환경의 변화가 기업의 경쟁지위에 어떠한 영향을 미치는지, 그리고 그 요인은 무엇인지를 파악하고자 하였다. 이에 따라 금융위기과정의 추가변화를 활용하여 기업의 경쟁지위를 구분하고, 근원적 요소와 운용효율성 그리고 재무적 특성을 영향요인으로 하여 판별분석을 진행하였다.

본 연구는 주식시장의 인식을 활용하여 기업의 경쟁지위를 제시하였다는 점과 외부의 급격한 변화에 충격을 받은 기업이 어떠한 노력을 강화해야 하는가를 제시한다는 점에서 다음과 같은 실증적 의의를 가진다. 첫째, 외부 충격에 대하여 어떠한 상황에 초점을 두는 것이 유효한가이다. 즉, 외부 충격이 발생하고 하락하는 부정적 상황에 대응할 것인지, 아니면 회복하는 상황에 집중할 것인지의 선택이다. 연구의 결과는 자본시장의 판단에 있어 하락기보다 회복기에 대하여 집중하는 것이 더 유효하다는 것을 보여준다. 따라서 기업의 의사결정은 하락기에 대한 방어보다 회복기에 대한 공격에 집중해야 하며, 이것이 자본시장에서 기업의 지속성과 미래수익성을 판단하는데 더 긍정적인 영향을 주게 된다. 둘째, 회복기에 대한 대응을 위하여 기업은 어떤 방법을 선택할 것인가 하는 결정이 필요하다. 연구 결과에 따르면 주가의 하락이 적은 기업은 전반적인 요인을 개선하는 것이 필요하며, 추가하락이 큰 기업들은 매출, 비용효율성, 그리고 재무유동성을 개선하여 탄력적으로 기업 가치를 회복할 수 있다. 따라서 기업은 충격의 정도에 따라 전반적인 개선노력을 취할 것인지, 특정한 요인에 집중하는 혁신을 추구하는지 선택해야 한다. 본 연구에 따르면 충격정도가 큰 기업은 자본시장의 인식을 획기적으로 개선하기 위하여 매출을 증가시키는 혁신활동을 추구할 것을 주장한다.

현대의 경영환경이 역동적이고, 그 파급 영향이 매우 크다는 점에서 기업의 판단에 대하여 본 연구와 같은 미래지향적인 접근은 더욱 확대될 필요가 있다. 이를 위하여 향후 연구 방향으로 기업의 특성요인을 추가적으로 도출하여 기업의 지속성에 대한 영향요인을 확대해 나가는 것이 필요하다. 또한 환경이 미치는 영향은 산업, 국가 등에 따라 다르게 나타날 것이므로 산업 및 국가별 비교연구를 수행함으로써 본 연구가 제시한 연구결과가 다양한 집단에서도 일관된 결과를 보이는지 연구 결과의 일관성에 대한 추가적인 연구가 필요할 것이다. 끝으로 이러한 미래지향적인 시도에 대한 유의한 토의가 다양한 분야에서 확대되길 기대한다.

참 고 문 헌

- [1] 김영훈, 편제범, 김대수, “오퍼레이션 성과와 재무성과 간의 인과관계에 대한 실증분석”, 『한국경영과학회지』, 제40권, 제1호(2015), pp.57-73.
- [2] 민재형, 김범석, “기업의 동반성장 노력이 재무성과에 미치는 영향”, 『경영과학』, 제30권, 제2호(2013), pp.79-95.
- [3] 박강희, 신현정, “포트폴리오 최적화와 주가예측을 이용한 투자 모형”, 『대한산업공학회지』, 제39권, 제6호(2014), pp.535-545.
- [4] 박경민, 문희진, 박선주, 정승화, 최정혜, “인터넷 포탈에 대한 자원 의존성이 온라인 쇼핑몰기업의 성장에 미치는 영향”, 『한국경영과학회지』, 제39권, 제2호(2014), pp.141-154.
- [5] 박성민, “연속적 이항 로지스틱 회귀모형을 이용한 R&D 투입 및 성과 관계에 대한 실증분석”, 『대한산업공학회지』, 제40권, 제3호(2014), pp.342-357.
- [6] 이성주, 조남영, 김병선, 조찬우, “산업생태계 분석을 통한 중소기업형 유망 IT 품목 발굴 : 수요기반 접근법”, 『대한산업공학회지』, 제39권, 제1호(2013), pp.61-72.
- [7] 이윤숙, 박수훈, “합병한 국내 제조기업들의 특성에 관한 실증적 연구”, 『경영과학』, 제32권, 제2호(2015), pp.91-109.
- [8] 이장우, 대니, 밀러, 우성진, 손중환, “전략-환경 적합과 기업성과”, 『경영학연구』, 제23권, 제1호(2013), pp.149-172.
- [9] 이 흥, “환경결정론과 전략적선택론에 대한 논의 재점화”, 『인사·조직연구』, 제21권, 제4호(2013), pp.219-244.
- [10] 장세진, 『글로벌 경쟁 시대의 경영전략』, 3판, 박영사, 2002.
- [11] 장영순, 육현영, 서종현, “1인 창조기업 특성과 경영성과와의 관계 연구”, 『대한산업공학회지』, 제40권, 제2호(2014), pp.250-256.
- [12] 조찬우, 이성주, “융합기술 개발을 위한 중소기업 간 협업모형 제안”, 『대한산업공학회지』, 제39권, 제3호(2013), pp.198-203.
- [13] Andrews, K.R., *The Concept of Corporate Strategy*, Dow Jones-Irwin Homewood, 1971.
- [14] Barney, J., “Firm resources and sustained competitive advantage,” *Journal of Management*, Vol.17, No.1(1991), pp.99-120.
- [15] Bibeault, D., *Corporate Turnaround*, McGrawHill, New York, 1982.
- [16] Bogner, W.C. and P.S. Barr, “Making sense in hypercompetitive environments : A cognitive explanation for the persistence of high velocity competition,” *Organization Science*, Vol.11, No.2(2000), pp.212-226.
- [17] Cao, M. and Q. Zhang, “Supply chain collaboration : Impact on collaborative advantage and firm performance,” *Journal of Operations Management*, Vol.29, No.3(2011), pp.163-180.
- [18] Casey, C.J., V.E. Mcgee, and C.P. Stickney, “Discriminating between reorganized and liquidated firms in bankruptcy,” *Accounting Review*, Vol.61, No.2(1986), pp.249-262.
- [19] Chandler, A.D., *Strategy and structure : Chapters in the history of the American en-*

- terprise, *Massachusetts Institute of Technology Cambridge*, Cambridge, 1962.
- [20] Child, J., "Organizational structure, environment and performance : The role of strategic choice," *Sociology*, Vol.6, No.1(1972), pp.1-22.
- [21] Chowdhury, S.D. and J.R. Lang, "Turnaround in small firms : An assessment of efficiency strategies," *Journal of Business Research*, Vol.36, No.2(1996), pp.169-178.
- [22] Day, G.S., "The capabilities of market-driven organizations," *The Journal of Marketing*, Vol.58, No.4(1994), pp.37-52.
- [23] Dechow, P.M., "Accounting earnings and cash flows as measures of firm performance : The role of accounting accruals," *Journal of Accounting and Economics*, Vol.18, No.1 (1994), pp.3-42.
- [24] Dess, G.G. and D.W. Beard, "Dimensions of organizational task environments," *Administrative Science Quarterly*, Vol.29, No.1(1984), pp.52-73.
- [25] Dollinger, M.J., *Entrepreneurship : Strategies and Resources* (3rd Edition), Prentice-Hall, Inc., Saddle River, 2002.
- [26] Egelhoff, W.G. and C.S. Haklisch, "Strategy, size of firm, and the use of technical alliances : An explanatory study," *Journal of Engineering and Technology Management*, Vol.11, No.2(1994), pp.117-148.
- [27] Eisenhardt, K.M. and J.A. Martin, "Dynamic Capabilities : What are They?," *Strategic Management Journal*, Vol.21, No.10-11(2000), pp.1105-1121.
- [28] Fama, E.F., "Efficient capital markets : A review of theory and empirical work," *The Journal of Finance*, Vol.25, No.2(1970), pp.383-417.
- [29] Fiegenbaum, A., D. Sudharshan, and H. Thomas, "Strategic time periods and strategic groups research : Concepts and an empirical example," *Journal of Management Studies*, Vol.27, No.2 (1990), pp.133-148.
- [30] Grant, R.M., "The resource-based theory of competitive advantage : implications for strategy formulation," *Knowledge and Strategy*, Vol.33, No.3(1991), pp.3-23.
- [31] Gu, F. and B. Lev, *Intangible assets : Measurement, drivers, Usefulness* (Working paper), New York University, New York, 2001.
- [32] Håkansson, H. and I. Snehota, "No business is an island : the network concept of business strategy," *Scandinavian Journal of Management*, Vol.5, No.3(1989), pp.187-200.
- [33] Hambrick, D.C. and R.A. D'Aveni, "Large corporate failures as downward spirals," *Administrative Science Quarterly*, Vol.33, No.1(1988), pp.1-23.
- [34] Hambrick, D.C., "Turnaround strategies," *Handbook of Business Strategy*, Vol.10, No.1 (1985), pp.1-10.
- [35] Hamermesh, D.S., "Economic aspects of job satisfaction," In Ashenfelter, O.C. and W.E. Oates(Eds.), *Essays in Labor Market Analysis* (pp.53-72) Wiley, New York, 1977.
- [36] Hannan, M.T. and G. Carroll, *Dynamics of organizational populations : Density, legitimation, and competition*, Oxford University Press, Oxford, 1992.
- [37] Haveman, H.A., "Between a rock and a hard place : Organizational change and performance under conditions of fundamental environmental transformation," *Administrative Science Quarterly*, Vol.37, No.1(1992), pp.48-75.
- [38] Hitt, M.A., R.D. Ireland, S.M. Camp, and D.L. Sexton, "Strategic entrepreneurship : Entrepreneurial strategies for wealth creation," *Strategic Management Journal*, Vol.22, No.67

- (2001), pp.479-491.
- [39] Hoffman, R.C., "Strategies for corporate turnarounds : What do we know about them," *Journal of General Management*, Vol.14, No.3(1989), pp.46-66.
- [40] Kettinger, W.J., V. Grover, S. Guha, and A.H. Segars, "Strategic information systems revisited : a study in sustainability and performance," *MIS Quarterly*, Vol.18, No.1(1994), pp.31-58.
- [41] Kimberly, J.R. and M.J. Evanisko, "Organizational innovation : The influence of individual, organizational, and contextual factors on hospital adoption of technological and administrative innovations," *Academy of Management Journal*, Vol.24, No.4(1981), pp.689-713.
- [42] Lawrence, P.R. and J.W. Lorsch, "Differentiation and integration in complex organizations," *Administrative Science Quarterly*, Vol.12, No.1(1967), pp.1-47.
- [43] Miles, R.E., C.C. Snow, A.D. Meyer, and H.J. Coleman, "Organizational strategy, structure, and process," *Academy of Management Review*, Vol.3, No.3(1978), pp.546-562.
- [44] Miller, D. and P.H. Friesen, "Strategy making and environment : the third link," *Strategic Management Journal*, Vol.4, No.3(1983), pp.221-235.
- [45] Moore, G.A., *Living on the fault line*, Harper Business, New York, 2000.
- [46] Ohlson, J.A., "Financial ratios and the probabilistic prediction of bankruptcy," *Journal of Accounting Research*, Vol.18, No.1(1980), pp.109-131.
- [47] Pant, L.W., "An investigation of industry and firm structural characteristics in corporate turnarounds," *Journal of Management Studies*, Vol.28, No.6(1991), pp.623-643.
- [48] Porter, M.E., *Competitive advantage : Creating and sustaining superior performance*, Simon and Schuster, New York, 2008.
- [49] Rumelt, R.P., "Towards a strategic theory of the firm," In Lamb, R. (ed.), *Competitive Strategic Management*(pp.556-570), Prentice Hall, Englewood Cliffs, 1984.
- [50] Schendel, D.E. and G.R. Patton, "Corporate stagnation and turnaround," *Journal of Economics and Business*, Vol.28, No.3(1976), 236-241.
- [51] Schendel, D., G.R. Patton, and J. Riggs, "Corporate Turnaround Strategies-Study of Profit Decline and Recovery," *Journal of General Management*, Vol.3, No.3(1976), p.1.
- [52] Sveiby, K.E., *The new organizational wealth : Managing & measuring knowledge-based assets*, Berrett-Koehler Publishers, Inc., San Francisco, 1997.
- [53] Teece, D.J., G. Pisano, and A. Shuen, "Dynamic capabilities and strategic management," *Strategic Management Journal*, Vol.18, No.7 (1997), pp.509-533.
- [54] Venkatraman, N. and J.E. Prescott, "Environment strategy coalignment : an empirical test of its performance implications," *Strategic Management Journal*, Vol.11, No.1(1990), pp.1-23.
- [55] Wheeler, B.C., "NEBIC : A dynamic capabilities theory for assessing net-enablement," *Information Systems Research*, Vol.13, No.2 (2002), pp.125-146.
- [56] White, M.J., *Economics of bankruptcy : liquidation and reorganization*. Salomon Bros, Center for the Study of Financial Institutions, Graduate School of Business Administration, New York University. New York, 1981.

- [57] Yam, C., M. Richard, C.G. Jian, F.P. Kit, and P.Y. Tang, "An Audit of Technological Innovation Capability in Chinese Firms : Some Empirical Finding in Beijing, China," *Research Policy*, Vol.33, No.8(2004), pp.1123-1140.
- [58] Zollo, M. and S.G. Winter, "Deliberate learning and the evolution of dynamic capabilities," *Organization Science*, Vol.13, No.3(2002), pp.339-351.