

기부금과 자본시장 : 지배구조를 중심으로*

김영식(경희대학교 경영학부 겸임교수)

위정범(경희대학교 경영학부 교수)

요약

본 연구는 기부금 지출이 자본시장에서 투자자들로 하여금 어떠한 평가를 받고 있는지 분석하였다. 이를 위해 1991년 1월부터 2015년 12월까지 국내 상장기업의 자료를 이용하였다. 기부금이 작은 집단에서 유의한 음의 초과수익률이 관찰되었고, 기부금이 높은 집단에서는 유의하지 않은 양의 초과수익률이 관찰되었다. 이는 기부금의 지출이 높다고 해서 기업가치를 증대시키는 것은 아니며, 오히려 기부금 지출을 적게 할 경우 기업가치는 하락할 수 있는 것으로 해석할 수 있다. 기부금과 지배구조의 상호효과에 대한 분석결과, 기부금이 대리인 문제를 일으키는 유인이 될 수 있는지에 대하여 확증할 수 없었으며, 산업구조가 기부금과 밀접한 관계가 있는 것으로 나타났다. 기부금의 동기는 가치증대 가설과 대리인 가설로 설명될 수 있는데 이 두 가설이 절충될 수 있다는 점을 실증적으로 검증해 보았다는 점이 본 연구의 기여점이다.

핵심단어 : 기부금, 지배구조, 가치증대 가설, 대리인 가설, 자본시장

JEL 분류기호 : G34, G32, G39

* 이 연구는 아직 시작단계에 있기 때문에 외부인용을 자제해 주시기 바랍니다.

1. 서론

기업의 기부금(giving)에 관한 기존연구의 두 축은 가치증대(value enhancement)와 대리인(agency) 가설로 양분된다. 전자는 이익극대화(profit maximization) 가설로도 통용되는데, 기업경영관점에서 기부금 지출은 평판이나 이미지 제고를 위한 전략적 지출로 인식될 수 있기 때문에 기업가치를 위해 적극적으로 투자해야 한다는 내용을 골자로 하고 있다(김영식, 위정범, 2016). 이 가설은 주주가치 측면에서 기업의 기부금 지출은 주주의 부를 증대 시키기 위한 좋은 투자수단이기 때문에, 적극적으로 장려해야 한다고 주장한다. 이익 극대화를 다루었던 연구들은 주로 기부금 지출 수준과 기업가치의 대리변수인 토빈 Q로 인과관계를 분석하여, 기부금이 본질적으로 기업가치에 기여할 수 있다는 부분을 강조한다. 하지만, 이 같은 실증연구의 공통적으로 지적되는 한계점은 기부금과 기업가치의 양자간에 인과관계를 분석하는데 있어 적절한 통제변수를 선정하기 어렵다는 점과 기부금 지출이 높아 기업가치가 높은 것인지, 기업가치가 높아 기부금 지출이 많은 것인지에 대한 내생성문제(endogeneity problem)가 제기된다.

반면, 대리인 가설은 경영자 재량(managerial discretion) 가설로도 일컫는데 이 가설은 경영자가 자기 자신의 효용을 위해 기부금을 지출한다고 가정한다. 이 때문에, 일정부분의 기부금 지출을 제안하여 기업가치의 유출을 막아야 한다는 내용이 주를 이루고 있다. 주주가치 관점에서도 기부금은 대리비용을 양산하며, 기업에 무익한 지출로 인식된다. 기존연구들은 주요주주들의 지분율이나 혹은 수준(level)을 변수화하여 기부금의 관계를 분석하는데 초점을 두고 있다. 그러나, 지배구조에 대한 대리변수를 제대로 선정하기 어려운 점과 경영자를 탐욕스러운 경제인(economic man)으로 가정하는 것도 실무적으로 거리가 있다.

기존 연구들은 주로 가치증대나 대리인 가설 가운데 하나의 가설검증에 초점을 맞추어 진행하거나, 혹은 두 가설 중에서 어느 가설이 더 기부금지출을 잘 설명하는지에 대한 연구들이 주를 이루고 있다(Lin et al., 2016). Navarro(1988)의 연구는 앞서 언급한 가치증대와 경영자 재량가설을 동시에 접근한 대표연구이다. 미국의 자료를 바탕으로 기업가치 관점의 변수들(광고비, 노동비용)과 경영자 재량변수(전문경영자, 경영자 급여)를 독립변수로 설정하고 기부금을 종속변수로 설정하여 실증분석을 수행하였다. 그 결과는 대부분의 변수가 통계적으로 유의한 결과가 나타나 기부금은 기업경영에 매우 중요한 요소임을 실증적으로 나타냈다.

Seifert et al(2003)에 따르면, 기부금은 전통적인 이론에 의한 경쟁이나, 광고, 혹은 사회적 네트워크에 의해 영향을 받는다는 결과를 제시하였다. 또한, Carroll (1991)이 주장했던 재무적 성과에 의해 기부금이 영향을 받는지 분석을 하였지만, 유의한 결과가 나타나지 않았다. 특히, 그들은 시장가치를 뜻하는 PBR이 유의하지 않다는 것을 근거로 시장가치와 기부금은 큰 관련성이 없다고 주장하였다. 박준우(2009)는 기부금을 지출하는 동기가 대리인 비용과 가치확대 가설에 있음을 주장하면서 국내 상장기업을 대상으로 실증분석을 수행하였다. 그는 분석결과를 통해 기업의 기부금 지출 동기는 대리인 비용이론의 관점에서 부분적으로 설명될 수 있지만, 궁극적인 기부금 지출 동기는 이윤극대화를 통해 기업가치를 확대시키는 가치확대가설이 더 크게 작동되고 있음을 주장하였다.

대리인 가설이 지지되는 연구들은 주로 기부금이 경영자의 효용극대화를 위한 대리비용으로 인식될 수 있음을 실증적으로 보고한다. 최운열외(2009)는 기부금으로 대표되는 사회공헌활동이 기업가치에 미치는 영향을 분석한 결과, 기부금 지출이 기업가치에 긍정적인 영향력이 있지만, 일정 규모이상이 증가함에 따라 기업가치는 감소하게 되는 비선형관계가 존재한다고 주장하였다. 이와 유사하게 최원욱외(2009)는 기부금의 법인세 절감 효과로 인해 손금한도를 초과하는 기부금은 기업가치에 미치는 영향이 제한적임을 보고한다. 이 같은 결과는 기부금 지출이 소유주의 사적 효용을 높이기 위한 수단으로 이용될 수 있다고 주장한다. Brown et al(2006)의 연구에서도 대리인 비용이 기부금 지출의 주된 동기가 될

수 있다고 주장한다. 이사회 규모의 클수록 그들의 평판을 위한 기부금 지출이 커지고, 비영리단체를 세울 가능성이 높다는 근거를 제시하였다.

Wang et al(2008)은 연구개발비와 기부금의 상관성이 높다는 것을 근거로 성장가능성이 높은 기업이 기부금지출을 많이 하는 경향이 있다고 주장한다. 또한, 기부금이 광고 목적에 의해 지출될 수 있다는 연구들도 있다. Ross(1983)에 따르면, 사회공헌활동은 광고의 한 형태이며, 연구개발비, 기부금, 광고비와 같은 비수익적 지출들도 기업의 이익증대를 도모하기 위한 맥락으로 봐야한다고 주장한다. Zhang et al(2010)의 연구에서는 2008년 중국의 Sichuan에서 일어난 지진이 발생한 시기에 기업의 기부금 지출이 비약적으로 증가된 것을 근거로 기부금은 광고행위의 일환으로 해석할 수 있다고 보고하였다. 경쟁도 기부금에 영향을 미치는 주요요인이다. Fry et al. (1982)은 경쟁이 치열한 시장에서, 기업은 광고 목적으로 기부금을 지출할 수 있다고 주장한다. Fisman et al.(2006)은, 기업 사이의 품질 격차가 작고 소비자에게 신호를 보내기 쉬운 시장에서, 기업은 사회공헌활동을 통해 경쟁우위를 확보할 수 있다는 신호효과 (signaling effect)를 제시한다.

최근 기부금에 관한 연구의 조류는 보다 확장되고 세분화된 연구가 이루어지고 있다. 대표연구로는 Lin et al(2016), You and Pae(2015), 김영식과 위정범(2016)이 있다. Lin et al(2016)의 연구는 기부금 동기를 설명하는 이론인 가치증대나 대리인 가설 가운데 어느 이론이 기부행위를 잘 설명할 수 있는 가설인지를 대만기업을 대상으로 분석하였다. 분석결과는 대리인 가설이 가치증대 가설보다는 기부금 지출을 잘 설명하는 요인임을 주장한다. You and Pae(2015)는 한국 기업을 자료를 대상으로 기업에서 받게 되는 상(award)이 기부금과 어떠한 영향이 있는지 실증분석을 수행하였다. 상을 받은 기업이 그렇지 않은 기업에 비해 더 많은 기부금을 지출하지만, 기부금을 많이 지출한다고 해서 상을 받는 것은 아니라고 보고한다. 이 같은 결과는 CEO가 기업의 기부금지출이 평판이나 명성에 따라 기부금 지출을 하는 것이 아님을 주장한다. 김영식과 위정범(2016)은 기부성향은 내부지분율의 단조감소 함수로 추정되므로, 내부지분율이 상승하여 내부자와 전체 주주의 이해가 더 밀접하게 연계될수록 기부성향은 낮아진다고 주장한다. 그리고 외국인투자자 지분율이 높을수록 기업의 기부성향이 유의하게 증가하므로, 외국인투자자들은 기부를 평판 제고 등을 통해 기업의 이윤과 장기적 생존가능성을 높일 수 있는 지출로 간주하는 성향이 강한 것으로 보인다고 주장한다.

이처럼 과거부터 현재까지 기업의 기부금 지출에 관한 연구는 계속적으로 이루어지고 있다. 이는 우리 사회에서 기업의 사회적 책임(corporate social responsibility)이 여전히 사회적 통념으로 자리매김하고 있기 때문이다. 기업이 사회적 책임을 이행하는 방법은 여러 가지가 있지만, 가장 용이한 방법은 물질적 지원 즉, 기부를 통해 사회에 환원하는 것이다. 기부를 통해, 기업은 사회적 책임을 잘 이행하고 있다고 평가를 받을 수 있으며, 다양한 긍정적인 효과로 귀결될 수 있다. 예컨대, 소비자의 충성심을 확보할 수도 있으며(lev et al., 2010), 직원들의 화합도 이끌 수 있으며(Navarro, 1988), 정책적 보호도 받을 수 있는 유인이 있다. 따라서, 기업의 기부행위를 면밀히 분석하는 일은 매우 중요하며 지속적인 연구주제로 자리매김할 가능성이 크다.

기존 연구들의 조류들을 파악하고 사회적 분위기를 고려하여, 연구자들은 다음과 같은 연구문제에 관심을 갖기 시작하였다. 첫째, 기부금을 설명하는 가설들이 양분된 것이 아니라 관련성이 깊은 가설이기 때문에 이를 통합하는 연구에 대한 고찰이 부족하다고 인식하였다. 현재까지도 기부금 지출에 관련된 연구들은 하나의 가설을 검증하기 위한 연구가 과거부터 현재까지 꾸준히 이루어지고 있다. 연구자들은 이를 하나의 독립된 가설을 검증하는 연구가 아닌 서로의 관련성이 깊은 절충적 관점(eclectic view)에서 연구가 이루어져야 한다. 예를 들면, 기부금 지출이 이익 극대화를 위한 동기가 아닐 수 있으며, 경영자의 기부금 지출이 꼭 대리비용을 양산하는 것은 아니라는 것이다. 경영자는 항상 자신의 효용을 위한 지출로 기부금을 지출하지 않을 가능성도 높고, 기부금 지출이 사실 상 기업가치를 증가시킨다고 확증할

수는 없기 때문이다. 둘째, 기부금과 기업가치의 관계를 설명하는데 있어 다소 단순화하여 설명하고 있다는 점이다. 사실 기부금의 지출이 기업가치에 영향을 미친다는 가설이 성립이 되기 위해서는 다양한 접근이 필요하다. 예컨대, 시장가치에는 어떠한 영향을 주며, 이를 통해 기업가치에 영향을 미친다는 경로(chanel)를 보여주는 연구들이 상당히 부족하다고 볼 수 있다.

본 연구는 이 같은 두 가지 연구문제에 대하여, 해답을 자본시장에서 찾을 수 있다고 판단하여 논의를 진행하고자 한다. 앞서 언급한 바와 같이 상반되는 두 가설이 서로 배치되는 것이 아니라 관련성이 깊은 가설로 인식한다. 그 이유는 기부금의 지출수준이 높은 기업이 자본 시장에서 높은 평가를 받고 있다는 것은 기업경영이 경영진에 의해 합리적으로 의사결정이 이루어지기 때문으로 높은 평가를 받을 수 있는 유인이 있기 때문이다. 더불어 자본시장은 기업가치를 설명하는데 있어 경로를 제시한다. 높은 평가를 받고 있는 주식은 투자자들로 하여금 매력적인 주식으로 인식될 수 있기 때문에 높은 프리미엄을 가지고 거래가 될 것이다. 시장가치가 높은 주식은 기업가치도 높게 될 것이다. 따라서, 자본시장이 기업가치를 설명하기 위한 경로를 제시할 것으로 기대한다.

본 연구는 1991년부터 2015년 말까지 국내 상장기업을 대상으로, 자본시장에서 관찰된 자료를 이용하여, 매월 기부금의 수준에 따라 포트폴리오를 구성한 후에 월간 초과수익률을 측정한다. 만약 이익극대화 가설이 성립된다면, 기부금 지출 수준이 높은 기업이 자본시장에서 호의적인 평가를 받을 수 있어 높은 초과수익률을 얻을 것으로 기대할 수 있을 것이다. 반대로 대리인 가설이 성립된다면, 기부금 지출 수준이 높은 기업은 자본시장에서 부정적인 평가를 받을 수 있어 상대적으로 낮은 초과수익률이 기대될 것이다. 따라서, 기부금 지출을 투자자가 보는 관점이 가치 요인(value factor) 또는 위험요인(risk factor)으로 인식되느냐에 대한 문제로 볼 수 있을 것이다. 그리고 가치증대와 대리인 가설을 동시에 접근하기 위하여, 기부금의 지출과 지배구조의 수준이 상호작용을 통해 위험요인을 통제한 초과수익률의 크기가 어떻게 다른지 실증분석을 수행한다. 여기서 지배구조는 간단하게 대리인 문제에 접근한 경영자의 지분을 뿐 아니라 국내 자본시장을 고려한 외국인 투자자, 시장구조의 대리변수인 경쟁을 포함시켰다. 이를 통해 다양한 결과 해석과 응용이 가능할 것이다.

본 연구의 구성은 다음과 같다. II장에서는 연구설계와 방법론에 관한 내용을 다루고, III장은 분석결과를 정리하였다. IV장은 결론이다.

II. 연구설계와 방법론

1. 표본자료

본 연구의 표본은 FnGuide로부터 2016년 9월을 기준으로 한국거래소의 유가증권시장에 상장된 주식과 폐지된 주식 1,071개를 기초로 하여, 하위조건에 만족하는 기업을 제외하고 가용한 기업들을 표본으로 선정하였다.¹⁾ 기본적으로 회계처리가 상이한 기업들과 금융기업을 제외하여²⁾ 최종적으로 690개의 기업이 표본으로 선정되었다. 연구기간은 1991년 1월부터 2015년 12월까지(300개월)이다.

-
- 1) 주가수익률을 분석하는 경우 Banz and Breen(1986)은 기업의 기본적 변수를 이용하여 분석할 경우에는 상장폐지기업 등을 표본에서 제거함으로써 발생할 수 있는 생존편의(survivorship bias)에 의해서 왜곡될 수 있다고 주장하였다. 하지만, 국내 주식시장의 경우 생존편의의 영향은 크지 않음을 밝히고 있고(김석진, 김지영, 2000; 김태혁, 변영태, 2011), 상장폐지 기업들은 기부금지출이 매우 적기 때문에 본 연구는 상장폐지기업을 미리 제외시켰다.
 - 2) Fama and French(1992, 1993)의 실증설계에 근거한 국내외의 많은 연구들에서, 결산월의 차이는 검증결과에 의미 있는 영향을 주지 않는 것으로 확인되었다(엄철준 외, 2014).

본 연구가 표본으로 선정한 기업은 기부금과 시가총액의 자료가 가용한 기업들이다. 일반적으로 기부금에 관한 연구들의 대부분은 규모를 통제하기 위해 매출액 대비 기부금의 비율을 사용하는데, 반해 본 연구는 자본시장에 초점을 맞추고 있기 때문에 대부분의 변수를 시장가치와 관련된 변수를 이용하였다. 이에 따라 *GIV*를 기부금 수준을 결정하는 변수로 명명하고, 이를 기부금(연기준)/시가총액(월기준)으로 계산하였다. 이를 통해 30개월간의 표본은 133,678개의 표본이 생성되었다.

2. 포트폴리오의 구성 및 수익률의 측정

본 연구는 포트폴리오에 따라 초과수익률을 추정하기 때문에 포트폴리오를 구성하는 것과 수익률을 계산하는 것은 매우 중요하다. 이하의 내용은 포트폴리오를 구성하는 방법과 수익률을 계산하는 방법에 대하여 서술하였다.

1) 기본적 포트폴리오의 구성방법

본 연구의 포트폴리오 구성전략은 기존 연구들이 포트폴리오 분석에서 이용하였던 방법과 다른 방법으로 포트폴리오를 구성한다. 기존 연구들은 매년 6월 자료를 바탕으로 7월부터 다음해 6월까지 자료가 일정하다고 가정하여 월별 초과수익률을 계산하였다. 본 연구는 *GIV*의 크기에 따라 월 기준으로 포트폴리오를 5분위로 구성한다. 그리고, 포트폴리오를 구성한 다음 월말까지 보유한 후에 매도한다고 가정하고 월 수익률을 측정하였다. 예컨대, *GIV*가 1991년 1월에 측정된 자료이면, 수익률 자료는 1991년 2월 자료를 이용하였다. 이러한 거래전략을 기본전략으로 하며, 이러한 거래전략은 매월 수행되므로 포트폴리오는 매월 재구성된다.

2) 기부금과 지배구조를 고려한 포트폴리오 구성방법

또 다른 포트폴리오 구성전략은 기부금과 지배구조를 고려한 포트폴리오 구성전략이다. 기부금과 지배구조(내부자, 외국인, 경쟁)의 상호관계 분석에서는 포트폴리오를 2×3로 구성을 하게 된다. 구체적인 방법은 다음과 같다. 첫째로, 기부금을 평균을 중심으로 반반씩 나눈다(I, II), 그리고 지배구조의 경우 수준에 따라 3분위(30%, 40%, 30%)로 나눈다(1, 2, 3). 이렇게 되면, 총 6개의 포트폴리오가 다음의 <표 1>과 같이 구성된다.

<표 1> 기부금과 지배구조를 고려한 포트폴리오의 구성

구분		지배구조		
		수준 Low(1)	수준 Neutral(2)	수준 High(3)
기부금	Small(I)			
	Big(II)			

포트폴리오를 구성하여 월별 수익률을 측정하기 위해, 지배구조의 대리변수도 월별 자료수집이 용이한 변수를 선정하였다. 내부자는 최대주주 지분율을 이용하였으며, 외국인 지분율은 해당월에 해당되는 전체주식수에 대한 우선주 및 보통주의 비중으로 계산하였다.³⁾ 그리고, 외부지배구조를 나타내는 경쟁은

3) 지분율의 경우 월별자료의 확보가 쉽지 않아 원칙적으로 외국인이 보유한 보통주/전체 발행된 주식수로 나누어 계산해야 하지만, 외국인의 우선+보통/전체발행 주식수로 계산되었다. 사전연구에서 보통주/전체 발행된 주식수나 외국인의 우선+보통/전체발행 주식수의 상관계수는 연

다음의 (식1)로 계산된다. *HHI*은 거래소 산업 분류 기준으로 16개의 산업으로 나눈 후에 산업의 시가총액에서 기업의 시가총액 비중을 제곱하여 계산된다.

$$HHI_{jt} = \sum_{i=1}^N S_{ijt}^2 \quad (1)$$

여기서 *S*는 *j*산업에 포함된 *i*기업의 *t*기의 시가총액 기준 상품시장 내 점유율을 의미한다.

3) 수익률의 측정

모든 수익률의 측정방법은 다음과 같다. 월별 수정주가를 로그차분(log difference)하여 계산하였다. 본 연구에서 사용되는 수익률은 동일가중수익률과 가치가중수익률을 이용한다. 여기서 가치가중 수익률은 기부금 수준에 따라 5개의 포트폴리오를 구성하고 전달의 시가총액을 이용하여 기부금의 수준의 포트폴리오 별로 가중치를 부여하여 앞서 계산한 로그 차분수익률을 곱하여 계산된다. 수익률자료 가운데 1%는 윈저라이징을 수행하여 삭제하였다. 초과수익률을 계산할 때 필요한 무위험 이자율은 통안채 364일물 율 로그일간자료로 변환한 후에 월 평균치를 이용하였다.⁴⁾

3. 요인 포트폴리오의 구성방법

포트폴리오 분석은 기부금의 지출수준에 따른 투자가 비정상적인 수익률(abnormal return)을 보이는 지에 대하여 실증분석을 수행한다. 실증모형은 시장모형(market model), Fama and French(1993)의 3요인 모형(이하; FF3 모형), Carhart(1997)의 4요인 모형을 이용하여 초과수익률을 추정한다.

1) 변수의 측정

변수는 크게 3가지로 구분할 수 있으며, 계산방법은 다음과 같다. 첫째, 기업의 규모를 나타내는 *SIZE*는 개별기업 *i*의 보통주 주가를 개별기업 *i*의 보통주의 발행주식수로 곱하여 계산된다. 본 연구에서는 *t*년 6월말의 보통주의 시가총액을 이용한다. 둘째, *BM*은 가치를 나타내며, 자기자본의 장부가치를 시장가치로 나누어 산출된다. 이 때, 자기자본의 장부가치는 *t*-1년 12월 말의 보통주 자본금에 자본잉여금, 이익잉여금, 자기주식, 이연법인세부채를 더하여 측정하며, 시장가치는 *t*년 6월 말의 보통주 주가에 보통주 발행주식수를 곱하여 측정한다. 셋째, 계속투자전략을 나타내는 *MOM*은 Carhart(1997)의 정의에 따라 해당주식의 -1개월에서 -11개월 평균 수익률을 계산한다.

2) 포트폴리오의 구성방법

포트폴리오의 구성방법은 기존의 Fama and French(1993)가 제시한 방법을 따라 요인 모방포트폴리오

기준으로 볼 때 0.8이상이 나와 상당히 유사한 지표이며, 우선주의 효과가 그리 크지 않은 것으로 조사되었다.

4) 이 같은 방법은 종전의 표본 기간의 무위험이자율이 과대하게 계산되어 실제 수익률을 왜곡하는 경향을 방지하기 위함이다.

(factor-mimicking portfolios)를 구성한다. 2×3 위험요인 모방포트폴리오는 시장요인(MKT) 규모프리미엄(SMB)와 가치요인(HML), 모멘텀(UMD)로 나눌 수 있다. 다음은 위험요인 모방 포트폴리오의 구성방법을 살펴본다.

시장요인인 MKT 는 시장수익률에서 무위험수익률을 차감하여 계산된 값이다. 본 연구에서는 KOSPI의 로그차분 월수익률에서 통안채 364일물의 일로 전환한 수익률의 월평균 로그 수익률을 차감하여 계산하였다. 규모요인 포트폴리오인 SMB 는 t 년 6월 말의 기업규모 크기순으로 정렬하여 상위 50%와 하위 50%에 속해 있는 기업으로 Big 포트폴리오와(B) Small 포트폴리오(S)를 구성한다. BM 포트폴리오는 $t-1$ 년 12월 말의 BM을 기준으로 상위 30%, 중위 40%, 하위 30%에 속해 있는 기업으로 High 포트폴리오(H), Neutral 포트폴리오(N), Low 포트폴리오(L)를 구성한다. 그리고 기업규모 포트폴리오와 BM 포트폴리오를 교차시켜서 각각 6개씩 기업규모·BM 포트폴리오(SH, SN, SL, BH, BN, BL)의 2×3 포트폴리오를 구성한다. 모방포트폴리오는 크게 2가지로 구성된다. SMB (small-minus-big)는 규모가 작은 포트폴리오(SH, SN, SL)의 로그평균수익률에서 큰 포트폴리오(BH, BN, BL)의 로그평균수익률의 차이로 계산된다. 다음으로 HML 은 BM을 기준으로 높은 수준(BH, SH)의 로그평균수익률에서 낮은 수준(BL, SL)의 포트폴리오의 로그평균수익률을 차감하여 계산된다.

마지막으로 Carhart(1997)의 4요인 모형에서는 FF3요인 모형에서 이용된 규모요인(SMB)과 가치요인(HML)이외에 UMD (up-minus-down)의 모방포트폴리오를 구성한다. UMD 는 해당주식의 -1개월 ~ -11개월 평균 주식수익률을 계산하여 이를 상위 30%, 중위 40%, 하위 30%로 나눈 후 상위 30% 그룹(UP)의 월별 로그수익률 평균에서 하위 30% 그룹(DOWN)의 월별 로그수익률 평균을 차감한 값이다.

3) 연구모형

본 연구가 추정하려는 연구모형은 3개이며, 초과수익률을 의미하는 α 를 추정하게 된다. 본 연구는 기부금 수준을 통제하여, α 를 추정함으로써, 실제 기부금을 고려한 투자전략이 의미있는 투자전략인지 구분하고자 한다. 이를 위해 3개의 연구 모형은 다음과 같은 추정식으로 나타낼 수 있을 것이다.

$$E[r_i] - r_f = \alpha_i + b_i E[MKT] \quad (2)$$

$$E[r_i] - r_f = \alpha + b_i E[MKT] + s_i E[SMB] + h_i [HML] \quad (3)$$

$$E[r_i] - r_f = \alpha_i + b_i E[MKT] + s_i E[SMB] + h_i [HML] + m_i [UMD] \quad (4)$$

여기에서 $E[r_i] - r_f$ 는 초과수익률의 기대치를 의미한다. MKT 는 시장의 초과수익률이며, SMB (small-minus-big)는 소규모 기업의 평균수익률에서 대규모 기업의 평균수익률을 차감한 값이다. HML (high-minus-low)은 BM이 높은 집단의 수익률에서 낮은 집단의 수익률을 차감한 수치이다. UMD (up-minus-down)은 누적평균수익률이 높은 집단의 평균수익률에서 낮은 집단의 평균수익률을 차감한 수치이다. b_i, s_i, h_i, m_i 기울기 값들이다.

4. 횡단면 분석방법

본 연구는 횡단면 분석을 수행하는데 기본 모형인 Fama and Macbeth(1973)의 2단계 회귀분석을 통해 기부금과 추가수익률을 얼마나 설명할 수 있는지 살펴본다. 더불어 지배구조를 고려할 때, 분석결과가

어떻게 나타나는지에 대하여 확인한다.

표본 기간은 앞서 분석한 모형과 동일하게 1991년 1월부터 2015년 12월까지 300개월간의 자료를 이용하여, 매 월별로 회귀분석을 수행한 기율기의 계수 값을 추정한다. 추정된 값들의 평균값을 이용하여 t -검정을 수행한다. 이러한 통계적 유의성을 바탕으로 기부금과 주가 수익률의 횡단면 관계를 평가한다.

먼저 기부금이 주가 수익률을 설명하기 위한 모형으로는 Fama and French(1992)의 모형에서 GIV 를 추가하여 분석을 수행한다. 아래의 식 (5)는 횡단면 분석을 수행하기 위한 분석모형이다.

$$r_{it} = \alpha_t + \beta_t' GIV_{it} + \gamma_t' X_{it} + \epsilon_{it} \quad (5)$$

식 (5)에서 독립변수에 표시된 아래첨자 t 는 과거기간(-1)에서 생성된 변수임을 나타낸다. 주가수익률은 r_{it} 는 i 라는 기업이 t 시점에 측정된 월 로그 수익률을 의미한다. GIV_{it} 는 i 기업이 t 시점에서 측정된 기부금/시가총액의 비율이다. X 의 벡터는 통제변수를 나타내며, 시장요인(β), 규모요인($SIZE$), 가치요인(BM)이다. 시장요인인 β 는 각 주식의 3년간의 월간수익률을 이용하여, 각 포트폴리오의 구성시점을 중심으로 이전 36개월 간의 포트폴리오의 로그수익률을 종속변수로 하고 시장수익률인 코스피의 로그수익률을 독립변수로 하여 회귀분석을 수행한다. 이후에 그 계수 값인 β 을 변수로 이용한다. 규모요인을 의미하는 $SIZE$ 는 포트폴리오를 구성하는 개별주식의 매년 6월 말의 가격에 전년도 말의 발행주식수를 곱하여 계산한 개별주식 시장가치의 로그 값에 포트폴리오 가중치를 곱해 구한 값이다. 마지막으로 가치요인인 BM 은 $t-1$ 년의 12월 말의 포트폴리오의 장부가치인 자본에서 t 년의 6월의 시가총액으로 나누어 계산된다.

이러한 횡단면 분석을 수행하는데 있어, 많은 연구자들은 생략변수의 편의(omitted variable bias)를 지적하기도 한다(Giroud and Mueller, 2011; 임철준외 2014). 이는 주가를 설명할 수 있는 요인들은 앞서 언급한 3가지 변수 이외에도 상당히 많다는 점을 강조한다. 본 연구도 이를 반영하여, 거래회전율($TURN$)과 모멘텀($CRETURN$)을 추가하였고, 더불어 연구목적에 달성하기 위하여 지배구조 변수를 통제변수로 포함시켰다. 거래회전율은 $TURN$ 은 직전월의 개별주식의 월 거래량을 직전연도 말의 발행주식수로 나누어 계산하였다. $CRETURN$ 은 직전월을 제외하고 6개월간의 로그수익률의 합을 변수로 이용하였다. 또한 연구 목적을 반영하여 지배구조의 변수인 최대주주 지분율(LS), 외국인 지분율(FOR), 경쟁(HHI)도 횡단면 분석에 추가하였다.⁵⁾

본 연구는 기부금과 지배구조의 상호효과를 분석하기 위하여 다음과 같은 분석모형으로 실증분석을 수행한다.

$$r_{it} = \alpha_t + \beta_t' (GIVD_{it} \times I_{it}) + \gamma_t' X_{it} + \epsilon_{it} \quad (6)$$

여기서 $GIVD$ 는 기부금의 더미로서 기존의 월 GIV 를 크기에 따라 정렬한 후에 50%로 양분한 더미 변수이다. 50%이상이면 1이고, 아니면 0으로 코딩하였다. I 는 지배구조의 변수에 대한 벡터로서, LS , FOR , HHI 를 포함한다. 이는 상호효과를 고려한 변수로서, 양자간의 곱을 통해 상호효과를 측정할 수 있다. 만약, $GIVD \times LS$ 의 변수가 양수라면, 내부지분율이 높은 경영자가 기부금 지출을 많이 할 때,

5) 지배구조의 측정방법은 3.2절에서 설명한 것도 동일하다.

주가는 상승한다고 해석할 수 있을 것이다.⁶⁾

III. 분석결과

1. 기술적 통계량

본 연구의 기술적 통계량은 다음의 <표 2>로 정리하였다. Panel A는 포트폴리오들의 수익률들을 정리하였다. 먼저 P1은 기부금 수준이 가장 기업들에 대한 수익률이며, P5는 수익률이 가장 높은 포트폴리오이다. 먼저 가치가중 포트폴리오는 기부금이 가장 낮은 P1이 -0.96%(월기준)로 나타났으며, 기부금 수준이 가장 높은 포트폴리오인 P5는 0.78%로 나타났다. 그리고 그 차이는 약 1.74%로 나타났으며, 1% 유의수준에서 통계적으로 유의한 수치이다. 또한 수치의 차이는 있지만, 동일가중으로 계산된 수익률도 동일한 결과이다. 이 같은 결과는 기부금을 높게 하는 기업이 그렇지 않은 기업에 비해 자본시장에서 더 높은 프리미엄을 갖고 있는 것으로 해석할 수 있다.

이를 더욱 강건하게 확인할 수 것이 다음의 [그림 1]이다. [그림 1]의 포트폴리오별 수익률의 추이는 표본기간 중 가치가중 수익률의 누적초과수익률을 나타낸다. 그림에서 관찰되는 것처럼 기부금 지출의 수준이 높은 포트폴리오인 P5가 가장 높은 수치를 보이고 있으며, 그 다음으로 P4>P3>P2>P1 순으로 나타나며, 그 차이는 하나로 수렴되지 않고, 점점 퍼지는 경향이 있다. 특히 P5와 P4를 제외하면, 코스피 보다 낮은 수익률을 나타낸다. 이는 기부금의 지출을 상대적으로 적게 지출하게 된다면, 시장가치의 하락을 가져올 수 있음을 시사한다.



[그림 1] 기부금 포트폴리오들의 누적수익률 추이

다음으로 Panel B는 요인포트폴리오에 이용된 수익률의 기술적 통계량이다. 먼저, *MKT*는 시장요인을 뜻하며, -0.2%가 나타났다. 이는 표본기간 동안 외환위기와 금융위기등이 포함되어 있기 때문에 초과수익률이 음(-)의 수익률이 관찰된 것으로 분석된다. 다음으로 규모요인을 의미하는 *SMB*는 0.3%로 나타나 작은 기업이 큰 기업에 비해 높은 수익률이 관찰된다. 가치요인을 의미하는 *HML*은 0.9%로 나타

6) 이 분석에서는 지배구조가 포함되어 있기 때문에 276개월(외국인 240개월)이 표본의 기간이다.

났으며, 모멘텀을 의미하는 *UMD*는 0.7%로 나타났다. 이 모든 수치들은 국내 연구들의 수치와 질적으로 크게 다르지 않다.

Panel C는 포트폴리오를 구성하게 되는 기업들의 주요변수에 대한 기술적 통계량이다. *GIV*는 0.44%로 나타났다. 이는 종전의 국내 연구들이 대부분 0.1%가 되지 않는데 반해 상당히 높은 수치이다. 이 같은 수치가 나오게 된 원인은 종전의 기존연구들은 규모를 통제하기 위해 주로 매출액을 사용하였지만, 본 연구는 시가총액을 이용했기 때문에 다른 수치가 나오는 것으로 분석된다.⁷⁾ 규모를 의미하는 *SIZE*는 약 8천 1백억으로 측정된다.

다른 변수들은 표본기간이 1991년 1월부터 시작하지만, 지배구조의 변수는 자료의 확보가 용이하지 않아 표본기간이 다르다. 최대주주 지분율을 의미하는 *LS*와 *HHI*는 1993년 1월부터 시작되며, 외국인 지분율을 의미하는 *FOR*는 1996년 1월부터 표본의 기간이 시작된다. 최대주주의 지분율을 의미하는 *LS*는 39%로 나타나 기존연구와 큰 차이를 보이지 않는다. 외국인 지분율(우선주 포함)이 9%이다.⁸⁾ 마지막으로 경쟁을 의미하는 *HHI*는 약 1%로 나타난다.

<표 2> 기술적 통계량

Variable	Mean	Max	Min	SD	N
Panel A. Return Measure(%)					
Value Weighted Portfolio					
P1	-0.956	18.760	-30.957	8.518	300
P2	-0.359	18.266	-25.220	7.173	
P3	0.017	29.301	-27.602	8.674	
P4	0.333	30.314	-32.508	7.732	
P5	0.783	29.801	-29.380	7.725	
P5-P1	1.737(4.34)				
Equally Weighted Portfolio					
P1	-0.624	17.565	-21.464	7.247	300
P2	-0.102	17.205	-22.290	6.890	
P3	0.126	20.023	-22.786	7.125	
P4	0.448	19.911	-26.387	7.044	
P5	0.964	22.875	-25.169	7.156	
P5-P1	1.598(8.45)				
Panel B. Factor Variables(%)					
MKT	-0.205	39.911	-32.814	8.019	300
SMB	0.330	41.920	-30.262	6.697	
HML	0.915	26.454	-32.235	5.564	
UMD	0.682	21.083	-24.466	5.464	
Panel C. Control Variables					
<i>GIV</i>	0.437	56.087	0.000	1.151	133,678
<i>SIZE</i>	817,534	249,151,473	200	5,510,874	151,287
<i>LS</i>	39.310	100	0.000	17.324	143,484
<i>FOR</i>	9.118	93.969	0.000	13.764	133,008
<i>HHI</i>	0.977	100	0.000	6.171	143,121

7) 이 수치를 그대로 이용하지 않고 포트폴리오로 전환하여 이용하기 때문에 이탈치에 대한 고려는 크게 하지 않았고, 이탈치들을 제외하여도 질적으로 큰 차이는 보이지 않았다.

8) 원칙적으로는 우선주를 제외하고 통계분석의 자료를 이용해야 하지만, 자료의 확보를 위해 우선주가 포함된 수치를 이용하였다. 외국인 지분율과 본 연구처럼 우선주까지 포함한 수치의 상관계수는 0.8로 상당히 유사한 수치로 나타난다. 외국인 지분율이 2015년 기준으로 약 30%에 육박할 때, 현실과는 괴리가 있는 수치이다. 이는 본 연구의 한계점이다.

2. 포트폴리오 분석

1) 기부금 지출에 대한 분석결과

기부금 지출에 따른 포트폴리오들의 초과수익률을 다음의 <표 3>으로 정리하였다. 모형별로 큰 차이는 보이지 않기 때문에 FF3 모형을 중심으로 해석하였다. 먼저 가치가중을 의미하는 VW에서는 P1(-0.015, $t=-5.00$)가 가장 낮은 수익률을 나타내었고, 그 다음으로 P2(-0.009, $t=-3.70$)으로 나타났다. 이는 통계적으로 1% 유의수준에서 유의한 값으로 기부금의 지출 수준이 낮을수록 음(-)의 초과수익률을 실현하는 것으로 해석된다. 한편, 수익률이 가장 높은 포트폴리오는 P5(0.003, $t=1.27$), P4(0.000, $t=0.22$)이다. 기부금 수준이 높을수록 초과수익률을 얻을 수 있다고 결론을 내릴 수 있지만, 통계적으로 유의성은 확보하지 못했다. 따라서, 기부금의 지출 수준이 높다고 해서 초과수익률을 얻을 수 없음을 의미한다. 이 같은 결과는 모형이나 수익률 계산을 달리하여도 유사한 결과가 나타난다.

그리고 각 수익률의 마지막 셀인 5-1은 기부금 수준이 가장 높은 포트폴리오 5를 사고 수준이 가장 낮은 포트폴리오 1을 파는 기부금 기준 무비용포트폴리오(zero-cost portfolio)를 구성하고 그 성과를 살펴 보았다. 모든 모형에서 동일한 결과를 보이는데 FF3 모형 기준으로 0.018로 나타났으며, 1% 유의수준에서 통계적으로 유의한 결과로 나타난다. 이 같은 결과는 모든 분석모형에서 매우 강건한 결과로 나타나며, 모든 모형에서 통계적으로 유의한 양(+)의 초과수익을 얻고 있는 것으로 나타났다.

이 소절의 분석결과 시사점을 요약하면 다음과 같다. 첫째, 기부금을 지출하지 않을 경우 유의한 부(-)의 초과수익률이 관측된다. 기부금 지출이 기업가치 상승에 미치는 영향력은 제한적이지만, 오히려 기부금 지출을 하지 않는 기업들은 기업가치가 하락하는 경향이 있음을 보여주는 결과이다. 사회공헌과 관련된 지출을 하지 않는 기업은 자본시장에서 부정적인 평가를 받음을 시사한다. 본 연구의 결과는 기부금 지출의 수준이 낮은 수준에 있는 기업은 투자자들로 하여금 낮은 평가를 받기 때문에 주가가 하락됨을 의미한다.

둘째, 기부금의 수준이 높은 포트폴리오라고 해서 높은 초과수익률을 보이지만, 이는 통계적으로 유의한 결과는 아니다. 기부금을 지출하는 것이 오히려 자본시장에서의 시장가치를 증대시킬 수 없다는 결과이다. 실제 많은 기업들이 기부금을 포함하여, 다양한 형태로 사회공헌지출을 수행하고 있다. 이 같은 기업의 행위가 경쟁우위의 수단으로 볼 수 있지만, 많은 기업들이 이러한 행동을 보이기 때문에 더 이상 경쟁우위의 수단이 될 수 없음을 시사한다.

셋째, 기부금이 높은 기업을 사고 낮은 기업을 파는 투자전략이 유효한 전략 일 수 있다. 투자자가 투자를 실행할 때, 신용이나, 유동성, 이미지 등을 복합적으로 고려한다. 이 가운데 사회공헌활동에 적극적인 기업과 소극적인 기업으로 포트폴리오를 구성하여 사고 팔게 될 경우 초과수익률을 얻을 수 있음을 나타내는 결과이다. 따라서, 투자자가 투자를 실행 할 때, 사회공헌활동이나 기부금의 수준 등을 인지하여 다른 요인들과 결합하여 투자하는 것이 의미있는 투자전략임을 시사한다.

<표 3>기부금 지출에 대한 분석결과

Return	Portfolio	Market Model α (t-value)	Fama and French 3 Factor α (t-value)	French's Momentum α (t-value)
VW	1 Low	-0.014(-4.28)***	-0.015(-5.00)***	-0.015(-4.86)***
	2	-0.008(-3.30)***	-0.009(-3.70)***	-0.009(-3.90)***
	3	-0.004(-1.35)	-0.003(-1.17)	-0.005(-1.69)*
	4	-0.001(-0.31)	0.000(0.22)	0.000(0.09)

	5 High	0.004(1.54)	0.003(1.27)	0.003(1.23)
	5-1	0.017(4.33)***	0.018(4.70)***	0.018(4.57)***
EW	1 Low	-0.011(-3.74)***	-0.013(-7.39)***	-0.013(-7.06)***
	2	-0.005(-2.08)**	-0.009(-5.40)***	-0.008(-5.19)***
	3	-0.003(-1.19)	-0.006(-3.80)***	-0.006(-3.61)***
	4	0.000(0.10)	-0.003(-2.15)**	-0.003(-2.03)***
	5 High	0.005(2.17)**	0.001(0.88)	0.001(0.79)
	5-1	0.016(8.53)***	0.015(8.52)***	0.014(8.17)***

***Significant at the 0.01 level.

** Significant at the 0.05 level.

* Significant at the 0.1 level.

2) 기부금과 지배구조의 상호작용에 대한 분석결과

이 분석의 목적은 기부금과 지배구조가 상호작용을 할 때, 투자자들은 어떻게 평가하는 지를 확인하기 위함이다. 예를 들어 지분율이 높은 경영자가 사적효용을 위해 기부금을 많이 지출한다면, 기업의 초과 수익률은 대리문제가 발생되어 낮은 수익률이 관측될 수 있다. 반대로 내부지분율이 높고 기부금이 큰 기업의 수익률이 그렇지 않은 기업의 수익률에 비하여 높다면, 경영자가 기부금을 가치지향적으로 투자한다는 것을 드러내는 결과로 해석할 수 있을 것이다. 이처럼 기부금과 지배구조의 상호작용효과는 대리인 가설을 설명하는데 유용하다.

분석결과는 다음의 <표 4>로 정리하였다. 첫째, Panel A는 최대주주 지분율과 기부금 지출에 따른 초과수익률의 크기를 측정하였다. 먼저, 기준이 되는 FF3요인의 가치가중 수익률을 중심으로 분석결과를 살펴본다. 기부금을 작게 지출하는 집단들을 분석하면, 중간이나 큰 지분율을 지닌 포트폴리오들인 I-2(-0.3%, $t = -3.07$)과 I-3(-0.4%, $t = -3.24$)가 통계적으로 유의하며 음(-)의 초과수익률을 나타내는 것으로 나타난다. 이는 최대주주 지분율이 높고 기부금이 적을 때 낮은 수익률을 얻는다고 해석할 수 있다. 그러나, 기부금이 높고 최대주주 지분율이 낮은 경우(0.1%, $t = 0.62$)와 최대주주 지분율이 높은 경우(0.2%, $t = 1.46$)는 정(+)의 초과수익이 나타났지만, 통계적으로 유의한 수치는 아니다.

이 분석은 국내 자본시장에서 기부금이 과연 대리인 비용으로 치부되어야 하는지 생각해 볼 필요가 있는 결과이다. 만약, 기존 연구의 주장대로 기부금이 대리인 문제를 일으키는 주체라고 한다면, 실제 지분율이 높고 기부금이 높은 포트폴리오에서 부(-)의 초과수익률이 나타나야 하지만, 오히려 유의하지 않은 정(+)의 초과수익률을 나타내고 있기 때문에 사실 상 자본시장에서의 평가는 기부금이 대리인 문제를 일으키고 있어 주주의 부를 해 할 것이라는 근거는 없어 보인다. 더불어, 다수의 의견권을 확보한 최대주주가 사회공헌지출을 수행하지 않을 경우 오히려 자본시장에서 도태될 가능성을 보여준 결과가 확인된다.

Panel B는 기부금과 외국인 지분율의 상호작용효과를 분석한 결과이다. 기부금이 적고 외국인 지분율이 낮은 포트폴리오(I-1, -0.2%, $t = -5.05$)와 중간 포트폴리오(I-2, -0.4%, $t = -4.97$)에서 유의한 부(-)의 계수가 나타났다. 하지만, 기부금 지출이 적고, 외국인 지분율이 높은 포트폴리오(I-3)에서는 통계적으로 유의하지 않은 부(-)의 계수 값을 보인다. 이는 기부금이 높은 집단도 유사한 양상을 보인다. 지분율이 낮은 포트폴리오(II-1, -0.0%, $t = -4.90$)와 중간 포트폴리오(II-2, -0.1%, $t = -2.63$)에서 통계적으로 유의한 부(-)의 관계를 보이는 반면, 지분율이 높은 집단에서는 통계적으로 유의하지 않은 정(+)의 초과수익률을 보인다(II-3, 0.2%, $t = 1.48$). 이 결과는 외국인 지분율이 높은 경우보다 낮은 경우에서 수익률이 높음을 감안할 때, 외국인 투자자들은 기업의 기부금 지출에 부정적인 경향이 있음을 의미한다. 이는 장기적인 투자인 기부금 지출을 외국인 투자자가 선호하지 않고 단기적인 수익을 선호하는 경향이 드러난 결과라고 해석할 수 있다.

Panel C는 외부지배구조라고 볼 수 있는 기부금과 상품경쟁시장의 상호관계를 분석한 결과이다. 이전 모형과 다르게 모든 모형에서 통계적으로 유의한 결과를 보인다. 먼저, 기부금이 작은 그룹에서는 시장 경쟁이 강하던 약하던 모두 통계적으로 유의한 부(-)의 초과수익률을 나타낸다. 구체적으로, 경쟁 수준이 낮은 포트폴리오(I-3, -0.6%, $t=-2.79$)가 높은 포트폴리오(I-1, -0.1%, $t=-3.75$) 보다 더 낮은 수익률을 보이는 것으로 분석되었다. 이는 시장구조에서 독점적 구조를 가지고 있는 기업이 기부금 지출을 하지 않을 경우 부(-)의 수익률을 얻는 것으로 해석될 수 있다. 기부금 수준이 높은 포트폴리오들에서도 이 같은 사실을 지지하는 결과이다. 시장구조가 독점적인 포트폴리오(II-3, 0.3%, $t=2.10$)에서 통계적으로 유의한 정(+)의 초과수익을 보이고 있다. 시장구조의 경쟁이 심화된다면 유의한 부(-)의 회귀계수가 관찰되며, 통계적으로 유의한 결과이다(II-1, 0.0%, $t=-7.56$; II-2, 0.1%, $t=-2.77$).

이 같은 결과는 독점적인 기업이 시장적 지위를 유지하기 위해서는 사회공헌활동을 통해 시장 지배력을 유지할 수 있음을 시사하며, 이러한 기부금 지출은 다시 자본시장에서 더욱 높은 평가를 받는 것으로 분석된다. 하지만, 경쟁이 강도가 심한 산업에 속한 기업이 기부금 지출을 많이 한다고 해서 자본시장에서는 높은 평가를 받지 못하는 것으로 분석된다.

<표 4> 기부금과 지배구조를 고려한 분석결과

Panel A. Largest Shareholder's Holding							
		Market Model : Value-Weighted Return			Market Model : Equally-Weighted Return		
		1	2	3	1	2	3
		Lowest Tercile	Median Tercile	Highest Tercile	Lowest Tercile	Median Tercile	Highest Tercile
Small Giver	I	-0.002 (-1.43)	-0.003*** (-3.07)	-0.004*** (-3.24)	-0.011*** (-3.80)	-0.005* (-1.69)	-0.003 (-1.23)
Big Giver	II	0.000 (0.19)	-0.000 (-0.25)	0.001 (0.71)	0.000 (0.04)	0.004 (1.50)	0.003 (1.24)
		Fama and French 3 Factor : Value-Weighted Return			Fama and French 3 Factor : Equally-Weighted Return		
Small Giver	I	-0.002 (-1.20)	-0.003*** (-3.03)	-0.004*** (-3.70)	-0.014*** (-6.91)	-0.008*** (-4.73)	-0.007*** (-3.77)
Big Giver	II	0.001 (0.62)	-0.000 (-0.26)	0.002 (1.46)	-0.003 (-1.53)	0.000 (0.12)	-0.000 (-0.18)
		French's Momentum : Value-Weighted Return			French's Momentum : Equally-Weighted Return		
Small Giver	I	-0.002 (-1.24)	-0.004*** (-3.70)	-0.005*** (-3.89)	-0.013*** (-6.38)	-0.008*** (-4.43)	-0.007*** (-3.72)
Big Giver	II	0.001 (0.79)	-0.000 (-0.62)	0.001 (1.12)	-0.002 (-1.08)	0.000 (0.02)	-0.000 (-0.23)
Panel B. Foreign Ownership							
		Market Model : Value-Weighted Return			Market Model : Equally-Weighted Return		
		1	2	3	1	2	3
		Lowest Tercile	Median Tercile	Highest Tercile	Lowest Tercile	Median Tercile	Highest Tercile
Small Giver	I	-0.001*** (-3.88)	-0.003*** (-3.41)	-0.004* (-1.79)	-0.006** (-2.05)	-0.009*** (-2.96)	-0.003 (-1.14)

Big Giver	II	-0.000*** (-3.93)	-0.001** (-2.04)	0.001 (0.40)	0.001 (0.46)	0.003 (0.92)	0.003 (1.22)
		Fama and French 3 Factor : Value-Weighted Return			Fama and French 3 Factor : Equally-Weighted Return		
Small Giver	I	-0.002*** (-5.05)	-0.004*** (-4.97)	-0.003 (-1.22)	-0.010*** (-4.81)	-0.013*** (-6.20)	-0.005*** (-2.81)
Big Giver	II	-0.000*** (-4.90)	-0.001** (-2.63)	0.002 (1.48)	-0.003 (-1.27)	-0.002 (-0.89)	-0.000 (-0.11)
		French's Momentum : Value-Weighted Return			French's Momentum : Equally-Weighted Return		
Small Giver	I	-0.002*** (-4.82)	-0.004*** (-5.25)	-0.003 (-1.61)	-0.009*** (-4.16)	-0.012*** (-5.75)	-0.006*** (-3.20)
Big Giver	II	-0.000*** (-4.86)	-0.001** (-2.63)	0.002 (1.37)	-0.002 (-0.76)	-0.002 (-0.93)	-0.000 (-0.12)

Panel C. Competition

		Market Model : Value-Weighted Return			Market Model : Equally-Weighted Return		
		Lowest Tercile	Median Tercile	Highest Tercile	Lowest Tercile	Median Tercile	Highest Tercile
		1	2	3	1	2	3
Small Giver	I	-0.001** (-2.36)	-0.002*** (-3.09)	-0.007 (-3.23)	-0.002 (-0.68)	-0.008*** (-2.77)	-0.008*** (-3.22)
Big Giver	II	-0.000*** (-5.01)	-0.000 (-1.27)	0.001 (0.84)	0.007* (2.03)	0.003 (0.97)	0.000 (0.17)
		Fama and French 3 Factor : Value-Weighted Return			Fama and French 3 Factor : Equally-Weighted Return		
Small Giver	I	-0.001*** (-3.75)	-0.003*** (-5.17)	-0.006*** (-2.79)	-0.005*** (-2.58)	-0.011*** (-6.40)	-0.011*** (-5.71)
Big Giver	II	-0.000*** (-7.56)	-0.001** (-2.77)	0.003** (2.10)	0.003 (1.43)	-0.001 (-0.76)	-0.002 (-1.40)
		French's Momentum : Value-Weighted Return			French's Momentum : Equally-Weighted Return		
Small Giver	I	-0.001*** (-3.79)	-0.003*** (-5.11)	-0.007*** (-3.30)	-0.004** (-2.07)	-0.011*** (-6.06)	-0.011*** (-5.78)
Big Giver	II	-0.000*** (-7.64)	-0.001*** (-2.95)	0.003* (1.90)	0.004* (1.84)	-0.001 (-0.65)	-0.003 (-1.53)

***Significant at the 0.01 level.
** Significant at the 0.05 level.
* Significant at the 0.1 level.

3. 횡단면 분석 결과

1) 기부금을 고려한 횡단면 분석결과

다음의 <표 5>는 기부금이 추가수익률을 횡단면적으로 얼마나 잘 설명하는지에 대하여 분석을 정리하였다. 모형 [1]은 Fama and French(1992)의 기본 모형에서 월별 기부금 지출액인 *GIV*를 추가한 모형이다. 모형 [2]는 생략변수의 편의를 고려하여, 기존연구에서 사용된 거래회전율(*TURN*)과 모멘텀

(*CRETURN*)을 변수화하여 실증분석을 수행한 결과이다. 모형 [3]은 지배구조의 변수를 통제변수로 추가한 모형이며, 모형 [4]는 모든 변수를 고려한 분석결과이다. 모든 분석결과는 질적으로 큰 차이를 보이지 않으므로 모형 [4]를 기준으로 해석하면 다음과 같다.

먼저, 관심변수인 *GIV*는 1% 유의수준에서 부(-)의 계수 값을 보이는 것으로 나타난다. 이는 기부금 지출이 높을수록 시장에서 낮게 평가하는 경향이 있음을 의미한다. 모든 모형에서 통계적으로 유의함을 감안할 때, 모형에 관계없이 일관성을 갖는 결과이다. 하지만, 기부금 수준에 따른 분석이 아니므로 방향성만 제시하는 한계를 가지고 있다. 다음 소소절에서는 이 같은 내용을 보완한 분석을 수행한다. 규모를 의미하는 *SIZE*는 통계적으로 유의한 정(+)의 회귀계수가 나타나, 작은 기업의 수익률이 더 높음을 의미한다. 다음으로 거래회전을 의미하는 *TURN*는 1% 유의수준에서 통계적으로 유의한 부(-)의 회귀계수가 관찰된다. 이는 거래량과 초과수익은 음(-)의 관계가 있다는 것을 의미하는 일반적인 상식과는 배치되는 결과이다. 지배구조를 의미하는 최대주주 지분율(*LS*), 외국인 지분율(*FOR*), 경쟁(*HHI*)는 1% 유의수준에서 통계적으로 유의한 정(+)의 회귀계수가 나타났다. 이는 최대주주지분율과 외국인 지분율이 높을수록, 그리고 시장구조에서 시장지배력이 높을수록 높은 주가수익률을 나타내는 것으로 분석된다.

<표 5> 기부금을 고려한 횡단면 분석결과

Variable	[1]	[2]	[3]	[4]
<i>GIV</i>	-0.216(-4.11)***	-0.206(-4.25)***	-0.218(-3.77)***	-0.212(-3.80)***
<i>BETA</i>	-0.001(-0.22)	-0.002(-0.34)	0.001(0.18)	0.000(0.06)
<i>SIZE</i>	0.000(0.48)	0.000(0.84)	-0.001(-2.74)**	-0.001(-2.36)***
<i>BM</i>	0.001(3.48)***	0.001(3.30)***	0.002(3.49)***	0.002(0.82)
<i>TURN</i>		-0.115(-2.10)**		-0.078(-2.16)***
<i>CRETURN</i>		0.004(0.98)		0.003(0.85)
<i>LS</i>			0.021(4.29)***	0.018(3.65)***
<i>FOR</i>			0.034(3.17)***	0.031(2.99)***
<i>HHI</i>			0.016(2.33)***	0.017(2.31)***
Ads $\overline{R^2}$	0.220	0.237	0.205	0.219
# of Months	300	300	240	240
# of Observation	123,509	126,825	105,770	106,987

***Significant at the 0.01 level.

** Significant at the 0.05 level.

* Significant at the 0.1 level.

2) 기부금과 지배구조의 상호효과에 대한 횡단면 분석결과

다음의 <표 6>은 기부금과 지배구조의 상호효과에 대한 횡단면 분석결과이다. 모형 [1]은 기부금 더미를 의미하는 *GIVD*와 최대주주 지분율을 의미하는 *LS*간의 관계에 따른 횡단면 분석결과이다. 관심변수인 *GIVD* × *LS*는 통계적으로 유의하지 않은 부(-)의 회귀계수로 나타났다(-0.005, $t = -0.83$). 하지만, 전체변수를 포함한 모형 [4]의 결과는 10% 유의수준에서 통계적으로 유의한 부(-)의 회귀계수를 보인다(-0.011, $t = -1.83$). 이는 대리인문제와 연결할 때, 충분히 높은 지분을 확보한 투자자가 기부금을 많이 지출하게 된다면, 자본시장에서 낮은 평가를 받을 수 있음을 의미하는 결과이다. 하지만 강건하게 나온 결과가 아니기 때문에 일반화하기에는 한계가 있다.

다음으로 모형 [2]는 기부금과 외국인 지분율의 관계를 나타낸다. 분석결과, 관심변수인 *GIVD* × *FOR*

는 통계적으로 유의하지 않은 정(+)의 계수로 나타났다(0.006, $t=0.81$). 전체 변수를 포함한 모형은 모형 [4]에서도 통계적으로 유의하지 않은 정(+)의 계수가 나타난다(0.005, $t=0.58$). 이는 외국인 지분율이 높은 투자자가 기부금을 평균수준으로 높게 할 경우 자본시장에서 높은 평가를 받는 것으로 분석되지만 앞선 모형 [1]에서 본 것처럼 통계적으로 유의하지 않은 결과이기 때문에 결과해석이 제한적이다.

마지막으로 모형 [3]은 외부지배구조인 경쟁수준(*HHI*)과 기부금(*GIV*)을 고려한 분석이다. 분석결과는 1% 유의수준에서 통계적으로 유의한 부(-)의 회귀계수가 추정되었다(-0.163, $t=-4.64$). 또한 모든 변수를 고려한 모형 [4]에서도 동일한 결과가 나타난다. 이는 독점적인 시장구조를 가지고 있으면서, 기부금 지출 수준이 높을 때, 해당기업의 주가는 낮아짐을 의미한다. 기존 연구들은 경쟁이 치열한 시장에서 경쟁우위의 도구로서, 기부금을 지출함으로써 경쟁우위를 가져갈 수 있다고 주장한다. 하지만, 포트폴리오 분석에서 연계해서 볼 때, 시장구조에서 독점적인 형태를 지니고 있는 기업의 기부금 지출은 자본시장에서 좋은 평가를 받을 수 있지만, 과도한 지출이 나타나게 될 경우 오히려 자본시장에서 낮은 평가를 받을 수 있음을 시사하는 결과이다.

앞서 분석한 바와 같이 기부금을 의미하는 *GIV*는 1% 유의수준에서 모든 모형이 통계적으로 유의한 부(-)의 회귀계수를 나타낸다. 반면, 기부금 더미를 의미하는 *GIVD*는 통계적으로 유의하지 않은 값을 나타내기 때문에 기부금 지출이 높다고 해서 높은 수익률을 보이는 것은 아니다. 지배구조변수들도 모든 모형에서 동일한 유의성과 부호를 보이고 있다.

<표 6> 기부금과 지배구조의 상호효과에 대한 횡단면 분석결과

Variable	[1]	[2]	[3]	[4]
<i>GIV</i>	-0.112(-2.15)***	-0.167(-3.03)***	-0.159(-3.15)***	-0.141(-2.53)***
<i>GIVD</i>	-0.001(-0.37)	-0.002(-1.71)*	-0.001(-1.24)	0.002(0.71)
<i>GIVD</i> × <i>LS</i>	-0.005(-0.83)			-0.011(-1.83)*
<i>GIVD</i> × <i>FOR</i>		0.006(0.81)		0.005(0.58)
<i>GIVD</i> × <i>HHI</i>			-0.163(-4.64)***	-0.151(-3.48)***
<i>LS</i>	0.016(2.57)**			0.022(3.54)***
<i>FOR</i>		0.034(4.11)***		0.028(2.78)**
<i>HHI</i>			0.189(5.42)***	0.159(3.56)***
<i>Control Variable</i>	Include	Include	Include	Include
Ads $\overline{R^2}$	0.229	0.076	0.083	0.219
# of Months	276	240	276	240
# of Observation	118,884	107,574	119,605	106,987

***Significant at the 0.01 level.

** Significant at the 0.05 level.

* Significant at the 0.1 level.

4. 강건성 분석

1) 포트폴리오 분석의 추가 분석

기부금에 미치는 요인들은 상당히 많다. 기존 연구들의 관심은 주로 규모, 광고, 수익성과 체계적인 관계가 있다고 보고하고 있다. 이에 본 연구는 포트폴리오 분석을 추가적으로 위에 언급한 3가지 요인을 통제하여 분석을 수행한다. 수행방법은 Ang et al.,(2006)과 김태혁과 변영태(2011)의 연구를 참조하여 포

포트폴리오를 다음과 같이 구성한다. 먼저 표본에서 속한 규모(광고, 수익성) 등을 5분위로 구분한다. 동시에 기부금에 크기에 따라 다시 5분위 포트폴리오를 구성하여(5×5) 기부금 기준으로 평균을 계산하여 통제한다. 이를 이중 정렬(double sorting)하여 α 를 계산한다.

아래의 <표 7>은 기부금에 미치는 영향을 다른 변수가 영향을 미칠 것을 고려하여, 변수들을 통제한 이중정렬 방법으로 포트폴리오를 구성하여 초과수익률을 추정한 결과이다.

분석결과는 거의 대부분의 모형에서 기부금 수준이 낮은 포트폴리오에서는 유의한 음(-)의 초과수익률을 보이고 있고, 기부금 수준이 높은 포트폴리오에서는 유의하지 않은 양(+)의 초과수익률을 나타내고 있다. 또한, 기부금이 수준이 낮은 포트폴리오를 팔고 기부금 수준이 가장 큰 포트폴리오를 사게 된다면, 유의한 양(+)의 초과수익을 지속적으로 내고 있는 것으로 확인 된다. 이는 앞서 분석한 <표 3>의 결과와 유사한 결과이다. 따라서, 기부금의 미치는 요인들을 통제하더라도 더욱 강건한 결과가 나타난다.

<표 7> 이중정렬법에 의한 포트폴리오 분석결과

	1Low	2	3	4	5High	5-1
Market Model : Value-Weighted Return						
Controlling for SIZE	-0.003*** (-4.31)	-0.001*** (-3.17)	-0.001 (-1.57)	-0.000 (-0.51)	0.001 (1.51)	0.003*** (4.34)
Controlling for ROA	-0.003*** (-4.48)	-0.002*** (-3.28)	-0.001*** (-2.34)	-0.000 (-0.74)	0.001 (1.04)	0.003*** (4.20)
Controlling for ADV	-0.002*** (-4.34)	-0.002*** (-3.47)	-0.001*** (-1.68)	-0.000 (-0.50)	0.001 (1.55)	0.003*** (4.31)
Market Model : Equally-Weighted Return						
Controlling for SIZE	-0.009*** (-3.36)	-0.004 (-1.38)	-0.001 (-0.41)	0.002 (0.82)	0.008*** (3.06)	0.017*** (9.98)
Controlling for ROA	-0.007** (-2.64)	-0.003 (-1.27)	-0.001 (-0.46)	0.001 (0.45)	0.005* (1.81)	0.012*** (6.74)
Controlling for ADV	-0.008** (-2.87)	-0.003 (-1.08)	-0.001 (-0.46)	0.001 (0.46)	0.006** (2.60)	0.015*** (7.32)
Fama and French 3 Factor : Value-Weighted Return						
Controlling for SIZE	-0.003*** (-5.12)	-0.002*** (-3.63)	-0.001 (-1.37)	0.000 (0.00)	0.001 (1.26)	0.004*** (4.80)
Controlling for ROA	-0.003*** (-5.30)	-0.002*** (-3.76)	-0.001** (-2.11)	0.000 (-0.23)	0.000 (0.81)	0.004*** (4.67)
Controlling for ADV	-0.003*** (-5.23)	-0.002*** (-3.89)	-0.001 (-1.48)	0.000 (0.03)	0.001 (1.31)	0.004*** (4.79)
Fama and French 3 Factor : Equally-Weighted Return						
Controlling for SIZE	-0.012*** (-6.70)	-0.007*** (-4.54)	-0.005*** (-3.01)	-0.002 (-1.38)	0.004*** (2.12)	0.016*** (9.56)
Controlling for ROA	-0.011*** (-6.22)	-0.007*** (-4.27)	-0.005** (-2.87)	-0.003* (-1.86)	0.000 (0.25)	0.011*** (6.75)
Controlling for ADV	-0.012*** (-6.38)	-0.007*** (-4.14)	-0.005** (-2.95)	-0.003* (-1.85)	0.002 (1.26)	0.014*** (7.53)
French's Momentum : Value-Weighted Return						
Controlling for SIZE	-0.003*** (-4.97)	-0.002*** (-3.84)	-0.001* (-1.93)	0.000 (-0.13)	0.001 (1.22)	0.004*** (4.65)
Controlling for ROA	-0.003*** (-5.12)	-0.002*** (-3.96)	-0.001** (-2.69)	-0.000 (-0.36)	0.000 (0.77)	0.003*** (4.50)
Controlling for ADV	-0.003*** (-5.09)	-0.002*** (-4.13)	-0.001** (-2.05)	0.000 (-0.10)	0.001 (1.25)	0.003*** (4.65)
French's Momentum : Equally-Weighted Return						
Controlling for SIZE	-0.012*** (-6.40)	-0.007*** (-4.33)	-0.005** (-2.81)	-0.002 (-1.14)	0.004** (2.10)	0.015*** (9.24)
Controlling for ROA	-0.010*** (-5.89)	-0.007*** (-4.03)	-0.005** (-2.78)	-0.003** (-1.72)	0.000 (0.23)	0.011*** (6.40)
Controlling for ADV	-0.011*** (-6.40)	-0.006*** (-4.03)	-0.005** (-2.78)	-0.003** (-1.72)	0.002 (0.23)	0.013*** (6.40)

	(-5.97)	(-3.93)	(-2.76)	(-1.87)	(1.10)	(7.10)
--	---------	---------	---------	---------	--------	--------

***Significant at the 0.01 level.
 ** Significant at the 0.05 level.
 * Significant at the 0.1 level.

2. 5요인 분석을 추가한 분석결과

주식의 기대수익률을 설명하려는 모형은 상당히 많이 존재하지만, 가장 최근 연구인 Fama and French(2015)의 연구에서는 자본투자와 수익요인을 포함한 5 요인모형을 통해 주식수익률을 설명하려고 시도하였다. Fama and French(2015)는 기존의 Fama and French(1993)의 3요인 포트폴리오에서 수익성과 투자라는 두가지 요인을 추가하여 미국시장의 시계열 분석을 해 본 결과 보다 주가를 잘 설명하는 강력한 모형이라고 주장한다.⁹⁾ 이에 따라 본 연구도 수익성과 자본투자를 포함한 아래의 식과 같이 5요인 모형으로 추정하였다.

$$E[r_i] - r_f = b_i E[\text{MKT}] + s_i E[\text{SMB}] + h_i [\text{HML}] + r_i [\text{RMW}] + c_i [\text{CMA}]$$

여기에서 대부분의 기호는 이전의 (식3)과 동일하며, 추가적으로 r_i , c_i 는 각 요인들의 기울기 값들이다. *SMB*는 5개 요인을 고려한 *SMB*이며, *RMW*는 수익성을 의미하며, 높은 수익성 포트폴리오의 평균수익률(SR, BR)에서 낮은 수익성 포트폴리오의 평균수익률(SW, BW)로 계산된다. *CMA*는 자본투자를 의미하며, 낮은 자본투자 포트폴리오(SC, BC)에서 높은 자본투자 포트폴리오(SA, BA)의 평균수익률을 차감하여 계산하였다.

다음의 <표 8>은 5요인 모형을 이용한 초과수익률의 추정 결과를 제시한다. 먼저 Panel A는 기부금 수준에 따른 5요인 모형의 분석결과이다. 분석결과 기부금 수준이 낮을 때, 부(-)의 수익률이 나타나며, 기부금 수준이 높은 포트폴리오에서는 통계적으로 유의하지 않은 양(+)의 초과수익률이 관찰된다. 또한 무비용포트폴리오를 의미하는 5-1에서도 통계적으로 유의한 결과가 나타난다. 따라서, 기부금 지출을 적게하면 자본시장에서 낮은 평가를 받을 수 있으며, 많이 한다고 해서 꼭 높은 평가를 받는다고는 볼 수 없다고 해석할 수 있다.

Panel B는 기부금과 지배구조 변수의 상호효과에 대한 분석결과이다. 이 분석도 기존연구와 크게 다르지 않다. 다수의 의결권을 확보한 최대주주가 사회공헌지출을 수행하지 않을 경우 시장가치의 하락을 가져오는 것으로 분석되며, 외국인 투자자들은 기업의 기부금 지출에 부정적인 경향이 있음을 다시한 번 확인이 가능하다. 마지막으로, 경쟁과 기부금은 상호효과가 큰 것으로 분석된다.

<표 8> 5요인 모형을 이용한 초과수익률의 추정

Panel A. Main Result									
Value-Weighted Return					Equally-Weighted Return				
P1(L)	P2	P3	P4	P5(H)	P1(L)	P2	P3	P4	P5(H)
-0.013*** (-4.16)	-0.007*** (-3.00)	-0.003 (-1.21)	0.001 (0.37)	0.004 (1.42)	-0.010*** (-5.12)	-0.006*** (-3.23)	-0.004** (-2.29)	-0.002 (-0.86)	0.003 (1.50)
P5(H)-P1(L)		0.003(4.16)***			P5(H)-P1(L)		0.014(8.81)***		
Panel B. Interaction Effect									
Return	LS : Value-Weighted Return				LS : Equally-Weighted Return				

9) 도출과정이나 변수의 측정방법은 Fama and French(2015)를 참조하기 바란다.

LS Portfolio		Lowest Tercile	Median Tercile	Highest Tercile	Lowest Tercile	Median Tercile	Highest Tercile
		1	2	3	1	2	3
Small Giver	I	-0.001 (-1.21)	-0.003** (-2.82)	-0.004*** (-3.74)	-0.012*** (-5.35)	-0.007*** (-3.33)	-0.005** (-2.73)
Big Giver	II	0.001 (0.59)	-0.000 (-0.42)	0.001 (1.17)	-0.002 (-1.06)	0.001 (0.49)	0.000 (0.13)
For Portfolio		1	2	3	1	2	3
Small Giver	I	-0.002*** (-4.77)	-0.004*** (-4.71)	-0.003 (-1.49)	-0.008*** (-3.69)	-0.011*** (-4.67)	-0.005** (-2.35)
Big Giver	II	-0.000*** (-4.39)	-0.001** (-2.94)	0.001 (1.11)	-0.001 (-0.64)	-0.001 (-0.51)	0.000 (0.10)
HHI Portfolio		1	2	3	1	2	3
Small Giver	I	-0.001*** (-3.27)	-0.003*** (-4.64)	-0.006** (-2.95)	-0.003 (-1.57)	-0.010*** (-4.73)	-0.009*** (-4.48)
Big Giver	II	-0.000*** (-6.93)	-0.000*** (-2.25)	0.002* (1.67)	0.005* (1.97)	-0.001 (-0.26)	-0.002 (-1.10)

***Significant at the 0.01 level.

** Significant at the 0.05 level.

* Significant at the 0.1 level.

V. 결론

본 연구는 기부금 지출이 자본시장에 어떠한 영향을 미치는 지에 대하여 대립되는 두 가설을 중심으로 분석을 수행하였다. 분석결과를 요약하면 다음과 같다. 기부금 지출을 많이 한다고 해서 높은 수익률이 관찰되지 않았다. 기부금 지출이 낮은 포트폴리오들은 낮은 수익률이 지속적으로 관찰되었다. 이는 기부금의 동기를 설명하는데 있어 가치 증대효과보다는 가치 감소효과가 더 큰 것으로 분석된다. 또한, 지배구조와 상호결합할 때, 기존에 대리인 문제를 유발하는 최대주주 지분율은 큰 영향을 미치지 않는 것으로 분석된다. 국내 자본시장의 특수성을 고려한 외국인들도 기부금에 대하여 호의적인 자세는 관측되지 않았다. 경쟁은 지배구조와 상당한 유의미한 결과가 있는 것으로 확인 되었다.

이론적으로 기부금의 동기를 설명하기 위한 검증으로 실증분석결과를 감안할 때, 본 연구의 결과는 두 가설이 절충될 수 있다는 가능성을 제시하는 연구이다. 기업가치를 설명하는 경로로써, 기부금은 크게 기여하지 못하는 것으로 나타난다. 하지만, 기업이 기업시민으로 제 역할을 못 할 경우 중요 이해관계자라고 볼 수 있는 투자자의 신뢰가 하락하는 결과를 나타낸다. 또한, 기부금이 대리비용으로 인식될 수 있는 가능성도 그리 크지 않는 것으로 보인다. 그리고 시장구조에 기부금은 체계적인 관계가 있기 때문에 전략적으로 지출하는 것도 기업 경영관점에서 고려해 볼 만 하다.

본 연구의 한계점으로는 수익률의 크기가 작게 관찰되는데, 이 수치들이 경제적으로 의미가 있는 수치인지 추가적인 검증이 필요할 것으로 판단된다. 또한, 기부금이나 지배구조의 경우는 결측치 때문에 분석결과가 왜곡될 수 있으므로 이를 고려한 분석도 필요해 보인다. 월 수익률로 분석하기 때문에 몇몇의 모형에서 회계적 데이터를 반복적으로 사용하기도 하였는데, 이 점도 아쉬움을 남는다.

참고문헌

- 김석진, 김지영(2000), “기업규모와 장부가/시가 비율과 주식수익률의 관계”, 재무연구 13(2), 21-47.
- 김영식, 위정범(2016), 기업의 지배구조와 기부성향, 대한경영학회 추계 학술대회.
- 김태혁, 변영태(2011), “한국 주식시장에서 3요인 모형을 이용한 주식수익률의 고유변동성과 기대수익률 간의 관계”, 한국증권학회지 40(3), 525-550.
- 박준우(2009) “기업의 사회공헌활동 결정요인에 관한 연구: 대리인비용이론과 가치확대이론”, 산업경제연구 22(4), 1939-1960.
- 엄철준, 이우백, 박래수, 장욱, 박종원(2014), “한국주식시장의 고유변동성 퍼즐에 대한 연구”, 한국증권학회지 43(4), 753-784.
- 최운열, 이호선, 홍찬선(2009), “기업의 사회공헌활동이 기업가치에 미치는 영향: 기부금지출을 중심으로”, 경영학 연구 38(2), 407-432.
- 최원욱, 배지현, 김상일(2009), “기부금지출이 기업가치에 미치는 영향: 기업의 소유구조를 중심으로”, 경영학연구 38(6), 1415-1443.
- Ang, A., R. J. Hodrick, Y. Xing, and X. Zhang(2006), ‘The Cross-Section of Volatility and Expected Returns’, *Journal of Finance* 61(1), 259-299.
- Banz, W. R. and W. J. Breen(1986), ‘Sample-Dependent Results Using Accounting and Market Data: Some Evidence’, *Journal of Finance* 41(4), 779-793.
- Brown, W. O., E. Helland and J. K. Smith(2006), ‘Corporate Philanthropic Practices’, *Journal of Corporate Finance* 12(5), 855-877.
- Carhart, M. M.(1997), ‘On Persistence in Mutual Fund Performance’, *Journal of Finance* 52(1), 57-82.
- Carroll, A. B.(1979), ‘A Three-Dimensional Conceptual Model of Corporate Social Performance’, *Academy of Management Review* 4(4), 497 - 505.
- Fama, E. F. and K. R. French(1992), ‘The Cross-Section of Expected Stock Returns’, *Journal of Finance* 47(2), 427-465.
- _____ (1993), ‘Common Risk Factors in the Returns on Stocks and Bonds’, *Journal of Financial Economics* 33(1), 3-56.
- _____ (2015), ‘A five-factor asset pricing model’, *Journal of Financial Economics* 116, 1 - 22.
- Fama, E. and J. MacBeth(1973), Risk, Return, and Equilibrium: *Empirical Tests*, *Journal of Political Economy*, 81(3), 607-636.
- Fisman, R., G. Heal and V. Nair(2006), A Model of Corporate Philanthropy, Working Paper, Wharton School, University of Pennsylvania.
- Fry, L. W., G. D. Keim and R. E. Meiners(1982), ‘Corporate Contributions: Altruistic or For Profit?’, *Academy of Management Journal* 25(1), 94 - 106.
- Giroud X. and H. M Mueller(2011), ‘Corporate Governance, Product Market Competition, and Equity Prices’, *Journal of Finance*, 66(2), 563-600.
- Lev, B., C. Petrovits, and S. Radhakrishnan(2010), ‘Is Doing Good Good for You? How Corporate Charitable Contributions Enhance Revenue Growth’, *Strategic Management Journal* 31(2), 182 - 200.
- Lin, C. P., M. H. Chen, J. Wang and L. Tian(2016), ‘Corporate Giving in Taiwan: Agency Cost Theory vs. Value Enhancement Theory’, *Asia Pacific Business Review* (FRB), 1-17.
- Navarro, P.(1988), ‘Why do Corporations Give to Charity?’, *Journal of Business* 61(1), 65-93.
- Seifert, B., S. A. Morris and B. R. Bartkus(2003), ‘Comparing Big Givers and Small Givers: Financial Correlates of Corporate Philanthropy’. *Journal of Business Ethics* 45, 195 - 211.

- Yoo C. Y. and J. H. Pae(2016), 'Corporate Charitable Contributions: Business Award Winners' Giving Behaviors,' *Business Ethics European Review* 25(1), 25 - 44.
- Wang, H., J. Choi and J. Li(2008), 'Too Little or Too Much? Untangling the Relationship between Corporate Philanthropy and Firm Financial Performance', *Organization Science* 19(1), 143 - 159.
- Zhang, R., J. Zhu, H. Yue and C. Zhu(2010), 'Corporate Philanthropic Giving, Advertising Intensity, and Industry Competition Level', *Journal of Business Ethics* 94(1), 39 - 52.