

## 기업의 문화예술지원활동이 기업의 주식가치에 미치는 영향에 관한 연구

김두이  
준은연은은  
(doorie@snu.ac.kr)  
김상훈  
서울대학교 경영대학 부교수  
(profkim@snu.ac.kr)

최근 기업의 문화예술지원활동은 과거 이타주의적인 후원의 성격을 벗어나 기업의 이익을 담보로 하는 마케팅적 성격이 강화되고 있다. 즉 최근 기업의 문화예술지원활동은 장·단기적으로 기업에게 이익이 되는 '투자'의 한 방면으로 활용되고 있다. 그러나 많은 기업들이 이러한 점에 대해 원론적으로 공감하더라도 여전히 문화예술지원활동에 실질적인 투자를 결정하기까지 소극적인 입장을 취한다. 이는 기업 입장에서 문화예술지원활동의 성과를 재무적으로 증명하기 어렵기 때문일 것이다. 이러한 점을 극복하기 위해서는 문화예술지원 활동이 효과가 모호한 투자수단이나 단기적으로 묻히는 비용이 아닌 기업의 시장가치를 높여주는 투자수단이 될 수 있다는 명확한 근거가 필요하다.

이 연구의 목적은 기업의 문화예술지원활동 투자효과를 재무적 성과와 연계하여 정량적으로 측정하는 것이다. 사전연구방법론을 통해 2005년 1월 1일부터 2009년 9월까지 언론에 공개된 130건의 문화예술지원활동 사건에 대해 분석한 결과, 기업의 문화예술지원활동이 사건발표시점(event day) 당일에 평균 0.561%의 비정상 수익률을 유발하는 것으로 나타났다. 이는 기업의 문화예술지원활동이 시장에서 기업 가치에 긍정적인 영향을 주는 요소로 평가되고 있음을 시사한다. 추가적으로 기업이 지원하는 문화예술지원활동이 비상업적인 목적, 대중적 형태 그리고 일정규모 이상이었을 때 투자 효율성이 큰 것으로 나타났다.

주제어: 사전연구, 기업문화예술지원활동, 매세나, 투자수익률

### 1. 서론

최근 기업과 문화 예술의 관계는 과거 '지원자와 수혜자'라는 일방적 관계에서 벗어나, 상호간에 이익이 되는 파트너십(partnership) 관계로 확장되고 있다. 이는 기업이 문화 예술을 지원하는 활동이 이타주의적인 후원의 성격 뿐 아니라 기업의 이익을 목적으로 하고 있음을 의미한다. 실제로 기업이 문화예술 활동을 지원하는 대부분의 동기가 기업의 이미지 제고, 사업 분야의 확대, 세제상의 이

익, 종업원들의 사기 진작 등 경영 활동과 관련되어 있다(한국매세나협의회 2009; 채원호, 손호중 2004). 즉 최근 기업의 문화예술지원활동은 장·단기적으로 기업에게 이익이 되는 '투자'의 한 대안으로 제시되고 있다.

그러나 많은 기업들이 이러한 사실에 대해 원론적으로 공감하더라도 문화예술지원활동에 실질적인 투자를 결정하기까지 여전히 소극적인 입장을 취하고 있다. 사실상 기업 입장에서 문화예술지원활동의 가치를 재무적으로 환산하기 어렵기 때문이다. 따라서 문화예술지원활동의 기대효과에 대해 확신

이 없는 기업들이 존재하는 한 지원의 안정성을 확보하기가 매우 어렵다.

본 연구의 목적은 기업의 문화예술지원활동과 재무적 효과의 상관관계를 통해 문화예술지원활동의 필요성을 논리적으로 증명하는 것이다. 본 연구는 사건연구 방법론(event study methodology)을 통해 기업의 문화예술지원활동이라는 사건(event) 발생 전후의 주가 변화를 측정하여 문화예술지원활동의 경제적 가치를 측정하고자 하였다. 구체적으로 말해서, 특정 기업이 문화예술지원활동을 하였다는 정보가 미디어(media)를 통해 시장에 공개될 때, 기업의 미래가치를 반영한 주식 가격의 변동을 파악하여 기업의 문화예술지원활동의 가치를 계량적으로 평가하고자 하였다.

본 연구는 기업의 문화예술지원활동의 효과를 측정할 기존 연구들과 비교할 때 측정 방법과 연구 주제 측면에서 다음과 같은 차별점을 갖는다. 첫째, 이 연구는 실제 시장을 기반으로 기업의 문화예술지원활동의 효과를 실증적으로 규명한 현장 연구이다. 현재 기업의 문화예술지원활동에 대한 실증 연구는 소수에 그치며, 그조차도 대부분 설문지를 기반으로 한 실험연구가 주를 이룬다. 기존 연구들은 주로 소비자를 대상으로 전통적으로 광고에서 사용한 회상(recall)과 인지(awareness), 호감도(appealing level)를 테스트하거나 기업 담당자를 대상으로 한 사후 설문지법을 통해 실시되었다(문달주, 임연석 2005; 이수범, 신성혜 2005; 윤각, 서상희 2003; 양현미 2002; O'Hagan and Harvey 2000). 그러나 실험 통제 하에 회상이나 인지를 테스트하는 설문지 조사나 명확한 기준 없이 기업 실무자들을 대상으로 수행한 효과 측정 결과를 현실에 적용하기에는 한계가 있다. 따라서 본 연구에서는 기업의 문화예술지원활동이 실제로 언

론에 공개되어 발생한 주식의 수익률을 분석함으로써, 문화예술지원활동의 보다 명확한 경제적 가치를 분석하고자 했다.

둘째, 이 연구는 기업의 문화예술지원활동의 객관적인 재무적 효과를 검증하고자 하였다. 기존 연구들의 주제는 주로 기업 문화예술지원활동과 브랜드 및 소비자 행동 간의 영향관계를 파악하는 것으로 제한된 편이었다.

마지막으로 본 연구는 문화예술지원활동의 기업 가치에 세부 요인이 기업의 가치에 어떠한 영향을 끼치는지 살펴보고자 하였다. 특히, 선행 연구를 통해 문화예술지원활동의 효과로 지목되었던 여러 요인들이 기업 가치 증가에 미치는 실제 영향력을 검증하여, 기존 연구 결과를 한 단계 발전시켰다.

본 논문은 여섯 개의 장으로 구성되어 있다. I장 서론에 이어, II장에서는 기업의 문화예술지원활동에 관련된 기존 연구를 살펴 본 뒤 본 논문의 연구 모형을 도출하였다. 그리고 III장에서는 국내기업의 문화예술지원활동 사건 자료를 수집한 방법과 표본의 특성을 소개하였다. IV장에서는 본 논문의 연구방법을 설명하였으며, V장에서는 분석 결과를 정리하였다. 마지막으로 VI장에서는 연구의 결론과 한계점을 정리하였다.

## II. 선행 연구 및 연구 모형

기업의 문화예술지원활동에 관한 연구는 1980년대 이후 문화경제학 분야를 중심으로 이뤄져 왔다. 연구 초기에는 문화예술지원활동의 동기를 파악하여 활성화 방안을 제시하려는 이론적 연구가 주를 이루었다면, 최근에는 기업의 문화예술지원활동이

구체적으로 어떠한 효과를 유발하는지에 대한 실증 연구가 이뤄지는 추세이다.

이 장에서는 선행 연구 검토를 통해 기업 문화예술지원활동의 동기와 효과를 정리한 뒤 본 연구의 연구 모형을 제시하려 한다.

## 2.1 문화예술지원활동의 동기

기업 문화예술지원활동의 관점은 초기의 박애주의적(philanthropic) 개념에서 영리성을 추구하는 개념으로 이행하고 있다. 양현미와 양지연(1995)은 기업과 문화예술지원활동의 관계가 순수한 자선적 지원의 형태인 박애주의(philanthropy) 개념에서 출발하여 기업에게 경제적 효용성을 제공하는 교환적 행위의 관계로, 최근에 이르러서는 기업과 예술의 경제 파트너 관계로 발전하였다고 정리하였다. 이러한 관점의 변화는 박애주의에 입각한 전통적 가치 위에 마케팅적 관점이 추가된 것으로 보아야 하며, 기존의 이타주의적 개념이 완전히 배제되었음을 의미하는 것은 아니다.

이와 같은 맥락에서 기업의 문화예술지원활동의 동기를 다룬 최근 연구들은 기업 사회적 책임론에 기반을 둔 이타적 동기와 더불어 기업의 이윤창출을 목적으로 하는 다양한 동기들이 있음을 밝히고 있다. 특히 기업 이미지의 제고와 홍보효과는 기업 문화예술지원활동의 가장 대표적인 동기이자 효과로 지목되어왔다. Fry *et al.*(1982)는 문화예술지원활동의 핵심적인 동기가 광고효과로 인한 이윤추구라 정의하였다. 같은 맥락에서 일본을 대상으로 한 한국문화예술진흥원(1993)의 연구에서도 사회 공헌 이미지를 통한 기업 이미지 향상, 그로 인한 판매 촉진을 문화예술지원활동의 핵심 동기로 지목하였다. 임상오(2003)는 선행 연구를 바탕으로 기

업 문화예술지원의 동기에 대해 기업 시민으로써 사회적 책임을 다해야한다는 사회 공헌 모델, 기업의 선전 마케팅의 일환으로 보는 생산성 모델, 자유기업체제에 대한 정부의 관여나 개입에 대한 안전장치의 수단으로 보는 정치적 모델 및 여러 이해관계자들과의 영향을 주고받는 활동으로 보는 이해관계자 모델 등을 제시하였다.

이러한 연구 결과는 문화예술지원활동의 실제 주체에 따라 다소의 차이가 있으며, 이러한 차이는 국가별 특징으로 나타나기도 한다. 예를 들어 남미 국가들의 경우 소수의 소유 경영자와 그의 가족들이 기업 문화예술지원활동의 주체인 경우가 많다. 따라서 기업 임원들의 사적관심이 실제 문화예술지원활동을 수행하는 데 중요한 동기로 작용하기도 한다(소병희 2001). 실제로 브라질 기업을 대상으로 연구한 Durand(1996)는 기업의 이미지 개선 외에 기업의 임원과 가족의 사적 관심을 기업문화예술지원활동의 주요 동기로 지목하였다. 한편 유럽의 경우, 국가가 예술에 대한 가장 큰 지원자이자 통제자 역할을 한다. 따라서 정부의 규제와 세제에 관한 혜택이 문화예술지원활동을 고려하는 데에 있어 중요한 변수로 작용하는 경향이 있다(O'Hagan and Harvey 2000).

## 2.2 문화예술지원활동의 효과

기업 문화예술지원활동의 효과를 다룬 실증 연구는 문화예술지원활동의 실제 효과와 그 효과의 원인을 밝히는 내용이 주를 이룬다. 그리고 방법론에 있어서는 대부분 기업 대상 설문이나 소비자 조사를 통해 진행되었다.

먼저, 문화예술지원활동의 주요 효과는 기업 이미지 향상 및 홍보 효과, 판매 촉진 등으로 앞서

제시했던 문화예술지원활동 수행 동기와 크게 다르지 않다. Cobert(1994)는 기업 대상 설문을 통해 문화예술지원이 기업 이미지 향상 및 기업의 노출 효과가 있으며 이러한 효과가 판매 증대로까지 이어진다고 밝혔다. O'Hagan and Harvey(2000)는 문화예술지원활동을 수행했던 기업 내 마케팅 간부들을 대상으로 한 설문조사를 통해 기업문화예술지원활동이 언론 보도(media coverage)와 기업의 후의를 나타내는 것에 효과적이라고 밝혔다. 마찬가지로 기업 대상 설문을 진행한 양현미(2002)는 문화예술지원활동이 시장측면, 기업측면 그리고 기업내부(종업원)측면에 모두 효과가 있다고 밝혔다. 그 밖에 기업의 문화예술지원활동이 기업 이미지 향상과 브랜드 태도에 영향을 미치며(윤각, 서성희 2003; 문달주, 임언석 2005) 구매의사향상으로 이어진다는 결과가(이수범, 신성혜 2005) 소비자 조사를 통해 발표된 바 있다.

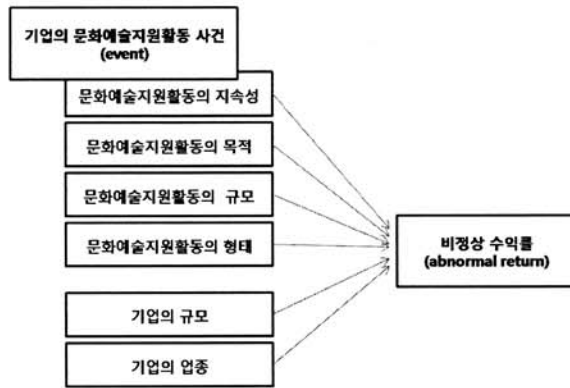
이러한 효과의 크기에 영향을 미치는 원인은 문화예술지원활동의 지속성, 목적(상업성 노출 여부), 규모, 후원 이벤트에 대한 소비자의 흥미도 등으로 나타났다. 먼저, Amis and Trevor(1999)는 지속적인 스폰서십이 브랜드 자산 측면에서도 다른 경쟁 기업 대비 경쟁적 차별점으로 인식될 수 있으므로 투자자원의 지속적인 메세나 활동이 필요하다고 강조하였다. D'Astous and Bitz(1995)는 박애주의적(philanthropic) 성격을 띤 지속적인 지원활동에 대해서는 소비자들이 우호적인 반응을 보인다 반면, 기업의 이익과 연관이 강한 상업적 지원활동에 대해서는 지원활동이 지속적일수록 오히려 비우호적인 반응이 나타났다고 밝혔다. 이는 문화예술지원활동의 목적에 따라 효과의 차이가 있으며 지속성이 문화예술지원활동에 있어 중요한 변수임을 의미한다. 이러한 점 때문에 기업 입장에서

반복적으로 지원활동 사건을 노출, 홍보하려는 경향이 있다.

또한, 기업의 상업적 목적이 노출되는지 여부가 문화예술지원활동 효과에 영향을 미쳤다. 소비자들은 기업이 문화예술지원을 위해 투입한 자원대비 획득할 이익이 크다고 예측될수록 보다 상업적이라고 규정하는 경향이 있다(Colin 1991). 또한 기업의 문화예술지원활동이 상업적인 목적성을 띄었다고 여겨질 경우 그 기업에 대해 오히려 비우호적인 반응을 나타냈다. 특히, 지원하는 이벤트의 종류와 기업 간의 관련이 약할 경우, 기업의 상업성 노출은 더욱 부정적인 평가를 얻었다(D'Astous and Bitz 1995).

그 밖에 Colin(1991)은 메세나의 규모와 지위에 따라 소비자들의 반응이 다를 것을 주목하였다. 그는 규모가 클수록 메세나 기업의 명성적 가치(기업 크기, 재무상태, 국제적 지위)를 추론하는 데에 긍정적 영향(prestige value)을 미치며, 규모는 메세나 개최기간, 참가인원의 수, 활동에 필요한 장소 등과 관련이 있다고 밝혔다. Speed and Thomson(2000)의 연구 결과에 따르면 사회적으로 얼마나 중요한 문화예술활동인지의 여부가 이벤트에 대한 우호적인 태도를 형성하며, 수행 기업의 마케팅 성과(기업이미지 및 브랜드에 대한 태도)에 긍정적인 영향을 미칠 수 있다. 이는 문화예술지원활동의 지각된 규모가 스폰서의 재무 상태에 관한 간접적인 정보로 인식되기 때문이다(김경신 2008).

Speed and Thomson(2000)과 D'Astous and Bitz(1995)는 이벤트 자체에 대한 소비자들의 개인적인 관심과 흥미가 스폰서의 이미지에 긍정적인 영향을 미친다고 밝혔다. 따라서 기업이 후원하는 이벤트가 소비자들이 선호하는 흥미로운 것일수록



〈그림 1〉 연구모형

해당기업의 이미지가 긍정적으로 전달되며, 소비자들은 더 강한 호의를 갖게 된다.

### 2.3 연구 모형

이상을 통해 본 연구는 기업의 문화예술지원활동 효과에 영향을 미칠 수 있는 문화예술지원활동의 특성을 크게 지속성·목적·규모·형태의 4가지로 도출하였다. 먼저 문화예술지원활동의 지속성이란 기업이 특정 문화예술활동을 반복적이고 지속적으로 지원하고 있는지에 관한 것이다. 문화예술지원활동의 목적이란 문화예술지원활동이 기업의 이익, 즉 상업성과 얼마나 직접적으로 관련되어있는지에 관한 것이며, 문화예술지원활동의 규모란 기업의 금전적, 혹은 비 금전적인 지원 규모를 의미한다. 문화예술지원활동의 형태란 이벤트가 내용과 형태 측면에서 얼마나 대중들의 흥미를 유발할 수 있는지의 여부, 즉 대중성에 관한 것이다.

이에 따라 본 연구는 기업의 문화예술지원활동 사건이 기업 주식 가치에 추가적인 수익률, 즉 비정상 수익률(abnormal return)을 발생시킬 것으로 예측하고 이를 실제 자료를 통해 검증하고자 한다. 세부적으로는 각 사건들을 문화예술지원활동의 4가지 특성(지속성·목적·규모·형태)별로 나누어 주식 수익률에 어떠한 영향을 미치는지 검토하였으며, 또한 부가적으로 각 사건을 문화예술지원활동을 수행한 기업의 특성(규모·업종)별로 나누어 주가에 미치는 영향을 살펴보았다.

## III. 자료 수집

### 3.1 표본

본 연구의 대상은 KOSPI와 KOSDAQ에 상장

된 기업으로 제한하였다. 해당기업의 주가 자료는 KISF/SMAT과 Fnguide.com에서 제공하는 개별 종목 일별 시계열 자료를 사용하였다. 또한 개별 주식의 체계적 위험을 측정하기 위한 기준 지수(benchmark index)로 거래소 상장기업의 경우는 종합주가 지수를, KOSDAQ 등록 기업의 경우는 KOSDAQ 지수를 사용하였다.

기업의 문화예술지원활동 사건은 KINDS(Korea Integrated News Database System)와 네이버 뉴스 검색 사이트에서 2005년 1월1일부터 2009년 9월 30일까지의 뉴스 기사를 키워드 검색을 통해 도출하였다. 검색 키워드로는 기업의 문화예술 지원을 포괄하는 용어인 '메세나'를 사용하였다. 검색 대상은 국내 종합 일간지와 경제 일간지, IT 전문 신문 등 총 23개였으며, 이들 중에서 해당 기업의 이름이 정확히 명시된 기사만을 표본으로 선정하였다.

이 연구에서는 문화예술지원활동을 다음의 4가지 분야에 대한 기업의 금전·비금전적 지원활동으로 한정하였다. 이는 공연 예술 활동(연극, 뮤지컬, 축제, 무용, 클래식·대중음악 콘서트 등), 시각 예술 활동(전시, 작가 지원, 전통·민속품 보존 등), 인프라 구축(극장·공연장·아트 센터 건립 및 보수 등) 그리고 예술 체험·교육이다.

한 기사 내에 여러 기업의 이름이 동시에 기재된 경우에는 각 기업별로 사건이 발생한 것으로 보았다. 정확한 사건 날짜(event day)는 사건이 언론에 발표된 날짜로 정해지, 주식 거래일이 아닌 경우에는 발표 날짜 직후 주식 거래일로 정했다.

동일한 내용의 중복 기사는 다음과 같이 처리, 분류하였다. 만약 사건일로부터 이를 이내에 개제된 완전히 동일한 기사의 경우에는 최초로 발표된 기사만을 인정하였고, 이를 '최초 기사'로 명명하였

다. 그리고 동일한 문화예술지원활동에 대해 다루고 있으나, 그 사건에 대한 독자의 상기와 홍보효과를 목적으로 하는 기사(주로 연재기사, 특집기사, 기획기사의 형태)의 경우 '중복 기사'로 명명하고 연구 표본에 포함하였다. 일반적으로 사건연구 방법에서 연구 대상으로 하는 사건(event)은 그에 대해 발표한 최초의 기사만을 표본으로 삼지만, 이 연구에서는 '지속성'이라는 변수의 중요성을 고려하여 중복된 기사도 연구 대상에 포함하였다. 즉, 중복 사건이라 할지라도 해당 기업이 문화예술지원활동을 지속적으로 추진하고 있다는 '새로운 정보'로써 작용할 수 있기 때문이다. 중복 사건들은 '새로운 정보'로써의 효과를 판단하기 위해 사건이 분포된 기간에 따라 다시 세분하였다. 지난 1년 안에 동일한 사건을 다루고 있는 기사가 발표된 적이 있는 경우에는 '단주기(短週期) 중복기사', 지난 1년 안에 동일한 사건을 다른 기사가 발표된 적이 없는 경우에는 '장주기(長週期) 중복기사'로 정의하였다. 그리고 논의의 편의성을 위해 각 기사에 대한 사건을 '최초 사건', '단주기(短週期) 중복 사건', '장주기(長週期) 중복 사건'으로 명명하였다. 이를 간단히 요약하면 <표 1>과 같다.

다음의 기사는 연구대상에서 제외하였다.

먼저, KOSPI와 KOSDAQ에 상장되지 않은 기업과 기사에 기업의 이름이 정확히 명시되지 않은 경우에는 현실적으로 그 기업의 주가를 파악할 수 없으므로 제외하였다. 그리고 추정기간(사건일 2주 전부터 과거 1년)의 주가 자료를 얻을 수 없는 경우 데이터 부족으로 인해 수익률 도출을 위한 시장 모형의 측정이 불가능하므로 제외하였다. 또한 추정기간의 주가 자료를 통해 추정한 베타값이 유의하지 않은 경우에는 도출된 수익률이 무의미하므로 제외하였다. 그리고 이 연구에서 조사하고자 하는

〈표 1〉 기사의 발표시점과 주기에 따른 사건분류

	기사 분류	기사의 내용	사건 구분
1	최초 기사	사건에 대해 최초로 발표한 기사	최초 사건
2	단주기 중복기사	지난 1년 내 동일한 사건을 다루고 있는 기사가 발표된 적이 있음	단주기 중복 사건
3	장주기 중복기사	지난 1년 내 동일한 사건을 다루고 있는 기사가 발표된 적이 없음	장주기 중복 사건

사건 외에 다른 사건이 사건 기간(event period)에 포함되었을 경우, '문화예술지원활동'에 대한 순수한 효과를 측정하기 어려우므로 제외하였다. 마지막으로 사건이 한 기업에 연속적으로 발생한 경우(사건 간격이 2주 미만) 앞의 사건이 다음 사건에 영향을 미칠 수 있으므로 표본에서 제외하였다.

2005년 1월 1일부터 2009년 9월 30일까지 위의 조건을 충족시켜 연구에 포함된 표본은 총 130건이며, 그 중 최초 사건은 44건이었다.<sup>1)</sup>

### 3.2 자료의 예비 분석

〈표 2〉는 전체 사건과 최초 사건을 나누어 사건이 발생한 연도별, 해당 기업의 업종별로 표본을 정리한 것이다. 먼저 이를 통해 기업의 신규 문화예술지원활동이 매년 증가하고 있음을 확인할 수 있다. 업종별로는 유통/운송 부문을 제외하면 대체로 비슷하나, 철강/건설/중장비와 금융의 중복 사건 비중이 높았다. 이는 철강/건설/중장비와 금융업종이 문화예술지원 활동과 관련된 언론 홍보에

〈표 2〉 문화예술지원활동 사건의 사건별/연도별/업종별 분포

구분		사건 별 건수	
		전체 사건 수	최초 사건 수
연도별 분류	2005	24	5
	2006	22	5
	2007	16	13
	2008	45	11
	2009	23	10
업종별 분류	철강/건설/중장비	41	12
	금융	34	11
	제조	23	10
	전자통신	22	9
	유통/운송	10	2
소계		130	44

1) 연구 표본에 대한 세부정보는 지면 관계상 생략하며 저자에게 요청 시 제공할 수 있음.

〈표 3〉 문화예술지원활동 사건의 사건별 목적별/형태별/규모별 분포

구분		사건 별 건수	
		전체 사건 수	최초 사건 수
목적별 분류	문화예술인 대상	64	21
	직접적 기업의 이익	38	12
	소외계층 대상	28	11
형태분류	관객이 찾아가는 형태	62	24
	관객에게 찾아가는 형태	54	15
	교육·체험	14	5
규모분류	대(大)	24	10
	중(中)	88	29
	소(小)	18	5

보다 적극적이었음을 의미한다.

전체 표본을 기준으로 했을 때, 표본 기업들의 평균 시가 총액은 13조 7,773.5억 원, 평균 당기 순이익은 1조 3,619.98억 원, 매출액은 평균 12조 9423억 원이었다. 최초 사건만을 다룬 표본을 기준으로 했을 때, 표본 기업들의 평균 시가 총액은 14조 7,258.05억 원, 평균 당기 순이익은 1조 4,394억 원, 매출액은 평균 13조 9,784억 원이다.<sup>2)</sup> 단 금융사의 경우 비금융사의 매출액과 직접 비교가 어려워 매출액 통계량 산출에서 제외하였다.

〈표 3〉은 문화예술지원활동의 특성에 따라 사건 발생건수를 집계한 것이다. 문화예술지원활동의 특성은 문화예술지원활동의 목적과 형태, 규모를 기준으로 세분하였다.

먼저 문화예술지원활동 목적은 지원 대상과 상업성을 기준으로 분류하였는데, 문화예술인을 대상으로 한 가장 전형적인 형태의 비중이 가장 높았다. 문화예술지원활동 형태는 관객이 이벤트를 찾아가

는 일반적인 형태가 48%로 비교적 비중이 높았다. 한편, '관객에게 찾아가는 형태'의 경우 최초 사건 대비 중복 사건의 비율이 상대적으로 높은 편으로써 보다 적극적으로 기사화되었음을 유추할 수 있다. 문화예술지원활동 규모의 경우, '중' 규모의 지원활동이 가장 많으며, '대' 규모 행사와 합산할 경우 전체사건의 약 87%에 해당한다. 각 속성의 조작적 정의에 대해서는 다음 장에서 구체적으로 다루었다.

## IV. 연구 방법

### 4.1 측정

본 연구에서 사용된 주요 변수들의 조작적 정의는 다음과 같다.

2) 시가총액은 사건일의 시가총액이며, 자본금·자산규모·당기순이익은 사건일 직전년도 재무제표의 금액이다.

먼저, '문화예술지원활동의 지속성'은 기업의 지속적인 문화예술활동 지원이 주식 가치에 영향을 미치는지 파악하기 위한 변수이다. 선행연구 결과 지속성은 문화예술지원활동의 중요한 속성으로 밝혀진 바 있다.(Amis and Trevor 1999) 본 연구에서는 중복사건에서 사건기간동안 유의미한 수익률의 변화가 나타난다면 문화예술지원활동에 있어 지속성이 중요한 변수임을 반증하는 것이라고 가정하였다. 이를 위해 샘플을 최초사건과 전체사건(최초사건+중복사건)으로 나누어 사건 기간 동안 각각의 수익률에 변화가 있는지 검토하였다.

다음으로 '문화예술지원활동의 목적'은 상업성의 노출 여부가 주가에 미치는 영향을 검토하기 위한 변수이다. 이를 위해 <표 3>에서 본 바와 같이 지원활동의 목적을 기준으로 사건을 분류하였다. 지원활동의 목적은 선행연구 결과를 참조하여 상업적인 목적과 비상업적인 목적으로 분류하였다.(D'Astous and Bitz 1995) 구체적으로는 기업 홍보를 주목적으로 드러내 지원활동 명칭에 기업명이 노출적으로 드러나 있거나, 기업 내부 직원 및 거래처를 대상으로 한 경우에는 '직접적인 기업의 이익'으로 분류하였다. 반면 지리적·경제적으로 소외된 계층을 대상으로 한 경우에는 '소외계층 대상'으로, 문화예술인·문화예술단체를 대상으로 한 경우에는 '문화예술인 대상'으로 분류하고 각 사건들이 주가에 미치는 영향을 검토하였다.

그리고 '문화예술지원활동의 형태'는 이벤트의 형태에 따라 기업 가치가 영향을 받는지 확인하기 위한 변수이다. 지원활동의 형태는 선행연구 결과를 참조하여 대중들이 흥미를 느낄 수 있는 형태와 그 외의 형태를 나누어 살펴보았다(Speed and Thomson 2000; D'Astous and Bitz 1995) 물론 대중들이 흥미를 느낄 수 있는 문화예술지원활동을 단순

하게 정의내릴 수는 없으나, 일반적으로 대중적인 장르와 내용, 형식의 이벤트에 대해서는 보다 포괄적인 호감도가 형성될 수 있을 것으로 가정하였다. 구체적으로는 전형적인 클래식 공연, 연극, 전시회 등 관객이 방문하는 형태를 '관객이 찾아가는 형태'로, 주로 기업의 자체기획 프로그램으로써 지역주민에게 제공되는 야외 공연, 찾아가는 전시회, 무료 공연 등과 같이 관객에게 직접 찾아가거나/개방되어 접근성이 높은 형태의 활동은 '관객에게 찾아가는 형태'로 구분하였다. 그 밖에 음악 영재 양성 프로그램이나 주로 문화 예술 소외 계층 아동을 대상으로 하는 활동은 '교육·체형'으로 따로 분류한 뒤, 각각의 사건이 주식 수익률에 미치는 영향을 검토 하였다.

마지막으로 '문화예술지원활동의 규모'는 지원활동의 규모가 수익률에 영향을 미치는지 파악하기 위한 변수이다. 선행연구 결과 문화예술지원활동의 규모는 지원활동의 효과에 영향을 미치는 요인으로 나타났다(Colin 1991; Speed and Thomson 2000) 본 연구에서는 지원 규모에 대해 명확한 금액이 아닌 기업이 투자한 금액 및 투자 기간, 이벤트의 인지도에 따라 정성적으로 분류하였다. 그 이유는 문화예술지원활동의 경우 비 금전적 지원이라 명확한 액수를 알 수 없는 경우가 많고, 또한 금전적 지원일 경우에도 언론에 명확한 액수를 공개하지 않은 경우가 많기 때문이다. 구체적으로 5억 원 이상의 금전적 지원이나 인프라 구축, 국제적 문화예술 행사를 지원한 경우에는 '대(大)'규모로, 전국 순회 전시·행사 등 국내에서 이뤄지는 행사는 '중(中)'규모로, 1인 예술가 후원이나 비 순회 전시·행사는 '소(小)'규모로 분류하여 각각의 사건이 주가에 미치는 영향을 살펴보았다.

#### 4.2 사건연구방법론

사건연구방법론(event study methodology)은 어떤 특정한 사건이 발생하거나 기업의 새로운 정보가 공개되었을 때 기업의 기대수익성(expected profitability)에 미치는 효과를 측정하는 방법론이다(Fama *et al.*, 1969).

사건연구방법론은 효율적 시장가설(efficient market hypothesis)을 기반으로 한다. 주가(stock price)는 기업의 현재 보유 자산으로부터 기대할 수 있는 미래 현금 흐름을 현재 가치로 환산한 값이며 기업 가치를 반영하는 신뢰성 있는 지표로 간주된다. 따라서 이 연구방법은 예상치 못한 사건이 발생할 경우 이 새로운 사건 정보가 기업의 현재 및 미래 수익에 영향을 미칠 것이며 그 정보가 주가에 즉각적으로 반영될 것이라는 가정에서 출발한다. 다시 말해 사건연구방법론은 사건이 발생하기 전후의 주가 변화를 측정하여 해당 사건의 경제적 가치를 계량할 수 있다는 논리를 기반으로 한다(Brown and Warner 1985).

사건연구방법론은 가장 먼저 주식분할이 기업의 주가에 미치는 영향을 분석하기 위해 사용되었다(Fama *et al.*, 1969). 초기에는 재무 및 회계학에서만 사용되었으나, 근래에는 사건연구방법론의 응용범위가 확대되는 추세이다. 이미 경제학, 회계학, 재무, 전략 등 다양한 분야에서 적용되고 있으며, 최근에는 마케팅 분야에서도 응용되고 있다. 사건연구방법론을 마케팅 이슈에 접목시킨 대표적인 사례로는 기업명 변경(Horsky and Swyngedouw 1987), 브랜드 확장(Lane and Jacobson 1995), 유명 연예인 광고(Agrawal and Kamakura 1995) 등이 있다.

사건연구방법론을 적용한 선행 연구의 내용과 결과

를 요약하면 다음과 같다. Horsky and Swyngedouw (1987)는 기업 상호 변경과 관련된 공시가 주식시장에서 호재로 인식되어 기업 가치에 긍정적인 영향을 미친다고 밝혔다. 단, 우리나라에서 최근 진행된 박지영(2007)의 연구는 이와 반대의 결과를 보여주어, 이를 고려한 기업의 전략적인 투자가 필요함을 강조하였다. Lane and Jacobson(1995)은 브랜드 확장(brand extension)이 주식시장에 미치는 영향을 분석하였는데, 분석 결과 상표에 대한 친숙도나 태도에 따라 주식 시장의 반응에 차이가 있고, 브랜드 명성과 친숙도가 낮은 경우 주가에 영향이 없거나 혹은 부정적 영향을 미치는 것으로 나타났다. Agrawal and Kamakura(1995)는 유명인(celebrity)의 광고모델 계약이 기업 가치에 미치는 영향을 측정하였다. 분석 결과 유명인들의 기업 후원과 기업 가치에는 긍정적인 상관이 있어, 유명인과의 광고 계약이 가치 있는 투자임을 실증하였다.

최근 국내에서도 스포츠 후원 마케팅(안광호, 임병훈, 김영기 2003), CRM 투자(김병도, 김지경, 우상진 2004), 올림픽 스폰서십(이민규 2004), 기업의 사회공헌활동(배정호, 김병도, 김준호 2008) 등의 마케팅 연구들이 사건연구방법론을 활용한 바 있다. 안광호, 임병훈, 김영기(2003)는 후원하는 팀과 선수의 우승이 해당 기업 주가에 수익률을 발생시키므로 스포츠 후원 마케팅 전략이 브랜드 자산 및 기업 가치 구축 차원에서 효과적임을 밝혔다. 김병도, 김지경, 우상진(2004)은 CRM 시스템 투자의 경제적 가치를 측정한 결과 CRM 신규 투자로 인해 기업가치가 증대되었음을 밝혔다. 이민규(2004)는 1994년과 1996년, 1998년, 2000년에 개최된 동·하계 올림픽 스폰서십 프로그램에 참여한 기업을 대상으로 기업의 올림픽 스폰서십 효과

를 측정하였다. 분석 결과 올림픽 스폰서십 관련 공시가 시장에서 호재로 인식되어 기업 가치에 긍정적 영향을 미쳤다. 배정호, 김병도, 김준호(2008)은 사회공헌활동 및 관련 투자를 언론에 공개한 기업을 대상으로 기업 가치 변화를 분석하였다. 연구 결과에 따르면 기업의 사회공헌활동투자가 해당 기업의 주식 가치를 상승시키는 것으로 나타났다.

#### 4.3 분석기법

본 연구는 사건연구방법론을 통해 기업의 문화예술지원활동이라는 사건이 언론이 발표되었을 때 발생하는 주가의 변화가 통계적으로 유의한지 확인하는 것을 목표로 한다. 사건연구방법론은 크게 두 단계로 진행되는데, 첫 단계는 예측 기간(estimation period)을 통해 정상적인 기대수익률을 구해 판정 기준을 만드는 것이며, 두 번째 단계는 사건 기간(event period)을 통해 비정상수익률의 발생여부를 판단하는 것이다. 이 연구에서는 정상 수익률을 판단하는 기준 모델로써 시장모형(market model)을 채택하였으며, 일부 분석에 대해서는 이요인 모형(two factor model)을 추가적으로 적용하였다.

$$r_{it} = \alpha_i + \beta_i r_{mt} + \epsilon_{it} \quad (1)$$

먼저 시장모형은 사건 연구에 가장 많이 활용되어 실증적으로 비교 검증된 모형이다. (Brown and Warner 1985). 위 식(1)에서  $\alpha_i$ 는 회사 자체가 가지고 있는 고유한 위험을 나타내며,  $\beta_i r_{mt}$ 은 시장 전체 변화에 따른 주식  $i$ 의 수익률의 변화를 나타낸다. 오차항은 시장 전체의 변화로 설명할 수 없는 특정 기업/시점의 수익률 변화를 설명하기 위한 항이다. 이 연구에서는  $\epsilon$ 를  $i.i.d. N(0, \sigma_i^2)$ 라고

가정한다. 시장 포트폴리오 수익률  $r_{mt}$ 는 거래소 상장기업은 종합주가지수를, KOSDAQ 등록 기업은 KOSDAQ지수를 사용하였다. 모수벡터  $\{\alpha_i, \beta_i, \sigma_i^2\}$ 는 추정 기간 동안의 종합주가지수 및 KOSDAQ 지수와 기업의 주가를 OLS 회귀분석 방법을 사용하여 추정하였다.

이 연구에서는 1년 동안의 기간을 추정기간으로 결정하였는데, 구체적으로는 사건 발생 이전 1년간을 대상으로 했다. 사건 발생 직전 2주의 기간은 추정 기간에서 제외하였는데, 그 이유는 정보 누출 가능성에 따른 영향을 개별 주가 추정에서 배제하고, 모수의 비 정상성(non-stationarity) 문제를 최소화하기 위함이다. (김병도, 김지경, 이상진, 2004)

이 연구 분석의 흐름은 다음과 같다. 먼저, 이 연구의 분석 대상 130개의 사건에 해당하는 기업에 식(1)을 적용하여, 추정기간의 일별 주가 데이터를 사용해 모수 벡터  $\{\alpha_i, \beta_i, \sigma_i^2\}$ 를 추정하였다. 즉, 추정기간의 종합주가지수 (또는 KOSDAQ 지수)를 독립변수로 하고, 개별기업의 주가를 종속변수로 하여, 모수  $\alpha_i, \beta_i, \sigma_i^2$  추정을 한 것이다. 다음으로 이 모수를 통해 사건 기간 내 주가 변화로 발생한 오차항을 정상수익률과 비교하고, 그것이 통계적으로 '0'인지 아닌지의 여부를 판단한다. 즉, 오차항에 해당하는 비정상 수익률이  $i.i.d. N(0, \sigma_i^2)$ 라는 가정에 따라 '0'이라는 귀무가설에 대한 검정을 실시하되, 귀무가설이 기각되면 사건 기간 내 주가 변화를 통계적으로 유의한 것으로 판단하였다. 즉, 기업의 문화예술지원활동이 기업 가치에 미치는 영향이 유의하다고 여기는 것이다.

회귀분석을 통해 식 (1)의 모수를 추정한 뒤, 주식  $i$ 에 대한  $t$ 시점의 비정상 수익률( $A_{it}$ )을 다음의 식 (2)와 같이 구한다. 여기서  $N$ 은 연구에 포함된 표본의 수(사건 수)이다.

$$A_{it} = r_{it} - \hat{\alpha}_i - \hat{\beta}_i r_{mt} \\ i = \{1, 2, \dots, N\}, t \in \{-5, \dots, 5\} \quad (2)$$

다만 일부 분석에 대해서는 시장모형을 통해 도출한 비정상수익률이 산업요인효과가 개입되었는지 검토하기 위해 이요인 모형을 추가적으로 사용하였다. 이요인 모형이란 시장모형에 산업요인을 추가한 것으로써 특정산업과 관련된 정보에 의해 동종산업 내 주식변동이 동시에 일어나는 산업요인효과를 제거할 수 있는 모형이다. 이요인 모형은 산업요인으로 인한 추가변동을 제거한 후에 비정상수익률을 측정하므로 잔차의 횡단적 상관성을 줄일 수 있다. 이요인 모형은 다음의 식을 이용하여 계산하였다

$$r_{it} = \alpha_i + \beta_i r_{mt} + \gamma_i r_{id} + \epsilon \quad (3)$$

이요인모형의 식 (3)에서  $\gamma_i r_{id}$ 은 산업군의 변화에 따른 주식  $i$ 의 수익률의 변화를 나타낸다. 모수  $\alpha_i$ ,  $\beta_i$ ,  $\gamma_i$ ,  $\sigma_i^2$ 은 추정기간의 종합주가지수 (또는 KOSDAQ 지수)와 업종지수를 독립변수로 하고, 개별기업의 추가 수익률을 종속변수로 하는 회귀분석을 통해 추정한다. 그리고 주식  $i$ 에 대한  $t$ 시점의 비정상 수익률( $A'_{it}$ )을 다음의 식 (4)와 같이 구한다.

$$A'_{it} = r_{it} - \hat{\alpha}_i - \hat{\beta}_i r_{mt} - \gamma_i r_{id} \\ i = \{1, 2, \dots, N\}, t \in \{-5, \dots, 5\} \quad (4)$$

이 연구는 기업의 문화예술지원활동이 기업가치에 미친 영향을 알아보기 위해 사건기간의 일별평균비정상수익률( $\bar{A}_i$ )과 누적평균비정상수익률( $CAR_i(T_1, T_2)$ )을 살펴보고, 이를  $t$ -검정하는 접근방법을 취하였

다. 여기서 일별평균비정상수익률( $\bar{A}_i$ )이란 표본별로 도출한 비정상 수익률의 평균값을 의미하고, 누적평균비정상수익률( $CAR_i(T_1, T_2)$ )은 평균비정상수익률의  $t \in \{T_1, \dots, T_2\}$ 기간 내 누적 값으로써, 일별평균비정상수익률의 단순한 합산 값이다.  $t$ -검정통계량( $TS_i$ )은 기업별로 도출한 비정상수익률이 0인지를 검증하기 위한 통계량으로써, 각각 다음의 식을 통해 도출한다.

$$\bar{A}_i = \sum_{t=1}^N \frac{A_{it}}{N} \quad \text{for } t \in \{T_1, \dots, T_2\} \quad (5)$$

$$CAR_i(T_1, T_2) = \sum_{t=T_1}^{T_2} \bar{A}_i \quad (6)$$

$$TS_i = \sum_{t=1}^N \frac{A_{it}/\hat{\sigma}_i}{\sqrt{N}} \quad \text{for } t \in \{T_1, \dots, T_2\} \quad (7)$$

$$TS_i = \sum_{t=1}^N \left( \frac{\sum_{t \in \text{BAP}} A_{it}}{\sqrt{\sum_{t \in \text{BAP}} \hat{\sigma}_i^2}} \right) / \sqrt{N} \quad (8)$$

## V. 분석 결과

### 5.1 문화예술지원활동으로 인한 기업가치의 변화

〈표 4〉와 〈표 5〉는 전체사건의 문화예술지원활동 사건에 대해서 일별평균비정상수익률( $\bar{A}_i$ ),  $t$ -검정통계량( $TS_i$ ), p-value 그리고 누적평균비정상수익률( $CAR_i(T_1, T_2)$ )과  $t$ -검정통계량( $TS_i$ ), p-value 값을 요약하고 있다.

〈표 4〉에 의하면 문화예술지원활동이 발표된 사건일(사건 날짜 0)의 평균비정상수익률은 0.561%로,  $t$ -검정 결과 유의수준 0.05에서 통계적으로 유의하다. 또한 〈표 5〉에 의하면 전체사건의 사건

〈표 4〉 전체 사건의 사건 기간 내 일별평균비정상수익률

사건날짜	일별평균비정상수익률 (%)	t-검정통계량	p-value
-5	0.653	2.589	**0.011
-4	0.189	0.732	0.466
-3	-0.240	-0.901	0.369
-2	-0.108	-0.474	0.636
-1	0.224	0.785	0.434
0	0.561	2.098	**0.038
1	0.176	0.692	0.490
2	0.325	1.767	0.080
3	0.092	0.489	0.626
4	-0.200	-0.645	0.520
5	-0.082	-0.349	0.728

주)\*\*:p-value <0.05, \*:p-value <0.10

〈표 5〉 전체 사건의 사건 기간 내 누적평균비정상수익률

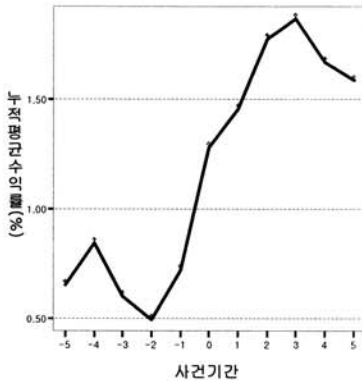
사건기간	누적평균비정상수익률 (%)	t-검정통계량	p-value
(-5, 0)	1.278	2.220	**0.028
(-2, 0)	0.676	1.359	0.177
(-2, 2)	1.177	2.016	**0.046
(-1, 1)	0.961	1.726	*0.087
(0, 2)	1.061	2.443	**0.016
(0, 5)	0.872	1.516	0.132
(-5, 5)	0.664	3.022	**0.003

주)\*\*:p-value <0.05, \*:p-value <0.10

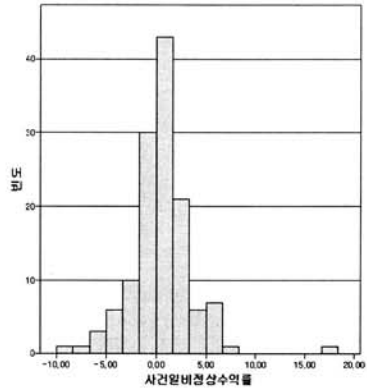
기간 내 누적평균비정상수익률은 사건 전 5일부터 사건 후 5일을 기준으로 총 0.664%로 유의수준 0.05에서 통계적으로 유의하다. 〈그림 2〉는 전체 사건 사건을 대상으로 누적평균비정상수익률의 추이를 도식화 한 것으로써, 누적평균비정상수익률이 사건일 이후 증가세임을 알 수 있다. 이를 통해 중복 사건을 포함한 전체 문화예술지원활동 사건이

기업 수익률에 긍정적인 영향을 미쳤음을 판단할 수 있다.

〈그림 3〉은 사건 당일 비정상 수익률 분포이다. 사건 당일의 비정상 수익률의 평균값은 0.561%, 중앙값은 0.623%이며, 전체 표본의 60.8%가 양(+)의 비정상 수익률을 보이고 있다. 즉, 사건일의 평균비정상수익률 값이 이상값(outlier)때문이다.



〈그림 2〉 전체사건의 누적평균비정상수익률 추이



〈그림 3〉 전체사건의 사건일 비정상수익률 분포

아님을 알 수 있다.

〈표 6〉과 〈표 7〉은 위의 결과가 산업특수효과로 인한 것인지를 보기위해 추가적으로 이요인 모형을 통

해 비정상 수익률을 도출한 것으로써 일별평균비정상 수익률( $A'_{it}$ ), 누적평균비정상수익률( $CAR_t(T_1, T_2)$ ),  $t$ -검정통계량( $TS_t$ ) 그리고  $p$ -value의 값을 요약

〈표 6〉 이요인 모형을 통해 도출한 전체 사건의 사건 기간 내 일별평균비정상수익률

사건날짜	일별평균비정상수익률 (%)	$t$ -검정통계량	$p$ -value
-5	0.4129	1.194	0.234
-4	-0.0425	-0.143	0.886
-3	-0.1553	-0.515	0.607
-2	-0.1512	-0.549	0.583
-1	0.2181	0.678	0.498
0	0.9161	2.426	**0.016
1	0.1116	0.361	0.718
2	0.2645	1.035	0.302
3	-0.2017	-0.907	0.365
4	-0.4962	-1.283	0.201
5	-0.4278	-1.298	0.196

주) \*\*:  $p$ -value < 0.05, \*:  $p$ -value < 0.10

(표 7) 이요인 모형을 통해 도출한 전체 사건의 사건 기간 내 누적평균비정상수익률

사건기간	누적평균비정상수익률 (%)	t-검정통계량	p-value
(-5, 0)	1.198	1.350	0.179
(-2, 0)	0.983	1.462	0.146
(-2, 2)	1.359	1.765	*0.080
(-1, 1)	1.246	1.962	*0.052
(0, 2)	1.292	2.317	**0.022
(0, 5)	0.166	0.220	0.826
(-5, 5)	0.448	0.489	0.625

주)\*\*:p-value <0.05, \*:p-value <0.10

하고 있다.

이에 따르면 문화예술지원활동이 발표된 날짜(사건 날짜 0)의 평균 비정상 수익률이 0.916%로, t-검정 결과 유의수준 0.05에서 통계적으로 유의하였다. 또한, 비정상 수익률은 사건 발표일자에 가장 많이 증가하였으며, 사건 기간 내의 다른 날짜 비교해 볼 때 절대값이 가장 큰 변화량이다. <표 6>은 누적평균비정상수익률에 대한 분석결과로써 사건일 전후로 통계적으로 유의한 비정상 수익률이 발생하였다. 이는 스폰서십 공시가 주주의 부를 증가 시킨다는 가설을 지지함과 동시에 이러한 효과가 시장 전체의 변화나 산업 효과로 인한 것이 아님을 의미한다.

<표 8>과 <표 9>는 최초사건의 문화예술지원활동 사건에 대해서 일별평균비정상수익률( $\bar{A}_t$ ), 누적평균비정상수익률( $CAR_t(T_1, T_2)$ ), t-검정통계량( $TS_t$ ) 그리고 p-value 값을 요약하고 있다.

이에 따르면 문화예술지원활동이 발표된 날짜(사건 날짜0)의 평균 비정상 수익률이 0.715%로, t-검정 결과 유의수준 0.05에서 통계적으로 유의하였다. 또한, 비정상 수익률은 사건 발표일자에 가장 많이 증가하였으며, 사건 기간 내의 다른 날짜

비교해 볼 때 절대값이 가장 큰 변화량이다.

<그림 4>는 최초 사건을 대상으로 누적평균비정상수익률의 추이를 도식화 한 것이다. 누적평균비정상수익률은 사건일을 기점으로 급격히 상승하였고, 그 이후에도 지속적인 상승세를 보인다. <그림 5>는 최초 사건 44개 표본의 사건 당일 비정상수익률 분포이다. 사건 당일의 비정상 수익률의 평균 값은 0.715%, 중앙값은 0.800%이며, 전체 표본의 70.5%가 양(+)의 값인 것을 볼 때, 사건일의 비정상 수익률 값이 이상값(outlier)때문인 아님을 알 수 있다.

<표 10>과 <표 11>은 위의 결과가 산업특수효과로 인한 것인지를 보기위해 추가적으로 이요인 모형을 통해 비정상 수익률을 도출한 것으로써 일별평균비정상수익률( $A_{it}$ ), 누적평균비정상수익률( $CAR_{it}(T_1, T_2)$ ), t-검정통계량( $TS_{it}$ ) 그리고 p-value의 값을 요약하고 있다.

분석 결과에 의하면 사건 기간 내 누적평균비정상수익률은 통계적으로 유의미하지 않았으나, 사건 당일의 경우 0.933%의 비정상수익률이 발생하였다.

이상의 분석을 통해 기업의 문화예술지원활동이 해당 기업 주가에 긍정적인 영향을 주었음을 살펴

〈표 8〉 최초 사건의 사건 기간 내 일별평균비정상수익률

사건날짜	일별평균비정상수익률 (%)	t-검정통계량	p-value
-5	0.173	0.656	0.515
-4	0.043	0.122	0.903
-3	0.319	0.869	0.389
-2	0.314	0.891	0.378
-1	0.159	0.402	0.690
0	0.715	2.145	**0.038
1	0.323	0.780	0.440
2	0.011	0.036	0.971
3	-0.015	-0.052	0.959
4	0.144	0.340	0.736
5	0.161	0.541	0.592

주)\*\*:p-value <0.05, \*:p-value <0.10

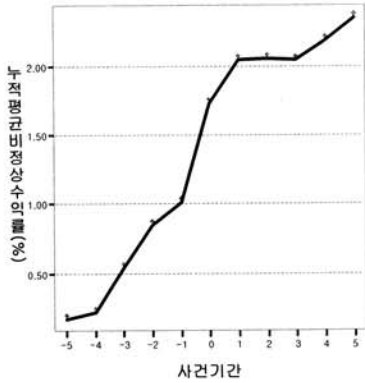
〈표 9〉 최초 사건의 사건 기간 내 누적평균비정상수익률

사건기간	누적평균비정상수익률 (%)	t-검정통계량	p-value
(-5, 0)	1.724	1.795	**0.080
(-2, 0)	1.189	1.746	**0.088
(-2, 2)	1.522	1.786	**0.081
(-1, 1)	1.197	1.528	0.134
(0, 2)	1.049	1.581	0.121
(0, 5)	1.339	1.455	0.153
(-5, 5)	2.347	2.031	**0.048

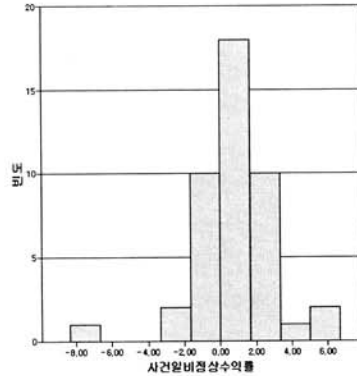
주)\*\*:p-value <0.05, \*:p-value <0.10

보았다. 먼저, 중복 사건을 포함한 전체 사건 130건의 경우, 시장모형을 통해 분석한 결과 통계적으로 유의미한 비정상 수익률 0.561%가 상승하였다. 전체 사건에 해당하는 기업의 사건 당일 평균 시가총액은 137,773억 원으로써 이는 평균 772억 원의 기업가치 상승을 의미한다. 표본에 포함된 130개 기업의 시가총액 중앙값(median)은 79,769

억 원이므로, 평균대신 중앙값을 사용하면 0.561%의 수익률 상승은 약 447억의 기업가치 상승을 의미한다. 이요인 모형을 추가적으로 적용하였을 경우 사건 당일 통계적으로 유의미한 비정상 수익률 0.916%가 관찰되었다. 이를 통해 사건 당일 발생한 수익률이 시장 전체의 변화나 산업 특수 효과로 인함인 아님을 알 수 있다.



〈그림 4〉 최초 사건의 누적평균비정상수익률 추이



〈그림 5〉 최초 사건의 사건일 비정상수익률 분포

〈표 10〉 이오인 모형을 통해 도출한 최초 사건의 사건 기간 내 일별평균비정상수익률

사건날짜	일별평균비정상수익률 (%)	t-검정통계량	p-value
-5	-0.047	-0.119	0.906
-4	0.384	0.943	0.351
-3	-0.056	-0.147	0.884
-2	-0.185	-0.453	0.653
-1	-0.027	-0.059	0.953
0	0.933	1.880	*0.067
1	0.145	0.314	0.755
2	0.125	0.303	0.764
3	0.137	0.337	0.738
4	-0.153	-0.284	0.778
5	-0.338	-0.580	0.565

주)\*\*: p-value <0.05. \*: p-value <0.10

최초 사건 44건의 경우, 0.715%의 비정상 수익률이 관찰되었다. 사건 당일 평균 시가총액이 147,258억 원임을 감안할 때, 이는 평균 105억 원의 기업

가치 상승에 해당한다. 표본에 포함된 44개 기업의 시가총액 중앙값(median)은 94,291억 원이므로, 평균대신 중앙값을 사용하면 0.715%의 수익

〈표 11〉 이요인 모형을 통해 도출한 최초 사건의 사건 기간 내 누적평균비정상수익률

사건기간	누적평균비정상수익률 (%)	t-검정통계량	p-value
(-5, 0)	1.001	0.939	0.353
(-2, 0)	0.720	0.828	0.412
(-2, 2)	0.990	0.833	0.409
(-1, 1)	1.051	1.010	0.318
(0, 2)	1.202	1.377	0.176
(0, 5)	0.848	0.714	0.479
(-5, 5)	0.917	0.583	0.563

주)\*\*:p-value <0.05, \*:p-value <0.10

를 상승은 약 674억의 기업가치 상승을 의미한다. 추가적으로 이요인 분석모형을 적용하였을 경우 사건 당일 통계적으로 유의한 비정상 수익률 0.933%가 관찰되었다. 이는 최초사건으로 인해 사건당일 발생한 수익률이 전체 사건과 마찬가지로 시장 전체의 변동이나 산업효과로 인한 것이 아님을 의미한다.

〈표 12〉는 중복 사건이 기업 가치에 미치는 영향력을 보다 세부적으로 검토하기 위해 중복사건의 주기를 기준으로 연구 샘플을 세분하여 사건 당일 비정상 수익률을 검토한 결과이다. 분석 결과, 1년 내에 동일한 기사가 실린 적이 없는 '장주기 중복 사건'의 사건 당일 비정상 수익률이 1.09%인 것으로 나타났으며, 이는 유의수준 0.1에서 통계적으로 유의했다. 반면, 1년 내에 동일한 기사가 발표된 바 있는 '단주기 중복 사건'의 비정상 수익률은 통

계적으로 유의하게 나타나지 않았다. 이는 사건을 연간 1회 미만으로 중복 노출한 경우에는 기업 가치에 긍정적인 영향이 있으나, 연간 1회 이상 중복 노출한 경우에는 주가에 미치는 영향력을 확인할 수 없음을 의미한다. 따라서 문화예술활동에 대한 기업의 지속적인 지원은 주가에 긍정적인 영향을 미치되, 일정 기간 내에 반복된 언론 노출은 주가 수익률과 상관이 없음을 알 수 있다.

## 5.2 기업가치 증가에 영향을 미치는 요인 분석

비정상 수익률에 영향을 미치는 요인을 찾아내기 위해 사건 기간 동안의 누적평균정상수익률을 세부 요인 별로 분석하였는데 그 결과를 정리하면 다음과 같다. 세부 요인은 선행연구 검토를 통해 문화

〈표 12〉 사건별 사건당일 평균 비정상 수익률의 차이

사건 분류	평균 비정상 수익률	t-검정통계량	p-value
최초 사건	0.715	2.145	**0.038
장주기 중복 사건	1.09	1.844	*0.072
단주기 중복 사건	-0.126	-2.99	0.767

주)\*\*:p-value <0.05, \*:p-value <0.10

예술지원활동의 효과에 있어 중요하게 지목된 문화 예술지원활동의 특성(문화예술지원활동의 목적·규모·형태)과 문화예술지원활동이 발표된 기업의 특징(업종, 규모)을 대상으로 하였다. 물론 비정상 수익률을 설명할 수 있는 독립 변수는 무수히 존재하겠으나, 이 연구에서는 실제 시장에서 사건의 가치를 판단하는 주체인 일반투자자들이 쉽게 접할 수 있는 변수들로 제한하였다.

구체적인 분석은 변수의 특성에 따라 다음과 같이 실행되었다. 먼저 문화예술지원활동 유형 및 기업의 산업군 같은 이산 변수의 경우에는 세부 항목별로 각각  $t$ -검정을 실시하여 시장모형을 통해 도출한 사건기간 전체의 누적평균비정상수익률(CAR(-5, 5))이 0인지를 살펴보았다. 그리고 기업의 규모와 같은 연속 변수의 경우, 사건 기간 내의 누

적평균비정상수익률을 종속 변수로, 기업의 규모를 독립 변수로 하는 회귀분석을 적용하였다. 이에 관한 식은 다음과 같다.

$$CAR_i = \beta_0 + \beta_1 FSiz_i + \epsilon_i \quad (7)$$

〈표 13〉은 문화예술지원활동의 유형(목적·형태·규모) 및 산업별로 사건 기간 내 누적평균비정상수익률(CAR(-5, 5))에 대해  $t$ -검정한 값( $TS_t$ )을 보여준다.

먼저 문화예술지원활동의 목적별로는 '문화 예술인을 대상'으로 한 사건이 누적평균비정상수익률 2.716%로써, 유의수준 0.05에서 통계적으로 유의하였다. '직접적 기업의 이익'에 해당하는 사건들의 비정상 수익률은 통계적으로 유의미하지 않았

〈표 13〉 문화예술지원활동 유형 별/ 산업별 사건 기간 내 누적평균비정상수익률

	구분	샘플 수	CAR	$TS_t$	p-value
목적별 분류	직접적 기업의 이익	38	0.329	0.254	0.801
	소외계층 대상	28	1.212	1.131	0.268
	문화예술인 대상	64	2.716	2.693	**0.009
형태별 분류	관객이 찾아가는 형태	62	1.399	1.365	0.177
	관객에게 찾아가는 형태	54	2.395	2.379	**0.021
	교육·체험	14	0.297	0.172	0.866
규모별 분류	대(大)	24	1.954	2.090	**0.048
	중(中)	88	1.711	2.036	**0.045
	소(小)	18	1.267	0.557	0.585
산업별 분류	금융	34	1.360	0.868	0.392
	제조	23	-1.230	-0.705	0.488
	전자 통신	22	2.896	2.860	**0.009
	유통	10	2.290	1.466	0.177
	건설/철강/중장비	41	2.822	2.434	**0.019

주)\*\*:p-value <0.05, \*:p-value <0.10

고, 다른 목적들에 비해 가장 낮은 평균값이 나타났다. 따라서 상업성이 드러나지 않은 문화예술지원활동, 특히 문화 예술인을 대상으로 한 문화예술지원활동이 기업 가치에 긍정적 영향을 미침을 알 수 있다. 이러한 결과는 기업이 이윤을 목적으로 문화예술활동을 지원할 경우에는 기업 가치에 영향을 주지 않고 오히려 순수하게 문화예술인을 지원할 경우에 수익률에 긍정적인 영향을 준다는 사실을 말해 주는데, 이는 기업의 문화예술지원 의사결정자에게 중요한 시사점을 제공한다.

문화예술지원활동의 형태별로는 '관객에게 찾아가는 형태'의 누적평균비정상수익률이 2.39%로써 유의수준 0.05에서 통계적으로 유의하였다. 반면 '관객이 찾아가는 형태'와 '교육·체험' 형태 사건의 경우, 기업 가치에 미치는 유의미한 영향력을 검증할 수 없었다. 이에 따라 대중적인 문화예술지원활동의 형태가 기업 추가 수익률에 긍정적인 영향을 미침을 확인할 수 있다.

문화예술지원활동의 규모별로 분석한 결과, 규모가 '대(大)'인 경우와 '중(中)'인 경우 누적평균비정상수익률이 각각 1.954%와 1.711%로써, 유의수준 0.05에서 통계적으로 유의하였다. 이는 일정 규모 이상의 문화예술지원활동이 기업의 추가에 영향을 미칠 것이라는 주장을 뒷받침 하는 결과이다.

기업 산업군 별로 분석한 결과 '전자 통신' 업종과 '건설/철강/중장비' 업종의 경우 누적평균비정상수익률이 각각 2.89%와 2.822%로써 유의수준 0.05에서 통계적으로 모두 유의하였다. 사실, 사건 연구방법론만으로는 업종별로 비정상 수익률의 차이가 나타나는 이유를 설명할 수 없다. 따라서 산업별로 문화예술지원활동의 유형이 다르지에 대해 표본 분포를 검토하였다. <표 14>에서 보듯이, 업종 별 누적평균비정상수익률은 문화예술지원활동의 규모 및 형태와 연관이 있었다. 즉, '전자 통신'과 '건설/철강/중장비' 업종은 기업 가치에 긍정적 영향을 미치는 것으로 밝혀진 '중·대형 규모'에 집중된 반면, 타 업종은 소규모에 집중되어 있다. 또한, 문화예술지원활동의 형태에 있어서도 '전자 통신'과 '건설/철강/중장비' 업종은 기업 가치에 긍정적 영향을 미치는 것으로 밝혀진 '관객에게 찾아가는 형태'에 보다 집중되어 있었다. 특히 '건설/철강/중장비' 업종에서 이러한 특징이 두드러졌다. 이는 선행연구 결과와 종합하여 볼 때 지역사회의 협조와 이해가 보다 강하게 요구되는 업종의 특성상 다수의 관객들에게 수혜성 공연 형식의 지원활동을 적극적으로 베풀었기 때문으로 풀이된다(소병희 2001). 따라서 이 결과를 통해 업종 별로 추구하는 문화예술지원활동의 유형에 차이가 존재하

<표 14> 산업 별 사건 기간 내 누적평균비정상수익률의 분포

산업 분류	전체(%)	문화예술지원활동 규모(%)			문화예술지원활동 형태(%)		
		대	중	소	관객방문	관객에게	교육체험
금융	26.2	16.7	26.1	38.9	33.9	16.7	28.6
제조	17.7	4.2	18.2	33.3	22.6	13.0	14.3
전자통신	16.9	25.0	17.0	5.6	11.3	22.2	21.4
유통	7.7	20.8	4.5	5.6	4.8	13.0	0
건설/철강/중장비	31.5	33.3	34.1	16.7	27.4	35.2	35.7

〈표 15〉 누적평균비정상수익률에 영향을 미치는 요인

요인변수	F값	p-value
시가총액	0.51	0.821
자본금	0.774	0.382
자산규모	0.164	0.686
당기순이익	0.23	0.879

주) \*\*: p-value < 0.05, \*: p-value < 0.10

며, 그 차이가 기업 가치와 연관을 맺고 있음을 알 수 있다.

〈표 15〉는 누적평균비정상수익률에 대한 기업 규모(시가총액·자본금·자산규모·당기순이익)의 영향을 분석한 것이다. 분석 결과, 기업 규모를 측정하는 변수들은 모두 누적비정상수익률의 차이를 설명하지 못하였다. 즉 기업의 문화예술지원활동이 기업 가치에 미치는 영향이 기업의 규모에 따라 달라지지 않는다고 할 수 있다.

## VI. 결론

본 논문은 기업의 문화예술지원활동의 효과를 검증하기 위해 기업의 문화예술지원활동 공시가 기업의 주식 가치에 미치는 영향을 분석하였다. 기업 문화예술지원활동은 브랜드 가치 상승 및 홍보 효과 등을 통해 기업 가치 제고에 기여할 수 있을 것이라고 생각하였고, 이에 따라 문화예술지원활동 공시가 주주의 부에 정(+)의 영향을 미칠 것이라는 가설을 세우고 이를 실증 분석하였다.

이를 위해 2005년 4월 1일부터 2009년 9월 30일까지 기업이 문화예술지원활동을 발표한 130건의 사건을 대상으로 사건연구방법론을 이용하여

그 효과를 분석하였다. 그 결과, 예상했던 대로 기업의 문화예술지원활동은 사건 발표시점(event day)에 평균 0.561%의 비정상 수익률을 발생시켰다. 이는 기업 가치의 대응치로 시가 총액을 적용하면 약 773억 원의 가치 증가에 해당한다. 이 연구 결과는 향후 문화예술지원활동 투자를 고려하는 국내 기업이 보다 합리적인 의사결정을 내리는 데에 좋은 지침이 될 것이다.

비정상수익률의 결정 요인을 분석하기 위해 추가적인 분석을 시행한 결과, 문화예술지원활동의 목적과 형태, 규모를 비롯하여 사건을 언론에 발표하는 주기가 수익률에 영향을 미치는 것으로 나타났다. 구체적으로는 문화예술인을 대상으로 했을 때에, 대중적인 형태에 대해, 그리고 일정 규모 이상의 문화예술지원활동에 대해 정(+)의 효과가 나타났다. 이는 문화예술지원활동에 대한 실무 전략 수립에 시사하는 바가 크다. 예를 들어 문화예술지원활동을 수립하는 데에 있어 지나친 상업성의 강조는 기업 가치에 영향을 미치지 못하였으므로, 직접적인 홍보가 필요할 때에는 문화예술지원의 형태가 아닌 다른 홍보 전략을 구상하는 것이 효과적일 것이다. 또한 문화예술지원활동의 형태는 관객을 불러 모으는 일반적인 형태보다는 대중성을 강조하고 접근성을 높인 형태가 기업 가치를 높이는 측면에서 보다 효과적인 것으로 나타났다. 규모의 측면에

서는 다수의 소규모 지원활동보다는 일정규모 이상의 문화예술지원활동을 하는 것이 기업 가치에 긍정적인 영향을 줄 수 있다.

또한 문화예술지원활동의 경우 '지속성' 여부가 중요한 요소라는 점에 근거하여 '최초 사건'과 '중복 사건'의 효과를 각각 분석하였다. 분석 결과 최초 사건은 사건당일 평균 0.715%의 기업 가치 증가가, 1년 이상의 기간을 두고 기사를 발표한 장주기 중복 사건은 1.09%의 기업 가치 증가가 발생하였다. 반면, 1년 내에 동일한 기사를 발표한 바 있는 단주기 중복 사건은 기업 가치와의 영향관계를 파악할 수 없었다. 이는 언론 홍보 전략에 대해 다음과 같은 실무적 시사점을 전달한다. 신규 이벤트를 공시한 '최초 사건' 보도는 기업 가치에 분명한 영향을 주었으므로 적극적으로 공시할 필요가 있다. 반면, 기업 가치와의 연관성이 나타나지 않은 중복 기사의 경우 발표 주기에 대해 비용 대비 효과를 검토할 필요가 있다.

본 연구는 국내 기업의 문화예술지원활동을 재무적인 성과와 연계시키기 위해 사건연구방법론을 이용하여 정량적으로 유의한 통계수치를 도출한 최초의 연구라는 점에서 의의를 지닌다. 이 결과가 향후 문화예술지원활동을 검토하는 기업이나 그 기업에 지분을 보유한 투자자가 기업 가치에 미치는 영향을 분석하는데 초석이 될 것으로 기대한다.

그러나 본 연구는 다음과 같은 몇 가지 한계점을 갖고 있다.

먼저, 본 연구가 취한 사건연구방법론의 방법론적 한계이다. 본 연구는 문화예술지원정보에 대한 주가의 의미 있는 변화를 관측해 내었으나 엄밀히 말해 이는 주식시장의 단기적인 우호 반응을 실증한 것으로 볼 수 있다. 따라서 문화예술지원이 장기적으로인 기업 가치를 높일 수 있는지를 실증하기 위

해서는 장기적인 추가 상승효과를 입증할 수 있는 방법론의 개발과 실증이 향후의 중요한 과제라고 할 수 있다.

또한 본 연구는 언론에 공개된 한정된 정보만을 대상으로 하므로 데이터의 한계를 지니고 있다. 즉 사건 연구방법을 통해서는 추가 변화를 관측할 수 있을 뿐 시장 반응을 원천을 파악하는 것에 한계가 있다. 다시 말해 문화예술지원 활동으로 인해 발생한 비정상 수익률이 단순히 기업의 미래수익성에 대한 투자자의 기대로 인한 것이 아니라 특정 변수에만 적용되는 우호적인 정보가 존재했을 가능성을 배제할 수 없다. 향후 연구에서는 이러한 점을 보완할 수 있는 모델을 활용한다면 문화예술지원활동의 효과를 더욱 명확히 판단할 수 있을 것이다.

더불어 문화예술지원활동을 수행하는 기업과 그렇지 않은 기업의 차이를 분석하여, 기업의 문화예술지원활동 투자가 투자자들에게 어떠한 신호로 인지될 수 있는지에 대한 추가적인 연구가 요구된다. 따라서 향후에는 기업들의 다양한 경영 지표를 분석하여 문화예술지원활동과 기업 가치 간의 변화를 설명할 수 있는 의미 있는 변수들을 보다 다양하게 개발하는 것이 필요하다.

그리고 130건이라는 전체 연구 표본으로는 기업 가치 상승의 세부 요인까지 분석하기에는 다소 무리가 있었다. 또한 언론에 공개된 기업은 대기업 위주이므로 중소기업과 비상장 기업의 문화예술지원활동에 대해서는 파악이 어렵거나 불가능하였다. 향후 이러한 기업들을 모두 포함하여 분석할 수 있다면 문화예술지원의 균형 있는 발전이라는 측면에서 의미 있는 연구가 될 수 있을 것이다. 또한 대기업의 경우라 할지라도, 상장된 계열사가 아닌 기업집단 단위로 기사화 되었을 경우에 모그룹 산하의 계열사들에게 미치는 영향 관계를 명확히 알 수

없어 이 연구에서 제외되었다. 그러나 대기업의 경우 기업 내 문화재단이나 별도의 전담 부서를 통해 문화예술지원활동이 이뤄지는 경우가 많으므로 이를 측정할 수 있는 모델이 있다면 더욱 포괄적인 정보를 제공할 수 있을 것이다.

## 참고문헌

- 김경신 (2008), "기업메세나 활동이 마케팅 성과에 미치는 영향-기업 동일시를 중심으로," **전주대학교 대학원 경영학과 박사학위논문**.
- 김병도, 김지경, 우상진 (2004), "CRM 관련 마케팅 투자가 기업가치에 미치는 영향에 관한 연구," **경영학연구**, 제 33권 제 4호, 1185-1199.
- 문달주, 임연석 (2005), "기업브랜드의 메세나활동에 대한 소비자 태도 연구: 동일시 이론의 적용," **광고학연구**, 16(3), 83-117.
- 소병희 (2001), "기업 메세나 활동에 관한 연구 개관," **문화재단연구**, 제 4권 제 2호, 21-35.
- 배정호, 김병도, 김정호 (2008), "기업의 사회공헌활동이 기업 가치에 미치는 영향," **인사·조직연구**, Vol. 16 No.2, 159-182.
- 안광호, 임병훈, 김영기 (2003), "스포츠 후원 마케팅이 기업 가치에 미치는 영향에 관한 연구," **경영학연구**, 제 32권 제 4호, 1089-1102.
- 양현미 (2002), "기업메세나 운동의 효과분석," **정책과제**, 2002-6, 서울: 한국문화정책개발원, 1-119.
- 양현미, 양지연 (1995), "기업메세나 활성화 방안," **정책연구**, 95-11, 한국문화정책개발원, 1-208.
- 윤각, 서상희 (2003), "기업의 사회공헌활동과 기업광고가 기업이미지와 브랜드 태도 형성에 미치는 영향력에 관한연구," **광고연구**, 제 61호, 47-72.
- 이민규 (2004), "올림픽 스폰서십에 따른 주가 변동 측정 연구: TOP 참가 기업의 사건연구 분석을 중심으로," **홍보학연구**, Vol 8(2), 198-233.
- 이수범, 신성혜 (2005), "기업 PR로서의 문화마케팅이 기업 및 브랜드 이미지, 구매의사에 미치는 영향," **광고연구**, 제 66호, 137-164.
- 임상오 (2003), "일본기업메세나 동기와 경험적 분석," **문화재단연구**, Vol 6, 135-153.
- 채원호, 손호중 (2004), "기업 메세나 동기와 공공성," **한국사회와 행정연구**, 제 15권 제 3호, 525-549.
- 한국메세나협의회 (2009), **2008 연차보고서**, 서울, 한국메세나협의회.
- 한국문화예술진흥원 (1993), **기업메세나 운동의 이해: 외국의 사례를 중심으로**, 한국문화예술진흥원 내부행정자료.
- Agrawal, Jagdish and Wagner Kamakura (1995), "The Economic Worth of Celebrity Endorsers: And Event Study Analysis," *Journal of Marketing* Vol. 59, 56-62.
- Amis, John and Slack Trevor (1999), "Sport Sponsorship and Distinctive Competence," *European Journal of Marketing* Vol. 33 No. 3/4, 250-272.
- Binder, John J. (1998), "The Event Study Methodology Since 1969," *Review of Quantitative Finance and Accounting* Vol. 11, 111-137.
- Brown, Stephen J. and Jerold B. Warner (1985), "Using Daily Stock Returns: The Case of Event Studies," *Journal of Financial Economics*, 14, 3-31.
- D'Astous, Alain and Pierre Bitz (1995), "Consumer Evaluation of Sponsorship Programs," *European Journal of Marketing* Vol. 29 No. 12, 6-22.
- Durand, J. (1996) "Business and Culture in Brazil, in Art and Business," in *Art and Business: An International Perspective on Sponsorship*, R. Martorella (ed.), Westport, Connecticut London: Prager.

- Fama, E., Lawrence Fisher, Michael Jensen and Richard Roll (1969). "The Adjustment of Stock Prices to New Information.," *International Economic Review*, 10, 1-21.
- Fry, L., Keim G. and R. Meiners (1982), "Corporate Contributions: Altruism or for Profits?," *Academy of Management Journal*, Vol. 25 No. 1, 94-106.
- Horsky, Dan and P. Swyngedouw (1987). "Does It Pay to Change Your Company's Name? A Stock Market Perspective.," *Marketing Science* 6.4. 320-334.
- Lane, V. and R. Jacobson (1995) "Stock Market Reaction to Brand Extension Announcement: The Effects of Brand Attitude and Familiarity," *Journal of Marketing* 59(2), 63-77.
- McDonald, Colin (1991) "Sponsorship and the Image of the Sponsor," *European Journal of Marketing*, Vol. 25 No.11, 31-38.
- O'Hagan, John and Denise Harvey (2000), "Why Do Companies Sponsor Arts Events? Some Evidence and a Proposed Classification.," in *Journal of Cultural Economics* 24(3), 206-210.
- Speed, Richard and Peter Thomson (2000). "Determinants of Sponsorship Response," *Journal of the Academy of Marketing Science* Vol. 28 No2, 226-238.

## The Effect of Corporate Art Sponsorship on the Market Value of Korean Firms

Doo lee Kim\* · Sang-Hoon Kim\*\*

### Abstract

Recently, in decisions on corporate art sponsorship, the increase in market value of a firm has become an important factor beyond that of purely altruistic motivations. Art sponsorship can contribute to a firm's marketing efforts in various ways, such as enhancement of the brand image, expansion of business opportunities, and improvement of employees' morale. Therefore, increasing number of firms consider art sponsorship a strategic investment.

Despite general agreement on the benefits of sponsorship, however, many firms still have doubts over its financial effects. This is mainly because financial effects of art sponsorship are difficult to measure definitively. Moreover, there are only a few number of academic studies that investigated into the financial effect of corporate art sponsorship. Consequently, any sponsorship arrangement may well prove to be unstable if the key decision maker of a firm remains unconvinced as to the beneficial effects of sponsorship, or when economic conditions appear to be unfavorable.

To overcome this concern, it is important to show that corporate art sponsorship is not a money-losing investment, nor a forgone short-term expenditure, but a positive investment which will eventually serve to enhance the market value of the firm. For this reason, the positive relationship between corporate art sponsorship and the financial outcome should be confirmed by empirical analyses.

In or to identify this relationship, we tried to measure how much the market value of the firm change right after the announcement of the corporate art sponsorship was made. This research will serve as a useful resource for key decision makers in domestic firms who should

---

\* Johnson and Johnson

\*\* College of Business Administration, Seoul National University

subsequently decide upon art sponsorship initiatives based on return on investment(ROI).

The current research specifically accommodated the event study methodology, which observes the changes in stock values that corporate social performance and investments by domestic firms influence, and analyzed the influence of corporate art sponsorship on the value of domestic firms. There were 130 announcements on the art sponsorship in the media during the period from January of 2005 to September of 2009. As a standard benchmark model, Market Model was utilized.

The analysis results show that corporate art sponsorship does increase the value of a firm by 0.561% on average, on the event day of the announcement itself, which means about 77.3 billion won increase in market value of firm on average. It implies that corporate art sponsorship is one of the substantial factors that influence the firms' market value. This result illustrates the significant positive impact of corporate art sponsorship on market value of firms and the deservedness of such investment. Furthermore, it was successfully identified that among several characteristics relating to the sponsorship purpose, the objective and the size of corporate art sponsorship are the main factors that affect the market value of the firm.

In conclusion, the present study shows that corporate art sponsorship is a financially meaningful and effective investment that actually increases a firm's market value beyond that of purely altruistic interests. It is expected that this research will provide guidance in maximizing the effects of future sponsorship initiatives using appropriate levels of finance.

Key words: event study methodology, corporate art sponsorship, mescenat, ROI