

# The Impact of Board Gender Diversity and Institutional Blockholders on Firm Value

## 이사회 성별 다양성과 기관투자자가 기업 가치에 미치는 영향

Chan-gu Jeon(First Author)

(Korea Land and Housing Corporation

([jcg@lh.or.kr](mailto:jcg@lh.or.kr))

Hyangmi Choi(Corresponding Author)

Chungnam National University

([hmchoi@cnu.ac.kr](mailto:hmchoi@cnu.ac.kr))

The amended Act on Financial Investment Services and Capital Markets Act stipulates that listed firms with assets of 2 trillion won or more should have at least one woman on their boards. This study aims to explore the impact of board gender diversity on firm value and the role of institutional blockholders on the relationship. The results are as follows. First, the board gender diversity is positively related to firm value regardless of markets, firm size, industry. Second, foreign blockholders reinforce the positive relationship between board gender diversity and firm value, while domestic blockholders mitigate the relationship. Third, board gender diversity and firm value has an inverted U shape relationship. Firm value increases with the proportion of female directors to a certain level, after which it decreases. The optimal board structure was reached when the ratio of female directors was between 18 and 44 percent, up to conditions. This finding provides an insightful grounds on the effectiveness of the revised Act, regarding appointment of female directors and gives a guideline for policy makers by suggesting optimal level of board gender structure.

Key Words: Board Gender Diversity, Firm Value, Institutional Blockholders, Board of Directors

### 1. 서론

우리나라는 1995년 여성발전기본법 제정을 시작으로 2014년에는 양성평등기본법으로 개정, 성차별 의식과 관행을 해소하고 여성과 남성이 모든 영역에

서 평등한 책임과 권리를 공유하여 실질적인 양성평 등 사회실현을 추구하고 있음을 밝히고 있다(양성평 등기본법 제2조). 이러한 노력으로 여성발전기본법 제정 당시인 1995년도 여성경제활동 인구<sup>1)</sup> 8,410천 명, 여성경제활동 참가율<sup>2)</sup> 8.4%는 2019년말 기준 22,618천명, 53.5%로 각각 14,208천명, 5.1%P

Submission Date: 01. 17. 2021

Revised Date: (1st: 04. 15. 2021)

Accepted Date: 04. 26. 2021

1) 여성경제활동인구는, 만 15세 이상 여성인구 중 취업자와 실업자를 합한 인구수로 산출한다.

2) 여성경제활동참가율은, 만 15세 이상 전체 여성인구 중 여성경제활동인구가 차지하는 비율로 산출한다.

Copyright 2011 THE KOREAN ACADEMIC SOCIETY OF BUSINESS ADMINISTRATION

This is an open access article distributed under the terms of the Creative Commons Attribution License 4.0, which permits unrestricted, distribution, and reproduction in any medium, provided the original work is properly cited.

증가하였으나, OECD 평균인 61.8%에는 미치지 못하고 있는 것으로 나타났다(통계청 경제활동인구조사). 성불평등지수(GII<sup>3)</sup>)는 2010년 0.310에서 2018년 0.058로 189개국 중 10위로 양성 간 불평등이 지속적으로 개선되고 있는 것으로 발표되었다(UNDP Human Development Report).

월급여 기준 남성 대비 여성의 비율은 2008년 62.4%에서 2019년 67.8%로 개선되고는 있으나 OECD 평균인 87%에 비해 여전히 불평등이 존재하는 것으로 확인되었다(고용노동부 고용형태별 근로실태조사). 또한 여성 관리자는 2013년 47천명에서 2018년 54천명으로 5년간 7천명 증가하는 데 그쳤으며(통계청 경제활동인구조사), 적극적 고용개선조치<sup>4)</sup> 대상기관 및 기업의 여성 관리자 비율은 2019년 기준 21.13%에 그친 것으로 나타났다(고용노동부 적극적 고용개선조치 분석결과). 이러한 결과는 여성의 경제활동 참여가 높아지고 있는 현실에도 불구하고 여전히 양성차별과 여성의 직위상승에 대한 '유리천장(Glass Ceiling)'이 존재하고 있음을 의미한다.

여성의 지위상승에 대한 현실적 한계와는 달리, 대다수의 연구결과는 여성의 경영참여가 기업 가치나 경영성과를 높이는(Carter et al., 2003; Campbell and Mínguez-Vera, 2008; Lawal, 2012; Oba and Fodio, 2013; García-Meca et al., 2015; Shin and Lee, 2018; Lee et al., 2019; Wang et al., 2020) 것으로 발표되고 있다. 같은 맥락에서 노르웨이는 2008년까지 공기업과 상장기업의 여성 임원 비율을 40%까지 배정하는 법률을 2003년에

도입하였으며, 아이슬란드는 국영기업은 50%, 민간 기업은 40%까지 여성임원 강제할당 제도를 2006년에 이미 10여 년 전부터 명문화·시행 하고 있다. 또한 프랑스는 2011년에 상장기업 이사회의 여성이사 비율을 2014년 1월까지 20%, 2017년 1월까지 40%로 확대하는 법률을 제정, 강제화하고 있다. 이 밖에도 네덜란드, 덴마크, 벨기에 등 서구유럽 국가와 캐나다에서도 여성임원 강제할당을 법으로 정하고 있다.

우리나라는 2020년 2월 「자본시장 및 금융투자업에 관한 법률(약칭: 자본시장법)」에 자산 총액 2조원 이상의 주권상장법인에 대해 이사회 이사 전원을 특정성별로만 구성하는 것을 금지하는 조항(이하 '여성임원할당제')을 신설하였다. 즉 여성임원이 남성임원에 비해 절대적으로 적은 현실을 감안할 때, 본 조항은 결국 1인 이상의 여성을 반드시 이사회 이사로 구성해야 함을 의미한다고 볼 수 있다. 자본시장법은 기업의 의사결정기구의 성별 대표성 확보를 여성임원할당제의 제정이유로 들고 있으며, 이는 기업 이사회 성별다양성을 통해 합리적인 의사결정을 피하고 기업가치 제고에 기여할 수 있음을 암시한다고 할 수 있다.

이에 본 연구는 여성임원과 기업가치 간의 실증분석을 통해 본 조항의 제정이유를 검증하고, 나아가 여성임원의 적정비율을 상장시장 및 기업규모 등 다양한 관점에서 제시하고자 하였다. 주주는 임원의 선·해임에 대한 권리를 보유하고 있으며, 기관투자자는 수탁자금의 선관주의 의무자로서 투자자의 권익을 위한 의결권을 행사하여야 한다. 이에 임원구

3) GII(Gender Inequality Index)는 여성의 생식건강(모성 사망비율, 청소년 출산율), 여성의 권한(여성의원 비율, 중등 이상 피교육 인구) 및 노동참여(경제활동참가율)로 측정하며 매년 UNDP에서 발표한다.

4) 적극적 고용개선 조치는 전체 공공기관 및 500인 이상 사업장, 지방공사·공단 등을 대상으로 여성 고용 기준(근로자 및 관리자 비율)을 충족하도록 이끌어 고용 상의 성차별을 없애고, 고용 평등을 촉진하는 제도이다.

성에 있어 성별 다양성이 기업 가치에 영향을 미친다면 기관투자자는 임원선임 시 적극적인 의사표시를 하여야 할 것이다. 따라서 여성임원과 기업가치 간의 관계에서 기관투자자의 역할을 조명하고자 기관투자자의 조절효과 분석을 본 연구에 포함하였다.

실증결과는 다음과 같다. 첫째, 10,656개의 전체 표본에서 뿐만 아니라 코스피시장과 코스닥 상장기업, 2조원 이상과 미만 기업 그리고 제조업과 비제조업 모두에서 여성임원비율이 높을수록 기업가치가 상승하는 것으로 나타났다. 둘째, 여성임원 비율과 기업가치 간 양(+)의 관계에서 기관투자자는 기관투자자의 유형에 따라 상장시장별, 규모별, 업종별로 차별적인 조절효과가 확인되었다. 외국인투자자는 전체표본, 코스피시장과 2조원 이상의 기업에서 여성임원비율과 기업가치 간 양(+)의 관계를 강화시키는 것으로, 국내기관투자자는 전체표본과 코스닥시장, 2조원 미만 기업 및 비제조업에서 주 모델의 양(+)의 관계를 오히려 약화시키는 것으로 나타났다. 한편 국민연금은 코스피시장, 2조원 이상 기업 및 제조업에서는 양(+)의 관계를 강화시키나 2조원 이상 기업에서는 약화시키는 혼재된 결과를 보였다. 셋째, 상장시장 및 기업규모, 그리고 업종에 따라 여성임원비율과 기업가치 간에는 비선형관계가 존재하는 것으로 나타났다. 이는 여성임원비율의 일정수준까지만 기업 가치가 증가하고 이후부터는 오히려 하락한다는 것을 의미한다. 코스피시장 상장기업의 경우에는 18%, 코스닥시장 상장기업은 40%, 2조원 미만의 기업에서는 44%, 제조업종에서는 43% 수준을 정점으로 기업 가치가 하락한다는 결과가 도출되었다. 이러한 결과는 2조원 이상의 기업에 대해 1인 이상의 여성임원을 선임해야 한다는 현행규정에서 나아가 서유럽국가와 같이 비율제로 구체적인 기준으로 대체할 수 있다는 함의를 제공하고 있다.

본 연구는 자본시장법의 「이사회 구성에 관한 특례」 조항의 실효성을 재무적 관점에서 입증하였다는 데에서 의의를 찾을 수 있으며, 더불어 기업 가치나 재무성과를 높일 수 있는 적절한 양성 간 임원 비율의 가이드라인을 제공하였다는 점에서 시사점을 찾을 수 있다.

본 논문의 구성은 다음과 같다. 2장에서는 문헌연구를 통해 여성임원과 기업 가치와의 관계 및 기관투자자의 역할을 살펴보고 3장에서는 연구내용과 분석방법을 4장에서는 실증결과를, 마지막 장에서 연구결과 및 시사점을 제시한다.

## II. 이론적 배경 및 선행연구

### 2.1 여성의 경영참여와 기업가치

각국의 양성평등과 관련된 법과 제도 등의 제·개정 및 시행을 바탕으로 여성의 활발한 경제활동에도 불구하고 남녀 간 임금불평등과 여성의 직위상승에 대한 한계는 여전히 존재한다(Pell, 1996; Konrad and Cannings, 1997; Aycan, 2004; Litzky and Greenhaus, 2007; Hamel, 2009; Cech and Blair-Loy, 2010; Coronel et al., 2010; Sealy and Singh, 2010; Schweitzer et al., 2011). 관련하여, 여성의 직위상승에 대한 한계를 표현하는 '유리천장'의 원인으로 Johnson and Powell (1994)은 남성에 비해 리스크 회피적이며 소극적인 특성으로 인해 여성의 직위상승에 한계가 있음을 보고하였다. 그러나 '유리천장'의 원인에 대한 대다수의 연구결과는 여성의 특성 보다 처해 있는 조직문화나 선협에서 기인한다는 것이 지배적이며(Hudgens

and Fatkin, 1985; Hyde, 1990; Stinerock et al., 1991; Hollander, 1992; Melanie and Ansic, 1997; Hillman et al., 2007; Peterson and Philpot, 2007), 또한 리더십에 관해서는 양성 간 차이가 없다는 연구결과(Yang, 2003; Ng and Sears, 2017)가 일반적이다.

오히려 기업의 재무 및 투자사결정에 있어 여성 임원의 신중한 성향으로 인해 여성임원이 있는 기업이 남성임원만으로 구성된 기업에 비해 수익률에서 높고 부채비율이 낮은 것으로 나타났다(Huang and Kisgen, 2013). 같은 맥락에서 여성의 이사회 참여는 경영진의 사적이익 향유를 방어하는 기제로서(Gull et al., 2018) 작용하여 기업가치 제고에 기여하고, 위험을 감소시켜 재무 안전성(Nam et al., 2018)확보에 기여하는 것으로 밝히고 있다.

이와 같이 여성의 경영참여와 기업 가치나 경영성과와 관련된 대부분의 연구는 양(+ )의 관계에 있음을 보고하였다(Carter et al., 2003; Gul et al., 2011; Wang et al., 2020). 또한 여성은 남성에 비해 불확실성 하에서 위험회피 성향이 강하며, 이러한 성향은 오히려 과신을 억제하고 신중한 의사결정의 요인(Hibbert et al., 2013; Lee and Kim, 2016; Marinelli et al., 2017)으로 작용하여 투자자의 신뢰형성에 기여하고 기업의 가치향상을 견인, 주주 가치를 높이는 데 일조한다. 반면 Adams and Ferreria(2009)는 성별 다양성이 이사회 운영의 효율성을 담보하지는 않으며, 여성임원 쿼터제로 인한 과도한 성별구성은 오히려 시장가치나 경영성과에 부정적인 영향을 미친다는 연구결과를 제시하기도 하였다. 뿐만 아니라 Lee and James(2007)는 여성 CEO 고용이 추가수익율과 음(-)의 관계에 있음을 밝히기도 하였다.

여성의 경영참여가 기업 가치에 긍정적인 영향을

미친다는 것이 대다수의 연구결과이나 상이한 연구 결과 또한 존재한다. 이에 여성의 경영참여와 기업 가치 관계에 대한 지배적인 연구결과를 감안하고 자본시장법의 여성임원할당제 도입효과와 취지를 고려할 때, 여성임원이 기업재무에 미치는 영향은 긍정적인 것으로 예상할 수 있다. 따라서 본 연구의 가설을 아래와 같이 설정하였다.

가설 1: 여성 임원비율이 높을수록 기업가치가 증가할 것이다.

## 2.2 기관투자자와 이사회 다양성

외부감시주체이자 주주인 동시에 투자자금에 대한 선관주의의무를 지닌 기관투자자는 임원의 선임·해임 등 기업의 주요사결정에 대해 경영진에게 요구할 수 있다. 따라서 이사회의 다양한 성별 구성이 지배구조에 유익하고, 이에 따라 경영성과 또는 기업 가치 상승을 견인한다면 임원 선임 시 성별 다양성은 기관 투자자에게 매우 중요한 의결사항이 된다(Green and Homroy, 2018). 임원지위와 관련된 기관투자자의 반대표시는 경영진에게 긴장감을 높이고 임원 교체의 긍정적인 효과를 유인, 주주 가치를 높일 수 있다(Del Guercio et al., 2008). 관련 연구로 Kim and Yon(2014)은 임원의 선임 및 해임에 대한 기관투자자의 의결권 반대행사가 초과수익을 가져오는 긍정적인 효과가 있음을 밝혀 기관 투자자의 경영감시효과를 규명하였으며, Sarhan et al.(2019)은 기관투자자의 능동적인 경영감시가 성별 등 다양한 이사회 구성을 유도하여 건전한 지배구조를 갖추어 재무성과에 긍정적인 영향을 미친다는 연구결과를 발표하였다. 또한 Krouse(2018)는 BlackRock과 State Street Advisors와 같은

기관투자자가 성별 다양성을 증가시키는 기업에 대해 공개적으로 지지하여 이사회 다양성에 대한 기관투자자의 관심을 이끌었다.

이처럼 기관투자자의 경영감시와 적극적인 주주권 행사는 이사회 구성원의 다양성 등 기업지배구조를 개선하고 경영자 보상 등 변화를 유도하여 기업 가치를 향상시킨다(Jensen, 1986; Shleifer and Vishny, 1986; Allen et al., 2001; Anderson and Reeb, 2003). 따라서 여성임원의 혁신에 대한 조절기능이나 경영에 대한 견제기능(Dezső and Ross, 2012)과 더불어 기관투자자의 이사회 구성에 대한 모니터링은 합리적인 경영의사결정을 유인하여 경영성과나 기업가치 개선에 긍정적인 영향을 가져온다는 연구결과가 지배적이다. 다시 말해 이사회 다양성은 다양한 의견개진을 가능하게하며 경영진에 대한 견제와 감시를 강화하여 대리인문제를 최소화하고 의사결정의 질을 높여 기업가치 제고의 유인이 된다. 따라서 수탁자금에 대한 선관주의 의무자로서 기관투자자는 주주 부의 극대화를 위해 기업의 이사회 다양성에 주목하여 의결권을 행사하여야 한다. 그러나 이사회 다양성과 기업가치와의 관련성에 대한 연구는 매우 활발히 진행 중이나 이사회 구성 요소 중 성별다양성에 대한 기관투자자의 효과나 작용에 대한 연구는 전무하다시피 하다. 이사회 성별다양성이 기업가치에 긍정적인 영향을 미친다면 기관투자자는 기업가치를 향상시킬 것으로 예상되나 기업이 처한 상황과 기관투자자의 유형 및 기업의 특성에 따라 차별적으로 나타날 수 있다. 예를 들어 투자확장기에 있는 기업이 부채조달 의사결정 시, 이사회 성별다양성이 올바른 의사결정을 견인할 수도 있고 그렇지 않을 수도 있다. 관련하여, Huang and Kisgen(2013)은 부채조달에 있어 여성임원이 남성임원에 비해 신중하며 부채조달 빈도가 낮다는

결과를 제시하였는데, 투자확장시기에는 이러한 위험회피성향이 오히려 투자기회 상실로 이어질 수 있다. 따라서 기관투자자는 유형에 따라 기업의 경영 상황에 대한 인식이 다를 수 있고 의결과정에서의 이사회 성별다양성을 긍정 또는 부정의 혼재된 영향을 끼칠 수 있다. 이에 본 연구는 여성임원비율과 기업가치와의 관계에서 기관투자자의 역할확인을 위해 아래와 같이 가설을 설정하였다.

가설 2: 기관투자자는 기관투자자의 유형에 따라 성별 다양성과 기업 가치와의 관계를 강화(약화)시킬 것이다.

### III. 연구방법

#### 3.1 표본 및 자료수집

본 연구는 2014년부터 2019년까지 총 6년간 코스피시장과 코스닥시장에 상장된 금융업이 아닌 기업 중 상장폐지 기업, 자본잠식 및 재무자료를 확인할 수 없는 기업을 제외한 코스피시장 상장기업 709개, 코스닥시장 상장기업 1,288개 총 1,997개 기업, 10,656개의 표본으로 구성하였다.

Kim and Hong(2015)은 우리나라의 경우 영상 관련업, 방송통신업, 정보서비스업 등 비제조업에서 여성임원비율이 높고 여성임원비율이 높을수록 재정적 발생액이 낮아 기업의 회계 투명성 제고에 기여한다는 연구결과를 발표하였으며, Kim and Song(2015)은 기업규모에 따라 여성임원비율에 차이가 있음을 제시함으로써 여성임원비율이 기업의 가치에 미치는 영향은 상장시장 뿐만 아니라 기업규모나 업

종에 따라 다르게 나타날 수 있다는 시사점을 제공하였다. 이러한 연구결과를 바탕으로 본 연구에서는 표본을 자산규모와 업종을 분리 구성하여 분석에 사용하였다. 기업규모의 경우, 신설된 자본시장법 제 165조의20에서 정한 바에 따라 여성임원 강제할당 대상기업의 기준인 자산총액 2조원 이상과 미만으로 구성하였으며, 전체표본 중 2조원 이상 표본은 668개(6.3%), 2조원 미만은 9,988개(93.7%)이다. 또한 업종은 제조업과 비제조업으로 구성하였으며, 업종기준은 한국산업표준분류의 대분류에 따라 SIC 10~33까지를 제조업으로 그 외의 코드는 비제조업으로 분류하여 구성하였다. 전체표본 중 제조업은 65.8%인 7,013개, 비제조업은 34.2%인 3,643개로 구성하였으며, 연도별·업종별 구성내역은 <Table 1>과 같다.

본 연구의 독립변수인 여성임원비율과 조절변수인 5% 이상의 지분보유 외국인투자자, 국민연금 및 국내 기관투자자 자료와 통제변수로 설정한 이사회 내 소위원회 자료는 금융감독원 전자공시사이트(dart.fss.or.kr)에서 연말기준 기업별 정기사업보고서를 수작업으로 수집하였다.

종속변수로 사용한 Tobin Q를 산출하는 데 필요

한 주가자료 및 재무자료와 통제변수로 사용한 총자산, 매출액성장률, 자기자본영업이익률, 부채비율, 잉여현금흐름, 배당성향 및 업력에 대한 자료는 한국상장회사협의회에서 제공하는 TS-2000에서 수집하였다.

### 3.2 변수 정의 및 실증모형

여성임원이 기업의 가치에 미치는 영향을 실증분석하기 위해 여성임원수를 총 임원수로 나눈 여성임원비율을 독립변수로 사용하였으며, 기업의 가치는 기업의 시장가치를 장부가액으로 나누어 산출한 Tobin Q를 종속변수로 사용하였다. 기업의 시장가치는 보통주의 시장가치와 우선주의 장부가치 그리고 부채의 장부가액을 더하고 이를 총자산의 장부가액으로 나누어 계산하였다.

종속변수인 기업 가치에 미치는 요인을 통제하기 위해 기업규모(Asset), 매출액성장률(Sales\_GR), 자기자본영업이익률(ROE), 부채비율(Debt), 배당성향(Dividend) 및 업력(Age)을 통제변수로 사용하였다. 또한 이사회 특성이 기업가치에 영향을 미칠 것으로 예상되어 상법에서 정한 사외이사 규모<sup>5)</sup>

<Table 1> 표본구성

구분	계	2014	2015	2016	2017	2018	2019
제조업	7,013 (65.81%)	1,011 (65.23%)	1,086 (65.70%)	1,139 (65.65%)	1,191 (65.62%)	1,266 (66.21%)	1,320 (66.30%)
비제조업	3,643 (34.19%)	539 (34.77%)	567 (34.30%)	596 (34.35%)	624 (34.38%)	646 (33.79%)	671 (33.70%)
계	10,656	1,550	1,653	1,735	1,815	1,912	1,991

\* SIC 대분류 기준 : 10 ~ 33까지 제조업, 그 외는 비제조업으로 분류

5) 제542조의8(사외이사의 선임) ① 상장회사는 자산 규모 등을 고려하여 대통령령으로 정하는 경우를 제외하고는 이사 총수의 4분의 1 이상을 사외이사로 하여야 한다. 다만, 자산 규모 등을 고려하여 대통령령으로 정하는 상장회사의 사외이사는 3명 이상으로 하되, 이사 총수의 과반수가 되도록 하여야 한다. 단서에서 대통령령으로 정하는 상장회사는 최근 사업연도 말 현재 자산총액이 2조원 이상인 상장회사를 말한다.

초과 여부와 이사회 내 소위원회 구성여부를 통제하였다. 상법상 이사는 주주총회에서 선임하도록 하고 있으나, 사내이사의 경우 경영진과의 관계를 고려할 때 사외이사에 비해 의사결정과정에서 자유롭기 어렵다. 이러한 현실은 경영진에 대한 견제와 감시에 있어 사외이사가 더 효율적이라는 함의를 내포하고 있으며, 이는 사외이사 비율이 높을수록 이사회의 경영진 감시기능이 효과적으로 작동할 수 있음을 시사한다(Lee and Byun, 2016). 그러나 형식적 요건으로서의 사외이사 운영은 경영진에 대한 견제와 감시 기능이 제대로 작동하지 않을 수 있다. 반면 법정 요건을 초과하여 사외이사를 운영한다면 이사회 독립성을 강화하여 기업가치에 긍정적인 영향을 미칠 것으로 예상할 수 있다. 이에 따라 사외이사 초과여부를 통제변수로 선정하였다. 또한 기업은 내부통제와 경영감시를 위해 감사를 선임하거나 감사위원회<sup>6)</sup>를 구성하는 데, 감사위원회의 기업가치에 미치는 효과는 감사위원회를 구성하는 사외이사의 경영진과의 독립성 여부에 따라 다를 것으로 예상됨에 따라 감사위원회 설치여부를 통제하였다. 경영효율성을 위해 상법에서는 이사회의 기능과 역할강화 목적으로 기업의 정관에서 정하는 바에 따라 이사회 내 소위원회<sup>7)</sup>를 설치할 수 있도록 하고 있다. 관련하여 Adams et al.(2010)은 이사회 내 다양한 소위원회 구성은 사안에 대한 전문성 확보로 경영전략의

고도화에 기여한다는 연구결과를 발표하였으며, 이를 바탕으로 이사회 내 소위원회 구성수를 통제변수로 추가하였다.

기업규모는 총 자산에 로그 값을 취하여 산출하였으며, 매출액성장률은 당기 매출액에서 전기 매출액을 뺀 값을 전기 매출액으로 나누어 산출하였다. 자기자본영업이익률은 영업이익을 자기자본으로 나누어 측정하였으며, 부채비율은 부채를 자본으로 나눈 값을 사용하였다. 배당성향은 배당금을 당기순이익으로 나눈 값을 그리고 업력은 설립년도부터 당해 연도까지의 로그 값으로 계산하였다. 통제변수 중 매출액성장률, 자기자본영업이익률, 부채비율, 및 배당성향은 극단 값에 대한 실증결과의 왜곡을 방지하고자 상하 5%에서 윈저라이징 하였다.

기관투자자는 투자자에 대한 선관주의의무자로서의 결권 행사의 권한을 지니고 있으며, 2016년 스투어드십코드 도입에 따른 기관투자자의 기업경영에 미치는 영향은 더욱 강화되고 있다. 따라서 임원의 선임과 해임에 대한 결권 행사 시 기관투자자의 역할은 매우 중요하다 할 수 있다. 이에 5% 이상의 지분 보유 주주는 지분취득 목적과 변동에 대해 증권거래법 및 상장회사 공시규정에 따라 공시하도록 강제하고 있는 데, 이는 기업의 주요 경영사항에 대해 미치는 영향력이 크기 때문인 것으로 이해할 수 있다. 특히 기관투자자는 소액주주에 비해 우월한 정보력

6) 제415조의2(감사위원회) ① 회사는 정관이 정한 바에 따라 감사에 갈음하여 제393조의2의 규정(이사회 내 소위원회)에 의한 위원회로서 감사위원회를 설치할 수 있다. 감사위원회를 설치한 경우에는 감사를 둘 수 없다. ② 감사위원회는 제393조의2제3항에도 불구하고 하고 3명 이상의 이사로 구성한다. 다만, 사외이사가 위원의 3분의 2 이상이어야 한다.

7) 제393조의2(이사회내 위원회) ① 이사회는 정관이 정한 바에 따라 위원회를 설치할 수 있다. ② 이사회는 다음 각호의 사항을 제외하고는 그 권한을 위원회에 위임할 수 있다. 1. 주주총회의 승인을 요하는 사항의 제안, 2. 대표이사의 선임 및 해임, 3. 위원회의 설치와 그 위원의 선임 및 해임, 4. 정관에서 정하는 사항 ③ 위원회는 2인 이상의 이사로 구성한다. ④ 위원회는 결의된 사항을 각 이사에게 통지하여야 한다. 이 경우 이를 통지받은 각 이사는 이사회의 소집을 요구할 수 있으며, 이사회는 위원회가 결의한 사항에 대하여 다시 결의할 수 있다.

본 규정에 의거하여 기업은 기업실정에 맞는 소위원회, 예를 들어 내부거래위원회, 평가 및 보상위원회, 지배구조위원회, 경영위원회 등 다양한 목적 및 명칭의 소위원회를 설치·운영할 수 있다.

〈Table 2〉 변수 정의

변수	정의
기업가치(Tobin's Q)	(보통주 시장가치 + 우선주 장부가치 + 부채 장부가액) / 총자산 장부가액
여성 임원 비율(Fem_Ratio)	여성 사내·외 임원 / 총 임원
기업규모(Asset)	총 자산의 자연로그 값
매출액 성장률(Sales_GR)	(당기 매출액 - 전기 매출액) / 전기 매출액
자기자본 영업이익률(ROE)	(영업이익 / 자기자본) x 100
부채비율(Debt)	(부채 / 자본) x 100
배당성향(Divid)	(총 배당금 / 당기순이익) x 100
업력(Age)	설립부터 해당년도까지 년수의 자연로그 값
사외이사 초과여부(Over_Board)	법정 사외이사수 또는 비율 초과 여부 더미
감사위원회 설치여부(Audit_Commit)	이사회 내 소위원회로서 감사위원회 설치 여부 더미
소위원회 설치(Other_Commit)	감사위원회를 제외한 이사회 내 소위원회 숫자
5% 이상 기관투자자(Foreigner, Domestic_II, NPS)	5% 이상 지분보유 외국인투자자 유무, 국내기관투자자 유무, 국민연금 유무 더미

과 경영감시능력을 바탕으로 이사선임 등 주주총회에서 영향력 있는 의결권을 행사할 수 있는 외부 감시주체인 바, 본 연구에서는 5% 이상 대량 지분보유 기관투자자를 외국인투자자, 국내기관투자자, 국민연금으로 분리하여 여성임원비율과 기업가치 간의 관계에서 상장시장, 기업규모, 업종여부에 따른 기관투자자 유형별로 어떻게 작용하는지를 규명하고자 기관투자자 각각의 존재여부를 더미변수로 사용하였다. 구체적인 변수의 정의는 〈Table 2〉에 제시하였다.

본 연구의 표본은 시계열 및 횡단면적 요소를 갖춘 불균형 패널데이터의 성격을 지니고 있다. 이러한 표본의 특성을 고려하여 패널회귀분석을 사용하였으며, Hausman Test 결과 고정효과모형이 더 적합한 것으로 검증되어 고정효과모형 채택하여 실증분석하였다. 실증분석 모형은 아래와 같다.

$$\begin{aligned}
 Q_{i,t+1} = & \beta_0 + \beta_1 Fem\ Ratio_{i,t} + \beta_2 Asset_{i,t} \\
 & + \beta_3 Sales\ GR_{i,t} + \beta_4 ROE_{i,t} + \beta_5 Debt_{i,t} \\
 & + \beta_6 Dividend_{i,t} + \beta_7 Age_{i,t} \\
 & + \beta_8 Over\_Board(dum)_{i,t} \\
 & + \beta_9 Audit\_Commit(dum)_{i,t} \\
 & + \beta_{10} Other\_Commit_{i,t} + \text{연도, 기업, 산업} \\
 & + \nu_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \tag{1}
 \end{aligned}$$

$$\begin{aligned}
 Q_{i,t+1} = & \beta_0 + \beta_1 Fem\ Ratio_{i,t} + \beta_2 Institution(dum)_{i,t} \\
 & + \beta_3 (Fem\ Ratio \times Institution)_{i,t} \\
 & + \beta_4 Asset_{i,t} + \beta_5 Sales\ GR_{i,t} \\
 & + \beta_6 ROE_{i,t} + \beta_7 Debt_{i,t} + \beta_8 Dividend_{i,t} \\
 & + \beta_9 Age_{i,t} + \beta_{10} Over\_Board(dum)_{i,t} \\
 & + \beta_{11} Audit\_Commit(dum)_{i,t} \\
 & + \beta_{12} Other\_Commit_{i,t} + \text{연도, 기업, 산업} \\
 & + \nu_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \tag{2}
 \end{aligned}$$

## IV. 실증분석

### 4.1 기술통계량

표본에 대한 기술통계량은 <Table 3>에서와 같이 표본 전체와 코스피시장 및 코스닥시장을 나누어 제시하였다. 종속변수로 사용한 Tobin Q의 평균값은 전체표본에서 1.288을, 코스피시장에서 1.003을, 코스닥시장에서 1.461로 나타나 코스닥상장이 코스피시장에 비해 0.458( $p < 0.01$ )만큼 높다는 것을 알 수 있다. 독립변수인 여성임원비율은 전체표본에서 3.6%, 코스피시장에서 2.9%, 코스닥시장에서 4.1%로 나타났으며, 코스닥시장이 코스피시장보다 0.012( $p < 0.01$ ) 즉, 1.2%P만큼 여성임원비율이 더 높은 것으로 나타났다. 이는 우리나라의 상장기업의 경우 평균적으로 총 임원 대비 5%가 채 되지 않는 낮은 수준의 여성이 경영에 참여하고 있음을 보여준다. 더불어 전체표본 10,656개 중 10%이상의 여성임원을 보유한 표본은 총 1,765개, 16.56%이며, 시장별로는 코스피시장은 486개로 코스피시장 표본 4,021개의 12.09%, 코스닥시장은 1,279개로 코스닥시장 표본 6,635개의 19.28%에 불과한 것으로 나타났다.

통제변수의 기술통계량을 살펴보면, 매출액성장률의 평균값은 전체표본, 코스피시장, 코스닥시장 각각 3.789%, 2.575%, 4.524%로 나타났고, 자기자본영업이익률은 각각 4.812%, 5.729%, 4.256%로 나타났다. 부채비율 평균값은 전체표본 76.525%, 코스피시장 86.170%, 코스닥시장 70.680%를 보이고 있으며, 배당성향 평균값은 전체표본 6.910%,

코스피시장 16.966%, 코스닥시장 3.959%를 보이고 있다.

여성임원비율과 기업의 가치 간 관계에서 기관투자자의 조절효과를 분석하기 위해 5% 이상의 지분보유를 공시한 외국인투자자, 국민연금 및 국내기관투자자 각각의 여부를 더미변수로 사용하였으며 통계량은 전체표본 0.300~0.370, 코스피시장 0.144~0.291, 코스닥시장 0.031~0.152로 나타났다.<sup>8)</sup>

본 연구의 주요변수인 여성임원비율과 Tobin Q 간에 1% 유의수준에서 양(+)의 상관관계가 나타나 가설1에 대한 지지를 예상할 수 있다. 통제변수와 독립변수 간 상관관계는 매출액성장률만 양(+)의 관계가 존재하는 것으로, 이외의 통제변수와는 음(-) 유의한 상관관계가 나타났다.

다중공선성(Multicollinearity) 문제여부를 확인하고자 분산팽창계수(VIF)를 구하였으며, 1.36으로 산출되어 독립변수 간 강한 상관관계로 인한 문제는 없는 것으로 확인되었다. 변수 간 상관관계는 <Table 4>에 제시하였다.

### 4.2 실증분석 결과

표본의 횡단면적속성과 시계열적 속성을 고려하고 변수간 내생성 제어를 위해 패널회귀모형을 사용하였으며, Hausman Test 결과 확률효과모형보다 고정효과모형이 적합한 것으로 검증되어 패널고정효과모형으로 분석하였다. 또한 여성임원의 선·해임 등에 따라 기중에 여성임원비율이 변동될 수 있으며, 이로 인해 여성임원비율이 기업가치에 미치는 영향은 당기에 미치기보다 시차를 두고 차기에 효과가 나타날 가능성이 높다. 따라서 종속변수를 1기 후의

8) 지면관계상 <Table 3, 4>에서는 생략하였다.

〈Table 3〉 기술통계량

Variable	전체표본					코스피					코스닥				
	Obs	Mean	Std. Dev.	Min	Max	Obs	Mean	Std. Dev.	Min	Max	Obs	Mean	Std. Dev.	Min	Max
Q	10,656	1.288	1.469	-0.658	37.018	4,021	1.003	0.966	-0.337	12.110	6,635	1.461	1.680	-0.658	37.018
Fem_Ratio	10,656	0.036	0.073	0.000	0.750	4,021	0.029	0.056	0.000	0.435	6,635	0.041	0.082	0.000	0.750
Asset	10,656	12.104	1.379	7.778	19.205	4,021	13.112	1.491	8.869	19.205	6,635	11.494	0.848	7.778	15.318
Sales_GR	10,656	3.789	21.523	-35.450	56.630	4,021	2.575	17.580	-35.450	56.630	6,635	4.524	23.565	-35.450	56.630
ROE	10,656	4.812	11.269	-22.210	25.730	4,021	5.729	9.724	-22.210	25.730	6,635	4.256	12.077	-22.210	25.730
Debt	10,656	76.525	66.633	7.430	253.640	4,021	86.170	71.721	7.430	253.640	6,635	70.680	62.638	7.430	253.640
Dividend	10,656	6.910	13.932	0.000	48.710	4,021	11.779	16.966	0.000	48.710	6,635	3.959	10.688	0.000	48.710
Age	10,656	3.144	0.745	0.000	4.804	4,021	3.465	0.789	0.000	4.804	6,635	2.950	0.643	0.000	4.331
Over_Board	10,656	0.445	0.497	0.000	1.000	4,021	0.571	0.495	0.000	1.000	6,635	0.369	0.482	0.000	1.000
Audit_Commit	10,656	0.224	0.417	0.000	1.000	4,021	0.413	0.492	0.000	1.000	6,635	0.110	0.313	0.000	1.000
Other_Commit	10,656	0.262	0.752	0.000	7.000	4,021	0.587	1.065	0.000	7.000	6,635	0.065	0.342	0.000	4.000

〈Table 4〉 상관관계표

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)	(11)
(1) Q	1.000										
(2) Fem_Ratio	0.153***	1.000									
(3) Asset	-0.187***	-0.077***	1.000								
(4) Sales_GR	0.101***	0.027***	0.003	1.000							
(5) ROE	-0.054***	-0.029***	0.239***	0.328***	1.000						
(6) Debt	-0.127***	-0.096***	0.160***	-0.002	-0.097***	1.000					
(7) Dividend	-0.063***	-0.022**	0.320***	0.001	0.182***	-0.147***	1.000				
(8) Age	-0.160***	-0.034***	0.233***	-0.047***	-0.032***	0.068***	0.068***	1.000			
(9) Over_Board	-0.016*	0.003	0.298***	0.006	0.069***	0.058***	0.100***	0.045***	1.000		
(10) Audit_Commit	-0.086***	-0.014	0.508***	-0.001	0.106***	0.062***	0.176***	0.088***	0.523***	1.000	
(11) Other_Commit	-0.032***	-0.018*	0.569***	-0.007	0.080***	0.080***	0.189***	0.057***	0.270***	0.472***	1.000

Notes : \* p &lt; 0.10 \*\* p &lt; 0.05 \*\*\* p &lt; 0.01

Tobin Q로 설정하였다. 분석결과, 10,656개의 전체표본 뿐만 아니라 상장시장, 기업규모, 제조업여부와 관계없이 여성임원비율과 기업가치 간 양(+)의 유의적인 결과가 나타났다. 이러한 결과는 여성임원비율이 높을수록 기업가치가 향상된다는 것을 의미하며 가설 1을 지지하는 결과라 할 수 있다.

상장시장별, 기업규모별, 업종별 모두에서 여성임원비율이 기업가치를 제고하는 기제로 작용한다는 일관된 결과는, 기업의 의사결정과정에서 남성과는 다른 여성의 이질적인 의사결정 특성(Tajfel and Turner, 1979; Nielsen, 2010)에서 기인하는 것으로 해석할 수 있으며, 또한 이해관계자의 관점에서 여성임원의 존재가 의사결정의 합리성을 제공하는 요인으로 작용(Jensen and Meckling, 1976; Kulich et al., 2011)하여 기업가치를 향상시키는 것으로 이해 할 수 있다. 뿐만 아니라 여성임원의 증가는 기업 내 여성으로서의 고유한 역량과 관점을 견인할 수 있는 분위기가 형성되어 직위상승에 대한 동기부여로 작용하고, 이는 기업가치 제고로 이어짐을 시사한다(Kanter, 1977; Galbreath, 2011; Jia and Zang, 2013; Torchia et al., 2011).

아울러 <Table 5>의 결과는 자산총액 2조원 이상의 주권상장법인에 대해서만 여성임원할당을 강제하는 자본시장법 조항에 시사하는 바가 크다. 즉 주권상장법인의 시장, 기업규모, 업종과 관계없이 여성임원비율 상승은 기업 가치를 제고시키는 요인으로 작용하므로 자산총액 2조원이라는 제한규정은 재고의 여지가 있음을 의미한다. 구체적인 실증결과는 <Table 5>에서 제시하였다.

상법 및 자본시장법에서는 집합투자업자의 선관주

의 의무를 다하여야 하며, 5% 이상의 주식대량보유시 목적과 함께 공시하도록 하고 있다. 따라서 기관투자자는 임원의 선임 또는 해임 등 의결과정에서의 주주권 행사를 통해 투자자 보호 및 기업가치 극대화에 기여해야 한다. 그러나 기관투자자는 기업의 특성, 경영상황 또는 환경에 따라 사안에 대해 기관투자자의 유형별로 다른 판단과 인식을 할 수 있다. 이에 본 연구에서는 여성임원과 기업 가치와의 관계에서 기관투자자의 역할에 대해 외국인투자자, 국내기관투자자, 국민연금으로 나누어 상장시장별, 규모별, 업종별로 분석하였다. 기관투자자의 조절효과를 확인한 결과, 기관투자자는 여성임원비율과 기업가치 간 양(+)의 관계에 혼재된 조절효과를 보였다.<sup>9)</sup>

외국인투자자는 전체표본, 코스피시장과 2조원 이상 기업에서 여성임원비율과 기업가치 간 양(+)의 관계를 강화시키는 것으로 나타났다. 반면, 코스닥시장, 2조원미만 기업, 업종전체에 대해서는 유의적이지 않았다. 대규모 기업은 이해관계자가 많고 이로 인한 시장의 견제와 감시 등에서의 더 높은 가시성과 함께 대규모 기업에 대한 사회적 기대가 높음에 따라 여성채용과 승진에 있어서도 적극적이라 할 수 있다(Huang and Kisgen, 2013; Datta, et al., 2021). 따라서 외국인투자자는 대규모 기업에 대한 사회적 부응과 함께 여성임원 강제할당 같은 자국의 이사회 구성에 대한 제도적 장치, 그리고 양성평등에 대한 규범적 인식(normative acceptance) 등이 대규모 기업에서 더 크게 작용하는 것으로 본 결과를 해석할 수 있다. 분석결과는 <Table 6>에 제시하였다.

이에 반해, 국내기관투자자는 외국인투자자와는 달

9) 10,656개의 전체표본은 외국인투자자와 국민연금은 양(+)의 계수를 보였으나 외국인투자자만 10% 수준에서 유의하였고 국내기관투자자는 1% 유의수준에서 음(-)의 유의한 결과가 나타났으며, 지면관계상 통계적으로 유의하게 나타난 분석결과를 본문에 제시하였다.

〈Table 5〉 여성임원이 기업 가치에 미치는 영향

$[Q_{t+1}]$	전체표본	코스피	코스닥	2조원이상	2조원미만	제조업	비제조업
Fem_Ratio	2.620*** (0.215)	2.911*** (0.294)	2.364*** (0.284)	9.646*** (1.056)	2.457*** (0.220)	2.319*** (0.261)	2.791*** (0.375)
Asset	-0.169*** (0.016)	-0.091*** (0.015)	-0.225*** (0.030)	-0.177*** (0.043)	-0.220*** (0.019)	-0.157*** (0.019)	-0.160*** (0.029)
Sales_GR	0.007*** (0.001)	0.006*** (0.001)	0.007*** (0.001)	0.008*** (0.002)	0.007*** (0.001)	0.006*** (0.001)	0.007*** (0.001)
ROE	-0.009*** (0.002)	0.004** (0.002)	-0.014*** (0.002)	0.025*** (0.004)	-0.010*** (0.002)	-0.002 (0.002)	-0.019*** (0.003)
Debt	-0.002*** (0.000)	-0.001*** (0.000)	-0.002*** (0.000)	-0.003*** (0.001)	-0.001*** (0.000)	-0.001*** (0.000)	-0.002*** (0.000)
Dividend	-0.002 (0.001)	-0.000 (0.001)	-0.004* (0.002)	-0.005** (0.002)	-0.002 (0.001)	-0.002* (0.001)	-0.002 (0.002)
Age	-0.219*** (0.022)	-0.076*** (0.022)	-0.270*** (0.038)	-0.173*** (0.051)	-0.209*** (0.024)	-0.174*** (0.026)	-0.305*** (0.043)
Over_Board	0.123*** (0.037)	0.073* (0.042)	0.149*** (0.052)	0.118 (0.124)	0.138*** (0.038)	0.114*** (0.043)	0.115* (0.067)
Audit_Commit	-0.120** (0.050)	0.006 (0.047)	-0.255*** (0.082)	-0.348 (0.249)	-0.159*** (0.052)	-0.042 (0.059)	-0.270*** (0.090)
Other_Commit	0.197*** (0.026)	0.089*** (0.020)	0.432*** (0.072)	0.029 (0.037)	0.146*** (0.033)	0.122*** (0.033)	0.284*** (0.044)
Firm			포	함			
Year			포	함			
Industry			포	함			
N	8659	3312	5347	549	8110	5687	2972
adj. R-sq	0.080	0.070	0.072	0.349	0.080	0.058	0.114
F-value	76.75***	26.61***	42.95***	30.93***	71.80***	36.43***	39.62***

T-statistics are in parentheses : \*  $p < 0.10$  \*\*  $p < 0.05$  \*\*\*  $p < 0.01$

리 여성임원비율과 기업가치 간 양(+)의 관계를 약화(-)시키는 것으로 나타났다. 코스피상장기업, 2조원이상, 제조업은 유의적이지 않았으나 10,656개의 전체표본과 코스닥상장기업, 자산 2조원미만기업, 비제조업에서는 음(-)의 유의적인 조절효과가 확인되었다. Zhang(2020)은 35개국의 양성평등 관련제

도와 제도수용 수준 등 제도적 접근(institutional approach)을 통해 성별다양성과 기업성과와의 관계에 대한 연구에서 한국은 일본과 더불어 관련제도에 비해 제도 수용수준은 매우 낮다고 하였고, 양성평등 제도수용도가 높고 이에 따른 성별다양성이 높을수록 기업성과가 높아진다고 보고하였다. 같은 맥

〈Table 6〉 여성임원과 기업가치 간 외국인투자자의 조절효과

$[Q_{t+1}]$	전체표본		코스피		2조원 이상	
Fem_Ratio (A)	2.603*** (0.215)	2.525*** (0.224)	2.902*** (0.294)	2.541*** (0.320)	9.207*** (1.046)	6.344*** (1.171)
Foreigner (B)	0.178*** (0.054)	0.142** (0.062)	0.037 (0.048)	-0.043 (0.056)	0.401*** (0.099)	-0.007 (0.126)
(A) x (B)		0.929* (0.768)		2.282*** (0.800)		11.007*** (2.191)
Asset	-0.173*** (0.016)	-0.174*** (0.016)	-0.092*** (0.015)	-0.093*** (0.015)	-0.188*** (0.042)	-0.168*** (0.042)
Sales_GR	0.007*** (0.001)	0.007*** (0.001)	0.006*** (0.001)	0.006*** (0.001)	0.008*** (0.002)	0.008*** (0.002)
ROE	-0.009*** (0.002)	-0.009*** (0.002)	0.004** (0.002)	0.004** (0.002)	0.025*** (0.004)	0.023*** (0.004)
Debt	-0.002*** (0.000)	-0.002*** (0.000)	-0.001*** (0.000)	-0.001*** (0.000)	-0.003*** (0.001)	-0.003*** (0.001)
Dividend	-0.003** (0.001)	-0.003** (0.001)	-0.001 (0.001)	-0.000 (0.001)	-0.005** (0.002)	-0.004** (0.002)
Age	-0.213*** (0.022)	-0.213*** (0.022)	-0.075*** (0.022)	-0.075*** (0.022)	-0.142*** (0.051)	-0.153*** (0.049)
Over_Board	0.121*** (0.037)	0.121*** (0.037)	0.072* (0.042)	0.070* (0.042)	0.124 (0.122)	0.071 (0.120)
Audit_Commit	-0.115** (0.050)	-0.115** (0.050)	0.008 (0.047)	0.011 (0.047)	-0.343 (0.246)	-0.382 (0.240)
Other_Commit	0.196*** (0.026)	0.196*** (0.026)	0.089*** (0.020)	0.089*** (0.020)	0.016 (0.037)	0.030 (0.036)
Firm			포	함		
Year			포	함		
Industry			포	함		
N	8659	8659	3312	3312	549	549
adj. R-sq	0.081	0.081	0.070	0.072	0.368	0.395
F-value	70.85***	65.08***	24.24***	22.95***	30.44***	31.28***

T-statistics are in parentheses : \* p < 0.10 \*\* p < 0.05 \*\*\* p < 0.01

라에서 국내기관투자자의 음(-)의 조절효과는 우리나라가 외국에 비해 양성평등에 대한 수용도가 아직 미흡하다는 결과임을 보증한다 할 수 있다. 자세한

실증결과는 〈Table 7〉과 같다.

〈Table 8〉은 여성임원과 기업가치 간 국민연금의 조절효과를 나타낸 것이다. 코스피 상장기업과 제조

〈Table 7〉 여성임원과 기업가치 간 국내기관투자자의 조절효과

[ $Q_{t+1}$ ]	전체표본		코스닥		2조원 미만		비제조업	
Fem_Ratio (A)	2.620*** (0.215)	2.928*** (0.232)	2.359*** (0.284)	2.770*** (0.307)	2.458*** (0.220)	2.765*** (0.238)	2.789*** (0.375)	3.334*** (0.407)
Domestic_II (B)	-0.017 (0.043)	0.053 (0.048)	0.114* (0.066)	0.224*** (0.073)	0.016 (0.046)	0.087* (0.050)	-0.047 (0.078)	0.102 (0.089)
(A) x (B)		-2.085*** (0.599)		-2.799*** (0.795)		-2.059*** (0.612)		-3.582*** (1.037)
Asset	-0.169*** (0.016)	-0.169*** (0.016)	-0.227*** (0.030)	-0.226*** (0.030)	-0.221*** (0.019)	-0.221*** (0.019)	-0.159*** (0.029)	-0.162*** (0.029)
Sales_GR	0.007*** (0.001)	0.007*** (0.001)	0.007*** (0.001)	0.007*** (0.001)	0.007*** (0.001)	0.007*** (0.001)	0.007*** (0.001)	0.007*** (0.001)
ROE	-0.009*** (0.002)	-0.009*** (0.002)	-0.013*** (0.002)	-0.013*** (0.002)	-0.009*** (0.002)	-0.009*** (0.002)	-0.019*** (0.003)	-0.019*** (0.003)
Debt	-0.002*** (0.000)	-0.002*** (0.000)	-0.002*** (0.000)	-0.002*** (0.000)	-0.001*** (0.000)	-0.001*** (0.000)	-0.002*** (0.000)	-0.002*** (0.000)
Dividend	-0.002 (0.001)	-0.002 (0.001)	-0.005** (0.002)	-0.004** (0.002)	-0.002 (0.001)	-0.002 (0.001)	-0.001 (0.002)	-0.001 (0.002)
Age	-0.219*** (0.022)	-0.221*** (0.022)	-0.261*** (0.038)	-0.264*** (0.038)	-0.208*** (0.024)	-0.209*** (0.024)	-0.307*** (0.043)	-0.303*** (0.043)
Over_Board	0.123*** (0.037)	0.127*** (0.037)	0.146*** (0.052)	0.150*** (0.052)	0.138*** (0.038)	0.141*** (0.038)	0.116* (0.067)	0.126* (0.067)
Audit_Commit	-0.120** (0.050)	-0.124** (0.050)	-0.250*** (0.082)	-0.259*** (0.082)	-0.158*** (0.052)	-0.162*** (0.052)	-0.271*** (0.090)	-0.275*** (0.090)
Other_Commit	0.197*** (0.026)	0.196*** (0.026)	0.433*** (0.072)	0.430*** (0.072)	0.146*** (0.033)	0.144*** (0.033)	0.283*** (0.044)	0.281*** (0.044)
Firm					포	함		
Year					포	함		
Industry					포	함		
N	8659	8659	5347	5347	8110	8110	2972	2972
adj. R-sq	0.080	0.081	0.072	0.074	0.080	0.081	0.114	0.117
F-value	69.78***	65.05***	39.33***	37.16***	65.28***	60.86***	36.04***	34.15***

T-statistics are in parentheses : \*  $p < 0.10$  \*\*  $p < 0.05$  \*\*\*  $p < 0.01$

업에서 국민연금은 여성임원과 기업가치와의 관계에서 기업가치를 향상시키는 것으로, 자산 2조원 이상의 기업에서는 기업가치를 하락시키는 혼재된 결과

를 보였다. 이같은 결과는 여성임원과 기업가치 간 양(+)의 관계에서 기관투자자의 유형에 따라 그리고 상장시장, 기업규모, 업종에 따라 기관투자자의

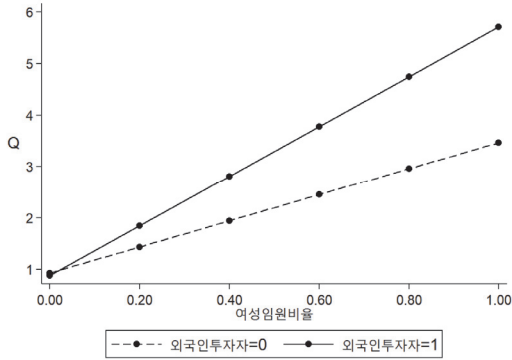
<Table 8> 여성임원과 기업가치 간 국민연금의 조절효과

[ $Q_{t+1}$ ]	코스피		2조원 이상		제조업	
Fem_Ratio (A)	2.845*** (0.294)	2.233*** (0.353)	9.577*** (1.053)	12.980*** (1.595)	2.257*** (0.261)	2.080*** (0.274)
NPS (B)	0.180*** (0.045)	0.116** (0.049)	-0.187** (0.091)	-0.026 (0.107)	0.304*** (0.069)	0.243*** (0.074)
(A) x (B)		1.967*** (0.630)		-5.566*** (1.969)		1.929** (0.898)
Asset	-0.114*** (0.016)	-0.113*** (0.016)	-0.166*** (0.043)	-0.173*** (0.043)	-0.190*** (0.021)	-0.192*** (0.021)
Sales_GR	0.006*** (0.001)	0.006*** (0.001)	0.008*** (0.002)	0.007*** (0.002)	0.006*** (0.001)	0.006*** (0.001)
ROE	0.004** (0.002)	0.004** (0.002)	0.026*** (0.004)	0.026*** (0.004)	-0.003 (0.002)	-0.003 (0.002)
Debt	-0.001*** (0.000)	-0.001*** (0.000)	-0.003*** (0.001)	-0.003*** (0.001)	-0.001*** (0.000)	-0.001*** (0.000)
Dividend	-0.002 (0.001)	-0.002* (0.001)	-0.003 (0.002)	-0.004 (0.002)	-0.004*** (0.002)	-0.004*** (0.002)
Age	-0.067*** (0.022)	-0.062*** (0.022)	-0.175*** (0.051)	-0.179*** (0.050)	-0.162*** (0.026)	-0.159*** (0.026)
Over_Board	0.072* (0.042)	0.067 (0.042)	0.113 (0.123)	0.120 (0.122)	0.120*** (0.043)	0.118*** (0.043)
Audit_Commit	0.008 (0.047)	0.010 (0.047)	-0.305 (0.249)	-0.322 (0.248)	-0.053 (0.059)	-0.056 (0.059)
Other_Commit	0.088*** (0.020)	0.089*** (0.020)	0.024 (0.037)	0.030 (0.037)	0.115*** (0.033)	0.118*** (0.033)
Firm			포	함		
Year			포	함		
Industry			포	함		
N	3312	3312	549	549	5687	5687
adj. R-sq	0.075	0.077	0.353	0.362	0.061	0.062
F-value	25.76***	24.48***	28.68***	27.30***	35.01***	32.50***

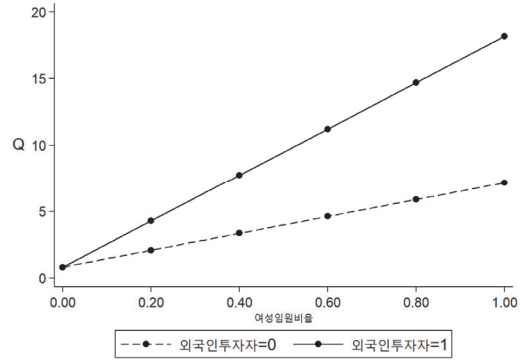
T-statistics are in parentheses : \* p < 0.10 \*\* p < 0.05 \*\*\* p < 0.01

작용은 다를 수 있음을 시사한다. 기관투자자의 조절효과에 대한 상이한 결과를 <Figure 1~4>로 정리하였다.

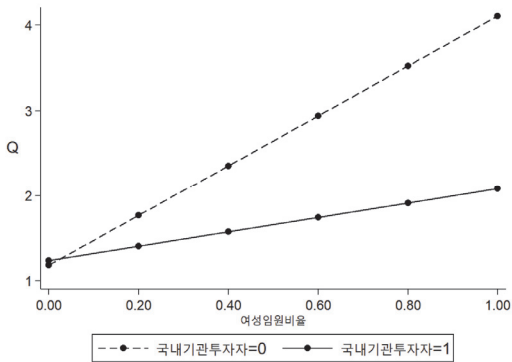
자본시장법의 여성임원할당제의 취지는 특정성별 로만 이사회를 구성하는 것을 방지하고 성별 대표성을 확보하는 데에 있다. 그렇다면 실질적인 성별 대



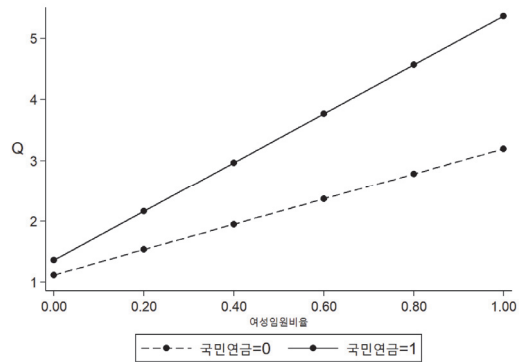
〈Figure 1〉 외국인투자자의 조절효과 : 코스피



〈Figure 2〉 외국인투자자의 조절효과 : 2조원 이상 기업



〈Figure 3〉 국내기관투자자의 조절효과 : 전체표본



〈Figure 4〉 국민연금의 조절효과 : 제조업

표성을 위해 여성임원의 적정비율에 대한 논의가 필요할 것이다. 여성임원비율과 기업 가치와는 선형관계 뿐 아니라 일정 수준에서 기업 가치의 증감변화가 일어나는 비선형적 관계가 나타날 수 있다.

따라서 여성임원비율과 기업 가치 간 비선형관계를 확인하고자 상장시장별, 기업규모별, 제조업 여부에 따라 추가로 분석하였다. 분석방법은 2차 함수 형태를 가정하여 본 연구의 독립변수인 여성임원비

율을 제공하여 얻은 값을 변수로 사용하고 1기 후의 기업 가치 대용치인 Tobin Q를 종속변수로 하여 패널고정효과 모형으로 회귀분석을 시행하였다.

분석결과는 다음과 같다. 코스피시장과 코스닥시장, 그리고 2조원 미만 기업과 제조업에서 여성임원비율과 기업가치 간 역U자형태의 비선형관계가 존재함이 밝혀졌다. 기업가치는 코스피시장에서 여성임원비율 18%까지 증가했다가 이후부터 하락하는

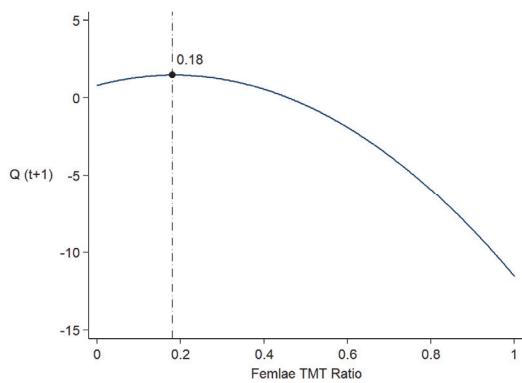
것으로 나타났으며, 코스닥시장에서 여성임원비율이 40% 수준에서 상승 후 하락하는 전환이 발생했다. 또한 2조원 미만 기업과 제조업에서는 각각 44%와 43%에서 기업 가치 하락이 나타났다. 이는, 기업 가치를 극대화할 수 있는 총 임원대비 적정 여성임원 비율을 나타낸 결과로 해석할 수 있다. 즉, 코스피 상장기업의 경우 총 임원의 18%수준까지, 코스닥

상장기업은 총 임원의 40%까지 여성임원으로 구성함으로써 기업 가치 극대화를 꾀할 수 있음을 의미한다. 2조원 이상 기업과 비제조업에 대한 결과는 통계적으로 유의하지 않았다. 회귀분석 결과는 <Table 9>에 제시하였으며, 비선형적 관계를 <Figure 5~8>와 같이 표현하였다.

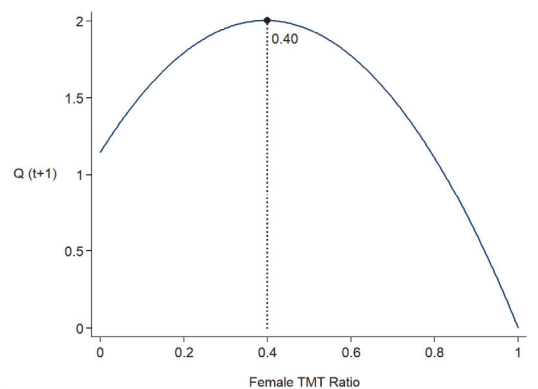
<Table 9> 여성임원과 기업가치 간 비선형 관계 분석결과

[ $Q_{t+1}$ ]	코스피	코스닥	2조원미만	제조업
Fem_Ratio	7.135*** (0.161)	4.148*** (0.654)	4.193*** (0.497)	4.641*** (0.043)
Fem_Ratio^2	-1.973*** (2.612)	-4.732** (2.125)	-4.854*** (1.680)	-7.465*** (1.778)
Control Var	Included	Included	Included	Included
N	3312	5347	8110	5687
adj. R <sup>2</sup>	0.048	0.024	0.021	0.020
F-value	84.83***	50.82***	88.53***	59.15***

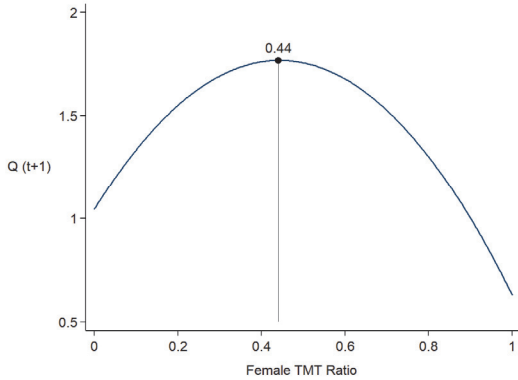
T-statistics are in parentheses : \* p < 0.10 \*\* p < 0.05 \*\*\* p < 0.01



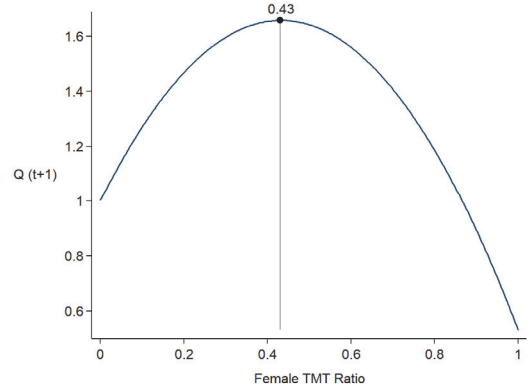
<Figure 5> 여성임원비율과 기업가치 간 비선형 관계 : KOSPI 시장



<Figure 6> 여성임원비율과 기업가치 간 비선형 관계 : KOSDAQ 시장



〈Figure 7〉 여성임원비율과 기업가치 간 비선형 관계 : 2조원 미만 기업군



〈Figure 8〉 여성임원비율과 기업가치 간 비선형 관계 : 제조업(SIC 10~33)

## V. 결론

본 연구는 최근 신설된 자본시장법의 여성임원 강제할당 조항에 대한 실효성과 기관투자자의 역할 및 기업 가치를 극대화하는 여성임원 비율에 대해 재무적 관점에서 조명하고자 하였다.

분석 결과, 첫째 여성임원비율과 기업 가치 간에 양(+)의 관계가 나타났다. 이는 여성임원비율이 높을수록 기업 가치를 상승시킨다는 것을 의미한다. 정밀분석을 위해 상장시장별, 자산 2조원 기준 기업 규모와 제조업 여부로 나누어 분석하였으며, 모든 그룹에서 양(+)의 일관된 결과가 나타나 가설 1을 지지, 여성임원할당제의 기업 가치에 대한 실효성을 검증하는 계기가 되었다.

둘째, 여성임원비율과 기업가치 간 양(+)의 관계에서 기관투자자는 기관투자자 유형과 상장시장, 기업규모, 업종에 따라 기업가치를 강화 또는 약화시키는 혼재된 조절작용을 하는 것으로 나타났다. 외국인투자자는 여성임원비율과 기업가치의 양(+)의

관계를 강화시킨 반면, 국내기관투자자는 여성임원비율과 기업가치 사이의 양(+)의 관계를 약화시키는 것으로 나타났다.

셋째, 여성임원비율과 기업 가치 간에 유의한 선형관계 뿐 아니라 역U자형태의 비선형관계도 존재함을 입증하였다. 코스피시장, 코스닥 시장, 2조원 미만 기업 및 제조업중에서 각각 18%, 40%, 44%, 43%의 여성임원비율을 정점으로 기업 가치가 하락하는 것으로 나타났다. 이러한 결과는 기업가치 극대화를 위해 1인 이상으로 규정한 국내의 여성임원할당을 노르웨이나 프랑스와 같이 확대 시행할 수 있는 근거를 제공한다고 할 수 있다.

본 연구는 여성임원비율이 기업 가치와의 관계구명을 통해 자본시장법의 여성임원할당제에 대한 효과를 검증하고자 하였다. 기존 국내 연구는 대부분 코스피시장 상장기업을 대상으로 이사회 다양성과 조직문화 관점에서 접근하였다면, 본 연구는 주주부의 극대화 관점에 집중하고 대상기업을 코스닥 상장기업까지 확장했을 뿐 아니라 기업규모별, 업종별 특성까지 분석에 포함하였다는 점에서 차별적이라 할

수 있다.

또한 재무적 측면에서 여성임원할당제에 대한 법률의 당위성을 부여하였다는 점, 이사구성의 다양성에 대한 기관투자자의 역할을 규명하였다는 점, 더불어 기업 가치를 극대화하여 주주 부를 증가 시킬 수 있는 적정 여성임원비율을 제시하였다는 점에서 본 연구의 의의를 찾을 수 있다. 특히 상장시장별, 기업규모별, 업종별 적정 여성임원비율에 대한 결과는 관련법령 개정이나 실무에서 시사점을 제공할 수 있으리라 기대한다.

## 참고문헌

- Adams, R. B., and Ferreria, D., (2009), Women in the Boardroom and Their Impact on Governance and Performance, *Journal of Financial Economics*, 94(2), pp.291-309.
- Adams, R., B. Hermlin, and M. Weisbach (2010), Boards of Directors and Their Role in Corporate Governance: A Conceptual Framework and Survey, *Journal of Economic Literatures*, 48, 58-107
- Allen, F., A. Bernardo and I. Welch, (2001), A Theory of Dividends Based on Tax Clientele, *Journal of Finance*, 55, pp.2499-2536.
- Anderson, R., and D. Reeb, (2003), Founding Family Ownership and Firm Performance: Evidence from the S&P 500, *Journal of Finance*, 58, pp.1301-1325.
- Aycan, Z., (2004), Key Success Factors for Women in Management in Turkey, *Applied Psychology*, 53(3), pp.453-477.
- Campbell, K., and Mínguez-Vera, A., (2008), Gender Diversity in the Boardroom and Firm Financial Performance, *Journal of Business Ethics*, 83(3), pp.435-451.
- Carter, D. A., Simkins, B. J., and Simpson, W. G., (2003), Corporate Governance, Board Diversity, and Firm value, *Financial Review*, 38 (1), pp.33-53.
- Cech, E., and Blair-Loy, M., (2010), Perceiving Glass Ceilings? Meritocratic versus Structural Explanations of Gender Inequality among Women in Science and Technology, *Social Problems*, 57(3), pp.371-397.
- Coronel, J., Moreno, E., and Carrasco, M., (2010), Work-Family Conflicts and The Organizational Work Culture as Barriers to Women Educational Managers, *Gender, Work and Organization*, 17(2), pp.219-239.
- Datta, S., Doan, T., and Toscano, F., (2021), Top Executive Gender, Board Gender Diversity, and Financing Decisions: Evidence from Debt Structure Choice, *Journal of Banking & Finance*, 125,
- Del Guercio, D., L. Wallis, and T. Woidtke, (2008), Do Board Members Pay Attention Institutional Investors Just Vote No?, *Journal of Financial Economics*, 90, pp.84-103.
- Dezső, C. L., and Ross, D. G., (2012), Does Female Representation in Top Management Improve Firm Performance? A Panel Data Investigation, *Strategic Management Journal*, 33(9), pp.1072-1089.
- Galbreath, J., (2011), Are there Gender-Related Influences on Corporate Sustainability? A Study of Women on Boards of Directors, *Journal of Management and Organizations*, 17, pp.17-38.
- García-Meca, E., García-Sánchez, I. M., and Martínez-

- Ferrero, J., (2015), Board Diversity and its Effects on Bank Performance: An International Analysis, *Journal of Banking & Finance*, 53, pp.202-214.
- Green, C. P., and Homroy, S., (2018), Female Directors, Board Committees and Firm Performance. *European Economic Reviews*, 102, pp.19-38
- Gul, F. A., Srinidhi, B., and Ng, A. C., (2011), Does Board Gender Diversity Improve the Informativeness of Stock Prices?, *Journal of Accounting and Economics*, 51(3), pp.314-338.
- Gull, A. A., Nekhilli, M., Nagati, H., and Chtioui, T., (2018), Beyond Gender Diversity: How Specific Attributes of Female Directors Affect Earnings Management, *The British Accounting Review*, 50(3), pp.255-274
- Hamel, S., (2009), Exit, Voice, and Sense-Making Following Psychological Contract Violations: Women's Responses to Career Advancement Barriers, *The Journal of Business Communication*, 46(2), pp.234-261.
- Hibbert, A. M., E. R. Lawrence and A. J. Prakash, (2013), Does Knowledge of Finance Mitigate the Gender Difference in Financial Risk-Aversion?, *Global Finance Journal*, 24(2), pp.140-152.
- Hillman, A. J., Shropshire, C., and Cannella, A. A., Jr., (2007), Organizational Predictors of Women on Corporate Boards, *Academy of Management Journal*, 50, pp.941-952.
- Hollander, E., (1992), The Essential Interdependence of Leadership and Followership, *Current Directions in Psychological Science*, 1, pp. 71-75.
- Huang, J., and Kisgen, D. J. (2013), Gender and Corporate Finance: Are Male Executives Overconfident Relative to Female Executives?, *Journal of Financial Economics*, 108(3), pp. 822-839.
- Hudgens, G., and Fatkins, L., (1985), Sex Differences in Risk Taking: Repeated Sessions on A Computer Simulated Task, *Journal of Psychology*, 119(3), pp.1970-2206.
- Hyde, J., (1990), Meta-Analysis and The Psychology of Gender Differences, *Journal of Women in Culture and Society*, 16, pp.55-73.
- Jensen, M., (1986), Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers, *American Economic Review*, 76, pp.323-339
- Jensen, M. C., and Meckling, W. H. (1976), Theory of The Firm: Managerial Behavior, Agency Costs, and Ownership Structure, *Journal of Financial Economics*, 3, pp.305-360.
- Jia, M., and Zhang, Z., (2013), Critical Mass of Women on Bods, Multiple Identities, and Corporate Philanthropic Disaster Response: Evidence from Privately Owned Chinese Firms, *Journal of Business Ethics*, 118, pp. 303-317.
- Johnson, J. E., and Powell, P. L. (1994), Decision Making, Risk and Gender: Are Managers Different?, *British journal of management*, 5(2), pp.123-138.
- Kanter, R. M., (1977), Some Effects of Proportions on Group Life: Skewed Sex Ratios and Responses to Token Women, *American Journal of Sociology*, 82, pp.965-990.
- Kim, H. N., and K. H., Yon, (2014), The Management Monitoring Effect of Institutional Investors' No Vote, *Korean Journal of Financial Studies*, 43(1), pp.1-22.
- Kim, S. I., and J. Y., Hong, (2015), The Effects of

- the Number of Female Directors on the Board to Corporate Transparency, *Korean International Accounting Review*, 59, pp. 69-100.
- Kim, T. H., and J. H., Song, (2015), The Effects of Women in Top Management Team on the Firm Performance and Agency Cost, *Journal of Industrial Economics and Business*, 28 (3), pp.1267-1282.
- Konrad, A. M., and Cannings, K., (1997), The Effects of Gender Role Congruence and Statistical Discrimination on Managerial Advancement, *Human Relations*, 50(10), pp.1305-1328.
- Krouse, S., (2018), BlackRock: Companies Should Have at Least Two Female Directors, *The Wall Street Journal*, February 2, 2018.
- Kulich, C., Trojanowski, G., Ryan, M. K., Haslam, S. A., and Renneboog, L. D. R., (2011), Who Gets The Carrot and Who Gets the Stick? Evidence of Gender Disparities in Executive Remuneration, *Strategic Management Journal*, 32, pp.301-321.
- Lawal, B., (2012), Board Dynamics and Corporate Performance: Review of Literature, and Empirical Challenges, *International Journal of Economics and Finance*, 4(1), pp.22-35.
- Lee, J. H., H. S., Byun, (2016), Product Market Competition, Ownership-Control Disparity and Board Characteristics, *Korean Management Review*, 45(2), pp.465-502.
- Lee, J. H., K. H., Cho, and S. H., Park, (2019), Effects of Female Executive in the Firm on Accounting Quality, *Korean Journal of Business Administration*, 32(9), pp.1633-1651.
- Lee, P. M., and James, E. H., (2007), She's-e-os: Gender Effects and Investor Reactions to the Announcements of Top Executive Appointments, *Strategic Management Journal*, 28 (3), pp.227-241.
- Lee, Y. G., and S. S., Kim, (2016), Gender Effect on Financial Literacy, Risk Tolerance, and Financial Inclusion, *Financial Planning Review*, 9(3), pp.23-50.
- Litzky, B., and Greenhaus, J., (2007), The Relationship between Gender and Aspirations to Senior Management, *Career Development International*, 12(7), pp.637-659.
- Marinelli, N., C. Mazzoli and F. Palmucci, (2017), How Does Gender Really Affect Investment Behavior?, *Economics Letters*, 151, pp.58-61.
- Melanie P., and David A., (1997), Gender Differences in Risk Behaviour in Financial Decision-Making: An Experimental Analysis, *Journal of Economic Psychology*, 18, pp. 605-628.
- Nam, H. J., and Y. T., Lee, (2018), An Empirical Study on Board Diversity and Corporate Bankruptcy of Korean Listed Firms, *Journal of Industrial Economics and Business*, 31 (4), pp.1351-1373.
- Ng, E. S. and G. J. Sears, (2017), The Glass Ceiling in Context: the Influence of CEO Gender, Recruitment Practices and Firm Internationalization on the Representation of Women in Management, *Human Resource Management Journal*, 27(1), pp.133-151.
- Nielsen, S., (2010), Top Management Team Diversity: A Review of Theories and Methodologies, *International Journal of Management Reviews*, 12, pp.301-316.
- Oba, V. C., and Fodio, M. I., (2013), Boards'

- Gender Mix as a Predictor of Financial Performance in Nigeria: An Empirical Study, *International Journal of Economics and Finance*, 5(2), pp.170-178.
- Pell, A. N., (1996), Fixing The Leaky Pipeline: Women Scientists in Academia, *Journal of Animal Science*, 74(11), pp.2843 - 2848.
- Peterson, C. A., and Philpot, J. (2007), Women'S Roles on U.S. Fortune 500 Boards: Director Expertise and Committee Memberships, *Journal of Business Ethics*, 72, pp.177-196.
- Sarhan, A. A., and Ntim, C. G., and Al-Najjar, B., (2019), Board Diversity, Corporate Governance, Corporate Performance, and Executive Pay, *International Journal of Finance & Economics*, 24(2), pp.761-786.
- Schweitzer, L., Ng, E.S.W., Lyons, S.T. and Kuron, L.K.J., (2011), Exploring The Career Pipeline: Gender Differences in Pre-Career Expectations, *Relations Industrielles, Industrial Relations*, 66(3), pp.422-444.
- Sealy, R., and Singh, V., (2010), The Importance of Role Models and Demographic Context for Senior Women's Work Identity Development, *International Journal of Management Reviews*, 12(3), pp.284-300.
- Shin, J. E., and G., Lee, (2018), Earnings Smoothing, Firm Value, and Value Relevance of Accounting Information: The Role of Female Executives, *Korean Management Review*, 47(6), pp.1541-1563.
- Shleifer, A., and R. W., Vishny, (1986), Large Shareholders and Corporate Control, *Journal of Political Economy*, 94, pp.461-488.
- Stinerock, R., Stem, B., and Solomon, M., (1991), Sex and Money: Gender Differences in The Use of Surrogate Consumers for Financial Decision Making, *Journal of Professional Services Marketing*, 7(2), pp.167-182.
- Tajfel, H., and Turner, J. C., (1979), An Integrative Theory of Intergroup Conflict. In S. Worchel & W. Austin (Eds.), *The Social Psychology Of Intergroup Relations*: pp.33-48. *Pacific Grove, CA: Brooks/Cole*.
- Torchia, M., Calabrò, A., and Huse, M., (2011), Women Directors on Corporate Boards: From Tokenism to Critical Mass, *Journal of Business Ethics*, 102, pp.299-317.
- Wang, D., H. M., Choi, and C. G., Jeon, (2020), The Impact of Female TMT Participation on the Firm Value of Chinese-listed Companies, *The Journal of International Trade & Commerce*, 16(2), pp.475-490.
- Yang, C. H., (2003), The Business Competency and Female Leadership, *Korean Corporation Management Review*, 10(2), pp.139-168.
- Zhang, L., (2020), An Institutional Approach to Gender Diversity and Firm Performance, *Organization Science*, 31(2), pp.439-457.

- 
- The author Chan-gu Jeon is a Ph.D. candidate majoring in financial management at Chungnam National University and serves as a general manager of the Finance & Accounting Office of the Korea Land and Housing Corporation.
  - The author Hyangmi Choi is an associate professor at the school of Business of Chungnam National University. Her main research areas include international finance and corporate finance. She received a PhD in International Finance from Seoul National University.