

Effects of Agency Problems and Outside Monitors on the Participation of Female Directors on the Board of Directors

대리인문제와 외부감시주체가 여성의 이사회 참여에 미치는 영향

Sang Cheol Lee(First Author)

School of Business, Ewha Womans University
(sclee@ewha.ac.kr)

Yunkeun Lee(Corresponding Author)

College of Business Administration, Dongguk University-Seoul
(yunkeun69@gmail.com)

Chang Jin Moon(Co-Author)

Citibank
(cjmoon9448@naver.com)

.....

This study examines the effects of agency problems and outside monitors on the participation of female directors on the board of directors. Analyzing 3,540 non-financial firm-year data listed on the Korea Stock Exchange from 2014 and 2018, we find that women's participation on the board of directors increases in the case of non-owner managed firm with high agency problems between shareholders and managers. We also unveil that when the monitoring incentives of outside monitors such as outside directors, foreign investors and institutional investors increase, the participation of female directors on the board of directors is likely to increase. Furthermore, analyzing 368 non-financial firm-year data of female directors on the board of directors, we find that non-owner manager, affiliated firm of large business groups, the ratio of outside directors on the board of directors and the ownership of both foreign investors and institutional investors have a positive effects on the characteristics of female directors such as the existence of female outside directors, expertise, attendance rate and tenure. The test results of this study indicate that if either agency problems or monitoring incentives of outside monitors are higher, the participation of female directors on the board of directors is likely to increase.

Key Words: agency problem, outside monitors, the participation of female directors on the board, characteristics of female directors.

.....

Submission Date: 05. 13. 2021

Revised Date: (1st: 08. 02. 2021)

Accepted Date: 08. 03. 2021

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.

1. 서론

해외에서는 2000년대 중반부터 이사회들의 성별 다양성에 대한 이슈가 주목을 받기 시작했다. 그리고 유럽 국가를 중심으로 여성임원의 이사회 참여를 독려하기 위한 활동이 활발하게 이루어지고 있는 추세이다(Lim 2012). 2003년 세계 최초로 노르웨이가 공기업에 대해 여성임원 할당제를 시작했으며, 이후 여성임원 할당제는 네덜란드, 덴마크, 벨기에, 스페인, 슬로바니아, 이탈리아, 아일랜드, 오스트리아, 포르투갈, 핀란드, 프랑스 및 아이슬란드 등으로 확대되었다(Lee 2015). 2018년 미국 캘리포니아주 상장기업에 대해 여성이사를 이사회에 포함시키는 법안을 제정하였고, 2019년부터 시행 중에 있다.

여성의 이사회 참여로 인한 성별 다양성 이슈는 기업지배구조 개선과 맞물리면서, 실무적 및 학문적 관심을 받고 있다. 여성의 이사회 참여는 이사회들의 성별 다양성을 확대시켜, 다양한 관점의 의견을 제시하고 교환함으로써 이사회들의 합리적인 의사결정을 도모할 수 있다는 장점이 있다. 나아가 여성의 이사회 참여가 기업지배구조를 개선하는데 도움을 줄 수 있을 뿐만 아니라, 기업성과를 개선하는데 기여할 수 있다는 주장도 제시되고 있다(Kim & Hong 2015; Kang et al. 2018).

그러나 외국과 달리 한국은 여성의 이사회 참여가 매우 제한적이다. 크레디트스위스(Credit Suisse)가 2018년 말 기준으로 56개 국가의 3,000개 이상 기업의 임직원 30,000여명의 성비를 분석한 결과, 이사회 내 여성이사 비율의 평균값은 20.6%로 나타났다. 그러나 한국 기업의 이사회 내 여성이사 비율의 평균값은 3.1%로 나타나, 표본이 5개 이상인 39개 국가 가운데 가장 낮은 비율을 보이고 있다

(Kang 2019).

한국에서도 이사회 내 여성이사의 참여가 의무화 되는 제도가 시행될 예정이다. 2020년 1월 개정된 자본시장과 금융투자업에 관한 법률(자본시장법)이 동년 7월부터 시행됨에 따라, 2022년 8월부터 자산 2조원 이상 주권 상장법인인 이사회 이사 전원을 특정한 성의 이사로서만 구성할 수 없게 되었다. 2020년 1분기 사업보고서를 제출한 상장법인 2,148곳 가운데 이사회에 여성이사를 선임한 기업은 2019년 27개사에서 2020년 45개사로 증가했다. 그리고 이사회에 참여한 여성이사의 수는 2019년 28명에서 2020년 49명으로 증가했다(Lee 2020). 2020년 기준으로 이사회에서 여성이사가 차지하는 비율은 아직 4.2%에 불과한 실정이지만, 향후 여성의 이사회 참여의 법제화로 여성의 이사회 참여가 확대됨에 따라 이사회 내 여성이사의 비율은 점차 증가할 것으로 예상된다.

기업 이사회 여성의무화 제도의 도입으로 여성의 이사회 참여가 확대되는 상황에서 여성의 이사회 참여에 대한 실무와 학문적 관점에서 다양한 연구가 시행될 필요가 있다. 먼저 이사회 내 여성이사의 참여가 의무화되지 않은 기간을 대상으로, 여성을 이사회 구성원으로 선임한 기업의 특성을 파악해볼 필요가 있다. 어떤 특성을 가진 기업이 여성의 이사회 참여가 높은지를 살펴봄으로써, 여성의 이사회 참여에 대한 기업의 자발적 수요 요인을 파악할 수 있다. 여성의 이사회 참여에 대한 기업의 자발적 수요 요인을 파악하기 위해서는 이사회 내 여성이사의 참여가 의무화되지 않은 기간의 표본을 대상으로 분석을 실시할 필요가 있다.

여성이사에 대한 자발적 수요 요인에 대한 검증은 여성의 이사회 참여에 대한 연구의 출발점이 될 수 있다. 여성이사에 대한 자발적 수요 요인은 여성이

사의 이사회 참여로 인한 효과와 여성이사의 이사회 참여로 인한 효과에 영향을 미칠 수 있는 요건을 파악하는데 도움을 줄 수 있다. 따라서 기업 이사회 여성의무화 제도의 효과성을 검증하기 위한 근거가 될 수 있다.

본 연구에서는 이러한 연구기회에 착안하여 기업 이사회 여성의무화 제도가 도입되기 이전부터 자발적으로 여성이사를 이사회에 참여시킨 기업을 대상으로 대리인문제 및 외부감시주체가 여성의 이사회 참여에 미치는 효과를 실증적으로 검증한다.¹⁾ 기업의 대리인문제 및 외부감시주체의 감시유인에 따라 이사회 내의 여성이사에 대한 자발적 수요가 달라질 수 있다. 그러므로 자발적으로 여성을 이사회에 참여시킨 기업과 그렇지 않은 기업을 비교함으로써, 여성의 이사회 참여에 영향을 미치는 대리인문제 및 외부감시주체를 통한 감시유인을 검증한다. 또한 자발적으로 여성을 이사회에 참여시킨 기업을 대상으로 대리인문제 및 외부감시주체가 이사회에 참여한 여성이사의 특성에 미치는 효과를 검증한다.

2014년에서 2018년까지 한국거래소 유가증권시장에 상장된 비금융기업 가운데 3,540개 기업-년 자료를 분석한 결과, 주주와 경영자 사이의 대리인 문제가 높은 비소유경영자기업인 경우 여성의 이사회 참여가 높아지는 것으로 나타났다. 또한 이사회에서 사외이사가 차지하는 비율, 외국인투자자지분을 그리고 기관투자자지분율과 같이 외부감시주체의 감시유인이 큰 경우, 여성의 이사회 참여가 높아지는 것으로 나타났다. 한편, 여성이사를 도입한 368개 기업-년 자료를 대상으로 분석을 실시한 결과, 비소유경영자인 경우, 대규모기업집단의 계열사인 경우,

사외이사비율, 외국인투자자지분율 및 기관투자자지분율이 여성 사외이사 여부, 여성이사 전문성, 여성이사 재임기간 및 여성이사 이사회 참석률에 유의적인 양의 영향을 미치는 것으로 나타났다. 이러한 결과는 대리인문제가 심하거나 외부감시주체의 감시유인이 높은 경우, 이사회에 참여한 여성이사의 감시 능력과 유인이 높다는 것을 나타낸다.

본 연구는 다음과 같은 순서로 구성되었다. 제II장에서는 선행연구를 검토하고 연구가설을 설정한다. 제III장에서는 연구방법으로 표본선정, 변수 정의와 측정 그리고 연구모형 등에 대해 기술한다. 제IV장에서는 여성의 이사회 참여에 영향을 미치는 요인을 파악하고, 이러한 요인이 이사회에 참여한 여성이사의 특성에 미치는 효과를 검증한다. 제V장은 결론으로 연구의 주요 결과를 정리한 후, 향후 연구 방향을 제시한다.

II. 선행연구검토 및 가설설정

이사회에 참여한 여성이사는 다양한 시각과 독창적인 아이디어를 이사회에 제공할 수 있다. 또한 여성의 이사회 참여로 남성 위주의 의사결정에서 나타나는 한계점을 보완하고, 균형 있는 의사결정을 도출할 수 있다는 장점이 있다(Hampel 1998). 따라서 여성의 이사회 참여로 인해 이사회 구성원들 사이에 상호관계가 증가되어, 이사회가 경영자의 기회주의적 행위를 감시하는데 기여 할 수 있다(Huse & Solberg 2006; Adams & Ferreira 2009;

1) 기업 이사회 여성의무화 제도가 도입되기 이전부터 자발적으로 여성이사를 이사회에 참여시킨 기업은 2022년 8월 시행될 이사회 내 여성이사의 참여가 의무화되기 이전의 표본이라는 뜻이다.

Terjesen et al. 2009; Nekhili & Gatfaoui 2013). 그리고 여성의 이사회 참여로 인한 이사회 의 효과성은 기업지배구조를 개선하고 경영성과를 향상시킬 수 있다(Marinova et al. 2016).

대리인문제와 외부감시주체의 감시유인에 따라 이 사회의 여성이사에 대한 자발적 수요가 달라질 수 있기 때문에, 대리인문제 및 외부감시주체가 여성의 이사회 참여에 영향을 미칠 수 있다. 대리인문제는 주주와 비소유경영자 사이의 대리인문제 그리고 소액주주와 지배주주 사이의 대리인문제로 구분할 수 있다. 그리고 외부감시주체의 감시유인은 여성사의 이사 비율, 외국인투자자지분을 및 기관투자자 지분율로 파악할 수 있다.

소유와 경영이 분리됨에 따라 등장한 비소유경영자가 경영하는 기업인 경우, 비소유경영자가 사적 이익을 추구하는 과정에서 주주의 이익을 훼손시키는 주주와 비소유경영자 사이의 대리인문제가 발생할 가능성이 높아진다(Berle & Means 1932; Jensen & Meckling 1976). 그런데 경영자가 주식을 보유함으로 인해 경영자와 주주의 이해가 일치하게 되면, 주주와 경영자 사이의 대리인문제가 완화될 수 있다. 그러므로 소유경영자가 경영하는 기업보다 비소유경영자가 경영하는 기업에서 주주와 경영자 사이의 대리인문제가 크게 나타날 수 있다(Ang et al. 2000; Lee & Kim 2009; Shin & Byun 2002). 따라서 비소유경영자가 경영하는 기업인 경우 비소유경영자에 대한 감시의 필요성이 커지기 때문에, 여성의 이사회 참여에 대한 수요가 증가할 수 있다.

가설 1-1: 소유경영자인 경우보다 비소유경영자인 경우, 여성의 이사회 참여가 높아진다.

대규모 기업집단의 계열사들은 동일한 지배주주의

영향력 하에 놓인 경제조직으로, 피라미드형 주식소유와 계열사 간 순환출자로 연결되어 있다. 피라미드형 주식소유로 대규모 기업집단의 지배주주는 상대적으로 적은 지분을 투자하여 대규모 기업집단 전체를 효과적으로 통제할 수 있게 된다. 또한 기업의 소유권을 수평적으로 보유하는 계열사 간 순환출자로 대규모 기업집단의 지배주주는 피라미드형 주식소유로 얻은 지배권을 강화시킬 수 있다.

이처럼 피라미드형 주식소유와 계열사 간 상호출자를 이용하여 적은 소유권으로 개별 전체에 대해 통제권을 강화할 수 있는 대규모 기업집단 지배주주와 개별기업에 투자한 소액주주 사이의 이해가 상충함에 따라 나타나는 대리인문제가 있을 수 있다. 대규모 기업집단의 지배주주는 계열사의 부를 이전시키는 터널링(tunneling)은 물론 부실계열사를 지원하는 프라핑(propping)과 같은 방법을 사용하여, 소액주주의 부를 훼손하면서 자신의 사적 이익을 추구할 수 있다(Bae et al. 2002; Friedman et al. 2003; Johnson et al. 2000). 이러한 소액주주와 지배주주 사이의 대리인문제로 인해 대규모 기업집단에 소속된 계열사인 경우, 경영자에 대한 감시유인이 높아질 수 있기 때문에, 여성의 이사회 참여에 대한 수요가 증가할 수 있다.

가설 1-2: 대규모기업집단에 소속된 계열사의 경영자인 경우, 여성의 이사회 참여가 높아진다.

외부감시주체의 감시유인을 사외이사의 이사회 참여, 외국인투자자 그리고 기관투자자의 지분 참여를 통한 감시로 구분해볼 수 있다. 외부감시주체의 감시유인과 여성의 이사회 참여에 대한 수요 사이에는 대체 또는 보완관계가 있을 수 있다. 대체관계로 보

는 관점에서는 외부감시주체의 감시유인이 대리인문제를 감소시키기 때문에, 여성의 이사회 참여에 대한 수요가 낮아질 수 있다고 본다. 반면, 보완관계로 보는 관점에서는 외부감시주체의 감시유인이 높은 경우, 여성의 이사회 참여에 대한 수요가 높아진다고 판단한다.

외부감시주체의 감시유인과 여성의 이사회 참여에 대한 수요 사이의 관계가 보완 또는 대체관계인지에 대해 직접적인 검증을 실시한 연구는 찾아보기 어려운 실정이다. 다만, 외부감시주체의 감시유인이 외부감사인 선임과 외부감사보수 결정 그리고 감사위원회의 감시에 미치는 영향에 대한 실증연구에서는 주로 둘 사이의 관계가 보완관계에 있다는 결과를 보고하고 있다(Shleifer and Vishny 1997; Carcello et al. 2002; Lee et al. 2018; Yoon and Lee 2017). 따라서 본 연구에서는 외부감시주체의 감시유인과 여성의 이사회 참여에 대한 수요를 보완관계로 파악하고 가설을 설정하였다.

사외이사가 이사회에 참여하는 경우, 경영자에 대한 감시유인이 커질 수 있다. 사외이사는 향후 노동시장에서 전문적인 감시인으로서의 명성을 유지하기 위해, 경영자를 효과적으로 감시할 유인을 가지고 있다(Fama 1980; Fama & Jensen 1983). 이사회 내에서 사외이사가 차지하는 비중이 증가할수록 이사회는 독립성이 높아지기 때문에(Beasley & Salterio 2001; Klein 2002), 이사회가 주주의 이해를 대신하여 경영자가 사적이익을 추구하지 못하도록 감시할 가능성이 높아진다(Fama 1980; Fama & Jensen 1983).

이사회에서 사외이사가 차지하는 비중이 높아지면, 경영자의 부당한 의사결정을 저지할 수 있는 힘이 강화된다(Beasley & Salterio 2001; Klein 2002). 따라서 경영자에 대한 감시와 통제가 쉬워지고, 기

업가치도 높아질 수 있다(Core et al. 1999; Hill & Snell 1988; Pearce & Zahra 1992; Yermack 1996), 이러한 선행연구 결과로부터 이사회에서 사외이사가 차지하는 비중이 높아지면, 이사회는 경영자에 대한 감시유인이 커지는 것으로 볼 수 있다(Weisbach 1988). 그러므로 이사회에서 사외이사가 차지하는 비율이 높아지면, 여성의 이사회 참여에 대한 수요가 높아질 수 있다.

가설 2-1: 사외이사비율이 높은 경우, 여성의 이사회 참여가 높아진다.

외국인투자자는 투자한 기업의 경영자를 감시할 유인이 높다고 볼 수 있다(Huang & Zhu 2015; Okubo et al. 2017; Siegel 2007). 2021년 1월 기준으로 한국 주식시장에서 외국인투자자가 차지하는 시가총액 비중은 31.6%에 달하며, 유가증권시장의 경우 36.5% 그리고 코스닥시장은 10.1%이다. 한국 자본시장에서 외국인투자자가 차지하는 비중은 이웃인 대만과 일본은 물론 미국과 비교해볼 때에도 매우 높은 수준이다. 이처럼 한국 자본시장에서 외국인투자자가 차지하는 위상과 함께, 외국인투자자는 동일한 지배주주의 영향력 하에 있는 대규모기업집단의 관계회사가 아니다. 그러므로 외국인투자자는 독립적인 입장에서 투자한 회사의 경영자에 대한 감시유인이 크다고 볼 수 있다(Lee et al. 2018).

대규모지분을 투자한 외국인투자자는 외부대주주로서 경영자에 대한 감시유인을 갖추고 있을 뿐만 아니라, 감시비용을 부담할 수 있는 능력도 갖추고 있다(Cheng et al. 2017; Cronqvist & Fahlenbrach 2009). 또한 대규모지분을 투자한 외국인투자자는 기업의 내부 정보에 대한 접근이 용

이하기 때문에, 경영자를 효과적으로 감시할 수 있는 여건을 갖추고 있다(Barclay & Holderness 1991). 이처럼 한국 자본시장에서 대규모지분을 투자한 외국인투자자는 투자한 회사의 경영자를 독립적인 입장에서 감시할 유인을 갖추고 있을 뿐만 아니라, 감시비용을 부담할 수 있는 능력과 효과적인 감시를 위한 여건을 갖추고 있다고 볼 수 있다(Lee 2015; Lee & Kim 2009). 그러므로 외국인투자자의 지분율이 높아지는 경우 외국인투자자는 경영자를 효과적으로 감시하기 위해, 여성의 이사회 참여에 대한 수요가 높아질 것으로 예상할 수 있다.

가설 2-2: 외국인투자자의 지분율이 높은 경우, 여성의 이사회 참여가 높아진다.

기관투자자가 한국 자본시장에서 차지하는 비중도 지속적으로 증가되고 있으며, 기관투자자 역할을 강화하기 위한 제도적 여건도 정비되고 있다. 기관투자자는 소액주주보다 많은 금액을 투자하기 때문에, 기관투자자가 투자한 기업의 성과는 기관투자자의 보상은 물론 주식 처분에 큰 영향을 미치게 된다. 따라서 기관투자자는 투자한 회사의 경영자에 대한 감시유인이 크다고 볼 수 있다(Gugler et al. 2008; Jiambalvo et al. 2002).

대규모지분을 투자한 기관투자자는 외부대주주로서 경영자에 대한 감시유인을 갖추고 있을 뿐만 아니라, 기업 내부정보에 대한 접근이 용이하고 감시비용을 부담할 수 있는 능력을 갖추고 있다. 또한 대규모지분을 투자한 기관투자자는 기업의 내부 정보에 대한 접근이 용이하기 때문에, 경영자를 효과적으로 감시할 수 있는 여건을 겸비하고 있다(Grossman & Hart 1980; Shleifer & Vishny 1986). 그러므로 기관투자자의 지분율이 높아지면, 경영자를 효

과적으로 감시하기 위해 여성의 이사회 참여에 대한 기관투자자의 수요가 높아질 것으로 예상할 수 있다.

가설 2-3: 기관투자자의 지분율이 높은 경우, 여성의 이사회 참여가 높아진다.

III. 연구 방법

3.1 표본선정

2014년부터 2018년까지 한국거래소에 상장된 비금융기업 중에서 관리종목에 해당하는 기업과 자본잠식 기업을 제외한 3,540개 기업-년 자료를 표본으로 선정하였다. 2013년 11월 금융감독원에 제출하는 정기공시 항목인 임원 현황표에 임원의 성별 표시를 의무화하는 공시서식이 변경되었기 때문에, 임원의 성별을 정확하게 구분할 수 있는 2014년부터 자료를 수집하였다. 금융업에 해당하는 기업의 회계 원칙과 재무자료의 속성은 비금융업에 해당되는 기업과 상이하기 때문에, 금융기업을 표본에서 제외하였다. 관리종목에 해당하는 기업과 자본이 잠식된 기업은 그렇지 않은 기업에 비해 연구에 사용한 변수 값이 다르기 때문에 표본에서 제외하였다. 실증분석 결과의 왜곡을 방지하기 위해, 1% 수준에서 표본의 극단치(outlier)를 조정(winsorization)하였다.

금융감독원 전자공시시스템에 공시된 사업보고서를 검토하여, 본 연구의 종속변수인 여성의 이사회 참여여부와 여성이사의 특성을 수작업으로 수집하였다. 본 연구의 독립변수인 기업의 소유 및 지배구조는 한국신용평가(주)의 KIS-VALUE와 한국상장회사협의회 TS-2000, 그리고 국내 한 증권회사를

통해 입수한 자료를 이용하여 수집하였다.²⁾ 그리고 통제변수로 사용한 재무제표 자료는 에프앤가이드와 KIS-VALUE를 이용하여 수집하였다. 분석에 사용된 표본의 연도 및 산업별 분포를 <Table 1>에 제시하였다.

<Table 1>에서 전체 표본수는 3,540개 기업-년이다. 표본을 14개 산업으로 구분하였고, 표본에서

제조업이 차지하는 비중은 65.1%, 전문, 과학 및 기술서비스업이 차지하는 비중은 8.9% 그리고 도매 및 소매업이 차지하는 비중은 8.6%로 나타나, 제조업에 속한 표본이 가장 높은 비율을 차지하고 있다. <Table 1>에서 살펴보는 바와 같이 이사회에 참여하는 여성이사의 수가 매년 증가하고 있는 것을 알 수 있다.

<Table 1> 표본의 연도 및 산업별 분포

구 분	2014년		2015년		2016년		2017년		2018년		합
	여성 이사 보유 기업	여성 이사 미보유 기업	여성 이사 보유 기업	여성 이사 미보유 기업	여성 이사 보유 기업	여성 이사 미보유 기업	여성 이사 보유 기업	여성 이사 미보유 기업	여성 이사 보유 기업	여성 이사 미보유 기업	
농업, 임업 및 어업	2	2	1	3	1	3	1	3	1	3	20
광업	0	2	0	2	0	2	0	2	0	2	10
제조업	23	438	46	415	51	410	57	404	68	393	2,305
전기, 가스, 증기 및 수도 사업	0	10	1	9	1	9	1	9	4	6	50
건설업	1	29	1	29	1	29	2	28	2	28	150
도매 및 소매업	3	58	7	54	7	54	6	55	8	53	305
운수업	2	22	2	22	1	23	0	24	0	24	120
숙박 및 음식점업	0	2	0	2	0	2	0	2	0	2	10
출판, 방송통신 및 정보 서비스업	1	34	3	32	4	31	4	31	5	30	175
부동산 및 임대업	0	5	0	5	0	5	0	5	0	5	25
전문, 과학 및 기술 서비스업	2	61	6	57	7	56	8	55	11	52	315
사업시설관리 및 사업지원 서비스업	1	4	1	4	2	3	1	4	1	4	25
교육 서비스업 및 기타개인 서비스업	0	2	0	2	0	2	0	2	0	2	10
예술, 스포츠 여가관련 서비스업	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	20
계	37	671	70	638	77	631	82	626	102	606	3,540

2) 국내 한 대형 증권사의 리서치부문의 협조로 기관투자자 자료를 입수하였다. 입수한 기관투자자 자료에 기초하여 t연도 말 현재 피투자회사에 투자한 기관투자자 지분현황을 집계한 후, 기관투자자지분율을 측정하였다.

3.2 변수의 정의와 측정

3.2.1 종속변수 정의 및 측정

종속변수인 여성의 이사회 참여여부 그리고 여성 이사의 특성인 여성이사의 사외이사여부, 여성이사 전문성, 여성이사 재임기간 및 여성이사 이사회 참석률을 측정하기 위해, 2014년부터 2018년까지 5년 동안 금융감독원 전자공시시스템의 사업보고서 “VIII. 임원 및 직원 등에 관한 사항”의 “1. 임원 및 직원의 현황”에서 해당 기업 임원의 성별 및 등기 여부를 수작업으로 검색하였다. 여성의 이사회 참여여부는 이사회에 참여하는 여성이사가 존재하는 기업인 경우 1, 그렇지 않으면 0의 값을 부여하여 측정하였다(Srinidhi et al. 2011; Kim & Hong 2015).

여성이사는 법과 규칙을 준수하고 의사결정 과정에서 위험을 줄이며 주의를 기울이는 성향이 남성이사보다 크기 때문에, 여성이사가 남성이사보다 감시 수준이 높다는 주장이 있다(Barua et al. 2010). 그리고 경영자와 독립적인 사외이사가 사내이사보다 경영자를 효과적으로 감시할 수 있다(Menon & Williams 1994).

여성이사의 독립성은 여성이사의 사외이사 여부로 정의하였다. 이사회에 참석하는 여성이사의 특성 가운데 여성이사의 사외이사 여부는 여성이사가 사외이사인 경우 1, 아니면 0의 값을 부여하여 측정하였다.

여성이사의 전문성은 전문가자격증 보유여부와 학력으로 정의하였다. 여성이사의 전문성 여부는 여성이사가 전문가자격증(변호사, 공인회계사, 세무사 등) 및

석사 학위 이상을 취득한 경우 1의 값을 부여하고, 그렇지 않은 경우 0의 값을 부여하여 측정하였다(Ban 2015; Lim et al. 2014; Ha & Lee 2014).

여성이사의 재임기간은 여성이사가 이사회의 일원으로 참여한 재임기간으로 정의하였다. 여성이사 재임기간은 금융감독원 전자공시시스템의 사업보고서 “VIII. 임원 및 직원 등에 관한 사항”의 “1. 임원 및 직원의 현황”에서 수집한 재직일자에서 기준연도 말일까지 일수를 계산한 후, 연 단위로 환산하였다(Barker & Muller 2002; Song & Shin 2017).

여성이사 이사회 참석률은 금융감독원 전자공시시스템의 사업보고서 “VI. 이사회 등 회사 기관에 관한 사항”의 “1. 이사회에 관한 사항”을 참조하여 여성이사가 이사회에 참석한 횟수를 수집하였다. 여성이사가 이사회에 참석한 횟수를 이사회전체회의 개최수로 나누어 계산하였다(Xie et al. 2003; Choi et al. 2013).³⁾

3.2.2 독립변수 정의 및 측정

여성의 이사회 참여여부와 여성이사의 특성에 영향을 미치는 변수로 소유경영자여부, 대규모 기업집단 소속 경영자여부, 사외이사비율, 외국인투자자지분율 및 기관투자자 지분율을 선정하였다. 최고경영자의 직명은 대표이사 회장, 대표이사 부회장, 대표이사 사장, 대표이사, 사장 또는 회장 등으로 다양하다. NICE 평가정보(주)의 기업정보포털인 KisLine에서는 등기임원뿐만 아니라 대표이사가 2인 이상인 공동대표의 경우에도 기업 내 직급순위를 부여하고 있다. 따라서 본 연구에서는 KisLine에서 기업 내 직급순위가 가장 높은 사람을 최고경영자로 정의하

3) 2017년까지는 사내이사의 이사회 참석내역이 공시되지 않아, 여성이사 이사회 참석률을 사외이사의 참석률로 측정하였다. 2018년부터는 사내 및 사외이사의 이사회 참석내역이 공시되어, 사내 및 사외이사의 참석률로 여성이사의 이사회 참석률을 측정하였다.

었다. 비소유경영자여부는 해당기업의 최고경영자가 설립자 또는 그 친인척이거나 경영자 지분율이 5% 이상이 아닌 경우 비소유경영자로 구분하여 1의 값을 두고, 그렇지 않은 경우 소유경영자로 구분하여 0의 값을 부여하였다(Shin & Chang 2003).

대규모 기업집단에서 구조조정본부, 기획조정실 및 회장실 등과 같은 기업집단의 본부는 법적인 실체가 있는 것은 아니지만, 기업집단 내의 계열사를 실질적으로 통제하는 기구로써 계열사의 경영자를 실질적으로 감시하는 역할을 수행한다(McNeil et al. 2002; Kim et al. 2005). 대규모 기업집단 소속 경영자여부는 자산총액을 기준으로 공정거래위원회에서 지정한 대규모 기업집단 소속회사 현황을 참조하여 더미변수로 구분하였다. 표본기업이 대규모 기업집단에 소속된 계열사이면 1의 값을, 그렇지 않으면 0의 값으로 측정하였다(Lee & Yoon 2017).

전문적인 감시인으로서의 명성을 유지하기 위해, 사외이사는 사내이사보다 경영자를 효과적으로 감시할 유인을 가지고 있다(Fama 1980; Fama & Jensen 1983). 그러므로 이사회에서 사외이사가 차지하는 비중이 높아지면, 이사회는 독립성이 강화되고 이사회가 경영자의 부당한 의사결정을 효과적으로 감시할 수 있다(Menon & Williams 1994). 사외이사비율은 사외이사수를 등기이사수로 나눈 값으로 측정하였다(Beasley 1996; Klein 2002).

외국인투자자는 자신들이 투자한 기업의 주주로서 이익을 극대화하기 위하여, 피투자기업의 경영자를 보다 적극적으로 감시할 유인이 있다(Rajgopal et al. 1999; Kim 2004; Park et al. 2009). 피투자기업 경영자에 대한 외국인투자자의 감시유인은 외국인투자자의 지분율이 높을수록 커지는 것으로 볼 수 있다. 따라서 외국인투자자지분율은 외국인투자자가 보유하고 있는 주식의 수를 유통주식수로 나

누어 측정하였다.

기관투자자는 대규모 투자로 투자가치를 높이기 위해, 피투자기업의 경영자를 적극적으로 감시할 유인을 가지고 있다(Shleifer & Vishny 1997; Cho 2016). 또한 피투자기업의 내부정보에 접근이 용이하고 개인투자자보다 정보수집과 분석능력이 뛰어나, 경영자를 효과적으로 감시할 수 있는 여건을 갖추고 있다. 기관투자자의 지분율이 높을수록, 피투자기업 경영자에 대한 기관투자자의 감시유인이 커진다고 볼 수 있다. 기관투자자 지분율은 기관투자자가 보유하고 있는 주식의 수를 유통주식수로 나눈 값으로 측정하였다.

3.2.3 통제변수 정의 및 측정

독립변수인 기업의 대리인문제 및 외부감시주체 변수이외에 여성의 이사회 참여여부와 여성이사의 특성에 영향을 미치는 기업규모, 부채비율, 서비스 업종여부, 산업더미와 연도더미를 모형에 통제변수로 고려하였다. 기업규모가 커질수록 소유가 분산되기 때문에, 대리인문제의 발생가능성이 높아진다(Berle & Means 1932; Jensen & Meckling 1976). 그러므로 기업규모가 커질수록 경영자에 대한 감시유인이 높아질 수 있기 때문에, 여성의 이사회 참여가능성이 높아질 수 있다. 따라서 기업규모가 여성의 이사회 참여와 여성이사의 특성에 미치는 영향을 통제하기 위하여, 총자산에 자연로그를 취하여 측정된 값을 통제변수로 선정하였다.

부채를 사용하는 정도가 높아지면 채권자의 원금회수와 이자지급이 제한될 수 있기 때문에, 경영자에 대한 채권자의 감시유인이 커질 수 있다(Choi et al. 2003). 반면 경영자가 법인세 절감을 통해 자본비용을 낮추고(Modigliani & Miller 1963), 기업

의 낙관적인 전망을 신호하기 위해 부채를 사용하는 경우에는, 경영자에 대한 채권자의 감시유인이 낮아질 수도 있다(Ross1977). 부채비율은 부채총액을 총자산으로 나누어 측정하였다(Shin & Byun 2002; Labelle et al. 2010).

제조업에 비해 서비스업에서 여성의 참여가 높기 때문에, 여성의 이사회 참여도 높을 것으로 예상된다(Ministry of Gender Equality and Family 2019). 따라서 기업이 속한 산업의 서비스업종 여부가 해당기업의 여성의 이사회 참여에 미치는 영향을 통제하기 위해, 서비스업종여부를 통제변수로 모형에 추가하였다. 서비스업종 여부는 한국 표준산업분류코드(KSIC-9) 대분류에 의한 산업 가운데 서비스업종(산업분류코드 앞자리 : J, N, P, R, S)에 해당하는 경우 1, 아니면 0으로 측정하였다. 그리고 산업의 특성 차이 및 경제적 환경변화 등 전반적 시장상황을 통제하기 위해, 산업더미와 연도더미를 통제변수로 모형에 고려하였다.

3.3 연구모형 설정

대리인문제 및 외부감시주체가 여성의 이사회 참여에 미치는 영향을 살펴보기 위해, <모형 1>과 같은 로지스틱 회귀분석(Logistic Regression) 모형을 설정하였다. <모형 1>에서 종속변수는 여성의 이사회 참여여부이며, 독립변수는 대리인문제 및 외부감시주체의 감시유인을 나타내는 비소유경영자여부, 대규모 기업집단에 소속된 경영자 여부, 이사회의 사외이사비율, 외국인투자자지분율 그리고 기관투자자 지분율이다. 독립변수 이외에 종속변수인 여성의 이사회 참여 여부에 미치는 효과를 통제하기 위해, 기업규모, 부채비율 그리고 서비스업종 여부를 통제변수로 선정하였다. 산업의 특성 차이 및 경제적 환

경변화 등 전반적인 시장상황을 통제하기 위해, 산업더미와 연도더미를 통제변수로 모형에 고려하였다.

<모형 1>은 3,540개 전체 표본을 대상으로 검증된다. <모형 1>에서 대리인문제 및 외부감시주체의 감시유인을 나타내는 비소유경영자여부, 대규모 기업집단에 소속된 경영자여부, 이사회의 사외이사비율, 외국인투자자지분율 그리고 기관투자자 지분율은 여성의 이사회 참여여부에 유의적인 양의 영향을 미칠 것으로 예상된다.

<모형 1>

$$\begin{aligned} \text{여성의 이사회 참여여부} = & \alpha + \beta_1 \text{비소유경영자여부} \\ & + \beta_2 \text{대규모기업집단 소속 경영자여부} \\ & + \beta_3 \text{사외이사비율} + \beta_4 \text{외국인투자자지분율} \\ & + \beta_5 \text{기관투자자지분율} + \beta_6 \text{기업규모} \\ & + \beta_7 \text{부채비율} + \beta_8 \text{서비스업종여부} \\ & + \beta_9 \text{산업더미} + \beta_{10} \text{연도더미} + \varepsilon \end{aligned}$$

여기에서,

여성의 이사회 참여여부: 여성이 이사회에 참여하는 경우 1, 아니면 0,

비소유경영자여부: 해당기업의 최고경영자가 설립자, 그 친인척 그리고 경영자 지분율이 5%이상인 경우 1, 아니면 0,

대규모기업집단 소속 경영자여부: 자산총액을 기준으로 공정거래위원회가 지정한 대규모기업집단에 소속된 계열사인 경우 1, 아니면 0,

사외이사비율: 이사회 내의 사외이사수 / 등기이사수,
외국인투자자지분율: 외국인투자자가 보유한 주식의 수 / 유통주식수,

기관투자자지분율: 기관투자자가 보유한 주식의 수 / 유통주식수,

기업규모: 총자산에 자연로그를 취한 값,

부채비율: 부채총액/총자산,

서비스업종여부: 한국 표준산업분류코드(KSIC-9) 대분류에 의한 산업 중 서비스업종 (산업분류코드 앞

자리: J, N, P, R, S)에 해당하는 경우 1, 아니면 0,

산업더미: 해당산업에 소속된 기업인 경우 1, 아니면 0.

연도더미: 해당년도이면 1, 아니면 0

〈모형 2〉는 대리인문제 및 외부감시주체가 이사회에 참여한 여성이사의 특성에 미치는 영향을 검증하기 위한 최소자승회귀분석(Ordinary Least Square Regression) 모형이다. 〈모형 2〉에서 종속변수는 여성이사의 특성을 나타내는 여성이사의 사외이사여부, 전문성, 재임기간 그리고 이사회 참석률이다. 독립변수는 대리인문제 및 외부감시주체의 감시유인인 비소유경영자여부, 대규모 기업집단 소속 경영자여부, 사외이사비율, 외국인투자자지분율 그리고 기관투자자 지분율이다. 독립변수 이외에 종속변수인 여성이사의 특성에 미치는 효과를 통제하기 위해 기업규모, 부채비율 그리고 서비스업종 여부를 통제변수로 선정하였다. 또한 산업 특성 차이 및 경제적 환경 변화 등 전반적 시장상황을 통제하기 위해, 산업더미와 연도더미를 통제변수로 모형에 고려하였다.

〈모형 2〉는 여성이 이사회에 참여하는 368개 표본을 대상으로 검증된다. 〈모형 2〉에서 비소유경영자여부, 대규모 기업집단 계열사 경영자여부, 사외이사비율, 외국인투자자지분율 및 기관투자자지분율은 여성이사의 사외이사여부, 전문성, 재임기간 및 이사회 참석률에 유의적인 양의 영향을 미칠 것으로 예상된다.

〈모형 2〉

$$\begin{aligned} \text{여성이사의 특성} &= \alpha + \beta_1 \text{비소유경영자여부} \\ &+ \beta_2 \text{대규모기업집단소속 경영자여부} \\ &+ \beta_3 \text{사외이사비율} + \beta_4 \text{외국인투자자지분율} \\ &+ \beta_5 \text{기관투자자지분율} + \beta_6 \text{기업규모} \end{aligned}$$

$$\begin{aligned} &+ \beta_7 \text{부채비율} + \beta_8 \text{서비스업종여부} \\ &+ \beta_9 \text{산업더미} + \beta_{10} \text{연도더미} + \varepsilon \end{aligned}$$

여기에서,

여성이사의 사외이사여부: 여성이사가 사외이사인 경우 1, 아니면 0,

여성이사 전문성: 여성이사가 전문 자격증(공인회계사, 세무사, 변호사 등) 및 석사학위 이상을 보유한 경우 1, 그렇지 않은 경우 0,

여성이사 이사회참석률: 여성이사의 이사회 참석횟수 / 이사회 전체 회의개최 횟수,

여성이사 재임기간: (기준 년도 말일 - 여성이사의 제직 시작일) / 365,

비소유경영자여부: 해당기업의 최고경영자가 설립자, 그 친인척 그리고 경영자 지분율이 5%이상이 아닌 경우 1, 아니면 0,

대규모기업집단 소속 경영자여부: 자산총액을 기준으로 공정거래위원회가 지정한 대규모기업집단에 소속된 계열사인 경우 1, 아니면 0,

사외이사비율: 이사회 내의 사외이사수 / 등기이사수,

외국인투자자지분율: 외국인투자자가 보유한 주식의 수 / 유통주식수,

기관투자자지분율: 기관투자자가 보유한 주식의 수 / 유통주식수,

기업규모: 총자산에 자연로그를 취한 값,

부채비율: 부채총액 / 총자산,

서비스업종여부: 한국 표준산업분류코드(KSIC-9) 대분류에 의한 산업 중 서비스업종 (산업분류코드 앞

자리: J, N, P, R, S)에 해당하는 경우 1, 아니면 0,

산업더미: 해당산업에 소속된 기업인 경우 1, 아니면 0.

연도더미: 해당년도이면 1, 아니면 0

IV. 실증분석

4.1 기술통계량 및 상관계수

4.1.1 기술통계량

본 연구모형을 검증하기 위해 사용된 변수들의 기술통계량을 <Table 2>에 제시하였다.

종속변수인 여성의 이사회 참여여부의 평균값은 0.104로, 전체 표본 3,540개 기업-년 가운데 368개 기업-년이 여성이사가 이사회에 참여한 표본이라

는 것을 의미한다. 여성이사의 사외이사여부에 대한 평균값은 0.329로, 여성이사가 존재하는 기업에서 여성이사가 사외이사인 경우가 121개 기업-년으로 32.9%로 해당됨을 알 수 있다. 여성이사 전문성의 평균값은 0.709로, 여성이사가 존재하는 기업에서 전문자격증(공인회계사, 세무사 및 변호사 등) 및 석사 학위 이상을 취득한 여성이사는 261개 기업-년으로 전체의 70.9%에 해당된다. 여성이사 이사회참석률의 평균값은 0.283로, 여성이사가 존재하는 기업에서 여성이사의 이사회참석률은 28.3%로 나타났다. 여성이사 재임기간의 평균값은 5.899년으로 여성이사는 해당 기업에 평균적으로 5.9년 정

<Table 2> 기술통계량

변수	평균값	중앙값	표준편차	최소값	최대값
여성의 이사회 참여여부	0.104	0	0.305	0	1
여성이사 사외이사여부	0.329	0	0.470	0	1
여성이사 전문성	0.709	0	0.454	0	1
여성이사 이사회참석률	0.283	0	0.426	0	1
여성이사 재임기간	5.899	3.900	5.358	0.500	24.8
비소유경영자여부	0.255	0	0.436	0	1
대규모기업집단소속경영자여부	0.261	0	0.436	0	1
사외이사비율	0.389	0.333	0.145	0	0.857
외국인투자자지분율	0.063	0.021	0.103	0	0.829
기관투자자지분율	0.120	0.065	0.140	0	0.654
기업규모	26.918	26.675	1.435	24.300	31.200
부채비율	0.392	0.395	0.220	0	0.927
서비스업종여부	0.065	0	0.246	0	1

여성의 이사회 참여여부: 여성이 이사회에 참여하는 경우 1, 아니면 0; 여성이사의 사외이사여부: 여성 이사가 사외이사인 경우 1, 아니면 0; 여성이사 전문성: 여성이사가 전문 자격증(공인회계사, 세무사, 변호사 등) 및 석사학위 이상을 보유한 경우 1, 그렇지 않은 경우 0; 여성이사 이사회참석률: 여성이사의 이사회 참석횟수/이사회 전체회의 개최수로 측정된 값; 여성이사 재임기간: (기준년도 말일 - 여성이사의 재직시작일) / 365 로 측정된 값; 비소유경영자여부: 해당기업의 최고경영자가 설립자, 그 친인척 그리고 경영자 지분율이 5%이상인 경우 1, 아니면 0; 대규모기업집단 소속 경영자여부: 자산총액을 기준으로 공정거래 위원회가 지정한 대규모기업집단에 소속된 계열사인 경우 1, 아니면 0; 사외이사비율: 이사회 내의 사외이사수/등기이사수로 측정된 값; 외국인투자자지분율: 외국인투자자가 보유한 주식의 수/유통주식수로 측정된 값; 기관투자자지분율: 기관투자자가 보유한 주식의 수/유통주식수로 측정된 값; 기업규모: 총자산에 자연로그를 취한 값; 부채비율: 부채총액/총자산으로 측정된 값; 서비스업종여부: 한국 표준산업분류코드(KSIC-9) 대분류에 의한 산업 중 서비스 업종(산업분류코드 앞자리: J, N, P, R, S)에 해당하는 경우 1, 아니면 0; 연도더미: 해당년도이면 1, 아니면 0; 산업더미: 해당산업에 소속된 기업인 경우 1, 아니면 0.

도 재직하고 있음을 의미한다.

독립변수인 비소유경영자여부의 평균값은 0.255로, 전체표본에서 비소유경영자 기업이 차지하는 비중이 25.5%임을 알 수 있다. 대규모기업집단 소속 경영자여부의 평균값은 0.261로 전체표본에서 대규모기업집단 소속 기업이 26.1%임을 알 수 있다. 사외이사비율의 평균값은 0.389이며, 중앙값은 0.333으로 나타났다. 외국인투자자지분율의 평균값과 중앙값은 각각 0.063과 0.021이다. 기관투자자지분율의 평균값과 중앙값은 각각 0.120과 0.065로 나타났다.

4.1.2 상관계수

변수들 사이의 피어슨 상관계수를 <Table 3>에 나타내었다. <Table 3>에서 살펴보는 바와 같이, 대규모기업집단 소속 경영자 여부는 여성의 이사회 참여 여부와 유의적인 음(-)의 상관관계를 갖는 반면, 비소유경영자여부, 사외이사비율 및 외국인투자자지분율은 여성의 이사회 참여 여부와 유의적인 양(+)의 상관관계를 갖는 것으로 나타났다. 여성이사의 특성 가운데 여성이사의 사외이사여부는 비소유경영자여부, 대규모기업집단 소속 경영자 여부, 사외이사비율, 외국인투자자지분율 및 기관투자자지분율과 유의적인 양(+)의 상관관계를 갖는 것으로 나타났다. 여성이사의 전문성은 비소유경영자여부, 사외이사비율, 외국인투자자과 유의적인 양(+)의 상관관계를 갖는 것으로 나타났다. 여성이사의 이사회참석률은 비소유경영자여부, 사외이사비율 및 외국인투자자지분율과 유의적인 양(+)의 상관관계를 갖는 것으로 나타났다. 여성이사 재임기간은 비소유경영자여부, 대규모기업집단소속경영자여부, 사외이사비율, 외국인투자자지분율 및 기관투자자지분율과 유의적인 양

(+)의 상관관계를 갖는 것으로 나타났다.

통제변수인 서비스 업종여부는 여성의 이사회 참여여부 및 여성이사의 특성 모두와 유의적인 양(+)의 상관관계를 나타내었다. 기업규모는 여성이사 사외이사 여부, 여성이사의 이사회 참석률 그리고 여성이사 재임기간과 유의적인 양(+)의 상관관계를 나타내었다. 그리고 부채비율은 여성이사의 이사회 참석률과 유의적인 음(-)의 상관관계를 나타내었다.

4.2 대리인문제 및 외부감시주체가 여성의 이사회 참여에 미치는 영향

대리인문제 및 외부감시주체가 여성의 이사회 참여에 미치는 영향을 로지스틱 회귀분석(Logistic regression)방법으로 검증한 결과를 <Table 4>에 제시하였다. <Table 4>의 <패널 A>에서 살펴보는 바와 같이, 비소유경영자여부는 여성의 이사회 참여에 유의적인 양(+)의 영향을 미치는 것으로 나타났다. 비소유경영자가 경영하는 기업은 소유경영자가 경영하는 기업보다 주주와 경영자 사이의 대리인문제가 크게 나타날 수 있기 때문에, 비소유경영자에 대한 감시유인이 커질 수 있다. 그러므로 비소유경영자인 경우, 여성의 이사회 참여에 대한 수요가 높아질 수 있다. 이러한 검증결과는 가설 1-1을 지지하는 것으로 볼 수 있다.

<Table 4>의 <패널 B>에서 대규모 기업집단 소속 경영자여부는 여성의 이사회 참여에 유의적인 영향을 미치지 않는 것으로 나타났다. 이러한 결과는 여성의 이사회 참여에 대한 수요가 대규모 기업집단에 소속된 기업과 대규모 기업집단에 소속되지 않은 기업 간에 차이가 없다는 것을 의미한다. 그러나 여성이 이사회에 참여한 기업을 대상으로 분석을 실시할 경우, 대규모 기업집단 소속 경영자여부가 여성이사

〈Table 3〉 상관관계

	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
1. 여성의 이사회 참여 여부	1												
2. 여성이사 사외이사 여부	0.552 (***)	1											
3. 여성이사 전문성	0.826 (***)	0.564 (***)	1										
4. 여성이사 이사회 참석률	0.734 (***)	0.699 (***)	0.631 (***)	1									
5. 여성이사 재임기간	0.533 (***)	0.965 (***)	0.539 (***)	0.676 (***)	1								
6. 비소유경영자여부	0.093 (***)	0.141 (***)	0.111 (***)	0.102 (***)	0.131 (***)	1							
7. 대규모기업집단소속 경영자여부	-0.047 (***)	0.068 (***)	0.011	0.007	0.070 (***)	0.097 (***)	1						
8. 사외이사비율	0.082 (***)	0.123 (***)	0.048 (***)	0.035 (**)	0.124 (**)	0.004 (**)	0.427 (***)	1					
9. 외국인투자자지분율	0.058 (***)	0.069 (***)	0.065 (***)	0.050 (***)	0.080 (***)	0.056 (***)	0.123 (***)	0.161 (***)	1				
10. 기관투자자지분율	-0.003	0.061 (***)	0.008	0.020	0.074 (***)	0.021	0.329 (***)	0.226 (***)	0.421 (***)	1			
11. 기업규모	-0.002	0.121 (***)	0.021	0.041 (**)	0.129 (***)	0.052 (***)	0.588 (***)	0.494 (***)	0.309 (***)	0.519 (***)	1		
12. 부채비율	-0.046 (**)	-0.010	-0.024	-0.036 (**)	-0.015	0.075 (***)	0.112 (***)	0.078 (***)	-0.138 (***)	-0.061 (***)	0.134 (***)	1	
13. 서비스업종여부	0.034 (**)	0.051 (***)	0.061 (***)	0.081 (***)	0.045 (***)	0.061 (***)	0.094 (***)	0.029 (*)	0.034 (**)	0.038 (**)	-0.103 (***)	0.017	1

***, **, * : 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 유의적임을 나타냄. 변수에 대한 설명은 〈Table 2〉 참조

의 특성에 영향을 미치지 않는다는 것을 의미하는 것은 아니다. 따라서 여성이 이사회에 참여한 기업을 대상으로 대규모 기업집단 여부가 여성이사의 특성에 미치는 효과를 검증할 필요가 있다.

〈Table 4〉의 〈패널 C〉에서 이사회외 사외이사비율은 여성의 이사회 참여에 유의적인 양(+)의 영향을

미치는 요인으로 나타났다. 사외이사는 전문적인 감시인으로서의 명성을 유지하기 위해, 경영자를 효과적으로 감시할 유인을 가지고 있다. 따라서 이사회에서 사외이사가 차지하는 비중이 높아지면, 경영자에 대한 감시유인이 커진다고 볼 수 있다. 그러므로 이사회외 사외이사비중이 높아지면 여성의 이사

〈Table 4〉 대리인문제 및 외부감시주체가 여성의 이사회 참여에 미치는 영향

$$\begin{aligned} \text{여성의 이사회 참여여부} = & \alpha + \beta_1 \text{비소유경영자여부} + \beta_2 \text{대규모기업집단소속경영자여부} + \beta_3 \text{사외이사비율} \\ & + \beta_4 \text{외국인투자자지분율} + \beta_5 \text{기관투자자지분율} + \beta_6 \text{기업규모} + \beta_7 \text{부채비율} \\ & + \beta_8 \text{서비스업종여부} + \beta_9 \text{연도더미} + \beta_{10} \text{산업더미} + \varepsilon \end{aligned}$$

구분	예상 부호	종속변수: 여성의 이사회 참여여부									
		〈패널 A〉		〈패널 B〉		〈패널 C〉		〈패널 D〉		〈패널 E〉	
		추정 계수	z 값	추정 계수	z 값	추정 계수	z 값	추정 계수	z 값	추정 계수	z 값
상수	+/-	-1.146	-0.81	-0.845 (*)	-1.64	0.482	0.24	-0.064	-0.04	-0.868 (*)	-1.68
비소유경영자여부	+	0.608 (***)	5.02								
대규모기업집단소속경영자여부	+			0.207	0.94						
사외이사비율	+					0.726 (*)	1.67				
외국인투자자지분율	+							1.551 (***)	3.19		
기관투자자지분율	+									2.318 (***)	3.18
기업규모	+/-	0.013	0.25	-0.925 (***)	-3.45	-0.050	-0.67	-0.026	-0.50	-2.930 (***)	-3.43
부채비율	+	-0.585 (**)	-2.04	-0.512 (*)	-1.78	-0.536 (*)	-1.86	-0.376	-1.29	-0.661 (**)	-2.28
서비스업종여부	+	0.463	0.69	1.075	1.57	-1.529 (***)	-2.75	0.746	1.12	0.734	1.10
연도더미		포함		포함		포함		포함		포함	
산업더미		포함		포함		포함		포함		포함	
LR chi2 값		70.60***		66.92***		48.30***		56.23***		59.21***	
Pseudo R ²		0.030		0.029		0.021		0.024		0.026	

***, **, * : 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 유의적임을 나타냄. 변수에 대한 설명은 〈Table 2〉를 참조

회 참여에 대한 수요가 커질 수 있다. 이러한 검증결과는 가설 2-1을 지지하는 결과이다.

〈Table 4〉의 〈패널 D〉에서 외국인투자자지분율은 여성의 이사회 참여에 유의적인 양(+)의 영향을 미치는 것으로 나타났다. 외국인투자자는 대규모 지분 투자로 경영자를 감시할 유인을 갖추고 있을 뿐만 아니라, 감시비용을 부담할 수 있는 능력을 보유하고 있다. 따라서 외국인투자자의 지분율이 높아지면, 경영자에 대한 감시수요가 높아진다고 볼 수 있다. 그러므로 이러한 검증결과는 외국인투자자지분율이 높아지면, 여성의 이사회 참여에 대한 수요가 높아질 수 있다는 가설 2-2를 지지하는 결과로 볼 수 있다.

〈Table 4〉의 〈패널 E〉에서 기관투자자지분율은 여성의 이사회 참여에 유의적인 양(+)의 영향을 미치는 것으로 나타났다. 대규모지분을 투자한 기관투자자는 외부대주주로서 경영자에 대한 감시유인을 갖추고 있으며, 일반투자자에 비해 경영자를 효과적으로 감시할 수 있는 능력을 갖추고 있다. 따라서 기관투자자의 지분율이 높아지면, 경영자에 대한 감시의 필요성이 높아지는 것으로 볼 수 있다. 〈패널 E〉의 검증결과는 기관투자자의 지분율이 높아지면, 여성의 이사회 참여가 높아진다는 가설 2-3을 지지하는 것으로 볼 수 있다.

4.3 대리인문제 및 외부감시주체가 이사회에 참여한 여성이사의 특성에 미치는 영향

본 절에서는 여성이 이사회에 참여한 기업을 대상으로 대리인문제 및 외부감시주체가 여성이사의 사외이사 여부, 전문성, 재임기간 그리고 이사회 참석률과 같은 여성이사의 특성에 미치는 영향을 회귀분석 방법으로 분석한다. 이러한 분석은 대리인문제 및 외부감시주체의 감시유인이 경영자를 효과적으로

감시할 수 있는 여성이사의 특성에 영향을 미치는 요인이 되는지를 검증하기 위한 목적이다.

4.3.1 대리인문제 및 외부감시주체가 여성 사외이사 여부에 미치는 영향

여성이사의 이사회 참여는 이사회 독립성을 높일 수 있다(Carter et al. 2010; Reguera-Alvarado et al. 2015). 또한 여성이사의 이사회 참여로 이사회 구성원이 서로 공모하여 주주의 이익에 위배되는 의사결정을 내릴 가능성이 줄어들 수 있다(Ayuso & Argandona 2007). 이사회에 참여하는 여성이사가 사외이사라면, 이사회 독립성이 더 강화될 수 있다. 그러므로 이사회에 참여한 여성이사가 사외이사인 경우 이사회 독립성이 강화되기 때문에, 경영자의 의사결정에 대한 이사회 감시가 강화된 것으로 볼 수 있다.

대리인문제 및 외부감시주체가 이사회에 참여한 여성이사가 사외이사인지 여부에 미치는 영향을 회귀분석 방법으로 검증한 결과를 〈Table 5〉에 제시하였다. 〈Table 5〉의 〈패널 A〉에서 살펴보는 바와 같이, 비소유경영자여부는 여성 사외이사여부에 유의적인 양(+)의 영향을 미치는 것으로 나타났다. 비소유경영자인 경우 주주와 경영자 사이의 대리인문제 발생 가능성이 높기 때문에, 비소유경영자에 대한 감시유인이 높아진다. 따라서 비소유경영자인 경우, 이사회에 참여하는 여성 사외이사에 대한 수요가 증가하는 것으로 해석할 수 있다.

〈Table 5〉의 〈패널 B〉에서 대규모 기업집단 소속 경영자여부는 여성 사외이사여부에 유의적인 양(+)의 영향을 미치는 것으로 나타났다. 대규모 기업집단에 소속된 계열사의 경우 소액주주와 지배주주 사이의 대리인문제 발생가능성이 높기 때문에, 대규모

기업집단에 소속된 계열사의 경영자에 대한 감시의 필요성이 높아진다. 그러므로 대규모 기업집단에 소속된 계열사의 경영자를 감시하기 위해, 이사회에 참여하는 여성 사외이사에 대한 수요가 늘어난 것으로 해석할 수 있다.

〈Table 5〉의 〈패널 C〉에서 사외이사비율은 여성

사외이사 여부에 유의적인 양(+)의 영향을 미치는 것으로 나타났다. 이사회에서 사외이사가 차지하는 비중이 높아지면 경영자에 대한 이사회 독립성이 강화되고 경영자에 대한 감시의 유인이 커지는 것으로 볼 수 있다. 그러므로 이사회에서 사외이사가 차지하는 비중이 높아질수록, 이사회가 경영자에 대한

〈Table 5〉 대리인문제 및 외부감시주체가 여성 사외이사 여부에 미치는 영향
(여성이사가 있는 표본 368개 대상으로)

$$\begin{aligned} \text{여성 사외이사여부} = & \alpha + \beta_1 \text{비소유경영자여부} + \beta_2 \text{대규모기업집단소속경영자여부} + \beta_3 \text{사외이사비율} \\ & + \beta_4 \text{외국인투자자지분율} + \beta_5 \text{기관투자자지분율} + \beta_6 \text{기업규모} + \beta_7 \text{부채비율} \\ & + \beta_8 \text{서비스업종여부} + \beta_9 \text{연도더미} + \beta_{10} \text{산업더미} + \varepsilon \end{aligned}$$

구분	예상 부호	종속변수: 여성 사외이사 여부									
		〈패널 A〉		〈패널 B〉		〈패널 C〉		〈패널 D〉		〈패널 E〉	
		추정 계수	z 값	추정 계수	z 값	추정 계수	z 값	추정 계수	z 값	추정 계수	z 값
상수	+/-	-28.534 (***)	-5.94	-1.837 (***)	-2.89	-21.288 (***)	-4.25	-3.078 (***)	-4.42	-1.674 (***)	-2.79
비소유경영자 여부	+	0.596 (**)	2.08								
대규모기업 집단소속 경영자여부	+			5.006 (***)	7.27						
사외이사 비율	+					6.882 (***)	6.06				
외국인투자자 지분율	+							2.705 (***)	7.24		
기관투자자 지분율	+									5.294 (***)	5.25
기업규모	+/-	1.024 (***)	5.74	-4.559 (***)	-5.47	0.669 (***)	3.52	-2.830 (***)	-7.03	-3.129 (**)	-2.20
부채비율	+	0.465	0.66	0.621	0.85	0.552	0.73	0.639	0.89	1.122 (*)	1.65
서비스업종 여부	+	2.012 (**)	2.17	2.814 (**)	2.43	3.142 (***)	3.32	2.277 (**)	2.54	2.119 (**)	2.35
연도더미		포함		포함		포함		포함		포함	
산업더미		포함		포함		포함		포함		포함	
LR chi2 값		83.30***		104.38***		120.11***		99.03***		53.39***	
Pseudo R ²		0.182		0.229		0.263		0.217		0.117	

***, **, * : 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 유의적임을 나타냄. 변수에 대한 설명은 〈Table 2〉를 참조

감시를 강화하기 위해 여성 사외이사에 대한 수요가 높아지는 것으로 해석할 수 있다.

〈Table 5〉의 〈패널 D〉에서 외국인투자자지분율은 여성 사외이사 여부에 유의적인 양(+)의 영향을 미치는 것으로 나타났다. 외국인투자자는 경영자와 독립적인 입장에서 감시가 가능할 뿐만 아니라 전문적인 감시능력을 갖추고 있다. 외국인투자자의 지분율이 높아지면, 경영자에 대한 외국인투자자의 감시유인이 커지는 것으로 볼 수 있다. 그러므로 외국인투자자의 지분율이 높아지면, 경영자에 대한 감시를 강화하기 위해 여성 사외이사에 대한 수요가 높아진다는 것으로 해석할 수 있다.

〈Table 5〉의 〈패널 E〉에서 기관투자자지분율은 여성 사외이사 여부에 유의적인 양(+)의 영향을 미치는 것으로 나타났다. 기관투자자는 외부대주주로서 경영자에 대한 감시유인을 갖추고 있으며, 기업 내부 정보에 대한 접근이 용이하여 경영자를 효과적으로 감시할 수 있는 능력을 갖추고 있다. 기관투자자의 지분율이 높아지면 감시의 전문성을 갖춘 기관투자자의 경영자에 대한 감시유인이 커지는 것으로 볼 수 있다. 따라서 기관투자자의 지분율이 높아지면, 경영자에 대한 감시를 강화하기 위한 여성 사외이사에 대한 수요가 높아진다는 것으로 해석할 수 있다.

4.3.2 대리인문제 및 외부감시주체가 여성이사의 전문성에 미치는 영향

이사회가 경영자를 감독하고 합리적인 의사결정을 내리기 위해서는 이사회 구성원들이 다양한 관점과 지식을 보유할 필요가 있다(Carter et al. 2003; Liao et al. 2015). 전문성을 보유한 여성이사가 이사회에 참여하는 경우, 이사회들의 효과성이 더 커질 수 있다(Solimene et al. 2017; Liao et al.

2015). 이러한 측면에서 여성이사의 전문성이 높아지면, 경영자 의사결정에 대한 감시능력이 강화되는 것으로 볼 수 있다.

대리인문제 및 외부감시주체의 감시유인이 여성이사의 전문성에 미치는 영향을 분석하기 위해 회귀분석을 검증한 결과를 〈Table 6〉에 제시하였다. 〈Table 6〉의 〈패널 A〉와 〈패널 B〉에서 살펴보는 바와 같이, 비소유경영자여부와 대규모 기업집단 소속 경영자여부는 여성이사의 전문성에 유의적인 양(+)의 영향을 미치는 것으로 나타났다. 주주와 경영자 사이의 대리인문제 발생 가능성이 높은 비소유경영자와 소액주주와 지배주주 사이의 대리인문제 발생 가능성이 높은 대규모 기업집단에 소속된 계열사인 경우, 경영자에 대한 감시수요가 높아진다고 볼 수 있다. 그러므로 〈Table 6〉의 〈패널 A〉와 〈패널 B〉의 검증결과는 비소유경영자와 대규모 기업집단에 소속된 계열사의 경영자인 경우, 이사회에 참여한 여성이사의 전문성에 대한 필요성이 높아진다는 것으로 해석할 수 있다.

〈Table 6〉의 〈패널 C〉, 〈패널 D〉 및 〈패널 E〉에서 이사회 사외이사비율, 외국인투자자지분율 및 기관투자자지분율은 여성이사의 전문성에 유의적인 양(+)의 영향을 미치는 것으로 나타났다. 이사회에서 사외이사가 차지하는 비중이 높아지면, 사외이사의 경영자에 대한 감시유인이 커지는 것으로 볼 수 있다. 또한 감시의 전문성을 갖춘 외국인투자자 및 기관투자자의 지분율이 높아지면, 외국인투자자와 기관투자자의 경영자에 대한 감시수요가 높아진다고 볼 수 있다. 그러므로 〈Table 6〉의 〈패널 C〉, 〈패널 D〉 및 〈패널 E〉의 검증결과는 외부감시주체의 감시유인이 커질수록 이사회에 참여한 여성이사의 전문성에 대한 수요가 높아진다는 것으로 해석할 수 있다.

〈Table 6〉 대리인문제 및 외부감시주체가 여성이사의 전문성에 미치는 영향
(여성이사가 있는 표본 368개 대상으로)

$$\begin{aligned} \text{여성이사 전문성} = & \alpha + \beta_1 \text{비소유경영자여부} + \beta_2 \text{대규모기업집단소속경영자여부} + \beta_3 \text{사외이사비율} \\ & + \beta_4 \text{외국인투자자지분율} + \beta_5 \text{기관투자자지분율} + \beta_6 \text{기업규모} + \beta_7 \text{부채비율} \\ & + \beta_8 \text{서비스업종여부} + \beta_9 \text{연도더미} + \beta_{10} \text{산업더미} + \varepsilon \end{aligned}$$

구분	예상 부호	종속변수: 여성이사 전문성									
		〈패널 A〉		〈패널 B〉		〈패널 C〉		〈패널 D〉		〈패널 E〉	
		추정 계수	z 값	추정 계수	z 값	추정 계수	z 값	추정 계수	z 값	추정 계수	z 값
상수	+/-	-3.361	-0.68	-1.923 (*)	-1.90	1.208	0.23	-2.841 (***)	-2.78	-2.564 (**)	-2.52
비소유경영자여부	+	0.894 (***)	2.79								
대규모기업집단소속경영자여부	+			4.034 (***)	3.31						
사외이사비율	+					5.258 (***)	3.93				
외국인투자자지분율	+							1.160 (***)	3.47		
기관투자자지분율	+									2.107 (**)	2.07
기업규모	+/-	0.045	0.25	1.880 (*)	1.89	-0.199	-0.97	-1.101 (***)	-3.21	-0.264	-0.23
부채비율	+	1.909 (***)	2.64	1.585 (**)	2.11	1.885 (**)	2.55	1.628 (**)	2.29	1.978 (***)	2.80
서비스업종여부	+	1.480	1.21	1.598	1.23	2.865 (**)	2.39	2.305 (*)	1.94	2.501 (**)	2.10
연도더미		포함		포함		포함		포함		포함	
산업더미		포함		포함		포함		포함		포함	
LR chi2 값		49.15***		100.12***		58.87***		52.75***		43.20***	
Pseudo R ²		0.116		0.273		0.139		0.125		0.102	

***, **, * : 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 유의적임을 나타냄. 변수에 대한 설명은 〈Table 2〉를 참조

4.3.3 대리인문제 및 외부감시주체가 여성이사의 재임기간에 미치는 영향

이사회 구성원이 기업에 대한 지식을 축적하기 위해서는 최소한 3년에서 5년의 기간이 소요된다

(Bacon & Brown 1973). 이사회 구성원의 재임기간이 길어지면 회사의 업무에 대한 이해수준, 이사로서의 경험과 역량이 증가될 수 있기 때문에, 기업의 연속성과 위기 극복에 도움이 될 뿐만 아니라 경영자를 효과적으로 감시할 수 있다(Bacon &

Brown 1973; Bonini et al. 2017). 여성이사의 재임기간이 길어지면 이사로서의 명성이 축적될 수 있기 때문에, 여성이사들은 명성의 훼손을 피하기 위해 업무성과에 많은 관심을 가지고 업무에 더욱 몰입할 수 있게 된다. 따라서 여성이사가 재임한 기간이 길어지면 회사에 대한 경험, 전문성 및 지식이 축

적되기 때문에, 경영자의 의사결정에 대한 감시가 효율적이고 효과적으로 이루어질 수 있다.

대리인문제 및 외부감시주체가 여성이사 전문성에 미치는 영향을 분석하기 위해 회귀분석을 검증한 결과를 <Table 7>에 제시하였다. <Table 7>의 <패널 A>에서, 비소유경영자여부는 여성이사의 재임기간

<Table 7> 대리인문제 및 외부감시주체가 여성이사의 재임기간에 미치는 영향
(여성이사가 있는 표본 368개 대상으로)

$$\begin{aligned} \text{여성이사 재임기간} = & \alpha + \beta_1 \text{비소유경영자여부} + \beta_2 \text{대규모기업집단소속경영자여부} + \beta_3 \text{사외이사비율} \\ & + \beta_4 \text{외국인투자자지분율} + \beta_5 \text{기관투자자지분율} + \beta_6 \text{기업규모} + \beta_7 \text{부채비율} \\ & + \beta_8 \text{서비스업종여부} + \beta_9 \text{연도더미} + \beta_{10} \text{산업더미} + \varepsilon \end{aligned}$$

구분	예상 부호	종속변수: 여성이사 재임기간									
		<패널 A>		<패널 B>		<패널 C>		<패널 D>		<패널 F>	
		추정 계수	t 값	추정 계수	t 값	추정 계수	t 값	추정 계수	t 값	추정 계수	t 값
상수	+/-	-5.442 (***)	-4.44	-0.366	-0.54	-2.192 (***)	-2.88	-0.927	-1.35	-0.701	-0.99
비소유경영자 여부	+	0.136	0.72								
대규모기업 집단소속 경영자여부	+			1.843 (***)	5.65						
사외이사 비율	+					5.578 (***)	5.64				
외국인투자자 지분율	+							1.018 (***)	5.75		
기관투자자 지분율	+									2.098 (***)	3.38
기업규모	+/-	0.511 (***)	4.65	-1.457 (***)	-3.34	-4.127 (***)	-3.55	-1.091 (***)	-5.62	-1.094	-1.41
부채비율	+	-0.073	-0.17	0.004	0.01	0.030	0.07	-0.024	-0.06	0.281	0.62
서비스업종 여부	+	3.322 (***)	4.13	3.261 (***)	4.13	3.589 (***)	4.60	3.449 (***)	4.42	3.628 (***)	4.51
연도더미			포함		포함		포함		포함		포함
산업더미			포함		포함		포함		포함		포함
F 값		4.74***		5.08***		5.09***		5.01***		3.49***	
Adj. R ²		0.140		0.151		0.151		0.149		0.098	

***, **, * : 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 유의적임을 나타냄. 변수에 대한 설명은 <Table 2>를 참조

에 양의 영향을 미치지 않지만, 유의적인 결과를 나타내지는 않았다. 그러나 <패널 B>에서 살펴보는 바와 같이, 대규모 기업집단 소속 경영자 여부는 여성이사의 재임기간에 유의적인 양(+)의 영향을 미치는 것으로 나타났다. 소액주주와 지배주주 사이의 대리인문제 발생가능성이 높은 대규모 기업집단에 소속된 계열사인 경우, 경영자에 대한 감시수요가 높아진다고 볼 수 있다. 그러므로 <Table 7>의 <패널 B>에서 살펴보는 바와 같이 대규모 기업집단에 소속된 계열사인 경우, 이사회에 참여한 여성이사의 재임기간이 길어진다는 것으로 해석할 수 있다.

<Table 7>의 <패널 C>, <패널 D> 및 <패널 E>에서 이사회 사외이사비율, 외국인투자자지분율 및 기관투자자 지분율은 여성이사의 재임기간에 유의적인 양(+)의 영향을 미치는 것으로 나타났다. 이사회에서 사외이사가 차지하는 비중이 높아지면, 경영자에 대한 사외이사의 감시유인이 커지는 것으로 볼 수 있다. 그리고 감시의 전문성을 갖춘 외국인투자자 및 기관투자자의 지분율이 높아지면, 외국인투자자와 기관투자자의 경영자에 대한 감시수요가 높아진다고 볼 수 있다. 그러므로 <Table 7>의 <패널 C>, <패널 D> 및 <패널 E>의 검증결과는 외부감시주체의 감시유인이 커질수록 이사회에 참여한 여성이사의 재임기간이 길어진다는 것으로 해석할 수 있다.

4.3.4 대리인문제 및 외부감시주체가 여성이사의 이사회참석률에 미치는 영향

이사회가 활발하게 활동하면 경영자의 기회주의적 행동을 적극적으로 감시할 수 있을 뿐만 아니라 경영자의 전략적 의사결정을 지원하는데 도움을 줄 수 있다(Dalton & Kesner 1987; Vafeas 1999). 이사의 회의 참석률이 높아진다는 것은 이사들이 시

간을 할애하여 이사회 활동에 적극적으로 참여한다는 것을 의미한다. Adams & Ferreira(2009)의 연구에서는 여성이사가 남성이사보다 이사회 참석률이 높으며, 감시역할을 효과적으로 수행한다는 결과가 제시되었다. 그러므로 여성이사의 이사회 참석률이 높다는 것은 여성이사가 이사회 토론 및 의사소통 과정에 적극적으로 참여하고 있다는 것을 의미하기 때문에, 경영자의 의사결정에 대한 감시역할을 효과적으로 수행되는 것으로 볼 수 있다.

대리인문제 및 외부감시주체가 여성이사의 이사회 참석률에 미치는 영향을 회귀분석으로 검증한 결과를 <Table 8>에 제시하였다. <Table 8>의 <패널 A>와 <패널 B>에서 살펴보는 바와 같이, 비소유경영자 여부와 대규모 기업집단 소속 경영자 여부는 여성이사의 이사회 참석률에 유의적인 양(+)의 영향을 미치는 것으로 나타났다. 주주와 경영자 사이의 대리인문제 발생 가능성이 높은 비소유경영자와 소액주주와 지배주주 사이의 대리인문제 발생가능성이 높은 대규모 기업집단에 소속된 계열사인 경우, 경영자에 대한 감시수요가 높아진다. 따라서 <Table 8>의 <패널 A>와 <패널 B>의 검증결과는 비소유경영자와 대규모 기업집단에 소속된 계열사인 경우, 이사회에 참여한 여성이사의 이사회 참석률이 높아진다는 것으로 해석할 수 있다.

<Table 8>의 <패널 C>, <패널 D> 및 <패널 E>에서 이사회 사외이사비율, 외국인투자자지분율 및 기관투자자지분율은 여성이사의 이사회 참석률에 유의적인 양(+)의 영향을 미치는 것으로 나타났다. 이사회에서 사외이사가 차지하는 비중이 높아지면, 사외이사의 경영자에 대한 감시유인이 커지는 것으로 볼 수 있다. 또한 감시의 전문성을 갖춘 외국인투자자 및 기관투자자의 지분율이 높아지면, 외국인투자자와 기관투자자의 경영자에 대한 감시수요가 높아

〈Table 8〉 대리인문제 및 외부감시주체가 여성이사 이사회참석률에 미치는 영향
(여성이사가 있는 표본 368개 대상으로)

$$\begin{aligned} \text{여성이사 이사회참석률} = & \alpha + \beta_1 \text{비소유경영자여부} + \beta_2 \text{대규모기업집단소속경영자여부} + \beta_3 \text{사외이사비율} \\ & + \beta_4 \text{외국인투자자지분율} + \beta_5 \text{기관투자자지분율} + \beta_6 \text{기업규모} + \beta_7 \text{부채비율} \\ & + \beta_8 \text{서비스업종여부} + \beta_9 \text{연도더미} + \beta_{10} \text{산업더미} + \varepsilon \end{aligned}$$

구분	예상 부호	종속변수: 여성이사 이사회 참석률									
		〈패널 A〉		〈패널 B〉		〈패널 C〉		〈패널 D〉		〈패널 F〉	
		추정 계수	t 값	추정 계수	t 값	추정 계수	t 값	추정 계수	t 값	추정 계수	t 값
상수	+/-	-5.442 (***)	-7.25	-0.189	-0.53	-3.805 (***)	-5.26	-0.321 (*)	-1.89	-0.233	-1.26
비소유경영자여부	+	0.080 (*)	1.68								
대규모기업집단소속경영자여부	+			0.799 (***)	9.96						
사외이사비율	+					1.093 (***)	6.77				
외국인투자자지분율	+							4.394 (***)	10.05		
기관투자자지분율	+									0.947 (***)	5.88
기업규모	+/-	0.205 (***)	7.42	-0.658 (***)	-6.12	0.128 (***)	4.64	-4.554 (***)	-9.48	-0.323	-1.60
부채비율	+	-0.026	-0.24	0.001	0.01	-0.024	-0.23	-0.002	-0.02	0.133	1.14
서비스업종여부	+	0.470 (**)	2.32	0.475 (**)	2.44	0.648 (***)	3.47	0.545 (***)	2.83	0.625 (***)	2.99
연도더미			포함		포함		포함		포함		포함
산업더미			포함		포함		포함		포함		포함
F 값			7.06***		8.69***		10.58***		8.38***		3.93***
Adj. R ²			0.209		0.251		0.295		0.243		0.113

***, **, * : 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 유의적임을 나타냄. 변수에 대한 설명은 〈Table 2〉를 참조

진다고 볼 수 있다. 그러므로 〈Table 8〉의 〈패널 C〉, 〈패널 D〉 및 〈패널 E〉의 검증결과는 외부감시주체의 감시유인이 커질수록 이사회에 참여한 여성이사의 이사회 참석률이 높아진다는 것으로 해석할 수 있다.

4.4 강건성 검증

4.4.1 동시성(simultaneity)에 의한 내생성(endogeneity) 검증

동시성에 의한 내생성을 확인하기 위해, 시차분석

모형을 설정하여 검증을 실시하였다. 대리인문제와 외부감시주체가 여성의 이사회 참여에 영향을 미치는 것이 아니라 여성의 이사회 참여가 대리인문제와 외부감시주체의 감시유인에 영향을 미칠 수 있다. 추가검증에서는 동시성에 의한 내생성을 검증하기 위해, 독립변수 및 통제변수를 종속변수보다 한 기

간 앞선 변수로 측정된 시차분석모형을 설정하고 검증을 실시하였다(Jiang 2008). 대리인문제와 외부감시주체의 감시유인이 시차변수(lagged variable)로 측정된 여성의 이사회 참여에 미치는 효과에 대한 검증결과를 <Table 9>에 제시하였다. <Table 9>에서 살펴보는 바와 같이, 대리인문제

<Table 9> 대리인문제 및 외부감시주체가 여성의 이사회 참여에 미치는 영향: 시차분석 모형

$$\begin{aligned} \text{여성의 이사회참여여부}_{t+1} = & \alpha + \beta_1 \text{비소유경영자여부}_t + \beta_2 \text{대규모기업집단소속경영자여부}_t + \beta_3 \text{사외이사비율}_t \\ & + \beta_4 \text{외국인투자자지분율}_t + \beta_5 \text{기관투자자지분율}_t + \beta_6 \text{기업규모}_t + \beta_7 \text{부채비율}_t \\ & + \beta_8 \text{서비스업종여부}_t + \beta_9 \text{연도더미}_t + \beta_{10} \text{산업더미}_t + \varepsilon \end{aligned}$$

구분	예상 부호	종속변수: 여성의 이사회 참여여부 _{t+1}									
		<패널 A>		<패널 B>		<패널 C>		<패널 D>		<패널 E>	
		추정 계수	z 값	추정 계수	z 값	추정 계수	z 값	추정 계수	z 값	추정 계수	z 값
상수	+/-	-1.771	-1.16	-1.193 (**)	-1.96	0.212	0.10	-1.157	-0.73	-0.868 (*)	-1.68
비소유경영자 여부	+	0.525 (***)	3.99								
대규모기업 집단소속 경영자 여부	+			0.235	1.01						
사외이사 비율	+					0.843 (*)	1.86				
외국인투자자 지분율	+							1.000 (*)	1.81		
기관투자자 지분율	+									1.983 (**)	2.53
기업규모	+/-	0.025	0.48	-0.859 (***)	-3.01	-0.051	-0.66	0.003	0.06	-2.117 (**)	-2.34
부채비율	+	-0.617 (**)	-2.02	-0.542 (*)	-1.78	-0.595 (*)	-1.93	-0.468	-1.51	-0.636 (**)	-2.07
서비스업종 여부	+	0.757	0.98	1.308 (*)	1.66	-1.119 (*)	-1.74	1.004	1.31	1.012	1.31
연도더미		포함		포함		포함		포함		포함	
산업더미		포함		포함		포함		포함		포함	
LR chi2 값		60.37***		59.83***		47.15***		48.99***		52.63***	
Pseudo R ²		0.030		0.030		0.024		0.024		0.026	

***, **, * : 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 유의적임을 나타냄. 변수에 대한 설명은 <Table 2>를 참조

와 외부감시주체의 감시유인을 나타내는 비소유경영자여부, 사외이사비율, 외국인투자자지분을 그리고 기관투자자지분율은 시차변수(lagged variable)로 측정된 여성의 이사회 참여에 유의적인 양(+)의 영향을 미치는 것으로 나타났다. 이러한 결과는 4.2 대리인문제 및 외부감시주체의 감시유인이 여성의 이사회 참여에 미치는 영향에 대한 실증분석 결과와 동일하다.

4.4.2 대리인문제와 외부감시주체가 이사회에 참여한 여성이사의 수에 미치는 영향

종속변수를 여성의 이사회 참여 여부 대신 이사회에 참여한 여성이사의 수로 측정하고, 대리인문제 및 외부감시주체가 이사회에 참여한 여성이사의 수에 미치는 영향을 토빗(Tobit)분석으로 검증하였다. 검증결과를 제시한 <Table 10>에서 살펴보는 바와 같이, 비소유경영자여부, 대규모 기업집단 소속 경영자여부, 이사회의 사외이사비율, 외국인투자자지분을 그리고 기관투자자지분율은 이사회 참여 여성이사 수에 유의적인 양(+)의 영향을 미치는 것으로 나타났다. 이러한 검증결과는 이러한 결과는 종속변수를 여성의 이사회 참여 여부로 측정한 4.2 대리인문제 및 외부감시주체의 감시유인이 여성의 이사회 참여에 미치는 영향에 대한 실증분석 결과와 동일하다.

4.4.3 특수관계자에 해당하는 여성의 이사회 참여 효과 통제

이사회에 참여한 여성이 특수관계자인 경우, 본 연구에서 검증하려는 여성의 이사회 참여 효과를 저해하는 요인이 될 수 있다. 따라서 특수관계자에 해당

하는 여성이사를 계열회사 출신 여성이사로 판단하고, 이사회에 참여한 여성이사가 계열회사 출신 여성이사인지 여부를 구분하였다. 그 결과 이사회에 참여한 여성이사가 계열회사 출신인 경우에 해당하는 표본은 모두 70개 기업-년으로 나타났다. 강건성 검증에서는 여성이사가 계열회사 출신인 경우인 70개 표본을 제외하고 검증을 실시하였다. 검증결과를 제시한 <Table 11>에서 살펴보는 바와 같이, 검증결과는 4.2 대리인문제 및 외부감시주체의 감시유인이 여성의 이사회 참여에 미치는 영향에 대한 실증분석 결과와 동일하다.

4.4.4 최종연도 표본만을 대상으로 검증을 실시한 결과

본 연구에는 표본을 “기업-연도”로 구성했기 때문에, 특정 연도에 이사회에 참여한 여성이 이후 연도에도 계속적으로 이사회에 참여하는 경우에는 재임한 연도만큼 표본에 중복되어 포함될 수 있다. 이러한 표본의 문제가 독립변수에 대한 계수 추정에 오류를 유도할 가능성을 줄이고 분석결과의 타당성을 높이기 위해, 표본의 최종 연도인 2018년 표본만을 분석대상으로 설정하여 모형을 다시 검증하였다. 검증결과를 제시한 <Table 12>에서 살펴보는 바와 같이, 분석결과는 전체 표본을 모두 고려하여 검증을 실시한 4.2 대리인문제 및 외부감시주체의 감시유인이 여성의 이사회 참여에 미치는 영향에 대한 실증분석 결과와 일치한다.

4.4.5 총자산이익률과 이자보상비율을 통제변수로 추가하여 검증을 실시한 결과

수익성이 높은 기업과 수익성이 한계치에 있는 기

<Table 10> 대리인문제 및 외부감시주체가 이사회에 참여한 여성이사의 수에 미치는 영향

$$\text{이사회 참여 여성이사 수} = \alpha + \beta_1 \text{비소유경영자여부} [\text{대규모기업집단소속경영자여부, 사외이사비율, 외국인투자자지분율, 기관투자자지분율}] + \beta_2 \text{기업규모} + \beta_3 \text{부채비율} + \beta_4 \text{서비스업종여부} + \beta_5 \text{연도더미} + \beta_6 \text{산업더미} + \varepsilon$$

구분	예상 부호	종속변수: 이사회 참여 여성이사 수									
		< 패널 A>		< 패널 B>		< 패널 C>		< 패널 D>		< 패널 E>	
		추정 계수	t 값	추정 계수	t 값	추정 계수	t 값	추정 계수	t 값	추정 계수	t 값
상수	+/-	-1.843	-1.24	-1.145 (**)	-2.01	-1.618 (***)	-2.68	-0.988	-0.63	-0.988	-0.63
비소유경영자 여부	+	0.682 (**)	5.21								
대규모기업 집단소속 경영자 여부	+			0.412 (*)	1.84						
사외이사비율	+					1.584 (*)	1.83				
외국인투자자 지분율	+							1.855 (***)	3.30		
기관투자자 지분율	+									1.855 (***)	3.30
기업규모	+/-	0.028	0.53	-1.144 (***)	-3.99	-1.288	-1.33	-0.003	-0.05	-0.003	-0.05
부채비율	+	-0.481	-1.50	-0.553 (*)	-1.72	0.013	0.04	-0.367	-1.13	-0.367	-1.13
서비스업종 여부	+	-0.117	-0.10	-0.116	-0.08	-0.092	-0.06	-0.119	-0.11	-0.119	-0.11
연도더미		포함		포함		포함		포함		포함	
산업더미		포함		포함		포함		포함		포함	
LR chi2 값		99.12***		91.65***		321.37***		321.37***		82.13***	
Pseudo R ²		0.036		0.033		0.116		0.116		0.029	

***, **, * : 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 유의적임을 나타냄. 이사회 참여 여성이사 수: 이사회에 참여한 여성이사의 수. 나머지 변수에 대한 설명은 <Table 2>를 참조

업의 경우, 여성의 이사회 참여에 대한 의사결정에 차이가 있을 가능성이 존재한다. 이러한 가능성을 통제하기 위해, 총자산이익률(ROA)과 이자보상비율을 모형에 통제변수로 추가하여 검증을 실시하였다. 총자산이익률은 순이익을 총자산으로 나누어 계

산하였으며, 이자보상비율은 영업이익을 이자비용으로 나누어 측정하였다. 검증결과를 제시한 <Table 13>에서 살펴보는 바와 같이, 분석결과는 총자산이익률과 이자보상비율을 통제변수로 고려하지 않은 4.2 대리인문제 및 외부감시주체의 감시유인이 여성의

〈Table 11〉 대리인문제 및 외부감시주체가 여성의 이사회 참여에 미치는 영향:
계열회사 출신 여성이사 존재하는 70개 표본을 제외한 검증결과

$$\text{여성의 이사회 참여여부} = \alpha + \beta_1 \text{비소유경영자여부} [\text{대규모기업집단소속경영자여부, 사외이사비율, 외국인투자자지분율, 기관투자자지분율}] + \beta_2 \text{기업규모} + \beta_3 \text{부채비율} + \beta_4 \text{서비스업종여부} + \beta_5 \text{연도더미} + \beta_6 \text{산업더미} + \varepsilon$$

구분	예상 부호	종속변수: 여성의 이사회 참여여부									
		〈패널 A〉		〈패널 B〉		〈패널 C〉		〈패널 D〉		〈패널 E〉	
		추정 계수	z 값	추정 계수	z 값	추정 계수	z 값	추정 계수	z 값	추정 계수	z 값
상수	+/-	-0.550	-0.35	-0.808	-1.56	1.009	0.46	0.653	0.41	-0.944 (*)	-1.81
비소유경영자 여부	+	0.654 (***)	4.95								
대규모기업 집단소속 경영자 여부	+			0.083	0.34						
사외이사 비율	+					0.958 (**)	2.01				
외국인투자자 지분율	+							1.798 (***)	3.49		
기관투자자 지분율	+									2.238 (***)	2.77
기업규모	+/-	-0.011	-0.20	-0.583 (**)	-1.98	-0.073	-0.90	-0.055	-0.95	-2.103 (**)	-2.25
부채비율	+	-0.472	-1.50	-0.408	-1.31	-0.427	-1.36	-0.223	-0.70	-0.407	-1.55
서비스업종 여부	+	0.460	0.68	0.994	1.47	-1.974 (***)	-3.38	0.765	1.15	0.785	1.18
연도더미		포함		포함		포함		포함		포함	
산업더미		포함		포함		포함		포함		포함	
LR chi2 값		83.55***		68.74***		64.55***		71.39***		68.65***	
Pseudo R ²		0.042		0.034		0.033		0.036		0.034	

***, **, * : 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 유의적임을 나타냄. 변수에 대한 설명은 〈Table 2〉를 참조

이사회 참여에 미치는 영향에 대한 실증분석 결과와 일치한다.

검증결과를 표로 제시하지는 않았지만, 여성이 이사회에 참여한 기업을 대상으로 총자산이익률과 이자보상비율을 통제변수로 추가하여 대리인문제 및 외부감시주체가 여성이사의 사외이사 여부, 전문성,

재임기간 그리고 이사회 참석률과 같은 여성이사의 특성에 미치는 영향을 검증한 결과도 총자산이익률과 이자보상비율을 통제변수로 추가하지 않은 모형을 검증한 결과와 일치하는 것으로 나타났다. 그리고 '4. 강건성 검증'의 '1) 동시성(simultaneity)에 의한 내생성(endogeneity) 검증'에서 총자산이익률

〈Table 12〉 대리인문제 및 외부감시주체가 여성의 이사회 참여에 미치는 영향:
2018년 표본만을 대상으로 검증을 실시한 결과

$$\text{여성의 이사회 참여여부} = \alpha + \beta_1 \text{비소유경영자여부} [\text{대규모기업집단소속경영자여부, 사외이사비율, 외국인투자자지분율, 기관투자자지분율}] + \beta_2 \text{기업규모} + \beta_3 \text{부채비율} + \beta_4 \text{서비스업종여부} + \beta_5 \text{연도더미} + \beta_6 \text{산업더미} + \varepsilon$$

구분	예상 부호	종속변수: 여성의 이사회 참여여부									
		〈패널 A〉		〈패널 B〉		〈패널 C〉		〈패널 D〉		〈패널 E〉	
		추정 계수	z 값	추정 계수	z 값	추정 계수	z 값	추정 계수	z 값	추정 계수	z 값
상수	+/-	-0.879	-0.31	-1.247	-1.05	4.482	1.09	0.048	0.02	-1.387	-1.17
비소유경영자 여부	+	0.550 (**)	2.39								
대규모기업 집단소속 경영자 여부	+			0.244	0.56						
사외이사 비율	+					1.732 (*)	1.89				
외국인투자자 지분율	+							2.041 (**)	2.22		
기관투자자 지분율	+									2.570 (*)	1.79
기업규모	+/-	-0.016	-0.17	-1.194 (**)	-2.25	-0.232	-1.52	-0.079	-0.77	-3.197 (*)	-1.87
부채비율	+	0.159	0.28	0.180	0.32	0.188	0.33	0.392	0.69	0.027	0.05
서비스업종 여부	+	0.864	0.56	1.392	0.88	0.955	0.62	1.229	-0.01	1.097	0.71
연도더미		포함		포함		포함		포함		포함	
산업더미		포함		포함		포함		포함		포함	
LR chi2 값		14.53***		17.88***		13.00***		13.61***		12.66***	
Pseudo R ²		0.026		0.031		0.023		0.024		0.022	

***, **, * : 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 유의적임을 나타냄. 변수에 대한 설명은 〈Table 2〉를 참조

과 이자보상비율을 통제변수로 추가한 결과에서도 추가하지 않은 모형을 검증한 결과와 일치하는 것으로 나타났다. 뿐만 아니라 아래에 제시하는 '4.4.6 대리인문제와 외부감시주체가 여성이사 특성점수에 미치는 영향'에서 총자산이익률과 이자보상비율을 통제변수로 추가한 결과에서도 추가하지 않은 모형을 검증한 결과와 일치하는 것으로 나타났다.

4.4.6 대리인문제와 외부감시주체가 여성이사 특성점수에 미치는 영향

여성이사가 존재하는 기업을 대상으로 이사회에 참여하는 여성이사의 4가지 특성 변수를 점수화하여 여성이사의 특성점수를 산출하였다. 여성이사의 특성점수 산출을 위해 이사회에 참여한 여성이사가 사

〈Table 13〉 대리인문제 및 외부감시주체가 여성의 이사회 참여에 미치는 영향:
총자산이익률과 이자보상비율을 추가 통제변수로 고려하여 검증을 실시한 결과

$$\begin{aligned} \text{여성의 이사회 참여여부} = & \alpha + \beta_1 \text{비소유경영자여부} [\text{대규모기업집단소속경영자여부, 사외이사비율,} \\ & \text{외국인투자자지분율, 기관투자자지분율}] + \beta_2 \text{기업규모} + \beta_3 \text{부채비율} \\ & + \beta_4 \text{서비스업종여부} + \beta_5 \text{총자산이익률} + \beta_6 \text{이자보상비율} + \beta_7 \text{연도더미} \\ & + \beta_8 \text{산업더미} + \varepsilon \end{aligned}$$

구분	예상 부호	종속변수: 여성의 이사회 참여여부									
		〈패널 A〉		〈패널 B〉		〈패널 C〉		〈패널 D〉		〈패널 E〉	
		추정 계수	z 값	추정 계수	z 값	추정 계수	z 값	추정 계수	z 값	추정 계수	z 값
상수	+/-	-1.660	-1.11	-0.881 (*)	-1.70	-1.204 (**)	-2.02	-0.475	-0.30	-0.967 (*)	-1.85
비소유경영자여부	+	0.707 (***)	5.59								
대규모기업집단소속경영자여부	+			0.360	1.57						
사외이사비율	+					1.440 (*)	1.72				
외국인투자자지분율	+							1.784 (***)	3.41		
기관투자자지분율	+									2.671 (***)	3.44
기업규모	+/-	0.028	0.53	-0.925 (***)	-3.64	-1.025	-1.07	-0.012	-0.22	-3.044 (***)	-3.39
부채비율	+	-0.455	-1.41	-1.049 (*)	-1.78	-0.481	-1.44	-0.301	-0.92	-0.536 (*)	-1.65
서비스업종여부	+	0.388	0.57	-0.489	-1.51	0.726	1.08	0.724	1.08	0.704	1.04
총자산이익률	+/-	0.648	0.79	-0.099	-0.12	0.418	0.50	0.286	0.35	-0.043	-0.05
이자보상비율	+/-	0.0001	0.31	0.0001	0.14	0.001	0.34	0.0001	0.18	0.001	0.51
연도더미		포함		포함		포함		포함		포함	
산업더미		포함		포함		포함		포함		포함	
LR chi2 값		91.70***		79.80***		63.51***		72.79***		74.31***	
Pseudo R ²		0.043		0.038		0.030		0.034		0.035	

***, **, * : 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 유의적임을 나타냄. 총자산이익률 : 순이익을 총자산으로 나누어 계산한 값 ; 이자보상비율 : 영업이익을 이자비용으로 나누어 계산한 값. 나머지 변수에 대한 설명은 〈Table 2〉 참조

외이사이면 1의 값을 부여하고, 아니면 0의 값을 부여하였다. 여성이사가 전문성이 있으면 1의 값을 부여하고, 아니면 0의 값을 부여하였다. 여성이사의 책임기간은 중앙값을 산출하여 책임기간이 중앙값 이상이면 1의 값을 부여하고, 아니면 0의 값을 부여하였다. 그리고 여성이사의 참석률도 중앙값을 기준

으로 중앙값 이상이면 1의 값을 부여하고, 아니면 0의 값을 부여하였다. 이상과 같이 4가지 여성이사의 특성변수에 부여한 점수를 여성이사가 존재하는 기업별로 합산하였다. 그러므로 여성이사가 존재하는 기업의 여성이사 특성점수는 최소 0점에서 최대 4점까지 범위를 가지며, 여성이사 특성점수가 높을수

〈Table 14〉 대리인문제 및 외부감시주체가 여성이사의 특성점수에 미치는 영향

$$\begin{aligned} \text{여성이사 특성점수} = & \alpha + \beta_1 \text{비소유경영자여부} + \beta_2 \text{대규모기업집단소속경영자여부} + \beta_3 \text{사외이사비율} \\ & + \beta_4 \text{외국인투자자지분율} + \beta_5 \text{기관투자자지분율} + \beta_6 \text{기업규모} + \beta_7 \text{부채비율} \\ & + \beta_8 \text{서비스업종여부} + \beta_9 \text{연도더미} + \beta_{10} \text{산업더미} + \varepsilon \end{aligned}$$

구분	예상 부호	종속변수: 여성이사 특성점수									
		〈패널 A〉		〈패널 B〉		〈패널 C〉		〈패널 D〉		〈패널 E〉	
		추정 계수	t 값	추정 계수	t 값	추정 계수	t 값	추정 계수	t 값	추정 계수	t 값
상수	+/-	-15.324 (***)	-5.47	-0.290	-0.49	-10.282 (***)	-3.94	-1.161 (*)	-1.88	-0.884	-1.33
비소유 경영자 여부	+	0.498 (***)	2.88								
대규모기업 집단소속 경영자여부	+			2.791 (***)	9.73						
사외이사 비율	+					4.429 (***)	7.59				
외국인투자자 지분율	+							1.503 (***)	9.32		
기관투자자 지분율	+									3.449 (***)	5.79
기업규모	+/-	0.593 (***)	5.91	-2.017 (***)	-5.26	0.325 (***)	3.25	-1.529 (***)	-8.88	-1.340 (*)	-1.85
부채비율	+	0.520	1.26	0.523	1.38	0.489	1.31	0.604	1.55	0.996 (**)	2.37
서비스업종 여부	+	2.453 (***)	3.33	2.544 (***)	3.66	3.345 (***)	4.96	2.935 (***)	43.19	3.211 (***)	4.29
연도더미		포함		포함		포함		포함		포함	
산업더미		포함		포함		포함		포함		포함	
F 값		6.77***		9.51***		10.71***		8.07***		4.41***	
Adj. R ²		0.201		0.271		0.297		0.236		0.129	

***, **, * : 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 유의적임을 나타냄. 변수에 대한 설명은 〈Table 2〉를 참조

록 이사회에 참여하는 여성이사의 감시수준이 높은 것으로 판단할 수 있다.

대리인문제와 외부감시주체가 여성이사의 특성 점수에 미치는 효과를 최소자승회귀방법으로 분석한 결과를 <Table 14>에 제시하였다. <Table 14>에서 살펴보는 바와 같이, 비소유경영자여부와 대규모 기업집단 소속 경영자여부는 여성이사 특성 점수에 유의적인 양(+)의 영향을 미치는 것으로 나타났다. 이러한 결과는 주주와 경영자 사이의 대리인문제 및 소액주주와 지배주주 사이의 대리인문제 발생가능성이 높은 경우, 이사회에 참여하는 여성이사의 감시수준이 높은 것으로 판단할 수 있다. 또한 이사회 사외이사비율, 외국인투자자 지분율 그리고 기관투자자 지분율은 여성이사 특성 점수에 유의적인 양(+)의 영향을 미치는 것으로 나타났다. 이러한 결과는 이사회 사외이사 비율, 외국인투자자와 기관투자자의 지분율이 높아서 경영자에 대한 감시유인이 커지는 경우, 이사회에 참여하는 여성이사의 감시수준이 높아지는 것으로 볼 수 있다. 추가분석의 검증결과는 대리인문제 발생가능성이 높거나 외부감시주체의 감시유인이 높은 경우, 이사회에 참여한 여성이사의 감시능력과 유인이 높아진다는 이전 분석결과를 지지하는 결과로 볼 수 있다.

V. 결론

본 연구에서는 대리인문제 및 외부감시주체가 여성의 이사회 참여에 영향을 미치는 요인인지 여부를 실증적으로 검증하였다. 먼저, 대리인문제 및 외부감시주체가 여성의 이사회 참여 여부에 미치는 효과를 검증하였다. 또한 자발적으로 여성을 이사회에 참여

시킨 기업을 대상으로 대리인문제 및 외부감시주체가 이사회에 참여한 여성이사의 특성에 미치는 효과를 검증하였다. 2014년에서 2018년까지 한국거래소 유가증권시장에 상장된 비금융기업을 대상으로 검증을 실시한 주요 분석결과는 다음과 같다.

첫째, 여성이 이사회에 참여한 기업과 그렇지 않은 기업을 비교한 결과, 비소유경영자여부가 여성의 이사회 참여에 유의적인 양의 영향을 미치는 것으로 나타났다. 이러한 결과는 소유경영자가 경영하는 기업보다 비소유경영자가 경영하는 기업에서 주주와 경영자 사이의 대리인문제가 크게 나타나 비소유경영자에 대한 감시유인이 커지기 때문에, 여성의 이사회 참여에 대한 수요가 높아지는 것으로 해석하였다.

둘째, 이사회 사외이사비율, 외국인투자자지분율 그리고 기관투자자지분율은 여성의 이사회 참여에 유의적인 양의 영향을 미치는 것으로 나타났다. 이러한 결과는 경영자에 대한 외부감시주체의 감시유인이 커지면, 여성의 이사회 참여에 대한 수요가 높아지는 것으로 볼 수 있다.

셋째, 여성이사가 이사회에 참여한 368개 기업-년 자료를 대상으로 분석을 실시한 결과, 비소유경영자여부, 대규모기업집단소속 경영자 여부, 사외이사비율, 외국인투자자지분율 및 기관투자자지분율은 여성의 사외이사 여부, 전문성, 책임기간 및 이사회 참석률에 유의적인 양의 영향을 미치는 것으로 나타났다. 이러한 결과는 여성이사가 이사회에 참여한 기업에서 대리인문제가 크거나 외부감시주체의 감시유인이 높으면, 경영자를 효과적으로 감시할 수 있는 특성을 갖춘 여성이사에 대한 수요가 높아진다는 것으로 해석할 수 있다.

과거 여성의 이사회 참여가 낮아 여성의 이사회 참여에 대한 실증연구가 미비한 한국적 상황에서, 본 연구는 여성의 이사회 참여에 대한 기업의 자발

적 수요 요인을 대리인문제와 외부감시주체의 감시 유인과 관련한 측면에서 파악했다는 측면에서 학문적 의의를 찾을 수 있다. 또한 본 연구에서 여성의 이사회 참여에 영향을 미치는 요인으로 파악된 특성과 이사회에 참여한 여성이사의 특성에 대한 구분은 여성의 이사회 참여에 따른 경제적 효과를 검증하는 향후 연구에 활용될 수 있다. 따라서 여성의 이사회 참여 효과를 검증하는 연구를 활성화시키는데 도움을 줄 수 있다는 점도 학문적 의의로 볼 수 있다.

본 연구의 결과는 여성의 이사회 참여에 대한 제도의 문제점을 파악하고 제도의 개선을 위한 근거를 제공한다는 측면에서 실무적 의의를 찾을 수 있다. 최근 기업 이사회 여성의무화 제도 시행으로 여성의 이사회 참여가 점차 확대되는 상황에서, 본 연구는 자발적으로 여성을 이사회에 참여시킨 기업의 유인을 파악하여, 여성의 이사회 참여에 대한 수요를 여성의 이사회 참여와 연계할 수 있는 방안을 모색할 수 있는 근거를 제공한다는 측면에서 실무적 의의를 찾을 수 있다. 개별 기업의 여성이사에 대한 수요로 파악된 요인들은 2022년 8월부터 자산 규모 2조원 이상 주권 상장법인에 적용되어 시행되는 기업 이사회 여성의무화 제도의 문제점을 개선하는데 활용될 수 있다. 뿐만 아니라 이사회에 참여한 여성이사의 특성은 이사회 참여 효과를 높이는데 도움이 될 수 있는 여성이사를 선임하는 기준을 수립하는데 활용될 수 있다.

본 연구 결과의 강건성을 검증하는 과정에서 여성이사 특성 점수를 계산할 때, 여성이사의 개별 특성에 대한 가중치가 동일하다고 전제하였다. 그러나 여성이사의 개별 특성이 가져오는 효과성은 개별 특성별로 차이가 있을 수 있기 때문에, 합리적인 가중치를 적용하여 여성이사의 특성 점수를 계산하고 검증할 필요가 있다. 그러므로 향후 연구에서

는 계층분석과정(AHP: Analytical Hierarchy Process)을 적용하여 개별 여성이사의 특성이 전체에서 차지하는 상대적 중요도를 기준으로 가중치를 적용하여 여성이사의 특성 점수를 측정할 다음 분석을 실시할 필요가 있다. 또한 수작업으로 표본을 수집해야 하는 어려움은 있지만, 본 연구 결과의 외적 타당성(external validity)을 확보하기 위해서 2019년과 2020년 표본을 추가로 수집하여 분석을 실시할 필요가 있다.

참고문헌

- Adams, R. and D. Ferreira(2009), "Women in the Boardroom and Their Impact on Governance and Performance," *Journal of Financial Economics*, 94(2), pp.291-309.
- Ang, J. S., R. A. Cole, and J. W. Lin,(2000), "Agency Costs and Ownership Structure," *The Journal of Finance(Feb.)*, pp.81-106.
- Ayuso, S. and A. Argandona(2007), "Responsible Corporate Governance: Towards a Stakeholder Board of Directors?" *Paper presented at the 5th National Conference of Ethics of Economics and Organizations*.
- Bacon, J. and J. Brown(1973), "Corporate Directorship Practices: Role, Selection and Legal Status of the Board," *Conference Board Report New York Inc*.
- Bae, K., J. Kang, and J. Kim(2002), "Tunneling or Value Added? Evidence from Mergers by Korean Business Groups," *The Journal of Finance*, 57(6), pp.2695-2740.
- Ban, H. J.(2015), "The Interaction Effect of CEO

- Characteristics and Dividend Payout on Investment Expenditures," *Korea International Accounting Review*, 59, pp.237-258.
- Barclay, M. and C. Holderness(1991), "Negotiated Block Trades and Corporate Control," *The Journal of Finance*, 46, pp.861 - 878.
- Barker, V. and G. Muller(2002), "CEO Characteristics and Firm R&D Spending," *Management Science*, 48(6), pp.782-801.
- Barua, A., L. Davidson, D. Rama, and S. Thiruvadi (2010), "CFO Gender and Accruals Quality," *Accounting Horizons*, 24(1), pp.25-39.
- Beasley, M.(1996), "An Empirical Analysis of the Relation Between the Board of Director Composition and Financial Statement Fraud," *The Accounting Review*, 71 (October), pp. 443-465.
- Beasley, M. and S. Salterio(2001), "The Relationship Between Board Characteristics and Voluntary Improvements in Audit Committee Composition and Experience," *Contemporary Accounting Research*, 18, pp.539-570.
- Berle, A. Jr. and G. Means(1932), "The Modern Corporation and Private Property," *New York, Macmillan Co.*
- Bonini, S., J. Deng, M. Ferrari, and K. John(2017), "On Long-Tenured Independent Directors," *Working paper*.
- Carter, D., F. D'Souza, B. Simkins, and G. Simpson (2010), "The Gender and Ethnic Diversity of Us Boards and Boards Committees and Firm Financial Performance," *Corporate Governance: An International Review*, 18 (5), pp.396-414.
- Cheng, M., B. Lin, R. Lu, and M. Wei(2017), "Non-Controlling Large Shareholders in Emerging Markets: Evidence from China," *Journal of Corporate Finance*, 63, pp.101259.
- Cho, Y. G.(2016), "Foreign Ownership and R&D Investment in the Chinese Firms," *International Business Review*, 20(4), pp.45-60.
- Choi, J. H., S. J. Kim, and S. J. Kim(2003), "An Empirical Study on the Agency Costs and Composition of Outside Directors to the Corporate Board," *Korea Accounting Journal*, 12(2), pp.61-86.
- Choi, J. H., M. S. Kim, and S. H. Hong(2013), "Characteristics of Board of Directors and Investment Efficiency," *Korea International Accounting Review*, 50, pp.369-398.
- Core, J., R. W. Holthausen, and D. Larcker(1999), "Corporate Governance, Chief Executive Officer Compensation and Firm Performance," *Journal of Financial Economics*, 51, pp.371-406.
- Cronqvist, H. and R. Fahlenbrach(2009), "Large Shareholders and Corporate Policies," *The Review of Financial Studies*, 22(10), pp. 3941-3976.
- Dalton, D. and I. Kesner(1987), "Composition and CEO Duality in Boards of Directors: An International Perspective," *Journal of International Business Studies*, 18(3), pp.33-42.
- Fama, E.(1980), "Agency Problems and the Theory of the Firm," *Journal of Political Economy*, 88(2), pp.288-307.
- Fama, E. and M. Jensen(1983), "Separation of Ownership and Control," *The Journal of Law and Economics*, 26(2), pp.301-325.
- Friedman, E., S. Johnson, and T. Mitton(2003), "Propping and Tunneling," *Journal of Comparative Economics*, 31(4), pp.732-750.
- Grossman, S. and O. Hart(1980), "Takeover Bids, The Free-Rider Problem and the Theory of the Corporation," *Bell Journal of Economics*,

- 11, pp.42-64.
- Gugler, K., D. C. Mueller, and B. B. Yurtoglu(2008), "Insider Ownership, Ownership Concentration and Investment Performance: An International Comparison," *Journal of Corporate Finance*, 14(5), pp.688-705.
- Hampel, R.(1998), "Report of the Committee on Corporate Governance," *Financial Report. London*.
- Ha, Y. B. and S. H. Lee(2014), "The Effects of CEO Characteristics on Firm R&D Investment," *Korea International Accounting Review*, 58, pp.103-125.
- Hill, C. and S. Snell(1988), "External Control, Corporate Strategy and Firm Performance in Research Intensive Industries," *Strategic Management Journal*, 9(6), pp.577-590.
- Huang, W. and T. Zhu(2015), "Foreign Institutional Investors and Corporate Governance in Emerging Markets: Evidence of a Split-Share Structure Reform in China," *Journal of Corporate Finance, Forthcoming*, 32, pp. 312-326.
- Huse, M. and A. Solberg(2006), "Gender-Related Boardroom Dynamics," *Women in Management Review*, 21, pp.113-130.
- Jensen, M. and W. Meckling(1976), "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure," *Journal of Financial Economics*, 3(4), pp.305-360.
- Jiambalvo, J., S. Rajgopal, and M. Venkatachalam (2002), "Institutional Ownership and the Extant to Which Stock Prices Reflect Future Earnings," *Contemporary Accounting Research*, 19, pp.117-136.
- Jiang, J.(2008), "Beating Earnings Benchmarks and the Cost of Debt," *The Accountig Review*, 83(3), pp.377-416.
- Johnson, S., R. La Porta, F. Iorencio Lopez-de-Silanes, and A. Shleifer(2000), "Tunneling," *American Economic Review Papers and Proceedings*, 90, pp.22-27.
- Kang, K. W.(2019), "The Ratio of Female Executives in 39 Countries Ranked the Bottom...Lower than Pakistan, an Islamic Country," *JoongAng Ilbo*, article 15 Oct. 15, 2019.
- Kang, M. J., S. J. Moon, S. Y. Kwon, Y. H. Kim, and S. R. Bang(2018), "A Study on the Strategies for Expanding the Ratio of Female Executives in the Enterprise," *Korean Women's Development Institute*.
- Kim, M. T.(2004), "A Magnitude and Direction of Earnings Management by Foreign-Investors in Korea," *Accounting Information Review*, 22(4), pp.85-111.
- Kim, S. I. and J. Y. Hong(2015), "The Effects of the Number of Female Directors on the Board to Corporate Transparency," *Korea International Accounting Review*, 59, pp.69-100.
- Kim, J. C., H. H. Shin, and J. H. Chang(2005), "The Impact of Board Structure and Group Headquarter on Executive Compensation," *Journal of Strategic Management*, 8(1), pp. 21-38.
- Klein, A.(2002), "Audit Committee, Board of Director Characteristics, and Earnings Management," *Journal of Accounting & Economics*, 33(3), pp.375-400.
- Labelle, R., R. Gargouri, and C. Francoeur(2010), "Ethics, Diversity Management, and Financial Reporting Quality," *Journal of Business Ethics*, 93(2), pp.335-353.
- Lee, J. Y.(2015), "Influence of EU Measures in

- Improving Gender Balance on French Corporate Board of Directors," *Institute for EU Studies*, 39, pp.255-281.
- Lee, M. Y.(2020), "Expanding Women's Participation in Management-The Future of the Board of Directors to Hold a Forum on the 4th Anniversary of the Foundation of the World Women's Directors Association," *Seoul Shinmun*, article 23 Nov. 2020.
- Lee, S.(2015), "Corporate Governance and Firm Performance: Evidence from Institutional Investors and Proxy Voting in Korea," *Hito-tsubashi Journal of Economics*, 56, pp.35-53.
- Lee, S. C. and J. C. Yoon(2017), "Effects of Audit Committee's Quality and Characteristics on Audit Firms," *Korea International Accounting Review*, 72, pp.151-186.
- Lee, S., M. Rhee, and J. Yoon(2018), "Foreign Monitoring and Audit Quality: Evidence from Korea," *Sustainability*, 2018, 10, 3151, pp.1-22.
- Lee, S. and J. Kim(2009), "An Effect of Foreign Monitoring on Agency Costs and Firm Value," *Korean Journal of Management Accounting Research*, 9(1), pp.95-133.
- Liao, L., L. Luo, and Q. Tang(2015), "Gender Diversity, Board Independence, Environmental Committee and Greenhouse Gas Disclosure," *The British Accounting Review*, 47(4), pp. 409-424.
- Lim, K. I.(2012), "Relationship between the Ratio of Female Executives and Management Performance within the Board of Directors," *Corporate Governance Service*, pp.7-9.
- Lim, H. K., E. Y. Cho, and S. Y. Ko(2014), "Influence of Outside Director's Expertise on Firm Value and Business Performance," *The Journal of Korea Tax Accounting Research*, 39, pp.83-102.
- Marinova, J., J. Plantenga, and C. Remery(2016), "Gender Diversity and Firm Performance: Evidence from Dutch and Danish Boardrooms," *The International Journal of Human Resource Management*, 27(15), pp.1777-1790.
- McNeil, C., G. Niehaus, and E. Powers(2002), "Management Turnover in Subsidiaries of Conglomerates versus Stand-Alone Firms," *Working Paper*, University of South Carolina.
- Menon, K. and J. Williams(1994), "The Use of Audit Committee for Monitoring," *Journal of Accounting and Public Policy*, 14, pp.121-139.
- Modigliani, F. and M. Miller(1963), "Corporate Income Taxes and The Cost of Capital: A Correction," *The American Economic Review*, 53(3), pp.433-443.
- MOGEF(2019), "As of Q1 2019, 4.0% Female Executives, 3.1% Female Outside Directors," *Ministry of Gender Equality and Family*, press release of 16 Oct. 2019.
- Nekhili, M. and H. Gatfaoui(2013), "Are Demographic Attributes and Firm Characteristics Drivers of Gender Diversity? Investigating Women's Positions on French Boards of Directors," *Journal of Business Ethics*, 118, pp.227-249.
- Okubo, T., A. Wagner, and K. Yamada(2017), "Does Foreign Ownership Explain Company Export and Innovation Decisions?" *Discussion Paper Series 17-E-099; Research Institute of Economy, Trade and Industry*, Tokyo, Japan.
- Park, J. I., K. A. Jeon, J. H. Choi, and C. W. Park (2009), "The Role of Large Auditors in Restricting the Earnings Management by Largest

- Shareholders' and Foreign Investors' Ownership," *Accounting Information Review*, 27 (1), pp.201-229.
- Pearce II, J. and S. Zahra(1992), "Board Composition from a Strategic Contingency Perspective," *Journal of Management Studies*, 29(4), pp. 411-438.
- Rajgopal. S., M. Venkatachalam, and J. Jiambalvo (1999), "Is Institutional Ownership Associated with Earnings Management and The Extent to Which Stock Prices Reflect Future Earnings?" *Working Paper*, University of Washington.
- Reguera-Alvarado, N., P. Fuentes, and J. Laffarga (2015), "Does Board Gender Diversity Influence Financial Performance? Evidence from Spain," *Journal of Business Ethics*, 141, pp.337-350.
- Ross, S.(1977), "The Determination of Financial Structure: The Incentive-Signalling Approach," *The Bell Journal of Economics*, 8(1), pp.23-40.
- Shin, J. Y. and D. H. Byun(2002), "A Study on Ownership Structures and Agency Costs," *Korea Accounting Journal*, 11(3), pp.67-87.
- Shin, H. H. and J. H. Jang(2003), "Firm Performance Following CEO turnover," *The Korean Journal of Finance*, 16(2), pp.231-256.
- Shleifer, A. and R. Vishny(1986), "Large Shareholders and Corporate Control," *Journal of Political Economy*, 94(3), pp.461-488.
- Siegel, J.(2007), "Contingent Political Capital and International Alliances: Evidence from South Korea," *Administrative Science Quarterly*, 52(4), pp.621-666.
- Solimene S., D. Coluccia, and S. Fontana(2017), "Gender Diversity on Corporate Boards: An Empirical Investigation of Italian Listed Companies," *Palgrave Communications*, 3 (16109).
- Song, D. S. and J. W. Shin(2017), "The Effect of CEO's Characteristic on the Audit Quality," *The Journal of Business Education*, 31(2), pp.27-55.
- Srinidhi, B., F. Gu, I and J. Tsui(2011), "Female Directors and Earnings Quality," *Contemporary Accounting Research*, 28(5), pp.1610-1644.
- Terjesen, S., R. Sealy, and V. Singh(2009), "Women Directors on Corporate Boards: A Review and Research Agenda," *Corporate Governance: An International Review*, 17(3), pp.320-337.
- Vafeas, N.(1999), "Board Meeting Frequency and Firm Performance," *Journal of Financial Economics*, 53(1), pp.113-142.
- Weisbach, M.(1988), "Outside Directors and CEO Turnover," *Journal of Financial Economics*, 20, pp.431-460.
- Xie, B., W. Davidson III, and P. DaDalt(2003), "Earnings Management and Corporate Governance: The Role of the Board and the Audit Committee," *Journal of Corporate Finance*, 9(3), pp.295-316.
- Yermack, D.(1996), "Higher Market Valuation of Companies with a Small Board of Directors," *Journal of Financial Economics*, 40, pp. 185-211.

- The author Sang Cheol Lee is currently a professor of accounting at School of Business, Ewha Womans University. He serves as a member of Corporate Governance Research Committee, Korea Corporate Governance Service and an outside director of Meritz Securities. He was the editor at Korean Journal of Management Accounting Research and Samjong-KPMG ACI Professor. He was also an outside director and the chairman of audit committee at Korea Investment Holdings and Korea Investment & Securities. He received his undergraduate, MS and Ph.D. degree in business administration at Yonsei University. Prof. Lee's research focuses on corporate governance, budget, performance evaluation, and manager compensation.
- The author Yunkeun Lee is an adjunct professor at Department of Accounting, Dongguk University. He will serve as an assistant professor at School of Business, Ajou University. He received his undergraduate degree in applied statistics at Yonsei University, MBA degree in KAIST, and Ph.D. in accounting from Dongguk University. He is interested in corporate governance, performance evaluation, and manager compensation.
- The author Chang Jin Moon is a manager at Citibank. He received his undergraduate degree in business administration at Hongik University, MBA degree in Korea University, and Ph.D. in accounting from Dongguk University. He is interested in issues of financial accounting and corporate governance structure.