

2022년 통권 제4호

SC 조사보고서

여성임원과 기업가치

— 이사회와 성별 구성에 관한 특례조항 도입 효과를 중심으로 —



• 목 차 •

여성임원과 기업가치

— 이사회에의 성별 구성에 관한 특례조항 도입 효과를 중심으로 —

정책연구본부 김선민 책임연구원
(smkim@cgs.or.kr)

Executive Summary

3. 결론 및 시사점

11

1. 연구배경 1

2. 여성임원과 기업가치 2

2-1. 기존연구 2

2-2. 분석방법 및 분석변수 3

2-3. 기초통계량 6

2-4. 분석결과 7

Executive Summary*

- 여성임원 선임이 기업가치에 미치는 영향을 살펴본 결과, 이사회 구성에 관한 특례조항(자본시장법 제165조의 20)의 최초 입법 발의 시점 이후 여성임원을 선임한 상호출자제한기업집단 소속 기업의 기업가치가 증가한 것으로 나타났으며 통계적으로도 유의한 결과를 보임
 - 그러나 이 법의 최종 공포일 기준으로 통계적 유의성이 사라진 것으로 볼 때 이미 시장은 기업들이 법의 최종 통과 이전에 자발적으로 여성임원을 선임한 점을 긍정적으로 평가했을 수 있음
- 전체 표본이 아닌 자산규모가 1조원 이상 3조원 미만인 기업에 한정하여 분석한 결과 최초 입법 발의 시점이든 최종 공포 시점이든 여성임원을 선임할 의무가 있는 기업이 여성임원을 선임한 후 기업가치는 감소한 것으로 확인되나 통계적으로는 유의하지 않았음
 - 전체 표본을 분석한 결과와 달리 (비록 통계적으로 유의하지는 않지만) 자산규모를 기준점 근처(자산 1조원 이상 자산 3조원 미만)로 좁혀서 분석하였을 때 기업가치가 감소하였는데
 - 이러한 결과로 미루어 볼 때 투자자들은 이들 기업이 성별 다양성을 제고하기 위해 여성임원을 선임하였다고 인지하기보다는 단순히 법적 준수 요건을 충족하였다고 판단했을 수도 있음
- 국내 상장회사의 여성 사외이사 비중이 증가하고 있고, 상호출자제한기업집단의 경우 지배주주 일가인 여성임원의 비율이 감소하는 등 긍정적인 변화들이 목격되고 있음
 - 그러나 분석 결과는 시장이 이러한 변화를 중립적으로 바라보고 있음을 보여줌
 - 이는 아직까지 시장에서 이러한 변화 추이를 파악하지 못한 것일 수도 있거나 이사회 여성임원 증가가 자연스러운 현상이 아닌 법률 준수에 따른 결과로만 평가하고 있기 때문으로 추측됨

* 본고의 견해와 주장은 필자 개인의 것이며, 한국기업지배구조원의 공식적인 견해가 아님을 밝힙니다.

1. 연구 배경

- 여성임원이 기업가치에 미치는 영향에 관한 기존 연구들의 결과는 다소 혼재되어 있음
 - Green and Harmony(2018)와 Campbell and Miguez-Vera(2008)은 이사회내 여성 비율의 증가가 기업가치에 긍정적인 영향을 미친다고 주장하고 있는 반면, Kolev(2012), Adams and Fererira(2009) 등의 연구에서는 반대의 결과를 보고하고 있음
- 해외에서는 이미 이사회 성별 다양성을 높이기 위한 움직임이 진행되고 있고, 대규모 해외 기관투자자 또한 이사회 성별 다양성을 요구하는 추세라는 점에서 이사회 성별 다양성은 국내에만 국한된 이슈는 아님
 - 또한, 여성의 이사회 참여 확대는 단순히 이사회 내 여성임원 수를 늘리는 데 있는 것이 아니라, 특정 성별에 치우치지 않는 의사결정을 통해 이사회 효율성을 제고하고 경영진에 대한 감사감독 기능을 강화함으로써 기업지배구조 및 경영성과의 개선으로 이어지는 데 그 의의가 있을 것임
 - 따라서 이사회내 여성 참여 확대가 기업지배구조 측면에서 긍정적인 효과를 미치는지 그 여부를 확인하는 것은 중요한 연구주제라 할 수 있음
- 이사회내 성별 구성에 관한 특례조항(자본시장법 제165조의2)이 도입된 지 얼마 되지 않아 여성임원의 이사회 활동이 이사회 효율성을 제고하는지를 분석하는 것에는 제약이 있는 관계로 이 보고서에서는 여성 임원의 선임 여부가 기업가치에 미치는 영향부터 분석하고자 함
 - 국내에서도 여성임원과 관련된 연구가 다수 존재하지만(이상철(2021), 김성윤&김진환(2021), 성효용(2020)), 이사회 성별 구성에 관한 특례조항의 입법 효과를 살펴보는 연구는 저자가 아는 한 아직(분석 시점 기준)까지 없는 것으로 확인되기에 기존 연구와 차별점이 있음

2. 여성임원과 기업가치

2-1. 기존 연구

- 전 세계적으로 이사회 내 여성임원이 증가 추세에 있으나 이는 기업의 자발적인 선택이거나 자연스러운 현상이 아닌 여성임원 할당제 도입 등 법·제도적인 마련에 따른 결과라고 볼 수 있음
 - 따라서 여성임원 할당제 도입의 정당성 여부를 두고 의견이 분분할 수밖에 없으며, 이는 여성임원이 기업가치에 미치는 영향에 관한 분석 결과도 혼재되어 보고된다는 점에서도 잘 알 수 있음
- 특히 여성임원 할당제를 법·제도적으로 의무화한 국가에서 오히려 기업가치가 감소하는 현상이 나타난다고 보고하고 있는 연구결과들에 대해서 주목할 필요가 있음¹⁾
 - Ahern and Dittmar(2012)에 따르면, 여성임원 비율이 10% 증가할수록 기업가치(Tobin's Q)가 평균 12.4% 하락한다고 주장함²⁾
 - Hwang et al.(2018)는 미국 캘리포니아주(州)에 본사를 둔 상장기업의 제도 도입 공시효과를 살펴본 결과 비정상수익률(Abnormal Return, AR)이 감소하였다고 보고함
- 위와 같이 여성임원 할당제 도입이 기업가치에 부정적인 영향을 미치는 이유에 대해서는 아래와 같이 생각해 볼 수 있음
 - 우선 인력풀이 제대로 갖추어지지 못한 상황에서 제도적으로 이사회 내 여성임원 비율을 설정하게 되면 충분한 자질을 갖춘 여성임원이 선임되지 않을 것이라는 시장의 우려가 존재할 수 있음
 - 실제로 올해 8월 이사회 성별 관련 법안 시행을 앞두고 국내 상장사는 여성임원 인재풀을 확보하는데 어려움을 겪은바 있음³⁾
 - 또한, 위에서 언급한 Hwang et al.(2018)의 연구는 여성임원 인력풀에 접근이 상대적으로 용이한 기업에서는 기업가치 감소가 유의하게 나타나지 않았다고 보고하기도 함
 - 다음으로 여성임원이 비교적 남성임원보다 경험이 적고, 연령대가 낮다는 점이 기업가치에 부정적인 영향을 미칠 수 있음
 - Ahern and Dittmar(2012)는 이사회 구성원의 나이와 경험이 이사의 감독 및 자문역할에 직접적인 영향을 준다고 주장함⁴⁾

1) Ahern, K. R., & Dittmar, A. K. (2012). The changing of the boards: The impact on firm valuation of mandated female board representation. *The quarterly journal of economics*, 127(1), 137-197.; Hwang, S., Shivdasani, A., & Simintzi, E. (2018). Mandating women on boards: Evidence from the United States. Kenan Institute of Private Enterprise Research Paper, (18-34).

2) 노르웨이 기업을 대상으로 분석한 연구로, 노르웨이는 여성임원 할당제를 2003년 의무화 함. 의무화하기 전 노르웨이 기업의 이사회 여성임원 비율은 9%였으나, 관련법에서는 여성임원 비율을 40%로 정함

3) 중앙일보, 2022.07.10., "해외플까지 뒤흔다"...요즘 여성 사외이사 몸값 확 똥 이유"; 중앙일보, 2021.03.07., "여성 이사 모십니다"...기업 요즘 여임원 구하기 경쟁 치열"

4) Ahern, K. R., & Dittmar, A. K. (2012). The changing of the boards: The impact on firm valuation of mandated female board representation. *The quarterly journal of economics*, 127(1), 137-197

- 따라서, 시장은 이사로서 역할을 수행하는데 여성임원의 경험 부족과 낮은 연령을 부정적인 요소로 바라볼 수 있음
- 직접 분석한 결과, 2021년 12월 말 기준 국내 상장기업의 여성임원의 평균나이는 52.56세인 반면, 남성임원의 평균나이는 58.28세로 여성임원의 연령이 남성임원보다 낮은 것으로 확인됨

2-2. 분석방법 및 분석변수

- <2022년 통권 제3호 SC조사보고서>에서 사용한 표본(2015년~2020년)을 이용하여 이사회 성 다양성 특례 조항 도입 후 상장회사의 여성임원 선임 여부가 기업가치에 미치는 영향을 분석함⁵⁾
 - 이사회 성별 구성에 관한 특례조항의 도입 시점은 1)최초 입법 발의일(2018.10), 2)최종 공포일(2020.2)로 각각 구분하여 살펴보고자 함
 - 도입 시점을 최초 입법 발의 시점(2018.10)과 최종 공포 시점(2020.02)으로 각각 살펴본 것은 최초 입법 발의일 및 최종 공포일 전후 여성임원을 선임하는 회사가 모두 관찰되기 때문임⁶⁾
 - 즉, 법 도입 전에도 여성임원을 선임한 회사가 관찰되고 도입 후에도 여성임원을 선임한 회사가 관찰됨
 - 또한, 시장은 제도 변화와 관련하여 최초 시그널 또는 최초 사건에 가장 크게 반응할 가능성이 있는데, 제도 변화와 관련하여 시장에 영향을 준 시점이 이 법의 최초 입법 발의 시점인지 최종 공포 시점인지 사전적으로 예측하기 어려움
 - 이에 분석 편의상 시장에 영향을 미칠 수 있는 최초 시그널 또는 최초 사건을 최초 입법 발의일과 최종 공포일로 구분하여 고려함⁷⁾
 - 최초 입법 발의일과 최종 공포일 사이에 수정법안의 정무위원회, 법사위원회, 본회의 가결 등의 일련의 과정들도 존재함
 - 그러나 여성임원을 의무적으로 선임해야 한다는 큰 기조에는 변화가 없다는 점에서 시장에 큰 영향을 주는 새로운 사건들은 아니라고 판단하였기에 이러한 과정들은 분석에서 고려하지 않음⁸⁾
 - 기업가치 대용치(종속변수)로 토빈큐를 사용함⁹⁾

5) t+1년도의 산업조정 토빈큐를 종속변수로 사용하기 때문에 2021년 샘플(분석시점에서 2022년 산업조정 토빈큐를 구할 수 없음)은 분석에서 제외함

6) 또한, 최종 공포한 시점(2020년 2월)과 실제 법 적용 시점(2022년 8월)에도 시차가 존재함

7) 연구자의 판단하에 최초 입법 발의일은 이사회 성별 구성에 관한 특례조항을 가장 처음 발의한 날이라는 점에서, 최종 공포일은 이 법이 통과하여 시행이 확정된 시점이라는 점에서 시장에 영향을 줄 수 있는 사건으로 간주함

8) 2018년 10월 이사회의 성별 구성에 관한 특례조항은 자산총액이 2조원 이상인 상장회사는 특정 성(性)의 이사가 이사회 정원을 3분의 2를 초과하지 아니하도록 하여야 하고, 이를 준수하지 않는 경우 그 사유를 사업보고서에 공시해야 한다(의무공시)는 내용으로 최초 입법 발의(2018.10)됨. 2019년 11월 국회 정무위원회에서 '이사 전원을 특정 성(性)의 이사로 구성하지 아니하여야 한다'로 수정되었으며, 의무공시 조항은 삭제됨. 2020년 2월 이 법안은 자산총액 2조원 이상인 상장회사는 이사회의 이사 전원을 특정 성(性)의 이사로 구성하지 아니하여야 한다는 조문으로 최종 공포됨

9) Demsetz and Lehn (1985). The Structure of Corporate Ownership: Causes and Consequences. Journal of Political Economy, 93(6), 1155-1177.; Gompers, P., Ishii, J., & Metrick, A. (2003). Corporate governance and equity prices. The quarterly journal of economics, 118(1), 107-156.; Cheng, S. (2008). Board size and the variability of corporate performance. Journal of financial economics, 87(1), 157-176.;

- 토빈큐는 기업가치 대용변수로 널리 사용되는 변수이나 주가의 변동이 심하거나 경영환경에 민감하게 반응할 수 있기 때문에 이 보고서에서는 산업조정 토빈큐를 기업가치 대용변수로 사용하여 분석함¹⁰⁾
- 이 때 여성임원이 선임 된 해(t년)가 아닌 다음 해(t+1년)의 기업가치를 살펴봐야 하므로 산업조정 토빈큐는 t년도와 아닌 t+1년도의 값을 계산하여 사용함

○ 분석 표본에서 자본잠식 기업은 제외함

□ **(분석방법)** 이사회 성별 구성에 관한 특례조항 도입으로 특정 규모 이상(자산 2조원 이상)의 국내 상장 기업은 여성임원을 선임해야 하기 때문에 여성임원 선임 여부는 외생적인 기준(자산규모)에 의해 결정된다고 볼 수 있음

○ 따라서 외생적인 기준인 자산규모를 토대로 처치그룹과 대조그룹으로 나눈 후 여성임원 선임 여부가 기업가치에 미치는 영향을 분석하고자 함

○ 다만, 최초 입법 발의 시점과 최종 공포 시점 전후로 여성임원을 선임할 의무가 있는 기업은 법이 적용되는 2022년 8월 이전부터 선제적으로 대응할 가능성이 존재함

- <표 2-2-1>에서 확인할 수 있듯이 오로지 자산규모 기준에 따라 여성임원 선임 여부가 결정되는 것은 아니라는 것을 알 수 있음¹¹⁾

- 이에 이 보고서에서는 RDD(Regression Discontinuity Design)를 활용하여 분석하고자 하며, Fuzzy RDD 모형으로 추정함¹²⁾

□ 최초 입법 발의일과 최초 공포일에 각각 맞춰 전후의 여성임원 현황(12월말 기준)을 조사함¹³⁾

○ 즉, 사건 기준일이 되는 최초 입법 발의일 전후와 최종 공포일 전후 시점으로 정확하게 여성임원 선임 현황을 살펴보는 것은 불가능하기에 사건 기준일 전후로 가장 가까운 시점을 잡아 해당 표본으로 분석함

- <표 2-2-1>의 Panel A.에서 최초 입법 발의일 전에 해당하는 분석 표본은 최초 입법 발의일(2018.10) 이전에 해당하는 2015년~2017년의 표본을 의미하며, 최초 입법 발의일 후에 해당하는 분석 표본은 최초 입법 발의일 이후에 해당하는 2019년~2020년이 표본을 의미함

- <표 2-2-1>의 Panel B.에서 최종 공포일 전에 해당하는 분석 표본 연도는 최종 공포일(2020.2) 이전에 해당하는 2015년~2019년의 표본을 의미하며 최종 공포일 후에 해당하는 분석 표본은 2020년(12월 말 기준)의 표본을 의미함

10) 연강흥, 김한나. (2015). 기관 및 외국인투자자 보유 지분 부분매각의 경영진 경고효과. 재무연구, 28(4), 667-696.

11) 즉, 처치 적용 여부가 아닌 처치 확률의 개념이 반영됨에 따라 이 분석에서는 계단형 RDD (Sharp RDD)가 아닌 경사형 RDD (Fuzzy RDD)를 사용하여 분석함

12) Fuzzy RDD는 2sls와 유사한 방식으로 1st stage에서 여성임원을 선임할 확률을 계산하고 1st stage에서 추정된 값으로 2nd stage에서 기업가치에 미치는 영향을 분석함

13) 상장회사는 매년 분기보고서, 반기보고서, 사업보고서를 제출하기 때문에 분기, 반기, 연 단위로 상장회사의 임원 현황을 파악할 수 있음. 그러나 임원 선임은 대체로 매년 2,3월에 개최되는 정기주주총회에서 선임되기 때문에 연 단위(12월 말 기준)로 임원 현황을 조사하는 것이 가장 합리적이라고 판단함

〈표 2-2-1〉 자산규모 기준과 여성임원을 선임한 기업 빈도표

Panel A. 최초 입법 발의일 기준			
구분	여성이사 미선임	여성이사 선임	Total
자산 2조원 미만 이거나 최초 입법 발의일 전	10,314 (81.14%)	2,397 (18.86%)	12,711 (100%)
자산 2조원 이상 & 최초 입법 발의일 후	458 (67.85%)	217 (32.15%)	675 (100%)
Total	10,772 (80.47%)	2,614 (19.53%)	13,386 (100%)

Panel B. 최종 공포일 기준			
구분	여성이사 미선임	여성이사 선임	Total
자산 2조원 미만 이거나 최종 공포일 전	10,482 (81.16%)	2,434 (18.84%)	12,916 (100%)
자산 2조원 이상 & 최종 공포일 후	290 (61.70%)	180 (38.30%)	470 (100%)
Total	10,772 (80.47%)	2,614 (19.53%)	13,386 (100%)

*노란색 음영이 처치집단을 의미함

- (분석변수) 이 분석에서 사용된 각 변수에 대한 정의는 아래 <표 2-2-2>에 기술되어 있음
- (배정변수) RDD분석시 배정변수(Forcing Variable)-기업의 자산규모 기준-에 의해 처치(여성임원 선임)가 결정됨
 - 이 보고서에서는 최초 입법 발의일 기준과 최종 공포일 기준으로 각각 여성임원 선임 여부가 기업가치에 미치는 영향을 살펴보기 때문에 배정변수는 아래와 같이 더미변수로 정의함

〈표 2-2-2〉 분석변수 설명

Variables	Definition
Independent Variables	
% Female Directors	이사회내 여성(등기)임원 비율
Dependent Variables	
Industry-Adjusted Tobin Q	토빈큐 - 산업평균 토빈큐 (산업조정 토빈큐: 각 산업(거래소 업종 활용)에 속한 기업들의 토빈큐의 평균 값)
Forcing(or Running Variables)	
[최종 공포일 기준]	1 if year ≥ 2020 & 자산규모 2조원 이상, 0 if year < 2020 또는 자산규모 2조원 이하
[최초 입법 발의일 기준]	1 if year ≥ 2019 & 자산규모 2조원 이상, 0 if year < 2019 또는 자산규모 2조원 이하
Control Variables	
Total asset	ln(총자산)
ROE	당기순이익 / 총자본
Debt Ratio	총부채 / 총자산
Cash Dividend	현금배당금
OTR	영업비 비율 (판매비/매출액)
ATR	총자산회전율 (총자산/매출액)

□ 분석 회귀식은 아래와 같음

〈표 2-2-3〉 분석 회귀식

RDD분석	$Y = \alpha_0 + \rho_1 D_{i,t} + \beta_0 R_{i,t} + \beta_1 Controls_{i,t} + \omega_i + \delta_i + e_{0i,t}$ $D_i = \begin{cases} 1 & \text{if 여성임원 비율} > 0 \\ 0 & \text{if 여성임원 비율} = 0 \end{cases}$ <p>*최초 입법 발의일 기준: $R_i = \begin{cases} 1, & i \geq 2019\text{년 이후 자산}2\text{조원 이상} \\ 0, & i < 2019\text{년 이전 자산}2\text{조원 미만} \end{cases}$</p> <p>*최종 공포일 기준: $R_i = \begin{cases} 1, & i \geq 2020\text{년 이후 자산}2\text{조원 이상} \\ 0, & i < 2020\text{년 이전 자산}2\text{조원 미만} \end{cases}$</p>
--------------	---

* Y = 기업가치(산업조정 토빈큐), i = 회사, t = 년도, ω = 기업 고정효과, δ = 연도 고정효과

2-3. 기초통계량

□ <표 2-3-1>과 <표 2-3-2>는 분석변수의 기초통계량을 나타내는 표임

- 13,386개의 분석 표본에서 산업조정토빈큐를 계산할 수 없는 기업, 자본잠식 기업과 금융업에 속하는 기업을 제외한 표본수는 7,495개이며,
- 7,495개의 표본에서 상호출자제한기업집단에 속하는 표본수는 531개임

〈표 2-3-1〉 기초통계량(1): 전체

	Obs	Mean	Std. Dev.	Min	Max
<i>Independent Variable</i>					
% Female Directors	7,495	.032	.081	0	.75
<i>Dependent Variable</i>					
Industry-Adjusted Tobin Q	7,495	-.183	1.105	-4.583	20.404
<i>Running(or Forcing) Variable</i>					
최종 공포일 기준	7,495	.022	.146	0	1
최초 입법 발의일 기준	7,495	.043	.202	0	1
<i>Control Variable</i>					
Total asset	7,492	26.431	1.591	22.766	33.567
ROE	7,490	.095	.176	0	7.857
Debt Ratio	7,492	.389	.201	.011	.96
Cash Dividend	7,495	1.901e+10	2.680e+11	0	1.787e+13
OTR	7,436	.289	3.056	-27.983	252.378
ATR	7,488	2.029	4.105	.221	97.879

*산업조정토빈큐를 계산할 수 없는 기업, 자본잠식 기업 및 금융업종은 제외함

〈표 2-3-2〉 기초통계량(2): 상호출자제한기업집단

	Obs	Mean	Std. Dev.	Min	Max
<i>Independent Variable</i>					
% Female Directors	531	.018	.057	0	.6
<i>Dependent Variable</i>					
Industry-Adjusted Tobin Q	531	-.079	.788	-4.075	5.589
<i>Running(or Forcing) Variable</i>					
최종 공포일 기준	531	.168	.374	0	1
최초 입법 발의일 기준	531	.324	.468	0	1
<i>Control Variable</i>					
Total asset	531	28.981	1.886	24.075	33.567
ROE	531	.083	.079	0	1.268
Debt Ratio	531	.525	.21	.085	.96
Cash Dividend	531	1.487e+11	9.631e+11	0	1.787e+13
OTR	521	.175	1.264	-27.983	1.961
ATR	531	4.087	10.431	.32	91.085

*산업조정토빈큐를 계산할 수 없는 기업, 자본잠식 기업 및 금융업종은 제외함

2-4. 분석결과: 〈표 2-4-1〉 ~ 〈표 2-4-3〉 참고

• 최초 입법 발의일 기준

- 최초 입법 발의 시점을 기준으로 전체 표본을 분석한 결과, 여성임원을 선임할 의무가 있는 기업이 여성임원을 선임하였을 때 기업가치가 증가하는 것으로 나타났으나 통계적으로 유의하지 않았음
- 반면, 상호출자제한기업집단 소속 기업이 여성임원을 선임하였을 때 기업가치는 증가한 것으로 확인되며 5% 수준에서 통계적으로 유의한 결과를 보임

• 최종 공포일 기준

- 최종 공포일 기준으로 전체 표본을 분석한 결과, 여성임원을 선임하였을 때 기업가치가 감소한 것으로 확인되며, 상호출자제한기업집단 소속 기업의 표본으로 분석하였을 때는 기업가치가 오히려 증가함
 - 하지만 분석 결과 모두 통계적으로 유의하지 않았음
- 상호출자제한기업집단 소속 기업의 경우 최초 입법 발의일 기준으로 여성임원을 선임한 기업의 기업 가치가 그렇지 않은 기업에 비해 높게 나타나고 통계적으로 유의성을 보였으나, 최종 공포일 기준으로는 유의성이 사라졌음을 알 수 있음
 - 이러한 결과를 미루어 봤을 때, 상대적으로 자산규모가 높은 상호출자제한기업집단 소속 기업이 이사회 구성에 관한 특례조항이 최종 통과되기 전에 자발적으로 여성임원을 선임한 점을 시장에서 긍정적으로 평가했을 가능성이 있음
 - 따라서, 법이 최종 공포되기 전 이미 시장에 긍정적인 평가가 반영되어 최종 공포일 기준으로는 통계적 유의성을 보이지 않는 것으로 판단됨

〈표 2-4-1〉 분석 결과

VARIABLES	최초 입법 발의일 기준		최종 공포일 기준	
	전체	상호출자제한기업집단	전체	상호출자제한기업집단
	Industry_adjusted Tobin Q (1)	Industry_adjusted Tobin Q (2)	Industry_adjusted Tobin Q (1)	Industry_adjusted Tobin Q (2)
% Female Directors	10.837 (6.873)	9.965** (4.434)	-0.549 (3.032)	2.465 (2.362)
Total Asset	-0.259*** (0.094)	-0.159 (0.523)	-0.338*** (0.070)	-0.228 (0.176)
ROE	0.073 (0.090)	0.006 (0.714)	-0.018 (0.047)	-0.119 (0.230)
Debt Ratio	0.277 (0.258)	0.899 (0.982)	0.475** (0.194)	0.777* (0.468)
Cash Dividend	-0.000 (0.000)	-0.000** (0.000)	0.000 (0.000)	-0.000 (0.000)
OTR	0.002 (0.017)	0.119 (0.162)	0.002 (0.016)	0.001 (0.005)
ATR	0.005 (0.021)	-0.099 (0.092)	0.016 (0.017)	-0.004 (0.010)
Constant	6.339** (2.472)	4.123 (14.573)	8.614*** (1.808)	6.163 (4.960)
Observations	7,272	462	7,272	521
Firm FE	YES	YES	YES	YES
Year FE	YES	YES	YES	YES
Clustered at	Firm	Firm	Firm	Firm

Standard errors in parentheses

*** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1

*산업조정토빈큐를 계산할 수 없는 기업, 자본잠식 기업 및 금융업종은 분석에서 제외함

• 자산규모 범위에 따른 표본 재설정

- 이 보고서에서 사용하는 RDD분석은 처치 여부를 결정하는 기준점(cutoff)을 중심으로 기준점 가까이에 있는 표본들의 처치 효과에 차이가 있는지를 확인하는 분석 방법임
 - <표 2-4-1>의 결과는 자산규모 범위의 상한선과 하한선을 정하지 않고 분석한 결과이기에 추가적으로 기준점(cutoff)에 가까운 표본들을 추출하여 분석하고자 함
 - 일례로, 기준점(cutoff)이 2조원이라고 할 때 자산규모가 1조 9,000억원인 기업과 자산규모가 10조원 이상인 기업의 특성이 비슷하다고 보기는 어려울 것임
- 따라서, 규모가 비슷하여 기업특성이 이질적이지 않은 표본에 한정하여 여성임원이 기업가치에 미치는 영향을 살펴보고자 자산규모가 1조원 이상 ~ 3조원 미만인 기업에 한정하여 분석함
- 상기 분석에 앞서, 우선 통제변수를 넣지 않고 처치집단(2020년 이후 자산규모가 2조원 이상 3조원 미만인 기업)에 속하는 기업들이 여성임원을 선임할 가능성(first stage)을 추정한 후 1단계에서 추정한 값(여성임원을 선임할 가능성이 기업가치에 미치는 영향을 분석함¹⁴)
 - 분석 결과 자산규모 2조원 이상이고 3조원 미만인 기업은 최종 공포일 이후 여성임원 비율이 증가할 가능성이 높아진 것으로 확인됨 (<표 2-4-2> Panel A.참고)
 - 이러한 추세는 3조원 이상 4조원 미만 기업, 4조원 이상 5조원 미만 기업에서도 동일하게 나타남¹⁵)
 - 그러나 이들 기업이 여성임원을 선임할수록 기업가치에는 부정적인 영향을 주는 것으로 나타났으며, 자산규모가 2조원 이상 3조원 미만인 기업의 경우 10% 수준에서 통계적으로 유의한 결과를 보임

<표 2-4-2> 여성임원이 기업가치에 미치는 영향 (Fuzzy RDD)

Panel A. First Stage

Dep. Var: Ratio of Female Directors	2조원 이상 3조원 미만	3조원 이상 4조원 미만	4조원 이상 5조원 미만
treatment	.0174**	.0326***	.0278***
t-stat	2.30	3.50	2.58
p-value	0.022	0.001	0.011

Panel B. Second Stage

Dep. Var: Industry adjusted Tobin Q	2조원 이상 3조원 미만	3조원 이상 4조원 미만	4조원 이상 5조원 미만
Predicted Ratio of Female Directors	-13.545*	-9.228	-10.438
t-stat	-1.80	-1.52	-1.27
p-value	.072	.131	0.207

* 최종 공포일 기준으로 분석(without covariates)¹⁶⁾

** ***p(0.01, ** p(0.05, * p(0.1

14) <표 2-2-2>의 정의에 따라, 최종 공포일 기준으로 분석시 자산규모가 2조원 이상 3조원 미만인 기업, 3조원 이상 4조원 미만인 기업, 4조원 이상 5조원 미만인 기업은 배정변수(forcing variable)값이 1을 갖지만, 자산규모가 1조원 이상 2조원 미만인 기업은 배정변수(forcing variable)값이 0을 가짐. 따라서 <표 2-4-2>에는 자산규모가 1조원 이상 2조원 미만인 기업(통제집단)을 제외한 결과값을 제시함
 15) 분석 표본에서 처치집단은 자산규모가 2조원 이상 3조원 미만에 해당하지만 경향성을 비교해보고자 자산규모가 3조원 이상 4조원 미만, 4조원 이상 5조원 미만인 처치집단도 해당 표에 추가적으로 같이 제시함
 16) 최초 입법 발의일 기준으로 분석시 통계적으로 유의한 결과를 얻지 못함

□ <표 2-4-3>은 통제변수를 넣고 분석한 결과임

- 분석 결과 최초 입법 발의일 기준이든 최종 공포일이든 여성임원을 선임한 이후 기업가치는 감소한 것으로 나타났으나 <표 2-4-2>의 결과와는 달리 통계적으로 유의하지는 않았음
- 즉, 아직까지는 여성임원을 선임할 의무가 있는 기업이 여성임원을 선임하였다고 해서 그렇지 않은 기업의 기업가치보다 부정적 또는 긍정적인 평가를 받는 것은 아닌 것으로 판단됨

<표 2-4-3> Sub-sample(자산규모 1조원 이상 3조원 미만) 분석결과

VARIABLES	최초 입법 발의일 기준	최종 공포일 기준
	Industry_adjusted Tobin Q	Industry_adjusted Tobin Q
% Female Directors	-10.498 (18.358)	-11.093 (48.744)
Total Asset	-0.411* (0.219)	-0.412 (0.278)
ROE	-1.013 (0.742)	-1.036 (1.953)
Debt Ratio	0.735 (0.914)	0.757 (2.023)
Cash Dividend	0.000 (0.000)	0.000 (0.000)
OTR	0.603 (0.694)	0.620 (1.354)
ATR	-0.042 (0.030)	-0.042 (0.054)
Constant	11.222* (6.020)	11.267 (7.551)
Observations	640	640
Firm FE	YES	YES
Year FE	YES	YES
Clustered at	Firm	Firm

Standard errors in parentheses
*** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1

*산업조정 토빈큐를 계산할 수 없는 기업 및 자본잠식 기업은 분석에서 제외함

3. 결론 및 시사점

- 이사회 성별 구성에 관한 특례조항에 따른 여성임원 선임이 기업가치에 미치는 영향을 살펴본 결과, 최초 입법 발의일 또는 최종 공표일 기준으로 여성임원의 선임이 기업가치에 유의한 영향을 미치지 않는 것으로 확인됨 (<표 2-4-1> 참조)
 - 단, 상호출자제한기업집단 소속 상장계열회사의 경우에서만 최초 입법 발의일 기준으로 여성임원의 선임이 기업가치에 유의하게 양(+)의 영향을 미치는 것으로 나타남
- 전체 표본이 아닌 자산규모가 1조원 이상 3조원 미만인 기업에 한정하여 분석한 결과 최초 입법 발의 시점이든 최종 공표 시점이든 여성임원을 선임할 의무가 있는 기업(처치집단)이 여성임원을 선임하고 나서 기업가치는 감소한 것으로 확인되나 통계적으로는 유의하지 않았음
 - 전체 표본을 분석한 결과와 달리 (비록 통계적으로 유의하지는 않지만) 자산규모를 기준점 근처(자산 1조원 이상 자산 3조원 미만)로 좁혀서 분석하였을 때 기업가치가 감소하였는데
 - 이러한 결과로 미루어 볼 때 투자자들은 이들 기업이 성별 다양성을 높이기 위해 여성임원을 선임하였다고 인지하기보다는 단순히 법적 준수 요건을 충족하였다고 판단했을 수도 있음
 - 즉, 충분한 여성 인력풀이 갖추어지지 않은 상황에서 법적 준수는 충분한 자질을 갖추지 못한 자가 이사로 선임될 가능성으로 이어질 수 있기 때문에 시장은 이를 부정적으로 평가했을 가능성이 있음
- <SC조사보고서 통권 제3호>에서 확인할 수 있듯이, 국내 상장회사의 여성 사외이사 비중이 증가하고 있고, 상호출자제한기업집단의 경우 지배주주 일가인 여성임원의 비율이 감소하는 등 긍정적인 변화들이 목격되고 있음
 - 그러나 이번 분석 결과는 시장이 이러한 변화를 중립적으로 바라보고 있음을 보여줌
 - 이는 아직까지 시장에서 이러한 변화 추이를 파악하지 못한 것일 수도 있거나 이사회의 여성임원 증가가 자연스러운 현상이 아닌 법적 준수에 따라 강제된 것이라고 평가하고 있기 때문으로 추측됨

SC 조사보고서 2022년 통권 제4호

발행일 : 2022년 12월 31일

저자 : 김선민

발행인 : 심인숙

발행처 : 한국ESG기준원

주소 : 서울시 영등포구 여의나루로 76

대표전화 : 02-3775-3339

홈페이지 : www.CGS.or.kr / sc.cgs.or.kr

© 한국ESG기준원. 2022.

SC 조사보고서는 저작권법에 의하여 보호를 받는 저작물이므로 무단 인용 및 복제를 하는 것은 법에 의해 금지되어 있습니다. 따라서 보고서 전체 또는 일부 내용을 공익적 또는 상업적 목적을 위해 복제하거나 활용하고자 할 경우 cgsweb@cgs.or.kr을 통해 사전 승인을 요청하셔야 합니다. 개인적 목적으로 단순 인용하고자 할 경우에는 발행 기관, 보고서명, 저자 등에 관한 출처 정보를 명확히 기재하여 주시기 바랍니다.

SC 조사보고서는 http://sc.cgs.or.kr/resources/trends_list.jsp에서 다운로드 받으실 수 있습니다.
