ISSN 2982-7124

ESG 리뷰

ESG Review

2024-01호 I Vol. 110
2024.03.29

한국ESG기준원

Contents

Vol.110 | 2024. 1호

03 연구논단 I 대규모 외국인투자자 존재가 여성의 이사회 참여에 미치는 영향

이상철 | 이화여대 경영대학 교수

대규모 외국인투자자 존재가 여성의 이사회 참여에 미치는 영향*

이상철 | 이화여대 경영대학 교수

Ⅰ. 서론

자본시장과 금융투자업에 관한 법률 개정으로 여성이사 할당제와 관련한 특례조문이 신설되어, 2022년부터 자산규모 2조 원 이상 상장법인의 경우 이사회 여성 의무화 도입이 법제화되었다. 이사회 구성의 다양성을 통해 Environmental, Social & Governance(ESG) 경영을 도모하려는 노력도 함께 진행되고 있다. 여성의 이사회 참여가 활발해짐에 따라, 여성의 이사회 참여에 영향을 미치는 요인과 그 효과에 대한 실무계와 학계의 관심이 점차 높아지고 있다. 그러나 여성의 이사회 참여와 관련한 국내 실증연구는 매우 제한적인 실정이다(김수인과 홍지연 2015; 이상철 등 2020, 2021a, 2021b, 2022).

이상철 등(2021a)은 2014년부터 2018년까지 한국거래소에 상장된 비금융기업을 분석한 결과, 외국인투자자 및 기관투자자와 같은 외부감시주체의 지분율이 높아지면 여성의 이사회 참여에 대한 수요가 높아진다는 실증연구 결과를 제시하였다. 이상철 등(2021a)은 외국인투자자 및 기관투자자와 같은 외부감시주체의 감시유인과 감시비용 부담 능력이 그들이 보유한 지분율에 비례한다고 가정하였다. 그러나 외국인투자자 및 기관투자자가 일정 수준 이상의 지분을 보유하지 못하면, 오히려 감시로 인한 비용이 효익보다 커지기 때문에 적극적인 감시를 하기 어렵다는 점을 고려하지 못했다. 그리고 피투자기업 최대주주의 관계회사인 기관투자자가 보유한 지분율과 같이 감시유인을 갖지 못한 지분율을 제대로 구분하지 못했다는 한계가 있다.

* 본고는 저자가 2023년 회계학연구(제48권 제5호)에 출간한 "대규모 외국인투자자와 여성의 이사회 참여"라는 논문을 수정한 것입니다. 보다 자세한 내용은 해당 논문을 참고하시기 바랍니다.

본 연구에서는 이러한 연구기회에 착안하여 감시유인, 감시비용 부담능력 및 감시여건을 갖춘 외국인투자자에 초점을 맞춘다. 외국인투자자는 기관투자자와 달리 최대주주의 관계회사일 가능성이 낮아 피투자회사를 독립적으로 감시할 수 있는 유인을 가진다. 또한 선진기업감시제도를 경험한 외국인투자자는 감시에 대한 전문성을 갖춘 것으로 볼 수 있다(신현한 등 2004). 또한 대규모 외국인투자자는 기업의 내부 정보에 대한 접근이 용이하기 때문에, 경영자를 효과적으로 감시할 수 있는 여건을 갖추고 있다고 볼 수 있다(Barclay and Holderness 1991).

그러나, 적은 지분율을 가진 외국인투자자는 경영자 감시로 인한 효익이 감시에 소요되는 비용보다 낮아 감시에 소요되는 비용을 부담하지 않으려고 하기 때문에, 경영자에 대한 감시수요가 낮다. 반면, 많은 지분을 가진 외국인투자자는 경영자 감시로 얻는 효익이 비용보다 크기 때문에, 경영자에 대한 감시가 높다고 볼 수 있다(Cheng et al. 2017). 그러므로 외국인투자자의 경영자에 대한 감시수요는 외국인투자자가 보유한 지분율에 비례하여 증가하는 것이 아니라, 감시로 인한 효익이 감시비용을 초과하는 일정 수준 이상의 지분을 보유한 외국인투자자의 경우에 한해 나타날 수 있다.

따라서, 본 연구에서는 5% 이상 대규모 지분을 보유한 외국인투자자를 감시유인을 가진 대규모 외국인투자자로 정의하였다. 먼저 대규모 외국인투자자의 존재가 여성의 이사회 참여에 미치는 효과를 검증한다. 그리고 주주와 경영자 사이의 대리인문제 및 소액주주와 지배주주 사이의 대리인문제에 따라 이러한 효과가 차이가 있는지 검증한다. 그런 다음 여성이 이사회에 참여한 기업을 대상으로 대규모 외국인투자자의 존재가 이사회에 참여한 여성이사의 사외이사 여부, 전문성, 재임기간 및 이사회 참석률과 같은 여성이사의 감시 특성에 미치는 효과를 실증적으로 분석한다.

Ⅱ. 선행연구 검토와 연구가설 설정

여성이사는 학연과 지연으로 연결된 남성이사의 기존 네트워크에 속할 가능성이 낮다. 따라서 여성이사는 남성이사 보다 상대적으로 독립적인 입장에서 경영자를 감시할 수 있다(Adams and Ferreira 2009; Lucas-Perez et al. 2015). 여성은 남성에 비해 상대적으로 윤리적이고, 보수적이며, 과신 성향이 낮다(Bonner 2008). 그러므로 여성이사는 의사결정 과정에 존재하는 정보비대칭을 낮추고 더 많은 정보를 교환하여, 신중한 의사결정을 내리는 경향이 있다(Srinidhi et al. 2011). 여성이사는 남성이사 보다

의사결정 과정과 절차를 중요하게 여기고, 이사회에 적극적으로 참여하고 소통하려는 성향이 높다(Carter et al. 2010; Kim et al. 2010; Terjesen et al. 2009). 그뿐만 아니라 여성이사는 남성이사와 다른 독창적인 아이디어나 시각을 제공할 수 있고, 이사회 구성원들 사이의 상호견제를 높일 수 있다(Adams and Ferreira 2009; Terjesen et al. 2009; Nekhili and Gatfaoui 2013). 그러므로 여성의 이사회 참여로 경영자에 대한 이사회의 감시가 강화될 수 있다(Carter et al. 2010; Hillman et al. 2007).

이론적으로 경영자에 대한 감시를 강화하려는 외부감시주체의 감시유인은 여성의 이사회 참여에 상반된 영향을 미칠 수 있다(이상철 등 2021a). 먼저, 높은 감시유인을 가진 외부감시주체가 경영자를 효과적으로 감시하여 대리인문제가 발생할 가능성이 낮아진다면, 여성의 이사회 참여에 대한 수요가 낮아질 수 있다. 반면, 외부감시주체가 경영자를 효과적으로 감시하기 위해, 여성의 이사회 참여에 대한 수요를 오히려 높일 수도 있다. 현재까지 외부감시주체의 감시유인이 여성의 이사회 참여에 미치는 효과에 대한 실증적인 증거는 매우 부족한 실정이다. 다만, 이상철 등(2021a)은 사외이사, 기관투자자 및 외국인투자자와 같은 외부감시주체의 감시가 여성의 이사회 참여에 미치는 효과를 검증하여, 이사회의 사외이사비율, 기관투자자 지분율 및 외국인투자자 지분율이 여성의 이사회 참여에 유의적인 양의 영향을 미친다는 연구결과를 제시하였다. 이러한 연구결과는 경영자에 대한 외부감시주체의 감시유인이 높아지면 여성의 이사회 참여에 대한 수요가 높아지는 것으로, 외부감시주체의 감시유인과 여성의 이사회 참여에 대한 수요 사이에 보완관계가 존재한다는 사실을 나타낸다.

그러나 한국적 상황에서 외부감시주체 가운데 사외이사나 기관투자자는 외국인투자자에 비해 상대적으로 경영자에 대한 감시유인이 높다고 보기 어렵다. 미국의 경우에도 Sarbanes-Oxley Act(SOX)나 상장규정을 충족하는 독립적인 이사가 선임되었다 하더라도, 선임된 이사가 경영자와 밀접하게 연계되어 있다는 연구결과가 제시되었다(Beasley et al. 2009; Bruynseels and Cardinaels 2014). 그리고 사외이사가 경영자와 유대관계를 갖는 경우, 독립성이 낮아져서 기업가치가 저해될 수 있다는 연구결과도 제시되었다(Fracassi and Tate 2012). 한국에서도 사외이사가 계열사, 학연, 소송대리, 정부/채권단, 제휴 및 기타 관계로 인해 경영자나 기업과 연계되는 경우, 이사회의 독립성이 낮아질 수 있다(Fracassi and Tate 2012; 김상훈과 김양민 2008; 최한수 등 2017). 이처럼 독립성이 저해된 사외이사는 경영자에 대한 감시유인을 가진 것으로 판단하기 어렵다. 또한 한국기업에서 기관투자자는 피투자기업 최대주주의 관계회사이거나 사업적 관련성이 높아 경영자에 대해 우호적인 경우가 많다(신현한 등 2004). 이러한 기관투자자는 경영자를 독립적으로 감시할 유인과 능력을 갖추었다고 보기 어렵

다(이상철과 이윤근 2017).

사외이사 및 기관투자자에 비해 외국인투자자는 한국 자본시장에서 경영자를 감시하는 데 중요한 역할을 담당하고 있는 것으로 나타났다(Khanna and Palepu 1998; Sachs and Warner 1995; 신현한 등 2004). 외국인투자자는 최대주주의 관계회사일 가능성이 비교적 낮아, 독립적인 입장에서 경영자를 감시할 유인이 높다(Cheng et al. 2017). 그뿐만 아니라, 선진기업감시제도에 익숙한 외국인투자자는 기업감시에 필요한 전문성을 가지고 있다(신현한 등 2004). 2021년 기준으로 한국 자본시장에서 외국인투자자가 차지하는 비중은 21.6%로, 다른 나라와 비교해 매우 높은 편이다(이상철 등 2021). 따라서 한국 자본시장에서 외국인투자자는 투자한 기업의 경영자를 효과적으로 감시할 수 있다고 본다(Huang and Zhu 2015; Okubo et al. 2017).

그러나 외국인투자자의 감시유인이 외국인투자자가 보유한 지분율에 비례해서 증가하는 것은 아니다. 일정 수준 이상의 지분을 투자하지 않은 투자자는 감시로 인한 효익보다 감시에 소요되는 비용이 더 커질 수 있기 때문에, 경영자를 감시하는 비용을 감당하기 어려운 소규모투자자인 경우 경영자를 적극적으로 감시하기 어렵다(Grossman and Hart 1980). 그러나 대규모투자자는 경영자에 대한 감시유인이 크고 기업의 내부정보에 대한 접근이 용이하기 때문에, 경영자를 효과적으로 감시할 수 있는 여건을 갖추고 있다(Barclay and Holderness 1989).

미국 증권거래위원회와 한국 증권거래법의 5% 규정에서는 상장기업의 지배권에 영향을 미칠 수 있는 대량 보유의 기준을 5% 지분으로 판단하고 있다. 지분율 5%는 '상당한' 지분을 정의하는 데 사용되고 있으며, 이 지분을 넘어서면 주주로서 중요한 권리(이사진을 지명할 수 있는 권리, 비상임이사회를 소집할 권리 등)와 의무(지속적으로 지분율 변동을 신고)를 지니게 된다(Li et al. 2006). 그러므로 5% 이상 대규모지분을 투자한 외국인투자자는 외부감시주체로서 경영자를 감시할 유인, 감시비용 부담 능력 및 전문성을 겸비한 것으로 볼 수 있다(Lee 2015; Lee and Kim 2009). 본 연구에서는 대규모 외국인투자자의 감시효과에 대한 보완적인 관점을 지지하는 선행연구 결과에 근거하여, 대규모 외국인투자자의 존재와 여성의 이사회 참여 사이에 유의적인 양(+)의 관련성을 설정하였다.

가설 1. 대규모 외국인투자자가 존재하는 경우, 여성의 이사회 참여가 높아진다.

대규모 외국인투자자의 존재가 여성의 이사회 참여에 미치는 효과는 주주와 경영자 사이의 대리인문제에 따라 차이가 있을 수 있다. 소유와 경영이 분리된 비소유경영자

기업에서는 비소유경영자의 사적이익 추구로 이익이 훼손되는 주주와 경영자 사이의 대리인문제가 발생할 수 있다(Berle and Means 1932; Jensen and Meckling 1976). 그런데, 비소유경영자가 주식을 보유하게 되면 주주와 경영자 사이의 이해가 일치되기 때문에, 주주와 경영자 사이의 대리인문제가 완화될 수 있다. 그러므로 주주와 경영자 사이의 대리인문제는 소유경영자 기업보다 비소유경영자 기업에서 크게 나타날 수 있으며(Ang et al. 2000; Lee and Kim 2009), 경영자에 대한 감시수요도 더 높아질 수 있다. 이러한 측면을 고려할 때, 주주와 경영자 사이의 대리인문제가 크면 경영자에 대한 감시수요가 높아지기 때문에, 대규모 외국인투자자의 존재가 여성의 이사회 참여에 미치는 효과는 비소유경영자 기업에서 더 크게 나타난다.

가설 2-1. 대규모 외국인투자자의 존재가 여성의 이사회 참여에 미치는 효과는 비소유경영자 기업에서 더 크게 나타난다.

대규모 기업집단의 지배주주는 피라미드형 주식소유(stock pyramids)와 계열사 간 순환출자(cross-shareholding)를 이용하여 소유권보다 높은 지배권을 행사할 수 있다. 이러한 상황에서 대규모 기업집단의 지배주주가 자신의 사적이익을 추구하기 위해 대규모 기업집단 계열사의 부를 이전시키는 터널링(tunneling) 및 자회사를 동원해 부실계열사를 지원하는 프라핑(propping) 등과 같은 방법을 이용하여 소액주주의 부를 훼손하는 소액주주와 지배주주 사이의 대리인문제가 발생한다(Bae et al. 2002; Claessens et al. 2000). 그러므로 소액주주와 지배주주 사이의 대리인문제는 대규모 기업집단에 소속된 계열사에서 크게 나타날 수 있으며, 경영자에 대한 감시수요도 더 높아질 수 있다. 따라서, 소액주주와 지배주주 사이의 대리인문제가 크면 경영자에 대한 감시수요가 높아지기 때문에, 대규모 외국인투자자의 존재가 여성의 이사회 참여에 미치는 효과는 대규모 기업집단에 소속된 계열사에서 더 크게 나타난다.

가설 2-2. 대규모 외국인투자자의 존재가 여성의 이사회 참여에 미치는 효과는 대규모 기업집단에 소속된 계열사에서 더 크게 나타난다.

이사회에 여성이사가 참여한 기업을 대상으로 대규모 외국인투자자의 존재가 여성이사의 감시 특성에 미치는 효과를 살펴볼 수 있다. 경영자를 감시할 유인, 감시비용 부담 능력 및 전문성을 겸비한 대규모 외국인투자자가 존재하는 경우, 경영자를 감시할 능력

을 갖춘 여성이사를 이사회에 참여시킬 가능성이 높아질 수 있다. 왜냐하면, 여성이사가 이사회에 참여하는 경우 이사회 구성원이 공모하여 주주의 이익에 반하는 의사결정을 내릴 가능성이 줄어들 수 있다(Ayuso and Argandona 2007). 또한 사외이사가 사내이사보다 독립적인 입장에서 경영자를 효과적으로 감시할 수 있다(Menon and Williams 1994). 그러므로 이사회에 참여하는 여성이사가 사외이사라면, 이사회의 독립성이 보다 더 강화될 수 있다(Carter et al. 2010; 이상철 등 2021). 따라서 대규모 외국인투자자가 존재하는 경우, 여성 사외이사에 대한 수요가 높아질 수 있다.

가설 3-1. 대규모 외국인투자자가 존재하는 경우, 여성이사가 사외이사일 가능성이 높다.

이사회 구성원들의 다양한 관점과 지식은 경영자를 효과적으로 감독할 수 있는 기반을 제공함은 물론 경영자가 합리적 의사결정을 내리는 데 도움을 줄 수 있다(Carter et al. 2003; Liao et al. 2015). 이사회에 참여하는 여성이사의 전문성이 높은 경우가 그렇지 않은 경우보다, 경영자를 감시하고 경영자 의사결정을 지원하는 이사회를 더욱 효과적으로 만들 수 있다(Solimene et al. 2017; Liao et al. 2015). 그러므로 이사회에 참여하는 여성이사의 전문성이 높아지면, 이사회의 효과성이 높아지는 것으로 볼 수 있다(이상철 등 2021). 따라서 대규모 외국인투자자가 존재하는 경우, 전문성이 높은 여성이사에 대한 수요가 높아질 수 있다.

가설 3-2. 대규모 외국인투자자가 존재하는 경우, 여성이사의 전문성이 높다.

이사회 구성원의 재임기간이 이사회의 효과성에 미치는 영향에 대해서는 상충되는 두 가지 관점이 존재한다. 먼저, 전문가가설(expertise hypothesis)에 따르면, 이사회의 재임기간이 길어질수록 이사들이 회사 업무에 대한 이해를 증진시킬 수 있으며, 경험과 역량이 축적되어 경영환경에 대한 파악이 용이해질 수 있다(Rutherford and Buchholtz 2007). 또한 이사회 구성원의 재임기간이 길어지면 기업이 연속성을 유지하고 위기를 극복하는데 도움을 줄 뿐만 아니라 동료들의 압력과 경영자에 의해 통제될 가능성을 낮추어 경영자를 효과적으로 감시하는 데에도 도움을 줄 수 있다(Bacon and Brown 1973; Beasley 1996; Bonini et al. 2022; Schnake et al. 2005; 이상철 등 2021). 따라서 이사회 재임기간이 길어지면 기업가치가 증가될 수 있다.

반면, 경영자친분이론(management friendly theory)에 따르면, 이사회 재임기간

이 길어지면 이사들의 이사회 내 위원회 참여가 감소되고, 이사회 구성원으로서의 소속감이 낮아질 수 있다(Vafeas 2003). 그뿐만 아니라, 이사회 재임기간이 길어지면 이사회와 경영자 사이에 친분이 강화될 수 있다. 따라서 이사회 재임기간이 길어지면, 주주의 이해와 일치하지 않는 의사결정을 내리기 때문에, 기업가치가 감소될 수 있다(김소정과 김우찬 2020). 한편, 전문가가설 및 경영자친분이론에 대한 상반된 견해에 대한 대안으로 이사회의 재임기간 초기에는 기업가치가 높아지지만, 재임기간이 길어질수록 기업가치가 낮아지는 역 U자형 관계(inverted U-shaped relation)가 나타날 수도 있다는 연구결과도 보고되고 있다(김상훈과 김양민 2008).

이사회 재임기간의 효과에 대한 선행연구 결과에 의하면, 여성이사의 재임기간이 경영자 감시와 기업성과에 영향을 미칠 것으로 예상된다. 그러나 여성이사의 재임기간이 경영자 감시와 기업성과에 미치는 효과의 방향을 사전적으로 예측하기는 어렵다. 따라서 본 연구에서는 대규모 외국인투자자의 존재와 여성이사 재직기간 사이에 관련성이 존재한다는 다음의 가설을 설정하였지만, 그 방향을 예측하지는 않았다.

가설 3-3. 대규모 외국인투자자의 존재는 여성이사의 재직기간에 영향을 미친다.

이사회 활동이 활발하게 이루어지면, 이사회가 경영자를 적극적으로 감시할 수 있다(Dalton and Kesner 1987). 또한 이사회가 활발한 활동을 전개하는 경우 경영자를 적극적으로 감시하고 경영자의 전략적 의사결정을 효과적으로 지원할 수 있기 때문에, 기업성과가 개선될 수 있다(Vafeas 1999). 일반적으로 이사회의 활동성을 회의 수, 회의 진행시간 및 이사회 회의 참석률로 측정하는데(최종학 2018), 이사회 내에서 이사의 활동성을 측정하는 데에는 이사의 회의 참석률이 적합하다. 왜냐하면 이사의 이사회 참석률이 높다는 것은 이사들이 시간을 할애하여 이사회 활동에 적극적으로 참여한다는 것을 의미하기 때문이다(이상철 등 2020). 그러므로 여성이사의 이사회 참석률이 높은 경우, 여성이사가 이사회의 토론 및 의사소통에 적극적으로 참여하여 경영에 대한 감시와 조언을 적극적으로 수행한다는 것을 나타낸다. 따라서 대규모 외국인투자자가 존재하는 경우, 여성이사의 참석률이 높아질 수 있다.

가설 3-4. 대규모 외국인투자자가 존재하는 경우, 여성이사의 이사회 참석률이 높다.

Ⅲ. 연구방법

1 표본 선정

2014년부터 2018년까지 한국거래소에 상장된 비금융기업 중 관리종목 및 자본잠식 기업을 제외한 3,540개 기업-년 자료를 표본으로 선정하였다. 2013년 11월부터 금융감독원에 제출하는 정기공시 항목인 임원 현황표에 임원 성별 표시를 의무화하는 공시서식이 변경되었기 때문에, 객관적으로 임원의 성별을 정확하게 구분할 수 있는 2014년부터 자료를 수집하였다.[1] 재무자료의 속성이 비금융기업과 상이한 금융기업을 표본에서 제외하고, 관리종목에 해당하는 기업과 자본이 잠식된 기업은 그렇지 않은 기업과 비교하여 분석에 사용한 변수 값이 차이가 나기 때문에 표본에서 제외하였다. 극단치(outlier)가 실증분석 결과에 미치는 왜곡을 방지하기 위해, 1% 수준에서 윈저라이징(winsorizing)하였다.

종속변수인 여성의 이사회 참여 여부와 여성이사의 특성은 금융감독원 전자공시시스템에 공시된 사업보고서를 이용하여 수작업으로 수집하였다. 사업보고서에 기록되지 않은 특성자료는 포탈사이트인 네이버와 여성이사 소속기관 홈페이지를 검색하여 수집하였다. 독립변수인 외국인투자자 자료는 톰슨로이터(Thomson Reuters)와 인포맥스(INFOMAX)를 통해 수집하였다. 통제변수로 사용한 재무제표 자료는 에프앤가이드, KIS-VALUE 및 TS-2000을 이용하여 수집하였다.

2 변수의 정의와 측정

1) 종속변수 정의와 측정

종속변수는 여성의 이사회 참여 여부 및 이사회에 참여한 여성이사의 특성이다. 종속변수 측정을 위해, 2014년부터 2018년까지 5개년 동안 금융감독원 전자공시시스템의 사업보고서 “VI. 이사회 등 회사 기관에 관한 사항”의 “1. 이사회에 관한 사항”과 “VIII. 임원 및 직원 등에 관한 사항”의 “1. 임원 및 직원의 현황”을 검색하였다. 또한 포탈사이트인 네이버와 여성이사 소속기관 홈페이지를 검색하여 자료를 수집하였다.

여성이사는 법과 규칙을 준수하고, 의사결정 과정에서 위험을 줄이며, 주의를 기울이는 성향이 남성이사보다 더 크기 때문에, 여성이사가 남성이사보다 감시수준이 높다고 볼 수 있다(Barua et al. 2010). 따라서 여성이사의 이사회 참여로 이사회의 독립성이

1) 금융감독원 기업공시 작성기준 서식 제9-1-1조 임원의 현황 (2013.11.29. 시행)

높아질 수 있다(Carter et al. 2010). 여성의 이사회 참여 여부는 해당 기업의 이사회에 여성이사가 참여하는 경우 1, 그렇지 않은 경우 0의 값을 부여하여 측정하였다(Kim and Hong 2015; Srinidhi et al. 2011).

이사회에 참여한 여성이사의 특성으로 여성이사의 사외이사 여부, 전문성, 재임기간 및 이사회 참석률을 선정하였다. 경영자와 독립적인 사외이사가 사내이사보다 경영자를 효과적으로 감시할 수 있기 때문에(Menon and Williams 1994), 이사회에 참여한 여성이사가 사외이사인지 여부를 경영자 감시를 위한 여성이사 특성의 하나로 선정하였다. 이사회에 참석하는 여성이사가 사외이사인 경우 1의 값을 부여하고 그렇지 않은 경우 0의 값을 부여하여, 이사회에 참여한 여성이사가 사외이사인지 여부를 측정하였다.

전문성을 가진 여성이사가 이사회에 참여하는 경우, 이사회 의사결정의 효과성이 높아질 수 있다(Liao et al. 2015). 이사회에 참여한 여성이사의 전문성을 전문자격증과 학위를 보유하고 있는지 여부로 정의하였다. 여성이사가 전문자격증(변호사, 공인회계사 및 세무사 등)을 보유하고 있거나 석사 이상의 학위를 취득한 경우 1의 값을 부여하고, 그렇지 않은 경우 0의 값을 부여하여 측정하였다(Ban 2015; 임혜경 등 2014).

여성이사의 해당 기업 재임 기간은 회사에 대한 지식, 경험 및 전문성을 축적시킴으로써, 경영자에 대한 감시를 효율적이고 효과적으로 수행할 수 있도록 만든다. 여성이사의 재임기간을 여성이사가 해당 기업의 이사회에 재직한 기간으로 정의하였다. 최초 선임일로부터 재임하는 연도 말일까지 일수를 계산한 후, 연 단위로 환산하여 측정하였다(송동섭과 신지우 2017).

이사회가 활발하게 활동하는 경우, 이사회가 경영자의 기회주의적 행동을 적극적으로 감시함은 물론 전략적 의사결정을 지원할 수 있기 때문에, 기업성과가 개선될 수 있다(Vafeas 1999). 여성이사의 활동성을 여성이사의 이사회 참석률로 정의하였다. 여성이사가 이사회에 참석한 횟수를 이사회 전체 회의 개최 수로 나누어 여성이사의 이사회 참석률을 측정하였다(Choi et al. 2013; Xie et al. 2003).

2) 독립변수 및 조절변수 정의와 측정

2014년부터 2018년까지 톰슨로이터(Thomson Reuters) 및 인포맥스(INFOMAX)를 통해 표본 기업의 주주명부를 확인하고, 외국인투자자 자료를 수집하였다. 독립변수인 대규모 외국인투자자 여부는 외국인투자자의 지분율이 5% 이상인 경우 1, 그렇지 않은 경우 0의 값을 부여하여 측정하였다.

대규모 외국인투자자의 존재와 여성의 이사회 참여 및 여성이사 특성 사이의 관계에 영향을 미치는 조절변수로 대리인문제를 선정하고, 대리인문제를 주주와 경영자 사이의

대리인문제와 소액주주와 지배주주 사이의 대리인문제로 구분하였다. 주주와 경영자 사이의 대리인문제는 비소유경영자 여부로 정의하였고, 소액주주와 지배주주 사이의 대리인문제는 대규모 기업집단 여부로 정의하였다.

주주와 이해관계가 상이한 비소유경영자는 자신의 사적이익을 추구하는 과정에서 주주의 이익을 훼손하는 주주와 경영자 사이의 대리인문제를 발생시킬 수 있다(Berle and Means 1932; Jensen and Meckling 1976). 반면, 경영자가 주식을 보유하는 소유경영자 기업은 비소유경영자 기업에 비해 주주와 경영자의 이해가 일치되어, 주주와 경영자 사이의 대리인문제가 완화될 수 있다. 비소유경영자 여부는 해당 기업의 최고경영자가 설립자 또는 그 친인척이거나 경영자 지분율이 5% 미만이면 비소유경영자로 구분하여 1의 값을 부여하고, 그렇지 않은 경우 0의 값을 부여하여 측정하였다(Shin and Chang 2003).

대규모 기업집단에 소속된 계열사인 경우 소액주주와 지배주주 사이의 대리인문제가 발생할 수 있다. 대규모 기업집단의 지배주주가 자신의 사적이익을 추구하기 위해 계열사의 부를 이전시키거나(tunneling)과 부실계열사를 지원(propping)하는 과정에서 소액주주의 부가 훼손될 수 있기 때문이다(Bae et al. 2002; Friedman et al. 2003; Johnson et al. 2000). 대규모 기업집단 소속 여부는 자산총액을 기준으로 공정거래위원회에서 지정한 대규모 기업집단 소속회사 현황을 참조하여 더미변수로 구분하였다. 표본기업이 대규모 기업집단에 소속된 계열사이면 1의 값을 부여하고, 그렇지 않은 경우 0의 값을 부여하여 측정하였다(이상철과 윤종철 2017).

3) 통제변수 정의와 측정

독립변수인 대규모 외국인투자자 이외에 종속변수인 여성의 이사회 참여와 여성이사의 특성에 영향을 미치는 효과를 통제하기 위해, 기업규모, 부채비율, 서비스업종 여부, 산업더미와 연도더미를 통제변수로 선정하여 모형에 고려하였다. 기업규모가 커질수록 소유가 분산되어 대리인문제의 발생 가능성이 높아진다(Berle and Means 1932; Jensen and Meckling 1976). 따라서 기업규모가 커지면 경영자에 대한 감시유인이 높아질 수 있기 때문에, 여성의 이사회 참여 가능성이 높아질 수 있다. 총자산에 자연로그를 취한 값으로 기업규모를 측정하였으며, 기업규모는 여성의 이사회 참여에 양(+)의 영향을 미칠 것으로 예상된다.

기업의 부채비율이 높아지면 채권자의 원금 회수와 채무자의 이자 지급에 제약이 발생할 수 있기 때문에, 경영자에 대한 채권자의 감시유인이 커질 수 있다(최정호 등 2003). 반면, 경영자가 부채를 이용하여 법인세를 절감하고 자본비용을 낮추거나(Modigliani and Miller 1963) 기업의 낙관적인 전망에 대한 신호를 보내는 경우에는 경영자에 대한 채권자의 감시유인이 낮아질 수도 있다(Ross 1977). 부채비율은 부채총

액을 총자산으로 나누어 측정하였으며(Labelle et al. 2010; 신준용과 변동헌 2002), 사전적인 방향을 예측하지 않았다.

산업의 특성상 서비스업종의 경우 여성의 이사회 참여가 높아지는 것으로 조사되었다(여성가족부 2019). 서비스업종 여부가 여성의 이사회 참여에 미치는 영향을 통제하기 위해, 해당 기업이 서비스업종에 속하는지 여부를 통제변수로 선정하였다. 한국 표준산업분류코드(KSIC-9) 대분류에 따라 해당 기업의 산업분류코드가 서비스업종(산업분류코드 앞자리: J, N, P, R, S)에 해당하는 경우 1의 값을 부여하고, 그렇지 않은 경우 0의 값을 부여하여 서비스업종 여부를 측정하였다. 서비스 업종 여부는 여성의 이사회 참여에 양(+)의 영향을 미칠 것으로 예상된다. 그리고 해당 기업이 속한 산업의 특성 차이 및 시계열상의 경제적 환경변화를 통제하기 위하여, 산업더미와 연도더미를 통제변수로 모형에 고려하였다.

3. 연구모형 설정

대규모 외국인투자자의 존재가 여성의 이사회 참여 여부에 미치는 영향을 살펴보기 위해, 〈모형 1〉과 같은 로지스틱 회귀분석 모형을 설정하였다. 〈모형 1〉에서 종속변수는 여성의 이사회 참여 여부이며, 관심변수는 대규모 외국인투자자의 존재 여부이다. 관심변수 이외에 종속변수인 여성의 이사회 참여 여부에 미치는 효과를 통제하기 위해 기업규모, 부채비율, 서비스업종 여부, 산업더미와 연도더미를 모형에 통제변수로 고려하였다. 〈모형 1〉에서 대규모 외국인투자자의 존재는 여성의 이사회 참여 여부에 유의적인 양(+)의 영향을 미칠 것으로 예상한다.

〈모형 1〉

$$FE_D = \alpha + \beta_1 FOR + \beta_2 SIZE + \beta_3 LEV + \beta_4 SER + \beta_i IND + \beta_t YEAR + \varepsilon$$

여기에서,

FE_D : 여성이 이사회에 참여하는 기업이면 1, 그렇지 않으면 0;
FOR : 외국인투자자 지분율이 5% 이상인 기업이면 1, 그렇지 않으면 0;
SIZE : 총자산에 자연로그를 취한 값;
LEV : 총부채를 총자산으로 나누어 구한 값;
SER : 한국 표준산업분류 코드(KSIC-9) 대분류에 의한 산업 중 서비스업종(산업분류코드 앞자리: J, N, P, R, S)에 해당하면 1, 그렇지 않으면 0;
IND : 해당 산업에 속한 기업이면 1, 그렇지 않으면 0;
YEAR : 해당 연도에 속하면 1, 그렇지 않으면 0.

대리인문제가 대규모 외국인투자자의 존재와 여성의 이사회 참여 사이의 관련성에 미치는 효과를 검증하기 위해 〈모형 2〉와 같은 로지스틱 회귀분석 모형을 설정하였다. 〈모형 2〉에서 종속변수는 여성의 이사회 참여 여부이며, 관심변수는 대규모 외국인투자자 여부이다. 대규모 외국인투자자의 존재와 여성의 이사회 참여 사이의 관련성에 영향을 미치는 비소유경영자 여부와 대규모 기업집단 여부를 조절변수로 〈모형 2〉에 고려하였다. 기업규모, 부채비율, 서비스업종 여부, 산업더미와 연도더미를 통제변수로 모형에 고려하였다. 〈모형 2〉에서 대규모 외국인투자자의 존재와 비소유경영자여부의 상호작용항과 대규모 외국인투자자의 존재와 대규모 기업집단 여부의 상호작용항에 대한 회귀계수(β_3)는 유의적인 양(+)의 값을 가질 것으로 예상한다.

〈모형 2〉

$$FE_D = \alpha + \beta_1 FOR + \beta_2 NOM[or\ BIZ] + \beta_3 FOR \times NOM[or\ FOR \times BIZ] + \beta_4 SIZE + \beta_5 LEV + \beta_6 SER + \beta_i IND + \beta_t YEAR + \varepsilon$$

여기에서,

FE_D : 여성이 이사회에 참여하는 기업이면 1, 그렇지 않으면 0;

FOR : 외국인투자자 지분율이 5% 이상인 기업이면 1, 그렇지 않으면 0;

NOM : 해당기업의 최고경영자가 설립자, 그 친인척 그리고 경영자 지분율이 5% 미만이면 1, 그렇지 않으면 0;

BIZ : 자산총액을 기준으로 공정거래위원회가 지정한 대규모 기업집단에 소속된 계열기업이면 1, 그렇지 않으면 0;

SIZE : 총자산에 자연로그를 취한 값;

LEV : 총부채를 총자산으로 나누어 구한 값;

SER : 한국 표준산업분류 코드(KSIC-9) 대분류에 의한 산업 중 서비스업종(산업분류코드 앞자리: J, N, P, R, S)에 해당하면 1, 그렇지 않으면 0;

IND : 해당 산업에 속한 기업이면 1, 그렇지 않으면 0;

YEAR : 해당 연도에 속하면 1, 그렇지 않으면 0.

대규모 외국인투자자의 존재가 이사회에 참여한 여성이사의 특성에 미치는 영향을 검증하기 위해 〈모형 3〉을 설정하였다. 〈모형 3〉에서 관심변수는 대규모 외국인투자자의 존재 여부이며 종속변수는 여성이사의 특성을 나타내는 여성이사의 사외이사 여부, 전문성, 재임기간, 이사회 참석률이다. 기업규모, 부채비율, 서비스업종 여부, 산업더미와 연도더미를 모형에 통제변수로 고려하였다. 〈모형 3〉에서 대규모 외국인투자자의 존재는 여성이사의 특성인 여성이사의 사외이사 여부, 전문성, 재임기간, 이사회 참석률에 유의적인 양(+)의 영향을 미칠 것으로 예상한다.

〈모형 3〉

$$FE_O[FE_E,\ FE_T \text{ or } FE_P] = \alpha + \beta_1 FOR + \beta_2 SIZE + \beta_3 LEV + \beta_4 SER + \beta_i IND + \beta_t YEAR + \varepsilon$$

여기에서,

FE_O : 여성이사가 사외이사이면 1, 그렇지 않으면 0;
FE_E : 여성이사가 전문 자격증(공인회계사, 세무사, 변호사 등) 및 석사 학위 이상을 보유하면 1, 그렇지 않으면 0;
FE_T : (기준년도 말일 - 여성이사의 재직시작일) / 365;
FE_P : 여성이사의 이사회 참석 횟수 / 이사회 전체 회의 개최 횟수;
FOR : 외국인투자자 지분율이 5% 이상인 기업이면 1, 그렇지 않으면 0;
SIZE : 총자산에 자연로그를 취한 값;
LEV : 총부채를 총자산으로 나누어 구한 값;
SER : 한국 표준산업분류 코드(KSIC-9) 대분류에 의한 산업 중 서비스업종(산업분류코드 앞자리: J, N, P, R, S)에 해당하면 1, 그렇지 않으면 0;
IND : 해당 산업에 속한 기업이면 1, 그렇지 않으면 0;
YEAR : 해당 연도에 속하면 1, 그렇지 않으면 0.

Ⅳ. 실증분석

1 기술통계량 및 상관계수

1) 기술통계량

본 연구에 사용된 변수들에 대한 기술통계량을 〈표 1〉에 제시하였다. 종속변수인 여성의 이사회 참여 여부(FE_D)의 평균값은 0.104로, 여성이 이사회에 참여한 표본이 전체 표본 3,540개 기업-년의 10.4%에 해당하는 368개 기업-년임을 의미한다.[2] 여성이

2) 별도의 표로 제시하지 않았으나, 여성이사가 존재하는 기업과 존재하지 않는 기업 간 대규모 외국인투자자 여부, 외국인지분율, Tobin's Q, Market-to-Book, 총자산 및 부채비율의 평균값과 중앙값의 차이를 비교하였다. 검증결과, 대규모 외국인투자자 여부와 외국인지분율, 그리고 Tobin's Q와 Market-to-Book Ratio와 같은 기업가치는 여성이사가 존재하는 기업이 존재하지 않는 기업보다 높지만, 기업규모(총자산)나 자본구조(부채비율)는 두 집단 사이에 유의적인 차이가 나타나지 않았다. 이러한 결과는 여성이사가 존재하는 기업과 그렇지 않은 기업 사이에 기업규모나 자본구조에는 차이가 없음에도 불구하고, 상대적으로 대규모 외국인투자자가 존재하는 비율이 높으며 기업가치도 더 높다는 것을 알 수 있다.

사의 특성에서 여성이사의 사외이사여부(FE_O)의 평균값은 0.329로, 이는 여성이사가 존재하는 기업 368개 기업-년 가운데 여성이사가 사외이사인 경우가 32.9%인 121개 기업-년임을 나타낸다. 여성이사 전문성(FE_E)의 평균값은 0.709로, 여성이사가 존재하는 기업 368개 기업-년 중에서 전문자격증(공인회계사, 세무사 및 변호사 등) 및 석사 학위 이상을 취득한 여성이사가 70.9%인 261개 기업-년이라는 것을 의미한다. 여성이사 재임기간(FE_T)의 평균값은 5.899년으로, 여성이사가 해당기업에 재임하고 있는 기간의 평균이 5.899년임을 나타낸다. 여성이사 이사회참석률(FE_P)의 평균값은 0.876으로, 여성이사가 존재하는 기업 368개 기업-년 가운데, 여성이사의 이사회 참석률은 87.6%로 나타났다.

독립변수인 대규모 외국인투자자 여부(FOR)의 평균값은 0.345로, 이는 전체 표본 3,540개 기업-년의 34.5%인 1,221개 기업에서 지분율이 5% 이상인 대규모 외국인투자자가 존재한다는 것을 의미한다. 조절변수인 비소유경영자 여부(NOM)의 평균값은 0.255로, 이는 비소유경영자 기업이 전체 표본의 25.5%임을 알 수 있다. 대규모 기업집단 소속 여부(BIZ)의 평균은 26.1%로, 대규모 기업집단 소속 업이 전체 표본에서 26.1%를 차지한다는 사실을 알 수 있다. 통제변수로 총자산에 자연로그를 취한 값으로 측정한 기업규모(SIZE)의 평균값과 중앙값은 각각 26.920와 26.675로 나타났다. 부채비율(LEV)의 평균값과 중앙값은 0.401과 0.402이다. 서비스 업종여부(SER)의 평균값은 0.065으로 나타나, 전체 표본의 6.5%가 서비스업종에 해당하는 것으로 나타났다.

〈표 1〉 기술통계량

변수	평균값	중앙값	표준편차	최소값	최대값
FE_D	0.104	0	0.305	0	1
FE_O	0.329	0	0.470	0	1
FE_E	0.709	0	0.454	0	1
FE_T	5.899	3.900	5.358	0.500	24.8
FE_P	0.876	0	0.201	0	1
FOR	0.345	0	0.475	0	1
NOM	0.255	1	0.436	0	1
BIZ	0.261	0	0.436	0	1
SIZE	26.920	26.675	1.465	24.320	32.920
LEV	0.401	0.402	0.214	0.014	0.927
SER	0.065	0	0.246	0	1

FE_D : 여성이 이사회에 참여하는 기업이면 1, 그렇지 않으면 0; FE_O : 여성이사가 사외이사이면 1, 그렇지 않으면 0; FE_E : 여성이사가 전문 자격증(공인회계사, 세무사, 변호사 등) 및 석사 학위 이상을 보유하면 1, 그렇지 않으면 0; FE_T : (기준년도 말일 – 여성이사의 재직시작일) / 365; FE_P : 여성이사의 이사회 참석 횟수 / 이사회 전체

회의 개최 횟수; FOR : 외국인투자자 지분율이 5% 이상인 기업이면 1, 그렇지 않으면 0; NOM : 해당기업의 최고경영자가 설립자, 그 친인척 그리고 경영자 지분율이 5% 미만이면 1, 그렇지 않으면 0; BIZ : 자산총액을 기준으로 공정거래위원회가 지정한 대규모 기업집단에 소속된 계열기업 이면 1, 그렇지 않으면 0; SIZE : 총자산에 자연로그를 취한 값; LEV : 총부채를 총자산으로 나누어 구한 값; SER : 한국 표준산업분류 코드(KSIC-9) 대분류에 의한 산업 중 서비스업종(산업분류코드 앞자리: J, N, P, R, S)에 해당하면 1, 그렇지 않으면 0.

2) 상관계수

분석에 사용된 변수들 사이의 피어슨 상관계수를 〈표 2〉에 나타내었다. 〈표 2〉에서 살펴보는 바와 같이, 종속변수인 여성의 이사회 참여 여부(FE_D)와 독립변수인 대규모 외국인투자자 여부(FOR) 사이에 유의적인 양(+)의 상관관계가 나타났다. 여성이사의 특성인 여성이사가 사외이사인 경우(FE_O), 여성이사 전문성(FE_E), 여성이사 이사회 참석률(FE_P) 및 여성이사 재임기간(FE_T)은 대규모 외국인 투자자 여부(FOR)와 유의적인 양(+)의 상관관계를 갖는 것으로 나타났다. 조절변수인 비소유경영자여부(NOM)는 여성의 이사회 참여 여부(FE_D) 및 여성이사 감시 특성 변수인 여성이사의 사외이사 여부(FE_O), 전문성(FE_E), 재임기간(FE_T) 및 이사회 참석률(FE_P)과 모두 유의적인 양(+)의 상관관계를 갖는 것으로 나타났다. 대규모 기업집단 소속 여부(BIZ)는 여성의 이사회 참여 여부(FE_D), 여성이사 사외이사 여부(FE_O) 및 여성이사 재임기간(FE_T)과 유의적인 양(+)의 상관관계를 나타내었다.

〈표 2〉 상관관계

	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
1.FE_D	1										
2.FE_O	0.552(***)	1									
3.FE_E	0.826(***)	0.564(***)	1								
4.FE_T	0.533(***)	0.965(***)	0.539(***)	1							
5.FE_P	0.734(***)	0.699(***)	0.630(***)	0.676(***)	1						
6.FOR	0.051(***)	0.089(***)	0.053(***)	0.066(***)	0.096(***)	1					
7.NOM	0.093(***)	0.143(***)	0.111(***)	0.102(***)	0.131(***)	-0.010	1				
8.BIZ	-0.047(***)	0.068(***)	0.011	0.010	0.070(***)	0.278(***)	-0.097(***)	1			
9.SIZE	-0.002	0.121(***)	0.021	0.041(**)	0.129(***)	0.469(***)	-0.052(***)	0.588(***)	1		
10.LEV	-0.046(***)	-0.010	0.020	-0.036(**)	-0.015	-0.138(***)	-0.075(***)	0.112(***)	0.134(***)	1	
11.SER	0.034(**)	-0.010	-0.024	0.081(***)	0.045(***)	0.047(***)	-0.061(***)	0.094(***)	0.017	-0.103(***)	1

***, **, * : 1%, 5%, 10% 수준에서 유의적임을 나타냄. 변수에 대한 설명은 〈표 1〉을 참조

2. 대규모 외국인투자자의 존재가 여성의 이사회 참여에 미치는 영향

대규모 외국인투자자의 존재가 여성의 이사회 참여에 미치는 영향을 로지스틱 회귀분석(logistic regression)으로 검증한 결과를 〈표 3〉에 제시하였다. 〈표 3〉에서 살펴보는 바와 같이, 대규모 외국인투자자의 존재(FOR)는 여성의 이사회 참여(FE_D)에 유의적인 양(+)의 영향을 미치는 것으로 나타났다. 이러한 결과는 경영자에 대한 감시유인과 감시비용을 부담할 능력을 갖춘 대규모 외국인투자자가 존재하는 경우, 경영자에 대한 감시수요가 높아져서 여성의 이사회 참여가 높아진다는 것으로 해석할 수 있다. 그러므로 〈표 3〉에 제시한 검증결과는 가설 1을 지지하는 것으로 볼 수 있다.

〈표 3〉 대규모 외국인투자자의 존재가 여성의 이사회 참여에 미치는 영향

$FE_D = \alpha + \beta_1 FOR + \beta_2 SIZE + \beta_3 LEV + \beta_4 SER + \beta_i IND + \beta_t YEAR + \varepsilon$

구분	예상부호	종속변수: FE_D	
		계수	z-value
Intercept	+/−	0.350	0.20
FOR	+	0.353***	2.64
SIZE	+	−0.081	−1.22
LEV	+/−	−0.709*	−1.83
SER	+	2.088***	4.53
IND		포함	
YEAR		포함	
LR chi^2 value		77.22***	
Pseudo R^2		0.033	

***, **, * : 1%, 5%, 10% 수준에서 유의적임을 나타냄. 변수에 대한 설명은 〈표 1〉을 참조

3. 대리인문제가 대규모 외국인투자자의 존재와 여성의 이사회 참여 사이의 관계에 미치는 영향

대리인문제가 대규모 외국인투자자의 존재와 여성의 이사회 참여 사이의 관계에 미치는 효과를 로지스틱 회귀분석으로 검증한 결과를 〈표 4〉에 제시하였다. 〈표 4〉의 〈컬럼 A〉에는 주주와 경영자 사이의 대리인문제가 대규모 외국인투자자의 존재와 여성의 이사회 참여 사이의 관계에 미치는 효과를 검증한 결과를 제시하였다. 그리고 〈표 4〉의 〈컬럼 B〉에는 소액주주와 지배주주 사이의 대리인문제가 대규모 외국인투자자의 존재와 여성의 이사회 참여 사이의 관계에 미치는 효과를 검증한 결과를 제시하였다.

〈표 4〉의 〈컬럼 A〉에서 살펴보는 바와 같이, 대규모 외국인투자자의 존재 여부와 주

주와 경영자 사이의 대리인문제를 측정한 비소유경영자 여부의 상호작용항(FOR×NOM)은 여성의 이사회 참여(FE_D)에 유의적인 양(+)의 영향을 미치는 것으로 나타났다. 이러한 결과는 주주와 경영자 사이의 대리인문제가 큰 비소유경영자인 경우, 대규모 외국인투자자의 존재가 여성의 이사회 참여에 미치는 효과가 더 크게 나타난다는 것을 의미한다. 그러므로 비소유경영자가 사적이익을 추구하여 주주의 이익을 훼손시키는 주주와 경영자 사이의 대리인문제가 발생할 가능성이 높은 경우 경영자에 대한 감시의 필요성이 커지기 때문에, 대규모 외국인투자자의 존재로 인해 여성의 이사회 참여에 미치는 효과가 더 크게 나타난다는 것으로 검증결과를 해석할 수 있다. 따라서 〈표 4〉의 〈컬럼 A〉에 제시한 검증결과는 가설 2-1을 지지하는 것으로 볼 수 있다.

〈표 4〉의 〈컬럼 B〉에서 소액주주와 지배주주 사이의 대리인문제를 나타내는 대규모 외국인투자자의 존재 여부와 대규모 기업집단 여부와의 상호작용항(FOR×BIZ)은 여성의 이사회 참여(FE_D)에 유의적인 양(+)의 영향을 미치는 것으로 나타났다. 이러한 결과는 소액주주와 지배주주 사이의 대리인문제가 큰 대규모 기업집단에 소속된 기업인 경우, 대규모 외국인투자자의 존재가 여성의 이사회 참여에 미치는 효과가 더 크게 나타난다는 것을 의미한다. 그러므로 대규모 기업집단의 지배주주가 소액주주의 부를 훼손하면서 자신의 사적이익을 추구하는 소액주주와 지배주주 사이의 대리인문제가 발생할 가능성이 높은 경우 경영자에 대한 감시의 필요성이 커지기 때문에, 대규모 외국인투자자의 존재로 인해 여성의 이사회 참여에 미치는 효과가 더 크게 나타난다는 것으로 검증결과를 해석할 수 있다. 따라서 〈표 4〉의 〈컬럼 B〉에 제시한 검증결과는 가설 2-2를 지지하는 결과로 볼 수 있다.

〈표 4〉 대리인문제가 대규모 외국인투자자의 존재와 여성의 이사회 참여 사이의 관계에 미치는 영향

$$FE_D = \alpha + \beta_1 FOR + \beta_2 NOM[or\ BIZ] + \beta_3 FOR \times NOM[or\ FOR \times BIZ] + \beta_4 SIZE + \beta_5 LEV + \beta_6 SER + \beta_i IND + \beta_t YEAR + \varepsilon$$

구분	예상부호	종속변수: FE_D			
		〈컬럼 A〉		〈컬럼 B〉	
		계수	z-value	계수	z-value
Intercept	+/−	1.173	0.66	−1.990	−1.04
FOR	+	1.021***	4.89	0.296**	2.08
NOM	+/−	−0.216	1.32		
FOR×NOM	+	0.952***	3.90		
BIZ	+/−			−1.186***	−4.20
FOR×BIZ	+			0.788**	2.33
SIZE	+	−0.116*	−1.72	0.098	0.65
LEV	+/−	−0.663*	−1.70	−0.719*	−1.86
SER	+	1.625***	3.46	2.628***	4.94

구분	예상부호	종속변수: FE_D			
		〈컬럼 A〉		〈컬럼 B〉	
		계수	z-value	계수	z-value
IND		포함		포함	
YEAR		포함		포함	
LR chi^2 value		90.94***		74.22***	
Pseudo R^2		0.039		0.032	

***, **, * : 1%, 5%, 10% 수준에서 유의적임을 나타냄. 변수에 대한 설명은 〈표 1〉을 참조

4. 대규모 외국인투자자의 존재가 여성이사의 감시 특성에 미치는 영향

여성이 이사회에 참여한 기업을 대상으로 대규모 외국인투자자의 존재가 여성이사의 감시 특성인 여성이사 사외이사 여부, 전문성, 재임기간 및 이사회 참석률에 미치는 영향을 로지스틱 회귀분석 및 회귀분석으로 검증한 결과를 〈표 5〉에 제시하였다. 〈표 5〉의 〈컬럼 A〉에서 대규모 외국인투자자의 존재(FOR)는 여성 사외이사 여부(FE_O)에 유의적인 양(+)의 영향을 미치는 것으로 나타났다. 이러한 결과는 대규모 외국인투자자가 존재하는 경우, 이사회에 참여하는 여성이사가 사내이사보다 사외이사일 가능성이 높다는 것을 의미한다. 사외이사는 사내이사보다 독립적인 입장에서 경영자를 감시할 가능성이 높기 때문에, 대규모 외국인투자자는 경영자에 대한 감시를 강화하기 위해 이사회에 참여하는 여성이사로 사내이사보다 사외이사를 더 선호하는 것으로 해석할 수 있다. 따라서 〈표 5〉의 〈컬럼 A〉에 제시된 검증결과는 가설 3-1을 지지하는 것으로 볼 수 있다.

〈표 5〉의 〈컬럼 B〉에서 대규모 외국인투자자의 존재(FOR)는 여성이사 전문성(FE_E)에 유의적인 양(+)의 영향을 미치는 것으로 나타났다. 이러한 결과는 대규모 외국인투자자가 존재하는 경우, 이사회에 참여하는 여성이사의 전문성이 높다는 것을 의미한다. 전문성을 보유한 여성이사가 이사회에 참여하는 경우, 경영자에 대한 이사회의 감시가 효과적일 수 있다. 그러므로 대규모 외국인투자자가 존재하는 경우 경영자에 대한 감시를 강화하기 위해, 전문성을 보유한 여성이사에 대한 수요를 높이는 것으로 해석할 수 있다. 따라서 〈표 5〉의 〈컬럼 B〉에 제시된 검증결과는 가설 3-2를 지지하는 것으로 볼 수 있다.

〈표 5〉의 〈컬럼 C〉에서 대규모 외국인투자자의 존재(FOR)는 여성이사 재임기간(FE_T)에 유의적인 양(+)의 영향을 미치는 것으로 나타났다. 이러한 검증결과는 대규모 외국인투자자가 존재할 때, 이사회에 참여하는 여성이사의 재임기간이 길어진다는 것을 의미한다. 이사회 구성원의 재임기간이 길어지면 회사업무에 대한 이해 수준이 높아지

고 기업경영에 대한 경험이 많아지기 때문에, 경영자에 대한 감시가 효과적으로 이루어질 수 있다. 그러므로 대규모 외국인투자자가 존재하여 경영자에 대한 감시를 강화하는 경우, 이사회에 참여한 여성이사의 재임기간이 길어진다는 것으로 해석할 수 있다. 따라서 〈표 5〉의 〈컬럼 C〉에 제시한 검증결과는 가설 3-3을 지지하는 것으로 볼 수 있다.

〈표 5〉의 〈컬럼 D〉에서 대규모 외국인투자자의 존재(FOR)는 여성이사의 이사회 참석률(FE_P)에 유의적인 양(+)의 영향을 미치는 것으로 나타났다. 이러한 검증결과는 대규모 외국인투자자가 존재하는 경우, 여성이사의 이사회 참석률이 높아진다는 것을 의미한다. 이사회 참석률이 높다는 것은 이사회가 적극적인 활동을 수행한다는 것을 의미하므로, 경영자에 대한 감시 뿐만 아니라 경영자의 의사결정을 효과적으로 지원할 수 있다고 볼 수 있다. 그러므로 대규모 외국인투자자가 경영자에 대한 감시를 강화하는 경우, 이사회 참여하는 여성이사의 이사회 참여율이 높아지는 것으로 해석할 수 있다. 따라서 〈표 5〉의 〈컬럼 D〉의 검증결과는 가설 3-4를 지지하는 것으로 판단할 수 있다.

〈표 5〉 대규모 외국인투자자의 존재가 여성이사의 감시 특성에 미치는 영향

$FE_O[FE_E, FE_T, FE_P] = \alpha + \beta 1FOR + \beta 2SIZE + \beta 3LEV + \beta 4SER + \beta iIND + \beta tYEAR + \varepsilon$

구분	예상 부호	종속변수: 여성이사의 감시 특성(FE_O, FE_E, FE_T, FE_P)							
		〈컬럼 A〉 FE_O		〈컬럼 B〉 FE_E		〈컬럼 C〉 FE_T		〈컬럼 D〉 FE_P	
		계수	z-value	계수	z-value	계수	t-value	계수	t-value
Intercept	+/−	0.649	0.80	−1.789 (**)	−2.15	0.889	1.54	0.041	0.22
FOR	+	0.874 (***)	3.38	0.626 (**)	2.05	0.281 (**)	2.02	0.190 (***)	4.22
SIZE	+	−0.734 (***)	−3.71	−0.060	−0.26	−0.097	−1.00	−0.104 (***)	−3.32
LEV	+/−	1.763 (**)	2.51	2.775 (***)	3.06	0.182	0.49	0.224 (*)	1.85
SER	+	0.769	0.81	17.688	0.01	2.363 (***)	3.66	0.467 (**)	2.23
IND		포함		포함		포함		포함	
YEAR		포함		포함		포함		포함	
LR chi^2 value / F value		54.72 (***)		90.02 (***)		2.78 (***)		3.97 (***)	
Pseudo R^2/ Adj. R^2		0.120		0.225		0.075		0.115	

***, **, * : 1%, 5%, 10% 수준에서 유의적임을 나타냄. 변수에 대한 설명은 〈표 1〉을 참조

Ⅴ. 결론

본 연구에서는 5% 이상 대규모 지분을 보유한 외국인투자자를 감시유인을 가진 대규모 외국인투자자로 정의하고, 대규모 외국인투자자의 존재가 여성의 이사회 참여에 미치는 영향을 분석하였다. 그리고 대규모 외국인투자자의 존재가 여성의 이사회 참여에 미치는 효과가 주주와 경영자 사이의 대리인문제 및 소액주주와 지배주주 사이의 대리인문제에 따라 차이가 있는지 검증하였다. 그뿐만 아니라 여성이 이사회에 참여한 기업을 대상으로 대규모 외국인투자자의 존재가 이사회에 참여한 여성이사의 사외이사 여부, 전문성, 재임기간 및 이사회 참석률과 같은 여성이사의 감시 특성에 미치는 효과를 실증적으로 검증하였다. 2014년부터 2018년까지 한국거래소 유가증권시장에 상장된 3,540개 비금융기업의 기업-년 자료를 분석한 결과는 다음과 같다.

첫째, 대규모 외국인투자자가 존재하는 경우, 여성의 이사회 참여가 높은 것으로 나타났다. 이러한 결과를 경영자에 대한 감시유인과 감시비용을 부담할 능력을 가진 대규모 외국인투자자가 존재하는 경우, 경영자에 대한 감시수요가 높아져서 여성의 이사회 참여가 높아진다는 것으로 해석하였다.

둘째, 주주와 경영자 사이의 대리인문제가 큰 비소유경영자인 경우, 대규모 외국인투자자의 존재로 인해 여성의 이사회 참여에 미치는 효과가 더 크게 나타났다. 또한 소액주주와 지배주주 사이의 대리인문제가 큰 대규모 기업집단에 소속된 기업인 경우, 대규모 외국인투자자의 존재가 여성의 이사회 참여에 미치는 효과가 더 크게 나타났다. 이러한 결과는 주주와 경영자 사이의 대리인문제 및 소액주주와 지배주주 사이의 대리인문제가 발생할 가능성이 높은 경우 경영자에 대한 감시의 필요성이 커지기 때문에, 대규모 외국인투자자의 존재가 여성의 이사회 참여에 미치는 효과가 더 크게 나타난다는 것으로 해석하였다.

셋째, 이사회에 여성이사를 도입한 표본을 대상으로 대규모 외국인투자자의 존재가 여성이사의 감시 특성에 미치는 영향을 분석한 결과, 대규모 외국인투자자가 존재하는 경우 이사회에 참여하는 여성이사가 사외이사일 가능성이 높아지고, 전문성이 높은 여성이사가 이사회에 참여하며, 여성이사의 재직기간과 이사회 참석률이 높아지는 것으로 나타났다. 이러한 검증결과는 경영자에 대한 감시유인과 감시비용을 부담할 능력을 가진 대규모 외국인투자자가 존재하는 경우, 경영자에 대한 감시수요가 높아지기 때문에, 이사회에 참여하는 여성이사의 감시 특성이 강화되는 것으로 볼 수 있다.

추후 연구에서는 대규모 외국인투자자의 존재 이외에 여성의 이사회 참여에 영향을 미치는 요인을 실증적으로 검증해볼 필요가 있다. 또한 대규모 외국인투자자와 여성의

이사회 참여 사이의 관련성에 영향을 미치는 다양한 상황요인도 파악할 필요가 있다. 그리고 추후 연구에서는 여성의 이사회 참여가 기업성과에 미치는 효과와 여성의 이사회 참여가 기업성과에 영향을 미치는 다양한 경로를 파악할 필요가 있다.

〈참고문헌〉

김상훈, 김양민. 2008. 이사회와 최고 경영층의 관계적 요인이 기업성과에 미치는 영향. 전략경영연구 11(1): 43-63.

김수인, 홍지연. 2015. 이사회 내 여성 임원의 수가 기업 투명성에 미치는 영향. 국제회계연구 59: 69-100.

신준용, 변동헌. 2002. 기업소유구조와 대리인비용의 관계에 관한 연구. 회계저널 11(3): 67-147.

신현한, 장진호. 2003. 최고경영자 교체에 따른 경영성과 변화. 재무연구 16(2) : 231-256.

신현한, 장진호, 이상철. 2004. 외부감시주체 와 기업가치. 재무연구 17(1) : 41-72.

이상철, 문창진, 이윤근. 2020. 여성의 이사회 참여가 연구개발투자와 기업가치에 미치는 영향. 회계·세무와 감사 연구 62(3): 119-170.

이상철, 윤종철. 2017. 감사위원회 품질 및 특성과 외부감사인 사이의 관련성. 국제회계연구 72: 151-186.

이상철, 이윤근, 문창진. 2021. 대리인문제와 외부감시주체가 여성의 이사회 참여에 미치는 영향. 경영학연구 50(6): 1535-1570.

이상철, 이윤근, 문창진, 2022. 여성의 이사회 참여 및 여성이사의 독립성과 회계 보수주의. 회계·세무와 감사연구 64(1): 277-310.

이상철, 이윤근, 윤종철. 2021. 이사회 여성이사, 감사노력 및 보수주의. 관리회계연구 21(3): 21-64.

여성가족부 (2019), 2019년 1분기 기준 여성 임원 4.0%, 여성 사외이사 3.1%. 여성가족부, 2019년 10월 16일자 보도자료.

최정호, 김성진, 김성중. 2003. 대리인비용과 사외이사선임의 관련성에 관한 연구. 회계저널 12(2): 61-86.

최종학. 2018. 숫자로 경영하라 4. 원앤원북스.

최한수, 이창민, 석우남. 2017. 사외이사의 실질적 독립성과 기업가치. 사회과학연구 50: 369-398.

Adams, R. B. and D. Ferreira. 2009. Women in the boardroom and their impact

on governance and performance. Journal of Financial Economics 94(2): 291-309.

Ang, J. S., R. A. Cole, and J. W. Lin. 2000. Agency costs and ownership structure. The Journal of Finance 55(1): 81-106.

Ayuso, S. and A. Argandona. 2007. Responsible corporate governance: Towards 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): 2695-2740.

Barclay, M. and C. Holderness. 1989. Private benefits of control of public corporations, Journal of Financial Economics 25: 371–395.

Barua, A., L. F. Davidson, D. V. Rama, and S. Thiruvadi. 2010. CFO gender and accruals quality. Accounting Horizons 24(1): 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(4): 443-465.

Beasley, M. S., J. V. Carcello, D. R. Hermanson, and T. L. Neal. 2009. The audit committee oversight process. Contemporary Accounting Research 26(1): 65-122.

Berle, A. Jr. and G. Means. 1932. The modern corporation and private property. New York, Macmillan Co.

Bonini, S., J. Deng, M. Ferrari, K. John, and D. Ross. 2022. Long-tenured independent directors and firm performance. Strategic Management Journal 43(8): 1602-1634.

Bonner, S. E. 2008. Judgment and decision making in accounting. Prentice-Hall, Upper Saddle River, NJ.

Bruynseels, L. and E. Cardinaels. 2014. The audit committee: Management watchdog or personal friend of the CEO? The Accounting Review 89(1): 113-145.

Carter, D. A., B. J. Simkinsm, and W. G. Simpson. 2003. Corporate governance, board diversity and firm value. Financial Review 38(1): 33-53.

Carter, D. A., F. D`Souza, B. J. 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): 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: 101259.

Choi, J. H., M. S. Kim, and S. H. Hong. 2013. Characteristics of board of directors and investment efficiency. Korea International Accounting Review 50: 369-398.[printed in Korean]

Claessens, S., S. Djankov, and L. H.P. Lang. 2000. The separation of ownership and control in east Asian corporations. Journal of Financial Economics 58(1-2): 81-112.

Dalton, D. and I. Kesner. 1987. Composition and CEO duality in boards of directors: An International perspective. Journal of International Business Studies 18(3): 33-42.

Fracassi, C. and G. Tate. 2012. External networking and internal firm governance. The Journal of Finance 67(1): 153-194.

Friedman, E., S. Johnson, and T. Mitton. 2003. Propping and tunneling. Journal of Comparative Economics 31(4): 732-750.

Grossman, S. J. and O. D. Hart. 1980. Takeover bids, the free-rider problem and the theory of the corporation. Bell Journal of Economics 11: 42-64.

Hillman, A. J., C. Shropshire, and A. A. Cannella. 2007. Organizational predictors of women on corporate boards. Academy of Management

Journal 50(4): 941-952.

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 32: 312-326.

Jensen, M. C. and W. H. Meckling. 1976. Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. Journal of Financial Economics 3(4): 305-360.

Johnson, S., R. La Porta, F. Lopez-de-Silanes, and A. Shleifer. 2000. Tunneling. American Economic Review 90: 22-27.

Kim, K. A., J. R. Nofsinger, and D. J. Mohr. 2010. Corporate governance (3rd edition). Boston: Pearson Education.

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: 69-100.[printed in Korean]

Labelle, R., R. M. Gargouri, and C. Francoeur. 2010. Ethics, diversity management, and financial reporting quality. Journal of Business Ethics 93(2): 335-353.

Lee, S. C. 2015. Corporate governance and firm Performance; Evidence from institutional investors and proxy voting in Korea. Hitotsubashi Journal of Economics 56: 35–53.

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): 95-133.[printed in Korean]

Li, S., B. Ragu-Nathan, T. S. Ragu-Nathan, and S. S. Rao. 2006. The impact of supply chain management practices on competitive advantages and organizational performance. Omega 34(2): 107–124.

Liao, L., L. Luo, and Q. Tang. 2015. Gender diversity, board independence, environmental committee and greenhouse gas disclosure. The British Accounting Review 47(4): 409-424.

Lucas-Pérez, M., A.Mínguez-Vera, J.Baixauli-Soler, J. Martín-Ugedo, and

G. Sánchez-Marín. 2015. Women on the board and managers' pay: Evidence from Spain. Journal of Business Ethics 129(2): 265-280.

Menon, K. and J. Williams. 1994. The use of audit committee for monitoring. Journal of Accounting and Public Policy 14: 121-139.

Modigliani, F. and M. Miller. 1963. Corporate income taxes and the cost of capital: A correction. The American Economic Review 53(3): 433-443.

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: 227-249.

Okubo, T., A. Wagner, and K. Yamada. 2017. Does foreign ownership explain company export and innovation decisions? Evidence from Japan. RIETI Discussions Paper Series 17-E-099.

Ross, S. 1977. The determination of financial structure: the incentive-signaling Approach. The Bell Journal of Economics 8(1): 23-40.

Rutherford, M. and A. Buchholtz. 2007. Investigating the relationship between board characteristics and board information. Corporate Governance: An International Review 15(4): 576-584.

Schnake, M., W. Fredenberger, and R. Williams. 2005. The influence of board characteristics on the frequency of 10-K investigations of firms in the financial services sector. Journal of Business Strategies 22(2): 101-117.

Shin, H. H. and J. H. Chang. 2003. Firm performance following CEO turnover. The Korean Journal of Finance 16(2): 231-256.[printed in Korean]

Solimene S., D. Coluccia, and S. Fontana. 2017. Gender diversity on corporate boards: An empirical investigation of Italian listed companies. Palgrave Communications 3(1): 16109.

Srinidhi, B., F. A. Gul, and J. Tsui. 2011. Female directors and earnings quality. Contemporary Accounting Research 28(5): 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): 320-337.

Vafeas, N. 2003. Length of board tenure and outside director independence. Journal of Business Finance & Accounting 30(7-8): 1043-1064.

Xie, B., W. N. Davidson III, and P. J. DaDalt. 2003. Earnings management and corporate governance: The role of the board and the audit committee. Journal of Corporate Finance 9(3) : 295-316.

ESG 리뷰

ESG Review

발행처 한국ESG기준원
발행인 심인숙
발행일 2024년 3월
주 소 서울시 영등포구 여의나루로 76 (07329)
Tel 02)3775-3339
Fax 02)3775-2630
E-mail cgsweb@cgs.or.kr
Home http://www.cgs.or.kr
인쇄처 경성문화사 Tel (02)786-2999