이사회 성별 다양성과 기업의 ESG 및 재무 성과

이 정 은 연구원 (jelee@cgs.or.kr)

▶ 이사회 성별 다양성을 위한 법제화 움직임이 세계적으로 지속되고 있으며 기관투자자들의 관심 또한 증가하고 있는 추세에서, 이사회 성별 다양성이 ESG 및 재무성과에 미치는 연구에 대해 살펴봄

▶ 이사회 성별 다양성과 기업의 재무 성과간의 관계에 대한 연구는 혼재된 결과가 공존하는 상황이며, 범세계적 데이터로 진행된 최근의 연구결과에 따르면 약한 유의성이나마 여성 이사의 비율이 기업 재무성과에 영향을 미침을 확인함

▶ 이사회 성별 다양성과 기업의 ESG 성과간의 관계에 있어 주로 긍정적인 연관 관계가 확인되고 있으며, 이사회 성별 다양성을 확보한 회사가 우수한 ESG 등급을 득하는 경향성이 확인됨

검토 배경

□ 이사회 구성의 성별 다양화를 위한 제도 마련의 움직임이 전세계적으로 지속되고 있음

○ 2018년 9월 말 미국 캘리포니아주는 상장기업의 이사회 내 여성 임원을 포함할 것을 의무화하는 법안을 실시함으로써(California bill SB 826) 미국 내 여성 임원 할당제를 도입한 최초의 주가 되었음[41)]

- 미국 캘리포니아주에 본사를 둔 상장사는 내년 말까지 이사회 내 여성 임원을 최소 1인 이상 포함시켜야 하며, 3년 뒤인 2021년 말까지는 이사 총수가 5인인 경우 여성 임원 2인을, 이사 총수가 6인 이상인 경우 여성 임원 3인을 반드시 포함시켜야 함
- 이사회 내 여성 임원 할당제는 주로 유럽 국가들에서 확인할 수 있었으나, 미국 내 동 규정의 법제화는 처음이라는 점에서 의의가 있음

○ 2003년 노르웨이의 상장사 이사회 내 여성 임원 할당제를 도입을 시작으로 하여, 국가별로 법 적용 대상 회사 및 이사회 내 여성 임원 비율에 대한 규정은 다소 상이하나 독일, 프랑스, 이탈리아 등 유럽 국가를 중심으로 동 규정이 제정된 바 있음[42)]

□ 이에 본고에서는 이사회 내 성별 다양성이 기업 재무성과 및 ESG성과에 미치는 영향에 대한 최근의 실증분석 결과를 소개하고자 함

41) CNN Business, 2018.10.04., "California has a new law: No more all-male boards", https://edition.cnn.com/2018/09/30/business/california-requires-women-board-of-directors/index.html 참조
42) CGS Report 5권 13호, 김선민,"유럽과 국내 상장기업의 여성임원 현황"

이사회 성별 다양성과 재무성과의 관계

□ 이사회 성별 다양성이 기업 성과에 미치는 영향에 관해서는 현재까지 다양한 논의가 진행되고 있으나, 서로 다른 이론적 가정이 대립하고 있고 상이한 실증분석 결과가 공존하고 있으며, 범국가적 데이터를 기반으로 진행된 최근의 연구 결과는 두 변수간의 약한 유의성을 입증함

○ 기업은 기본적으로 가치를 극대화하기 위해 노력하므로, 여성 이사 할당제 등을 통한 강제적 구조 변화는 오히려 역효과를 낼 수 있다는 주장[43]과 더불어, 여성 이사를 법적인 강제사항으로 둠으로 말미암아 활용 가능한 인적 자원의 제한으로 소수의 여성들이 많은 이사회를 담당하여 이사로서의 의무를 충실히 수행하지 못할 가능성이 있다는 주장(소위 golden skirt 현상)이 있음

- 이사회 내 성별 다양성이 주가 성과 또는 재무 성과와 관련성이 없다는 연구 결과[44] 및 노르웨이 내 임원 할당제 시행이 기업가치 감소를 불러왔다는 연구 결과[45] 등이 이를 뒷받침함

○ 반면 여성 임원의 부재는 기업 내 차별적인 문화를 반영하며, 공평한 문화를 가진 기업일수록 인적 자원을 통한 성과 극대화를 기대할 수 있기에 여성 이사의 함의가 존재한다는 견해가 있음

- Fortune 500 기업 중 이사회 내 여성 이사 비율이 높은 기업(최상위 사분위)이 낮은 기업(최하위 사분위)에 비해 자기자본이익률(ROE), 매출액수익률(ROS), 투하자본수익률(ROIC)이 유의하게 더 높은 것으로 확인[46]
- 한편 기업 리더십 내 인종적, 성적 다양성의 달성 그 자체가 기업 성과 향상과 결부될 수 없으며, 리더십 내 구성의 다양성이 기업 내 인적 자원의 기능 다양성 확보로 이어질 경우에만 기업의 성과 증진에 기여할 수 있다는 주장이 존재[47]

43) H. Demsetz, and K. Lehn (1985), The structure of corporate ownership: Causes and consequences, Journal of Political Economy 93(6), pp. 1155-77.
44) Charles A. O'Reilly III, and Brain G. M. Main (2012), Women in the boardroom: Symbols or substance?, Stanford Graduate School of Business Research Paper 2098, Stanford, CA; Lindstädt, Hagen, Michael Wolff, and Kerstin Fehre (2011), Frauen in Führungspositionen: Auswirkungen auf den Unternehmenserfolg, Institut für Unternehmensführung, Karlsruher Institu für technologie.
45) Kenneth R. Ahern, and Amy K. Dittmar (2012), The changing of the boards: the impact of firm valuation of mandated female board representation, Quarterly Journal of Economics 127(1), pp. 137-97.
46) Catalyst, 2011, The bottomline: Corporate performance and women's representation on boards(2004-2008), New York.
47) Akie Iriyama (2015), What Japanese companies should be wary of when it comes to diversity, Japan News; Daehyun Kim, and Laura T. Starks (2015), Gender diversity and skill contribution to corporate boards, Working Paper, Austin: McCombs School of Business, University of Texas.

□ Noland 등(2018)은 기존 연구 대비 범국가적 데이터를 사용해 회사 내 리더십의 성별 다양성이 기업 가치에 미치는 영향에 대한 실증연구를 실시함[48)]

○ 로이터 글로벌 데이터셋을 통해 수집한 91개국에 걸친 21,980개 기업을 대상으로, 여성의 리더십과 재무 성과와의 상관관계에 대한 OLS 회귀분석을 진행

- 독립변수로서의 여성 리더십은 여성 CEO, 여성 이사 비율, 여성 경영진 비율의 3가지 층위로 구분하였으며, 종속변수로서의 재무성과는 매출총이익, 당기순이익의 2가지 지표로서 설정
- 본사가 여성 이사의 쿼터를 두고 있는 국가에 위치하였는지 여부 및 국가, 산업의 더미변수를 추가하였으며, 통제변수로서 이사 총수, 수익 등을 설정

○ 분석 결과, C-Suite 이상의 경영진 내 성별 다양성은 기업성과에 유의하게 긍정적인 영향을 미치는 것으로 나타났으나, 본고에서 초점을 맞추고 있는 이사회 내 성별 다양성이 기업성과에 미치는 영향력은 통계적으로 강건하지 않았음

- 전체 표본을 대상으로 분석한 결과, 여성 이사 비율이 매출총이익에 유의적인 영향을 미침을 확인했으나 당기순이익에 미치는 유의적 영향력은 확인하지 못함
- 더하여 흑자기업군을 대상으로 분석한 결과, 여성 이사비율이 두 재무성과에 미치는 유의적인 영향력을 확인하지 못함

이사회 성별 다양성과 ESG 성과와의 관계

□ ISS Corporate Solution은 지난달 이사회 내 성별 다양성과 ESG 성과와의 관계에 대한 실증분석 결과를 발표함[49)]

○ ESG 성과 측정치는 ISS-oekom의 ESG 통합 등급, 환경 등급(E), 사회 등급(S)으로서 총 3가지 지표를 사용하였으며, 성별 다양성 측정치는 이사회 내 3인 이상의 여성 이사 포함 여부를 기준으로 설정

○ S&P 500 지수 내 편입된 회사를 대상으로 분석을 진행함

□ 이사회 내 성별 다양성 충족 여부와 취득 등급의 연관관계를 확인한 결과, 이사회 내 성별 다양성을 충족하는 회사가 일반적으로 더 높은 ESG 평가등급을 취득했으며 [그림 1] 및 〈표 1〉에서 확인할 수 있음

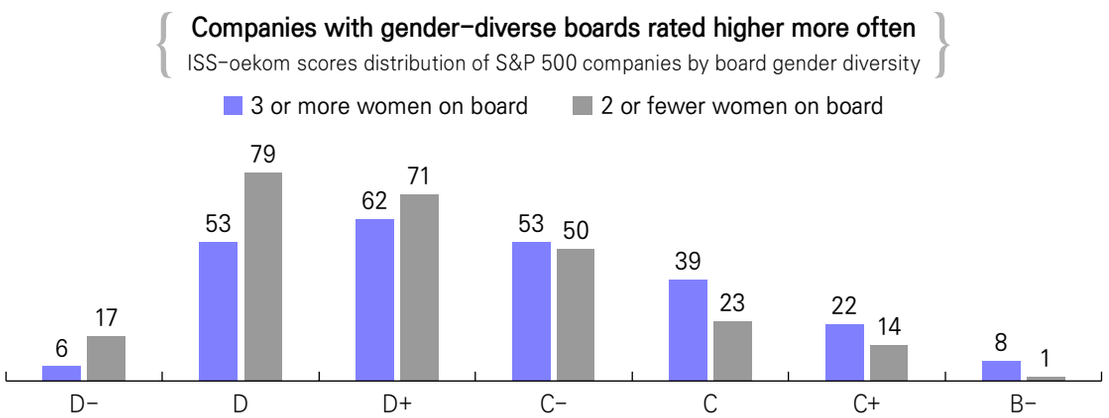
○ 이사회 내 성별 다양성을 충족하는 회사 그룹의 최빈값은 D+인 반면, 미충족 회사 그룹의 최빈값은 D였음

48) Marcus Noland, Tyler Moran, and Barbara Kotschwar, Is Gender Diversity Profitable? Evidence from a Global Survey, Peterson Institute for International Economics Working Paper No. 16-3.

49) Cristina Banahan and Gabriel Hasson, "Across the Board Improvements: Gender Diversity and ESG Performance", Harvard Law School Forum on Corporate Governance and Financial Regulation, 2018. 9.6. https://corpgov.law.harvard.edu/2018/09/06/across-the-board-improvements-gender-diversity-and-esg-performance/

○ [그림 1]은 ESG 통합등급을 기준으로 수행된 분석이며, 환경 등급(E) 및 사회 등급(S)에서도 이와 유사한 양태를 보임

[그림 1] 이사회 성별 다양성과 ESG 등급 분포



*출처: ISS-oekom, ISS 분석정보

○ 전반적 등급 분포에 있어, 양호군(C-이상 B-이하) 등급에는 성 다양성을 충족하는 회사가 높은 비율을 보인 반면 취약군(D-이상 D+이하) 등급에는 미충족 회사가 높은 비율을 보였으며, 극단의 등급으로 갈수록 이사회 내 성별 다양성 충족 여부에 따른 차이는 보다 극명함

○ 성 다양성을 충족하는 회사의 50%가 ESG 등급 양호군에 속하는 반면, 성 다양성 미충족 회사의 경우 35%만이 ESG 등급 양호군에 속했음

〈표 1〉 이사회 성별 다양성과 ESG 등급의 양호군/취약군 분포

S&P 500 기업		ESG 등급		계
		양호군	취약군	
이사회 내 여성 이사 수	3인 이상	122	121	243
	3인 미만	88	167	255
계		210	288	498

*출처: ISS-oekom, ISS 분석정보 재구성

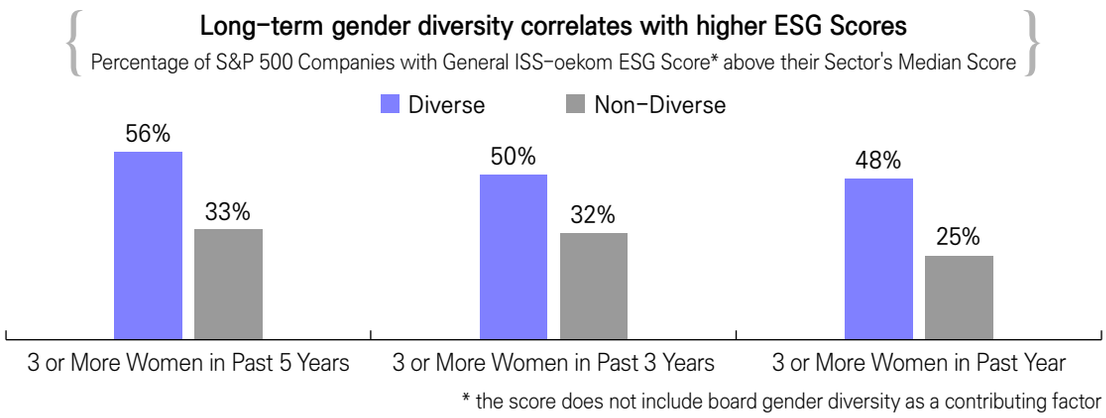
□ 앞서 확인한 이사회 내 성별 다양성과 취득 등급의 연관관계에서 기간 효과를 추가로 분석한 결과, 다양성 충족 기간을 장기간으로 설정하더라도 ESG 점수와의 연관관계가 유효하였으며 [그림 2]에서 확인할 수 있음

○ 전술된 분석과 동일하게 S&P 500지수에 편입된 회사를 대상으로, 해당 섹터의 ISS-oekom ESG 점수 중간값을 초과하는 회사의 비율을 확인

○ 1년 전, 과거 3년 연속, 과거 5년 연속으로 이사회 내 성별 다양성을 충족했는지 여부와 ESG 점수와의 연관관계를 확인한 결과, 성별 다양성 충족 여부를 장기간으로 설정하더라도

대조군 대비 해당 섹터 내 ESG 점수의 중간값을 초과하는 비율이 체계적으로 높은 것을 확인할 수 있음

[그림 2] ESG 점수와 이사회 성별 다양성 간의 시간 효과



*출처: ISS-oekom, ISS 분석정보

결론 및 시사점

□ 이사회 성별 다양성이 ESG 성과에 미치는 영향에 대한 연구는 근래에 들어 주로 논의되고 있으며 긍정적인 영향을 미친다는 연구 결과가 다수임

○ 이사회 성별 다양성을 확보한 회사가 ESG 성과가 우수하여 궁극적으로 더 높은 ESG 등급과 점수를 얻음을 확인

- 이사회 성별 다양성이 높을수록 환경 관련 위반에 따른 피소 빈도가 낮다는 연구 결과[50], 높은 CSR 성과와 연관관계가 있다는 연구 결과[51] 등이 이사회 성별 다양성과 ESG 등급간의 관계를 설명할 수 있음

□ 여성 경영진 비율이 높아질수록 기업성과가 우수한 것으로 나타났으며, 이사회 내 여성 비율이 높아질수록 기업 성과가 향상된다는 결과가 나타났으나 이는 통계적으로 강건하지 않았음

○ 이는 자생적으로 여성 이사가 선임될 정도의 공정한 문화가 갖추어졌는지 여부가 기업의 성과에 영향을 미친다는 주장을 뒷받침하는 것으로 보이며, 여성 이사가 이사회에서 영향력을 발휘하여 유리천장으로 대변되는 공정하지 못한 문화가 해소될 수 있다면 기업 성과가 증진될 가능성이 있음을 시사함

50) Chelsea Liu (2018), Are women greener? Corporate gender diversity and environmental violations, Journal of Corporate Finance 52, pp. 118-142.
51) Maretno Harjoto, Indrarini Laksmana, Robert Lee (2015), Board Diversity and Corporate Social Responsibility, Journal of Business Ethics 132, pp. 641-660.