

여성임직원비율과 여성직원 재직기간이 회계정보의 주가관련성에 미치는 영향

김용수* · 오웅락**

<요 약>

본 연구는 여성임직원비율과 여성직원 재직기간이 회계정보의 주가관련성에 미치는 영향을 검증하고자, 여성임직원비율의 고저의 차이와 여성직원 재직기간의 장단의 차이에 따라 회계정보의 주가관련성에 차이가 있는지를 분석하였다.

이를 검증하기 위해서, 본 연구는 2013년부터 2015년까지를 연구기간으로 하고 1,280개 기업/연도의 유가증권시장 상장기업을 표본으로 사용하여 분석하였다.

본 연구의 주요 분석결과는 다음과 같다. 첫째, 여성임직원비율의 차이가 회계정보의 주가관련성에 미친 영향을 분석한 결과, 여성임직원비율이 높을수록 초과이익과 순자산의 주가관련성은 모두 높은 것으로 나타났다. 둘째, 여성직원비율이 회계정보의 주가관련성에 미친 영향을 분석한 결과, 여성직원비율이 높을수록 초과이익의 주가관련성만 높은 것으로 나타났다. 셋째, 여성직원의 재직기간이 회계정보의 주가관련성에 미친 영향을 분석한 결과, 여성직원의 재직기간이 길수록 초과이익의 주가관련성만 높은 것으로 나타났다. 넷째, 여성직원비율과 여성직원의 재직기간이 동시에 회계정보의 주가관련성에 미친 영향을 분석한 결과, 여성직원비율이 높으면서 동시에 여성직원의 재직기간이 긴 경우에도 초과이익의 주가관련성만 높은 것으로 나타났다.

본 연구는 여성임직원비율과 여성직원 재직기간의 차이에 따라 회계정보의 주가관련성에 차이가 있음을 보여줌으로써, 여성임원할당제의 도입타당성과 주식가치결정에 있어서 여성임직원비율의 영향력을 보여주었다는데 의의가 있다.

<주제어> 여성임직원비율, 재직기간

* 숭실대학교 대학원 회계학과 경영학박사, ysk4u@ssu.ac.kr, 주저자

** 숭실대학교 회계학과 부교수, oor@ssu.ac.kr, 교신저자

논문접수일 2017년 4월 24일

1차수정일 2017년 6월 6일

게재확정일 2017년 7월 10일

I. 서 론

미국 상장기업들의 15%내외가 여성임원이고, 상장기업 등에 대해 여성임원할당제를¹⁾ 처음으로 도입한 노르웨이 등 유럽연합(EU, European Union) 기업들의 여성임원비율은 20%내외인 것으로 나타났다. 다만, EU의 높은 여성임원비율도 비상임 이사의 증가라는 문제점을 안고 있다.²⁾ EU가 여성임원할당제까지 도입하면서 여성임원비율을 높이려고 노력하는 것은 단순히 여권 신장만을 위해서라기보다는, 여성임원비율의 제고를 통해서 추가적으로 얻는 이점이 있기 때문이다. 실제로 Adams and Ferreira(2009)와 Barua et al.(2010)은 여성임원비율이 높을수록 회계투명성이 강화됨을 입증함으로써, 여성임원비율의 증가가 재무제표의 신뢰성을 향상시키는데 도움이 됨을 보여주었다.

반면에 김난주 등(2015)에 의하면, 국내 기업의 여성임원비율은 OECD 국가 28개국 중 28위로 최하위인 것으로 나타났다. 또한 조사기관별로 차이는 있으나 국내 기업의 여성임원비율은 2%내외인 것으로 분석되어³⁾, 미국과 EU와 비교하면 매우 낮은 수준임을 알 수 있다. 학술적으로 살펴보면, 성별이 다양할수록 이사회 의사결정의 감시기능이 강화된다는 긍정적인 주장(김수인·홍지연 2015)과 기업경영에 있어서 소극적인 여성의 측면에서 여성임원이 활용된다는 부정적인 시각(임형록·정석균 2010)도 존재한다.

이처럼 높은 여성임원비율은 긍정적인 면과 부정적인 면이 함께 공존하지만, 일반적으로 여성임원비율이 높을수록 회계투명성은 강화됨으로써 재무제표의 신뢰성이 높아질 뿐만 아니라 자본조달비용까지 하락시킬 수 있다. 또한 동일한 회계정보를 갖는 기업들일지라도 더 높은 신뢰성을 갖고 더 낮은 자본조달비용이 요구되는 기업에 대해서 주식시장은 더 높게 평가할 것이다. 따라서 여성임원비율이 높을수록 회계정보의 주가관련성은 더 높을 것으로 예측되므로 이를 검증하고자 한다. 이를 검증하기 위한 여성임원의 현황에 대한 정보가 2012년 이전에는 공시되지 않았으나, 2013년 11월 29일 이후 공시되는 사업보고서부터 임원현황표에 임원의 성별을 표기하도록 하였으므로 그 토대가 마련되었다고 볼 수 있다.

주식가치는 미래 현금흐름의 현재가치로 계산되므로, 미래 여성임원비율은 회계정보의 주가관련성에 영향을 줄 수 있는 중요한 요소일 것이다. 또한 미래에 여성임원비율이 증가하기 위해서는 기업내부에 여성직원의 수가 충분히 확보되어야 할 것이므로, 본 연구는 여성임원비율과 더불어 여성직원비율이 회계정보의 주가관련성에 미치는 영향도 검증하고자 한다. 여성임원처

1) 공공기관과 기업에서 근무하는 여성임원의 수가 일정 비율 이상이 되도록 만든 제도

2) 뉴시스 기사에서 발췌(2016.12.28., 2017.02.01.)

3) 본 연구의 자료를 통해 사전적으로 분석해 본 결과, 2013년부터 2015년까지 유가증권시장에 상장된 기업들의 전체 임원 대비 여성 임원의 비율은 2%정도이고, 전체 직원 대비 여성 직원의 비율은 20%정도였다.

럼 이사회의 의사결정단계에서 영향을 미치지지는 않지만, 여성직원은 다양성과 유연성을 통해 보다 합리적인 직무수행을 할 수 있도록 도움을 줄 것이다. 따라서 여성임직원비율처럼 여성직원비율이 높으면 회계정보의 주가관련성은 향상될 것으로 예측된다.

여성직원의 다양성과 유연성이 기업문화에 반영되어 주식시장에 긍정적 영향을 주기 위해서는 충분한 재직기간이 확보되어야 한다. 여성직원의 재직기간에 대한 정보가 기업마다 제공되지 않는기 때문에, 직원의 재직기간 정보를 통해서 이를 간접적으로 확인하고자 한다. Wright (1936)의 학습곡선을 이용한 김선근(1993)은 누적된 직원의 경험이 부가가치 창출비용을 감소시킴을 입증하였으나, 박노국·안관영(2012)은 긴 재직기간은 기업혁신에 부정적임을 입증하였다. 따라서 재직기간이 긴 기업일수록 절감된 부가가치 창출비용을 통해 미래 현금흐름이 개선되어 회계정보의 주가관련성은 향상될 수 있으나, 반대로 재직기간이 길면 기업혁신이 위축되어 미래 현금흐름에 부정적인 영향을 미치게 되므로 그 반대의 결과도 나타날 수 있다. 따라서 이처럼 재직기간에 대한 상반된 연구결과를 회계정보의 주가관련성 측면에서 재검증하고, 재직기간의 차이에 따라 여성직원비율이 회계정보의 주가관련성에 미치는 영향력에 차이가 있는지를 확인하고자 한다.

본 연구는 이를 검증하기 위해서 첫째, 여성임직원비율의 고저(高低)가 회계정보의 주가관련성에 어떠한 영향을 미치는지를 검증하고자 한다. 둘째, 여성직원비율의 차이가 회계정보의 주가관련성에 어떠한 영향을 미치는지를 확인하고자 한다. 셋째, 여성직원의 재직기간의 장단(長短)이 회계정보의 주가관련성에 미치는 영향을 분석하고자 한다. 넷째, 여성직원비율과 여성직원의 재직기간이 동시에 회계정보의 주가관련성에 미치는 영향도 검증할 것이다.

본 연구는 이러한 검증을 통해서 여성임직원비율과 재직기간의 차이가 회계정보의 주가관련성에 영향을 미치는 추가적인 정보력을 갖는지를 보여줌으로써, 여성임원할당제 도입에 대한 타당성과 주식가치결정에 있어서 여성임직원비율의 영향력을 확인하고자 한다.

본 연구의 구성은 다음과 같다. 제Ⅱ장에서는 선행연구와 연구가설을 제시하고, 제Ⅲ장에서는 연구가설을 검증하기 위한 연구방법을 설계한다. 제Ⅳ장에서는 실증분석결과를 해석하고, 제Ⅴ장에서는 연구의 결론과 시사점 등을 제시한다.

Ⅱ. 선행연구 및 연구가설

1. 선행연구의 검토

여성임직원비율과 재직기간이 회계정보의 가치관련성에 미치는 영향을 직·간접적으로 분석한 연구는 전무하다. 따라서 여성임직원비율과 재직기간을 각각 구분하여 이들 요소가 경영활동

과 어떠한 관련성이 있는지를 검증한 선행연구들을 검토하고자 한다.

첫째, 여성임직원비율과 관련된 선행연구들 중에서, 여성임직원비율이 경영활동에 긍정적인 영향을 미침을 보여준 연구는 다음과 같다. 김수인·홍지연(2015)은 여성임원의 수가 기업 투명성에 미치는 영향을 검증하였고, 분석결과 지배구조가 강할수록 여성임원의 수는 이익조정에 음(-)의 영향을 미치는 것으로 나타났다. 이는 강한 지배구조를 갖춘 기업일수록 여성임원의 이사회 참여가 회계투명성을 향상시킴을 보여준다고 주장하고 있다. Gul et al.(2011)은 미국 상장 기업을 대상으로 이사회 구성원 중 여성이 많을수록 기업고유의 주가에 대한 정보유용성이 증가됨을 보여주었고, ERC모형을 사용하여 여성임원이 많을수록 주가의 변동성이 더 커서 회계 정보의 유용성이 증대함을 입증하였다.

반면에 여성임직원비율이 경영활동에 부정적인 영향을 미침을 보여준 연구는 다음과 같다. 임형록·정석균(2010)은 기업특성이 여성임원 비중과 여성임원 승진에 미치는 영향을 분석하였고, 시장 추종형의 소극적 기업전략을 사용하는 기업이 시장 선도형의 적극적 기업전략을 사용하는 기업보다 여성임원을 더 많이 배출하는 것으로 나타났다. 이는 공격보다는 수성의 개념에서 여성임원의 활용도가 높을 것임을 보여준다고 밝히고 있다. 오유·김기승(2014)은 국내기업 및 국내에 있는 외국기업의 인적자원관리가 기업경영성과 등에 미치는 영향을 분석하였고, 국내 기업의 경우에 여성비율이 높으면 매출액과 영업이익에 부정적인 영향을 미치는 것으로 나타났다. 또한 외국기업은 여성비율이 높으면 이직률이 높아지는 것으로 나타났으나, 국내기업은 유의한 영향이 없는 것으로 나타났다. 마지막으로 Francis et al.(2015)에서 CFO의 성별이 남성에서 여성으로 변경된 전후 기간을 비교분석한 결과, 여성 CFO로 변경 후에 재무보고에 있어서 보수적인 회계처리가 증가함을 보여주었다. 그 이유는 여성 CFO들은 남성 CFO에 비해 다양한 위험(소송위험, 도산위험, 체계적 위험, CFO 고유위험 등)을 회피하려는 의지가 강하기 때문이라고 주장하였다.

이러한 선행연구들을 통해서 여성임직원비율이 높을수록 이사회를 통해서 회계투명성이 향상될 것이라는 주장과, 여성임직원비율이 높으면 기업의 경영성과 등에 부정적인 영향을 미친다는 상반된 연구결과가 진행되었다.

둘째, 재직기간과 관련된 선행연구들로, 김선근(1993)은 경쟁업자보다 빨리 경험을 누적하면 지속적 경쟁우위를 가질 수 있다는 것이 학습곡선이며, 미래의 학습곡선에 근거하여 비용을 예측함으로써 제품가격을 낮추면 시장점유율을 높일 수 있다고 분석하였다. 이러한 학습곡선은 각각의 단위를 추가적으로 생산하는데 더 적은 시간이 소요되고, 생산단위를 추가함에 따라 소요되는 시간은 채감한다는 것이다. 특히 학습곡선은 높은 성장률, 고부가가치, 연속제조공정 등을 특징으로 하는 산업에 적용될 수 있다고 한다. 따라서 일반적으로 재직기간이 길면 축적된 경험을 통해서 근로자의 생산성은 경쟁기업보다 비교우위를 갖게 되고, 이를 통해서 비용절감 효과를 누릴 수 있게 될 것이다. 반면에, 박노국·안관영(2012)은 재직기간이 창의성, 외부지향성 등

과 상호작용함으로써 프로세스, 운영, 서비스 등의 혁신에 부정적 영향을 미친다고 분석하였다. 또한 전순영(2012)은 중소기업을 대상으로 경영자특성과 인적자원관리가 조직성과에 어떠한 영향을 미치는지를 분석하였고, 이직률이 높을수록 1인당 매출액이 낮은 것으로 나타났다. 심용보(2015)는 중소기업에서 인적자원개발이 이직률과 기업성과에 미치는 영향과 이직률이 기업성과에 미치는 영향을 분석하였고, 인적자원개발은 이직률을 감소시키고 영업이익 등의 경영성과에 긍정적인 영향을 주는 것으로 조사되었다. 또한 이직률이 높을수록 영업이익과 노동생산성은 낮아지는 것으로 분석되었다. 따라서 선행연구들은 재직기간이 길거나 이직률이 낮을수록 경영성과에 긍정적인 영향을 미치지만, 기업혁신에는 부정적인 요소로 인식됨을 보여주었다.

2. 연구가설의 설정

첫째, Adams and Ferreira(2009), Barua et al.(2010)과 김수인·홍지연(2015)에 의하면, 여성임원비율이 높거나 성별이 다양할수록 이사회의 감시기능의 강화 등을 통해서 회계투명성이 높아짐을 보여주었고, Srinidhi et al.(2011)은 여성임원이 많을수록 이익의 질이 제고됨을 입증한 바 있다. 이러한 이유로 회계투명성의 제고는 재무제표의 신뢰성을 높이게 됨으로써 회계정보의 주가관련성을 향상(+)시킬 것으로 예측된다. 즉, 여성임원비율이 높은 기업일수록 회계투명성이 강화되어 회계정보의 주가관련성은 높아질 것이다. 반대로 임형록·정석균(2010)에서 공격보다는 수성의 측면에서 여성임원의 활용도가 높을 수 있으므로, 부정적인 시각도 존재할 수 있다. 따라서 가설 I 과 같은 귀무가설을 설립하였다.

가설 I : 여성임원비율은 회계정보의 주가관련성에 유의한 영향을 미치지 못한다.

둘째, 임원단계의 의사결정 뿐만 아니라, 실무단계의 의사결정에서도 여성의 다양성과 유연성이 기업의 조직문화에 긍정적인 방향으로 영향을 미칠 것이다. 즉, 여성직원비율이 높은 기업은 실무단계의 의사결정에서 다양성을 확대할 수 있을 뿐만 아니라, 유연한 기업조직을 만들어 미래의 경영성과에 긍정적인 영향을 미칠 수 있다. 반대로, 오유·김기승(2014)에서 여성직원비율은 매출액 및 영업이익 등의 경영성과와 부정적(-)인 관계에 있음을 보여주고 있다. 따라서 가설 II 과 같은 귀무가설을 설립하였다.

가설 II : 여성직원비율은 회계정보의 주가관련성에 유의한 영향을 미치지 못한다.

셋째, 여성직원의 다양성과 유연성이 기업문화에 반영되기 위해서는 충분한 재직기간이 확보되어야 하므로, 재직기간이 회계정보의 주가관련성에 미치는 영향을 먼저 검증하고자 한다. 김선근(1993)은 학습곡선에 의해서 직원의 경험이 누적되면 부가가치 창출에 필요한 비용이 감소

하게 됨을 보여주었다. 즉, 재직기간이 긴 기업일수록 직원의 업무숙련도와 경험 측면에서 상대적 우위를 점하게 됨으로써, 부가가치 창출비용의 감소를 통해 미래현금흐름이 개선될 것이다. 따라서 학습곡선에 의하면, 직원의 재직기간이 긴 기업일수록 유리한 미래현금흐름을 통해 회계정보의 주가관련성이 증가할 것으로 예측된다. 반면에, 박노국·안관영(2012)은 재직기간이 길면 기업의 혁신에 부정적인 영향을 미침을 입증하였다. 기업혁신에 대한 부정적인 영향은 여성직원의 다양성 및 유연성과도 상반될 뿐만 아니라, 미래 현금흐름에 부정적인 영향을 미칠 것이므로 주식시장에서도 부정적 영향을 미칠 것이다. 따라서 직원의 재직기간은 회계정보의 주가관련성에 부정적인 영향을 미칠 수도 있음을 간접적으로 보여주고 있다. 따라서 가설Ⅲ과 같은 귀무가설을 설정하였다.

가설 Ⅲ : 여성직원의 재직기간은 회계정보의 주가관련성에 유의한 영향을 미치지 못한다.

넷째, 만약 여성직원비율이 높을수록 회계정보의 주가관련성이 높다고 가정한다면, 추가적으로 여성직원의 재직기간이 더 긴 기업일수록 여성직원의 다양성과 유연성이 기업문화에 충분히 반영됨으로써 회계정보의 주가관련성은 더 높아질 것으로 예상된다. 물론 가설Ⅱ와 가설Ⅲ의 검증결과에 따라서는 반대의 상황도 존재할 수 있기 때문에, 가설Ⅳ와 같은 귀무가설을 설정하였다.

가설 Ⅳ : 여성직원비율과 여성직원의 재직기간은 동시에 회계정보의 주가관련성에 유의한 영향을 미치지 못한다.

Ⅲ. 연구방법의 설계

1. 연구모형과 변수정의

배당할인모형(dividend discount model)을 통해서 도출된 초과이익평가모형(abnormal earnings valuation model)은 식(1)과 같으며, 초과이익평가모형은 미래 초과이익의 현재가치와 당기순자산의 합이 총주식가치가 된다는 것이다.

$$MV_t = \sum_{\tau=1}^{\infty} \frac{E_t(X^a_{t+\tau})}{(1+r_e)^\tau} + BV_t \quad (1)$$

MV_t = 총주식가치, X^a_t = 초과이익, r_e = 자기자본비용, BV_t = 당기순자산

초과이익평가모형인 식(1)에 LID(linear information dynamics)가정에 의한 식(4)을 대입하여 정리하면 식(2)와 같은 Ohlson(1995)모형이 도출된다.

$$MV_t = \frac{\omega}{(1+r_e-\omega)} \cdot X^a_t + \frac{1+r_e}{(1+r_e-\omega)(1+r_e-\gamma)} \cdot \nu_t + BV_t \quad (2)$$

Ohlson(1995)모형에서 총주식가치는 초과이익과 기타정보의 일정배수와 당기순자산의 합으로, 비회계정보인 기타정보를 생략할 경우에 식(3)과 같은 주가관련성 회귀모형이 도출된다.

$$MV = \beta_0 + \beta_1 X^a + \beta_2 BV + \epsilon \quad (3)$$

식(3)의 주가관련성 회귀모형을 수정하여 연구가설을 검증하고자 한다.

첫째, 가설 I(여성임원비율은 회계정보의 주가관련성에 유의한 영향을 미치지 못한다.)을 검증하기 위해서, 식(3)에 여성임원비율의 고저(高低)에 대한 더미변수(D_{FE})와 상호작용항($X^a \times D_{FE}$, $BV \times D_{FE}$)을 추가하고 연도더미변수를 포함한 모형 I 을 설정하였다. 이용규 등(2009)과 오웅락·이용규(2010)처럼 Ohlson(1995)모형에 상호작용항을 추가함으로써, 여성임원비율의 간접적인 영향력을 확인할 수 있다.

$$\begin{aligned} \text{모형 I : } MV = & \beta_0 + \beta_1 X^a + \beta_2 BV + \beta_3 X^a \times D_{FE} + \beta_4 BV \times D_{FE} + \beta_5 D_{FE} \\ & + \sum_{t=2013}^{2015} \omega_t + \epsilon \end{aligned}$$

MV : 총주식가치

X^a : 초과이익($=X - BV_{t-1} \times r_e$)

X : 당기순이익

BV_{t-1} : 전기순자산

r_e : 자기자본비용

BV : 순자산

D_{FE} : 여성임원비율이 평균값보다 높으면 1이고 아니면 0

ω_t : 연도더미변수

4) 초과이익의 시계열간 상관관계를 보여주는 식으로 다음과 같다.

$$X^a_{t+1} = \omega \cdot X^a_t + \nu_t, \quad \nu_{t+1} = \gamma \cdot \nu_t, \quad \nu_t = \text{기타정보}, \quad \omega, \gamma = \text{계수}$$

5) 여성임원비율의 고저는 중위수를 기준으로 하는 것이 적절하지만, 사전검토결과 여성임원이 존재하는 경우는 전체 표본 중 23%에 불과하기 때문에 중위수를 기준으로 고저를 구분하는 것은 무의미하므로 평균값으로 대체한다.

모형 I 에서 총주식가치(MV)는 주식시장에서 재무제표정보를 충분히 반영할 수 있는 다음연도 3월말 주가총액을 사용하고, 초과이익(X^a)을 산출할 때 사용되는 자기자본비용은 오웅락과 김이배(2016)를 참조하여 산출한다. 여성임원비율은 [전체임원 대비 여성임원의 비율]과 [상근임원 대비 여성임원의 비율]을 함께 사용하며, 이는 상근여부에 따른 회계정보의 주가관련성에 차이가 있는지를 확인하고자 함이다. 여기서 전체임원은 등기임원과 미등기임원을 전부 포함하며, 사외이사는 경영에 대한 실질적인 영향력을 행사하기 어렵기 때문에 임원의 수를 계산할 때 제외한다. 만약 상호작용항($X^a \times D_{FE}$, $BV \times D_{FE}$)이 유의한 양(+)의 값을 보인다면, 여성임원비율이 높을수록 회계정보의 주가관련성은 높다고 해석할 수 있다.

둘째, 가설 II(여성직원비율은 회계정보의 주가관련성에 유의한 영향을 미치지 못한다.)를 검증하기 위해서, 모형 I 에서 여성임원비율의 고저에 대한 더미변수와 상호작용항 대신에 여성직원비율의 고저에 대한 더미변수(D_{FS})와 상호작용항($X^a \times D_{FS}$, $BV \times D_{FS}$)을 반영한 모형 II를 적용한다.

$$\text{모형 II : } MV = \beta_0 + \beta_1 X^a + \beta_2 BV + \beta_3 X^a \times D_{FS} + \beta_4 BV \times D_{FS} + \beta_5 D_{FS} \\ + \sum_{t=2013}^{2015} \omega_t + \epsilon$$

D_{FS} : 여성직원비율이 중위수보다 높으면 1이고 아니면 0

모형 II에서 여성직원비율은 [전체직원 대비 여성직원의 비율]과 [정규직직원 대비 정규직여성직원의 비율]을 함께 사용하며, 이는 정규직 여부에 따른 회계정보의 주가관련성에 차이가 있는지를 확인하고자 함이다. 만약 상호작용항($X^a \times D_{FS}$, $BV \times D_{FS}$)이 유의한 양(+)의 값을 보인다면, 여성직원비율이 높을수록 회계정보의 주가관련성은 높다고 해석할 수 있다.

셋째, 가설 III(여성직원의 재직기간은 회계정보의 주가관련성에 유의한 영향을 미치지 못한다.)을 검증하기 위해서, 모형 I 에서 여성임원비율의 고저에 대한 더미변수와 상호작용항 대신에 여성직원의 재직기간의 장단(長短)에 대한 더미변수(D_{TS})와 상호작용항($X^a \times D_{TS}$, $BV \times D_{TS}$)을 반영한 모형 II를 적용한다. 여기서, 재직기간은 여성직원의 평균 근속년수를 이용하였다.

$$\text{모형 III : } MV = \beta_0 + \beta_1 X^a + \beta_2 BV + \beta_3 X^a \times D_{TS} + \beta_4 BV \times D_{TS} + \beta_5 D_{TS} \\ + \sum_{t=2013}^{2015} \omega_t + \epsilon$$

D_{TS} : 여성직원의 재직기간이 중위수보다 높으면 1이고 아니면 0

모형Ⅲ에서 상호작용항($X^a \times D_{TS}$, $BV \times D_{TS}$)이 유의한 양(+)의 값을 보인다면, 여성직원의 재직기간이 높을수록 회계정보의 주가관련성은 높다고 해석할 수 있다.

넷째, 가설Ⅳ(여성직원비율과 여성직원의 재직기간은 동시에 회계정보의 주가관련성에 유의한 영향을 미치지 못한다.)를 검증하기 위해서, 여성임직원비율의 고저와 여성직원의 재직기간의 장단에 대한 더미변수(D_{FTS})와 상호작용항($X^a \times D_{FTS}$, $BV \times D_{FTS}$)을 반영한 모형Ⅳ를 적용한다.

$$\text{모형 Ⅳ : } MV = \beta_0 + \beta_1 X^a + \beta_2 BV + \beta_3 X^a \times D_{FTS} + \beta_4 BV \times D_{FTS} + \beta_5 D_{FTS} \\ + \sum_{t=2013}^{2015} \omega_t + \epsilon$$

D_{FTS} : 여성직원비율과 여성직원의 재직기간이 모두 중위수보다 높으면 1이고 아니면 0⁶⁾

모형Ⅳ에서 상호작용항($X^a \times D_{FTS}$, $BV \times D_{FTS}$)이 유의한 양(+)의 값을 보인다면, 여성직원비율이 높을 뿐만 아니라 여성직원의 재직기간도 높은 기업일수록 회계정보의 주가관련성은 높다고 해석할 수 있다.

2. 표본의 선정과 자료의 수집

본 연구의 분석대상은 2016년 3월말 현재 유가증권시장에 상장된 기업이며, 분석기간은 사업보고서의 임원현황표에 임원의 성별을 표시하기 시작한 2013년도부터 2015년도까지이다. 이들 기업 중 다음의 조건을 만족한 기업을 표본으로 선정하였다.

- ① 2016년 3월말 현재 비금융업 유가증권시장 상장기업
- ② 관리대상 및 자본잠식이 아닌 기업
- ③ 12월말 결산 기업
- ④ 자료의 수집이 불가능한 기업

①부터 ④까지의 조건을 만족한 기업은 1,409개 기업/연도이며, 사업보고서에서 여성임직원 및 재직기간 정보가 없는 기업을 제외한 1,280개 기업/연도가 최종 표본으로 선정되었다.

6) 여성직원비율이 중위수보다 높고 여성직원의 재직기간도 중위수보다 높으면 1이고 그렇지 않으면 모두 0을 부여한 더미변수로, 두 조건의 혼합적인 효과를 분석하기 위한 변수정의이다.

〈표 1〉 표본선정

구 분	표본크기(기업/연도)
2016년 3월말 현재 비금융업 유가증권시장 상장기업	2,538
관리대상 및 자본잠식인 기업	(27)
12월말 결산법인이 아닌 기업	(342)
자료의 수집이 불가능한 기업	(760)
극단치(outliers)를 보이는 기업 ⁷⁾	(129)
최종표본기업	1,280

채무자료는 NICE평가정보의 KISVALUE를 통해서 수집하였으며, 여성임직원 현황 및 재직 기간에 관한 정보는 금융감독원 전자공시시스템에 공시된 사업보고서에서 산출하였다.

IV. 실증분석

1. 기술통계와 상관관계분석

<표 2>는 주요변수에 대한 기술통계량이다.

총주식가치(MV)의 평균값은 708,993백만원이고 중위수는 209,224백만원이다. 또한 초과이익(X^a)의 평균값은 -2,157백만원이고 중위수는 2,876백만원이며, 초과이익이 음(-)인 표본의 값이 양(+)인 기업보다 상대적으로 크기 때문에 평균값이 음(-)으로 나타났다. 순자산(BV)의 평균값은 832,603백만원이고 중위수는 245,400백만원이다. 총주식가치와 순자산의 평균값과 중위수는 큰 차이를 보이지 않고 있다.

전체 표본크기인 1,280개 기업/연도 중에서 약 23%의 표본이 여성임원이 존재하는 것으로 나타났다. 전체임원 대비 여성임원비율(FE_A)의 평균값은 0.019이고 상근임원 대비 여성임원비율(FE_R)의 평균값은 0.025로 나타났다. 따라서 유가증권시장 상장기업 중 여성임원이 존재하는 기업 수는 많은 편이지만, 전체임원 중 여성임원비율은 2%내외로 매우 낮은 수준이라고 볼 수 있다. 또한 전체직원 대비 여성직원비율(FS_A)의 평균값은 0.205이고 정규직직원 대비 정규직여성직원비율(FS_R)의 평균값은 0.1995이므로, 유가증권시장 상장기업의 여성직원비율은 평균

7) 총주식가치, 전체 여성직원비율, 직원 재직기간의 상하위 1%를 초과하는 59개 기업/연도와, 가설 I 에 대한 회귀분석에서 t-student의 절댓값이 2를 초과하는 70개 기업/연도를 극단치로 보고 표본에서 제외하였다.

20%내외임을 확인할 수 있다. 여성직원의 재직기간(TS)의 평균값은 약 5.9년이고 중위수는 약 5.5년으로 나타났다.

〈표 2〉 주요변수의 기술통계량

변수	단위	평균값	표준편차	25%	중위수	75%
MV	백만원	708,993	1,483,567	88,416	209,224	642,446
X^a	백만원	-2,157	168,813	-7,156	2,876	18,208
BV	백만원	832,603	1,990,423	107,136	245,400	667,825
FE_A	%	0.0190	0.0430	0	0	0
FE_R	%	0.0250	0.0618	0	0	0
FS_A	%	0.2050	0.1684	0.0811	0.1482	0.2801
FS_R	%	0.1995	0.1682	0.0756	0.1428	0.2719
TS	년	5.8640	2.9474	4.0000	5.5000	7.5000

1) 표본크기 : 1,280 기업/연도

2) MV : 총주식가치, X^a : 초과이익, BV : 순자산

FE_A : 전체임원 대비 여성임원의 비율, FE_R : 상근임원 대비 여성임원의 비율

FS_A : 전체직원 대비 여성직원의 비율, FS_R : 정규직직원 대비 정규직여성직원의 비율

TS : 여성직원의 재직기간

이를 9개 업종으로 구분한 대분류 기준으로 산업별 차이분석(ANOVA 및 Duncan Grouping)을 실시하였고⁸⁾, 그 결과 여성임원비율(FE_R)의 평균값은 ‘기타업종’이 3.4%로 가장 높게 나타났다. ANOVA분석 결과 9개 업종의 평균값은 통계적으로 유의한 차이가 없는 것으로 분석되었다. 반면에 여성직원비율(FS_A)의 평균값은 ‘도매 및 소매업’, ‘출판·영상·방송통신 및 정보서비스업’, ‘부동산업 및 임대업’, ‘기타업종’이 30%이상으로 나타나 다른 업종보다 유의하게 큰 것으로 분석되었다. 마지막으로 여성직원 재직기간(TS)의 평균값은 ‘전기·가스·증기 및 수도사업’이 10.9년으로 통계적으로 가장 높게 나타났고, ‘운수업’이 8.5년으로 그 다음으로 높게 나타났다. 다른 업종 간에는 큰 차이가 없는 것으로 나타났다.

<표 3>은 주요 변수들의 상관관계분석 결과로, 우상측의 피어슨(Pearson) 상관관계분석을 기준으로 살펴보면 다음과 같다.

8) 9개 업종의 표본크기는 다음과 같다. 제조업(799), 전기·가스·증기 및 수도사업(16), 건설업(58), 도매 및 소매업(107), 운수업(46), 출판·영상·방송통신 및 정보서비스업(51), 부동산업 및 임대업(8), 전문·과학 및 기술 서비스업(167), 기타(28)

〈표 3〉 주요변수의 상관관계분석

변수	MV	X^a	BV	FE_A	FE_R	FS_A	FS_R	TS
MV	1.00	0.11***	0.88***	0.02	-0.00	0.02	0.01	0.05*
X^a	0.39***	1.00	-0.07**	0.05*	0.04	0.08***	0.08***	0.04
BV	0.82***	0.28***	1.00	-0.02	-0.03	-0.03	-0.04	0.08***
FE_A	0.18***	0.11***	0.13***	1.00	0.96***	0.32***	0.32***	-0.05*
FE_R	0.17***	0.11***	0.13***	0.99***	1.00	0.28***	0.28***	-0.04
FS_A	0.02	0.04	-0.07**	0.27***	0.27***	1.00	0.98***	-0.17***
FS_R	0.01	0.04	-0.09***	0.27***	0.27***	0.98***	1.00	-0.15***
TS	0.04	0.04	0.11***	0.02	0.02	-0.16***	-0.14***	1.00

1) 표본크기 : 1,280 기업/연도

2) MV : 총주식가치, X^a : 초과이익, BV : 순자산 FE_A : 전체임원 대비 여성임원의 비율, FE_R : 상근임원 대비 여성임원의 비율 FS_A : 전체직원 대비 여성직원의 비율, FS_R : 정규직직원 대비 정규직여성직원의 비율 TS : 여성직원의 재직기간

총주식가치(MV)는 초과이익(X^a), 순자산(BV) 및 여성직원의 재직기간(TS)과 유의한 양(+)의 상관관계가 있는 것으로 나타나, 여성직원의 재직기간은 초과이익 및 순자산과 더불어 총주식가치와 밀접한 양(+)의 관련성이 있음을 확인하였다. 그러나 이는 다른 요인이 통제되지 않은 결과이므로 여성직원의 재직기간과 총주식가치의 인과관계를 확인할 수는 없다. 또한 전체 임원 대비 여성임원의 비율(FE_A)과 상근임원 대비 여성임원의 비율(FE_R)의 상관계수는 0.96으로 매우 높게 나타나고 있고, 전체직원 대비 여성직원의 비율(FS_A)과 정규직직원 대비 정규직여성직원의 비율(FS_R)의 상관계수는 0.98로 거의 '1'에 근접하고 있다. 따라서 이들 변수가 회귀분석에 동시에 독립변수로 사용될 경우에는 다중공선성 문제가 나타날 수 있기 때문에, 본 연구에서는 각각 별도의 회귀모형에서 사용될 것이다. 또한 여성직원의 재직기간은 전체직원 대비 여성직원의 비율과 정규직직원 대비 정규직여성직원의 비율과 유의한 음(-)의 상관관계가 있는 것으로 나타나, 여성직원비율은 재직기간에 부정적 요소가 될 수 있음을 간접적으로 보여주고 있다.

2. 가설의 검정

<표 4>는 가설 I(여성임원비율은 회계정보의 주가관련성에 유의한 영향을 미치지 못한다.)을 검증하기 위해서, 여성임원비율의 고저에 대한 더미변수(D_{FE})와 초과이익 및 순자산과의 곱인

상호작용항($X^a \times D_{FE}$, $BV \times D_{FE}$)을 추가한 회귀분석 결과이다. 여성임원비율은 전체임원 대비 여성임원의 비율과 상근임원 대비 여성임원의 비율로 구분하여 분석하였고, 분석결과 F값은 모두 유의한 것으로 나타났고 수정결정계수도 모두 0.85로 높게 나타나 모형이 적절하게 설정되었음을 확인하였다. 또한 모형 I 을 포함한 이후 모든 회귀분석에서 VIF(Variance Inflation Factor) 값은 최대 7.01을 넘지 않으므로, 다중공선성 문제는 심각하지 않았다고 해석할 수 있다.

<표 4>에서 전체임원 대비 여성임원의 비율로 고저를 구분한 더미변수를 사용한 경우에, 초과이익과 순자산의 회귀계수는 모두 1%의 유의수준에서 유의한 양(+)의 값을 나타냈고, 초과이익/순자산과 더미변수의 곱인 상호작용항($X^a \times D_{FE}$, $BV \times D_{FE}$)의 회귀계수는 각각 3.1938과 0.0858로 모두 1%의 유의수준에서 유의한 양(+)의 값을 나타냈다. 또한 상근임원 대비 여성임원의 비율로 고저를 구분한 더미변수를 사용한 경우에도 연구결과는 동일하므로, 상근임원 여부는 연구결과의 차이에 영향을 미치지 못함을 확인하였다.

<표 4> 여성임원비율이 회계정보의 주가관련성에 미치는 영향

$$\text{모형 I : } MV = \beta_0 + \beta_1 X^a + \beta_2 BV + \beta_3 X^a \times D_{FE} + \beta_4 BV \times D_{FE} + \beta_5 D_{FE} + \sum_{t=2013}^{2015} \omega_t + \epsilon$$

구 분	가설 I	
	여성임원/전체임원	여성임원/상근임원
변수	회귀계수 (t값) ^p	회귀계수 (t값) ^p
절편	1.3E11 (4.35) ^{***}	1.2E11 (4.28) ^{***}
X^a	0.7730 (7.07) ^{***}	0.7625 (7.13) ^{***}
BV	0.6176 (59.17) ^{***}	0.6185 (61.11) ^{***}
$X^a \times D_{FE}$	3.1938 (13.35) ^{***}	3.5312 (14.37) ^{***}
$BV \times D_{FE}$	0.0858 (5.04) ^{***}	0.0866 (5.05) ^{***}
D_{FE}	1.3E11 (3.08) ^{***}	1.1E11 (2.67) ^{***}
ω_t	포함	포함
F값	1,025.48 ^{***}	1,049.99 ^{***}
$\bar{R}^2$	0.85	0.85

1) 표본크기 : 1,280 기업/연도

2) MV : 총주식가치, X^a : 초과이익, BV : 순자산

D_{FE} : 여성임원비율이 평균값보다 높으면 1이고 아니면 0, ω_t : 연도더미변수

여성임원비율 : 전체임원 대비 여성임원의 비율 또는 상근임원 대비 여성임원의 비율

3) ***는 1%의 유의수준에서 유의함

모형 I 에서 사용한 더미변수는 여성임원비율의 중위수 대신에 평균값을 사용하여 고저를 구분하고 있는데, 이는 각주3)에서 밝혔듯이 여성임원이 존재하는 경우가 23%에 불과하기 때문이다. 따라서 이에 대한 민감도분석으로 평균값 대신에 여성임원의 존재여부에 대한 더미변수를 사용한 추가분석을 실시하였다. 분석결과 여성임원의 존재여부에 대한 더미변수를 포함한 상호작용항의 회귀계수는 각각 2.3985와 0.1115로 모두 1%의 유의수준에서 유의한 양(+)의 값을 나타내므로, 연구결과는 동일함을 확인하였다.

따라서 가설 I 은 입증되었고, 이를 통해서 여성임원비율이 높을수록 회계정보 즉, 초과이익과 순자산의 주가관련성은 향상됨을 확인할 수 있었다. 이는 여성임원비율이 높은 기업일수록 이사회에서 다양성이 증대되고, 이를 통해서 회계투명성이 제고되어 회계정보는 더 높게 평가되는 것이다.

<표 5>는 가설 II(여성직원비율은 회계정보의 주가관련성에 유의한 영향을 미치지 못한다.)를 검증하기 위해서, 여성직원비율의 고저에 대한 더미변수(D_{FS})와 초과이익 및 순자산과의 곱인 상호작용항($X^a \times D_{FS}$, $BV \times D_{FS}$)을 추가한 회귀분석 결과이다.

<표 5> 여성직원비율이 회계정보의 주가관련성에 미치는 영향

$$\text{모형 II : } MV = \beta_0 + \beta_1 X^a + \beta_2 BV + \beta_3 X^a \times D_{FS} + \beta_4 BV \times D_{FS} + \beta_5 D_{FS} + \sum_{t=2013}^{2015} \omega_t + \epsilon$$

구 분	가설 II	
	여성직원/전체직원	정규직여성직원/정규직직원
변수	회귀계수 (t값) ^p	회귀계수 (t값) ^p
절편	1.0E11 (2.81) ^{***}	1.0E11 (2.76) ^{***}
X^a	1.3166 (11.42) ^{***}	1.3872 (11.84) ^{***}
BV	0.6799 (58.22) ^{***}	0.6808 (58.03) ^{***}
$X^a \times D_{FS}$	1.3265 (4.90) ^{***}	0.8477 (3.25) ^{***}
$BV \times D_{FS}$	-0.0237 (-1.34)	-0.0242 (-1.35)
D_{FS}	0.7E11 (1.89) [*]	0.8E11 (2.20) ^{**}
ω_t	포함	포함
F값	850.17 ^{***}	840.06 ^{***}
$\overline{R}^2$	0.82	0.82

1) 표본크기 : 1,280 기업/연도

2) MV : 총주식가치, X^a : 초과이익, BV : 순자산

D_{FS} : 여성직원비율이 중위수보다 높으면 1이고 아니면 0, ω_t : 연도더미변수

여성직원비율 : 전체직원 대비 여성직원의 비율 또는 정규직원 대비 정규직여성직원의 비율

3) ***, **, *는 각각 1,5,10%의 유의수준에서 유의함

여성직원비율은 전체직원 대비 여성임원의 비율과 정규직직원 대비 정규직여성직원의 비율로 구분하여 분석하였고, 분석결과 F값은 모두 유의한 것으로 나타났고 수정결정계수도 모두 0.82로 높게 나타나므로 모형의 적합성은 확보하였다.

<표 5>에서 전체직원 대비 여성직원의 비율로 고저를 구분한 더미변수를 사용한 경우에, 초과이익과 더미변수의 곱인 상호작용항($X^a \times D_{FS}$)의 회귀계수는 1.3265로 1%의 유의수준에서 유의한 양(+)의 값을 나타냈으나, 순자산과 더미변수의 곱인 상호작용항($BV \times D_{FS}$)의 회귀계수는 유의하지 않았다. 또한 전체직원이 아닌 정규직으로 한정하여 고저를 구분한 더미변수를 사용한 경우에도 연구결과는 동일하므로, 정규직 여부에 따른 연구결과의 차이는 없는 것으로 해석할 수 있다.

따라서 가설Ⅱ는 부분적으로 입증되었고, 이를 통해서 여성직원비율이 높을수록 회계정보 중 초과이익의 주가관련성은 향상됨을 확인할 수 있었다. 이처럼 여성임원비율과 다르게 여성직원비율이 회계정보의 주가관련성에 부분적으로만 영향을 미치는 이유는, 여성직원이 여성임원보다 기업의 의사결정에 미치는 영향력이 낮다고 주식시장에서 판단하기 때문일 것이다. 또한 초과이익에 대한 상호작용항만 유의하다는 것은 여성직원비율의 차이가 장부가치인 순자산보다는 미래현금흐름의 현재가치인 초과이익에 더 큰 영향을 미친다고 볼 수 있다.

<표 6>은 가설Ⅲ(여성직원의 재직기간은 회계정보의 주가관련성에 유의한 영향을 미치지 못한다.)를 검증하기 위해서, 여성직원의 재직기간의 장단에 대한 더미변수(D_{TS})와 초과이익 및 순자산과의 곱인 상호작용항($X^a \times D_{TS}$, $BV \times D_{TS}$)을 추가한 회귀분석 결과이다. 분석결과 F값은 유의한 것으로 나타났고 수정결정계수도 0.82로 높게 나타났다.

<표 6>에서 초과이익과 여성직원의 재직기간의 장단에 대한 상호작용항($X^a \times D_{TS}$)의 회귀계수는 1.2758로 1%의 유의수준에서 유의한 양(+)의 값을 나타냈으나, 순자산에 대한 상호작용항($BV \times D_{TS}$)의 회귀계수는 유의하지 않았다. 따라서 가설Ⅲ은 부분적으로 입증되었고, 이를 통해서 여성직원의 재직기간이 길수록 회계정보 중 초과이익의 주가관련성은 향상됨을 확인하였다. 이는 여성직원의 재직기간이 긴 기업일수록 직무수행 시 축적된 경험을 통해서 미래 현금흐름이 개선될 것으로 예상되므로, 이를 통해서 미래현금흐름의 현재가치인 초과이익의 주가관련성은 증대된다고 해석할 수 있다. 추가적으로 D_{TS} 의 계수가 유의한 음(-)의 값을 보였으나, 여성직원의 재직기간이 높은 집단의 절편은 ‘절편’과 ‘ D_{TS} 의 계수’의 합으로 결정되므로 실제로는 $0.9E11(=1.8E11-0.9E11)$ 로 양(+)의 값을 보이고 있다.

<표 6> 여성직원의 재직기간이 회계정보의 주가관련성에 미치는 영향

$$\text{모형 III : } MV = \beta_0 + \beta_1 X^a + \beta_2 BV + \beta_3 X^a \times D_{TS} + \beta_4 BV \times D_{TS} + \beta_5 D_{TS} + \sum_{t=2013}^{2015} \omega_t + \epsilon$$

구 분	가설 III
	여성직원의 재직기간
변수	회귀계수 (t값) ^p
절편	1.8E11 (4.87) ***
X^a	0.7562 (4.42) ***
BV	0.6829 (35.18) ***
$X^a \times D_{TS}$	1.2758 (5.95) ***
$BV \times D_{TS}$	-0.0100 (-0.46)
D_{TS}	-0.9E11 (-2.44) ***
ω_t	포함
F값	862.82 ***
$\bar{R}^2$	0.82

1) 표본크기 : 1,280 기업/연도

2) MV : 총주식가치, X^a : 초과이익, BV : 순자산 D_{TS} : 여성직원의 재직기간이 중위수보다 높으면 1이고 아니면 0, ω_t : 연도더미변수

3) ***는 1%의 유의수준에서 유의함

<표 7>은 가설IV(여성직원비율과 여성직원의 재직기간은 동시에 회계정보의 주가관련성에 유의한 영향을 미치지 못한다.)를 검증하기 위해서, 여성직원비율의 고저와 여성직원 재직기간의 장단에 대한 상호작용항($X^a \times D_{FTS}$, $BV \times D_{FTS}$)을 추가한 회귀분석 결과이다. 분석결과 F값은 유의한 것으로 나타났고 수정결정계수도 0.82로 높게 나타났다.

<표 7>에서 여성직원비율을 전체직원 대비 여성직원의 비율로 정의한 경우에, 초과이익과 더미변수의 곱인 상호작용항($X^a \times D_{FTS}$)의 회귀계수는 0.8458로 유의한 양(+)의 값을 나타냈으나, 순자산과 더미변수의 곱인 상호작용항($BV \times D_{FTS}$)의 회귀계수는 비유의적이었다. 또한 여성직원비율을 정규직직원 대비 정규직여성직원의 비율로 정의한 경우에도 연구결과는 동일하였다. 이러한 연구결과는 여성직원비율의 영향력만 검증한 <표 5>와 여성직원의 재직기간의 영향력만 검증한 <표 6>에서 초과이익에 대한 상호작용항만 유의하게 나타난 결과와 일치한다.

〈표 7〉 여성직원비율과 여성직원의 재직기간이 동시에 회계정보의 주가관련성에 미치는 영향

$$\text{모형 IV : } MV = \beta_0 + \beta_1 X^a + \beta_2 BV + \beta_3 X^a \times D_{FTS} + \beta_4 BV \times D_{FTS} + \beta_5 D_{FTS} + \sum_{t=2013}^{2015} \omega_t + \epsilon$$

구 분	가설 IV	
	여성직원/전체직원	정규직여성직원/정규직직원
변수	회귀계수 (t값) ^p	회귀계수 (t값) ^p
절편	1.5E11 (4.56) ^{***}	1.5E11 (4.58) ^{***}
X^a	1.4605 (13.04) ^{***}	1.4598 (13.01) ^{***}
BV	0.6768 (62.91) ^{***}	0.6767 (62.88) ^{***}
$X^a \times D_{FTS}$	0.8458 (2.70) ^{***}	0.8345 (2.68) ^{***}
$BV \times D_{FTS}$	-0.0167 (-0.88)	-0.0166 (-0.88)
D_{FTS}	-0.3E11 (-0.79)	-0.3E11 (-0.79)
ω_t	포함	포함
F값	834.58 ^{***}	834.53 ^{***}
$\overline{R}^2$	0.82	0.82

1) 표본크기 : 1,280 기업/연도

2) MV : 총주식가치, X^a : 초과이익, BV : 순자산, ω_t : 연도더미변수

D_{FTS} : 여성직원비율과 여성직원의 재직기간이 모두 중위수보다 높으면 1이고 아니면 0

여성직원비율: 전체직원 대비 여성직원의 비율 또는 정규직직원 대비 정규직여성직원의 비율

3) ***는 1%의 유의수준에서 유의함

따라서 여성직원비율이 높거나 여성직원의 재직기간이 긴 경우에도 초과이익의 주가관련성에 유의한 양(+)의 영향을 미치지만, 여성직원비율이 높으면서 동시에 여성직원의 재직기간이 긴 경우에 초과이익의 주가관련성은 상대적으로 더 큰 양(+)의 영향력을 미침을 보여준다. 이는 여성직원비율이 높은 기업들 중에서 여성직원의 재직기간이 더 긴 기업일수록, 여성직원의 다양성과 유연성이 기업문화에 충분히 반영됨으로써 미래현금흐름의 현재가치인 초과이익의 주가관련성은 더 높아졌기 때문이다.

V. 결 론

본 연구는 여성임직원비율과 여성직원 재직기간이 회계정보의 주가관련성에 어떤 영향을 미치는지를 검증하였다. 여기서 여성임원비율은 전체임원 대비 여성임원 또는 상근임원 대비 여성

임원으로 구분하였고, 여성직원비율은 전체직원 대비 여성직원 또는 정규직직원 대비 정규직여성직원으로 구분하여 분석하였다. 또한 여성직원비율과 여성직원의 재직기간이 동시에 회계정보의 주가관련성에 미치는 영향력도 검증하였다. 회계정보의 주가관련성을 검증하기 위해서 Ohlson(1995)모형을 수정한 연구모형을 설정하여 분석하였다.

본 연구의 주요 분석결과는 다음과 같다.

첫째, 여성임원비율이 회계정보의 주가관련성에 미치는 영향력을 분석한 결과, 여성임원비율의 고저와 초과이익 및 순자산의 상호작용항은 모두 유의한 양(+)의 값을 나타냈다. 따라서 여성임원비율이 높으면 이사회에서 다양성이 제고됨으로써 회계정보의 주가관련성은 높아진다고 해석할 수 있다.

둘째, 여성직원비율이 회계정보의 주가관련성에 미치는 영향력을 분석한 결과, 여성직원비율의 고저와 초과이익의 상호작용항은 유의한 양(+)의 값을 나타냈으나, 여성직원비율의 고저와 순자산의 상호작용항 유의하지 않았다. 따라서 여성직원비율이 높으면 초과이익의 주가관련성만 높음을 확인할 수 있었는데, 이는 여성직원이 여성임원보다 기업의 의사결정에 미치는 영향력이 더 낮기 때문으로 보인다.

셋째, 여성직원의 다양성과 유연성이 기업문화에 반영되기 위한 재직기간의 효과를 확인하기 위해서, 여성직원의 재직기간이 회계정보의 주가관련성에 미치는 영향력을 분석하였다. 그 결과 여성직원의 재직기간의 장단과 초과이익의 상호작용항은 유의한 양(+)의 값을 나타냈으나, 순자산에 대한 상호작용항은 유의하지 않았다. 이는 여성직원의 재직기간이 길수록 학습효과를 통해서 숙련도가 향상되어 미래 현금흐름이 개선됨으로써, 미래현금흐름의 현재가치인 초과이익의 주가관련성이 높아진 것이다.

넷째, 여성직원비율과 여성직원의 재직기간이 동시에 회계정보의 주가관련성에 영향을 미치는지를 검증한 결과, 여성직원비율의 고저와 여성직원의 재직기간의 장단에 대한 상호작용항은 초과이익에서만 유의한 양(+)의 부호를 나타냈다. 따라서 여성직원비율이 높으면서 동시에 직원의 재직기간이 긴 경우가 그렇지 않은 경우보다 초과이익의 주가관련성이 상대적으로 더 높음을 보여준다. 이는 여성직원의 재직기간이 더 길수록 여성직원의 다양성과 유연성이 기업문화에 충분히 반영됨으로써 초과이익의 주가관련성이 더 높아진 것이다.

본 연구는 여성임원비율과 여성직원비율의 고저, 여성직원의 재직기간의 장단이 회계정보의 주가관련성에 영향을 미치는 것을 보여주었다는데 의의가 있다. 따라서 본 연구는 기업의 주가치를 판단할 때 여성임직원비율과 여성직원의 재직기간도 중요한 요소임을 제시하였다는데 시사점이 있다. 또한 향후 여성임원할당제에 대한 타당성을 논의할 때 자본시장의 효율성 관점에서 근거가 될 수 있을 것이다.

현재 2%에 불과한 여성임원비율이 확대된다면, 향후의 연구에서는 이익반응계수를 활용하여 여성임원의 증감효과를 분석하고자 한다.

참고문헌

- 김난주 · 강민정 · 박건표 · 전병유 · 박미연. 2015. “2015년 여성관리자패널조사”. 한국여성정책연구원 연구보고서 제22권.
- 김선근. 1993. “항공기 부품 산업의 학습곡선에 대한 실증적 연구—D중공업 항공기 사업 본부 사례를 중심으로—”. 항공산업연구 제27권 : 61—91.
- 김수인 · 홍지연. 2015. “이사회 내 여성 임원의 수가 기업 투명성에 미치는 영향”. 한국국제회계학회 제 59권 : 69—100.
- 박노국 · 안관영. 2012. “중소기업 종업원의 재직기간이 기업 혁신에 미치는 효과”. 한국벤처창업학회 학술대회 논문집 : 247—248.
- 심용보. 2015. “중소기업에서 인적자원개발이 기업성장에 미치는 영향에 관한 실증연구—이익율의 매개효과를 중심으로”. 인적자원개발연구 제18권 제3호 : 25—46.
- 오웅락 · 김이배. 2016. “본사의 입지가 회계정보의 주가관련성에 미치는 영향”. 세무와회계저널 제17권 제1호 : 161—180.
- 오웅락 · 이용규. 2010. “시장점유율 및 시장점유율증가율의 가치관련성에 관한 연구”. 세무와회계저널 제11권 제2호 : 85—102.
- 오 유 · 김기승. 2014. “국내외기업의 인적자원관리에 따른 경영성과 및 노사관계 분석”. 인적자원관리연구 제21권 제2호 : 65—81.
- 이용규 · 박진범 · 오웅락. 2009. “내부회계관리제도의 검토결과가 회계정보의 가치관련성에 미치는 영향”. 세무와회계저널 제10권 제2호 : 9—25.
- 임형록 · 정석균. 2010. “기업특성과 여성임원비중의 연계성 —경영성과 분석을 중심으로”. 여성경제연구 제7권 제2호 : 25—50.
- 전순영. 2012. “경영자특성과 인적자원관리가 성과에 미치는 효과”. 기업경영연구 제19권 제2호 : 35—56.
- 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.
- Barua, A., D. V. Rama. and V. Sharma. 2010. Audit committee characteristics and investment in internal auditing. *Journal of Accounting and Public Policy* 29 (5) : 503—513.
- Francis, B., Hasan, I., Park, J. C., & Wu, Q. 2015. Gender differences in financial reporting decision making : Evidence from accounting conservatism. *Contemporary Accounting Research* 32 (3) : 1285—1318.
- Gul, F. A., Srinidhi, B., & Ng, A. C. 2011. Does board gender diversity improve the informativeness of stock prices?. *Journal of Accounting and Economics* 51 (3) : 314—338.
- Ohlson, J. A. 1995. Earnings, Book Values, and Dividends in Equity Valuation. *Contemporary*

Accounting Research 11 (Spring) : 661–687.

Srinidhi, B., Gul, F. A., & Tsui, J. 2011. Female directors and earnings quality. *Contemporary Accounting Research* 28 (5) : 1610–1644.

T. P. Wright. 1936. Factors Affecting the Cost of Airplanes. *Journal of the Aeronautical Sciences* 3 : 16–24.

The Effects of the Ratio of Female Executives and Staff Members and Female Employee's Tenure on the Relevance of Stock Price

Yongsoo Kim* · Oungrak Oh**

— <Abstract> —

To prove the effects of the rate of female executives and staff members and female employee's tenure of office on the relevance of stock price, this study analyzed if there is a difference of accounts information's relevance of stock price as the difference of the rate of female executives and staff members' height and the female employee's tenure of office' length.

To prove this, the study period is from 2013 to 2015, and analyzed 1,280 companies/yearly stock market listed company as a sample.

The major analysis results of the study are; firstly, as the result of the analysis about the influence the relevance of stock price got from the difference of the rate of female executive, it represented that as the rate of female executive increases, the abnormal earnings and net assets' relevance of stock price are high. Secondly, as the result of the analysis about the effect that the rate of female employee had on the account information's relevance stock price, as the rate of female employee gets high, only abnormal earnings' relevance of stock prices is high. Thirdly, as the result of analysis about the effect that female employee's tenure of office had on the account information's relevance of stock price, it indicates that only abnormal earnings relevance of stock price is high as the rate of female employee's tenure of office gets high. Finally, as a result of the analysis about the effect that the rate of female employee and female employee's tenure of office both had on the account information's relevance of stock price, it showed that only abnormal earnings relevance of stock price are high under the case of high rate of female employee and long term of female employee's tenure of office.

Showing that there is a difference in account information as the difference of the rate of female executives and staff members and female employee's tenure of office, it has a meaning on showing influence of the rate of female executives and staff members on female executive quota system's introduction feasibility and stock value decision.

<Key words> the rate of female executives and staff members, employee's tenure reports

* Ph.D. Department of Accounting, Soongsil University, ysk4u@ssu.ac.kr, First Author

** Associate Professor, Department of Accounting, Soongsil University, oor@ssu.ac.kr, Corresponding Author