

자본시장은 기업의 다양성 성과에 어떻게 반응하는가? 미국 기업의 소수 성정체성 옹호 정책에 대한 자본시장의 기업가치 평가 간의 관계를 중심으로

오한나
경북대학교 경영학부 조교수

김상준
이화여자대학교 경영학과 부교수

How Does The Capital Market Respond To Diversity Management? Lessons From The U.S. Firms' Valuation With Respect To Their LGBT Policies

Hannah Oh^a, Sang-Joon Kim^b

^a Department of Business Administration, Kyungpook National University, South Korea

^b Ewha School of Business, Ewha Womans University, South Korea

Received 28 February 2023, Revised 18 March 2023, Accepted 25 March 2023

Abstract

Purpose - This study starts with the question of whether the capital market is likely to give positive valuations to companies that pursue diversity in their management and corporate governance structure. In this study, minority gender identity is considered as a diversity issue in management that has a socially negative perception.

Design/methodology/approach - This study analyzed the relationship between corporate value in the capital market and the policies of companies that advocated minority gender identities, based on listed U.S. company data.

Findings - This study finds that companies that support minority gender identities had a lower Tobin's q value than companies that did not. However, in the case of authenticity in terms of corporate governance diversity, the study finds that companies that advocate minority gender identities rather receive high firm valuation. In particular, companies with a high percentage of female directors show high corporate value even when implementing policies that support minority gender identities.

Research implications or Originality - This study explores the capital market's response to diversity using past data in the U.S., but provides more practical implications for how companies should respond to a situation where an advocacy policy, based on more social recognition, for LGBT groups is established in Korea.

Keywords: ESG Management, Diversity, LGBT, Authenticity, Firm Valuation

JEL Classifications: L25, M14

^a First Author, E-mail: hannahoh@knu.ac.kr

^b Corresponding Author, E-mail: s.kim@ewha.ac.kr

© 2023 The Institute of Management and Economy Research. All rights reserved.

I. 서론

본 연구는 ESG 경영에서 중요한 한 축이라고 볼 수 있는 다양성에 대한 기업의 대응이 자본시장에서 어떤 역할을 하는지 살펴보고자 한다. ESG 경영에 대한 논의가 자본시장을 중심으로 활발하게 이루어지면서 ESG 분야에 대한 기업의 비시장 성과관리는 사회를 위한 자발적 참여보다는 기업의 생존을 위한 의무적 순응이 되었다(Hertel et al, 2019; Kibler and Muñoz, 2020). 다만 환경에 대한 기업의 대응에 비교해 볼 때 “사회”분야에 대한 기업의 대응은 ESG 경영 패러다임 하에서도 그렇게 주목할 만한 변화는 없는 듯하다.

본 연구는 이러한 상황적 맥락 속에서, 사회 분야에 대한 기업의 대응을 근원적으로 짚어보고자 한다. 기본적으로 사회분야를 구성하는 ESG 경영 중에서 중요한 한 축은 다양성 관리이다(Girardone et al., 2021; Manita et al., 2018). 당위적으로 사회는 기업 구성원들의 다양성을 추구하는 것을 기대하고 있고, 다양성을 둘러싼 담론은 또한 오랜 기간 동안 사회변화를 이끌어 나가는 중요한 기제가 되어왔다(Shore et al., 2018; Nishii, 2013). 학계에서도 조직 구성에서의 다양성이 가지는 효용을 강조하고, 정책적으로도 다양성을 강화할 수 있는 방안을 마련해두고 있다(Shore et al., 2018; Randel et al., 2018; Nishii, 2013).

하지만 기업의 입장에서 다양성은 또 다른 비용의 근원이 될 수 있다(Lau and Mutnighan, 1998; Trezzini, 2008; Arbatli et al., 2020; Adams and Ferreira 2009; Minguez-Vera and Martin, 2011; Rose 2007; Farrell and Hersch 2005). 다양한 관점과 지식을 가진 구성원들이 혁신적인 조직의 변화를 이끌어낸다는 연구도 많이 있지만, 다양성으로 인해 빚어지는 내부 갈등 또한 중요한 문제로 인식되고 있기 때문이다(Thatcher et al., 2003; Arbatli et al., 2020). 이러한 내부 갈등은 조직의 차원에서는 사회적 비용이기 때문에, 기업들은 다양성이 과연 자신의 궁극적인 목적(즉 이윤 극대화)에 부합한 정책적 고려사항이 될 것인가에 대해서도 의문을 가질 수 밖에 없게 된다(Adams and Ferreira 2009; Minguez-Vera and Martin, 2011). 이러한 다양성에 대한 사회적 요구와 기업 내부 효용성과의 간극으로 인해 기업들의 다양성 관리는 오랜 기간 동안 기업의 사회적 책임의 관점에서 중요한 의제가 되어 왔다.

이러한 다양성을 둘러싼 긴장관계는 ESG 경영이라는 제도적 압력을 통해서 완화될 수 있겠지만, 이러한 제도적인 조치만으로는 기업의 다양성에 대한 부정적 관점(사회적 비용 유발요인)을 완전히 제거하기는 어려울 것이다. 사회를 관장하는 제도적 압력에 대응하여 조직은 이러한 제도적 요구를 표면적으로는 수용할지 몰라도 궁극적인 제도의 가치를 이루어내는 실질적 변화에는 몰입하지 않을 가능성이 높아지기 때문이다(Babu et al, 2020; Grimes et al, 2019). 이러한 측면에서 다양성을 추구를 목적으로 하는 제도와 이에 대한 기업 대응 간에 느슨한 연결고리가 나타날 가능성이 높다. 다양성을 바라보는 관점이 기업마다 다르고, 다양성 추구에 대한 기업의 실질적 조치 또한 다르기 때문이다. 비교컨대, ESG 경영 패러다임에서 환경 분야는 기업의 행위를 관장할 수 있는 강력한 제도적 환경이 조성되었고, 다양한 이해관계자들의 사회적 요구 또한 강력한 형태로 이루어졌기 때문에 많은 기업들이 스스로의 변화를 이끌어내었다(Garvey et al., 2018). 이것이 가능했던 것은 자본시장 내부에서 친환경적인 경영정책에 대해서 타당성을 획득하여서라고 이해할 수 있다(Ng, 2018). 그렇다면 ESG 분야 중 다양성은, 환경 분야에 비교하여, 자본시장 내부에서 타당성을 획득하였는가? 혹 그렇지 않다면 획득할 수 있는가? 이 질문들을 다시 표현하자면, 자본시장은 다양성 추구를 기업의 핵심적인 행동양식으로 받아들일 것인가? 그렇지 않다면 자본시장에서의 다양성의 가치는 모순적 형용인가, 아니면 그래도 통합의 여지가 있는가?

본 연구는 이에 대한 답을 구하기 위해서 극단적인 상황에서 자본시장에서의 다양성이라는 주제를 바라보고자 한다. 만약 다양성을 만들어 내는 개인의 특성이 사회 전반적으로 부정적인 인식이 만연한 것이라면, 이러한 사회의 통념을 뛰어넘은 다양성을 추구하는 것은 쉽지 않지 않다. 오히려 이러한 상황이라면 다양성을 추구하는 기업조차 부정적인 인식으로 비취질 가능성이 높기 때문이다(Snow and Soule, 2010). 성소수자에 대한 사회적 인식이 그러하다. 성소수자에 대한 사회적 인식은 오랜 기간 동안 여전히 논란거리이다(Tilcsik, 2011; Bettinsoli et al., 2022). 성소수자의 정체체성을 사회적으로 포용하느냐

그렇지 않느냐는 이데올로기적 관점, 종교적 관점, 사회문화적 관점 등 다양한 인식체계 상에서 수렴되지 못한 평가가 서로 대립하고 있다(Bettinsoli et al., 2022). 이러한 논란적 상황에서 만약 기업이 성소수자를 옹호하는 태도를 취하고, 그리하여 다양성을 추구하는 정책을 시행하게 된다면, 자본시장은 이 기업을 어떻게 평가할 것인가? 성소수자 그룹에 대한 사회의 부정적 평가가 기업의 평가로 투영될 것인가 아니면 성소수자 옹호 정책이 다양성이라는 신호가 될 수 있는가?

본 연구는 ESG 패러다임이 확산되기 전, 더불어 성소수자에 대한 차별 금지가 정책화되기 전(그리하여 제도적 압력이 강력하게 작용하지 않은 상황에서), 기업의 성소수자 다양성 정책에 대해 자본시장이 타당성을 부여하는지 파악하고자 한다. 성소수자에 대한 기업의 대응이, 모든 기업이 다양성을 추구하는 활동의 전부가 될 수 없음에도 본 연구에서 성소수자를 중요한 연구의 의제로 상정한 것은 성소수자를 옹호하는 기업의 대응에 대한 극단성 때문이다. 성소수자를 옹호하는 기업은 두 가지 사회적 장벽에 직면하게 된다. 첫째, 조직 내부에서 성소수자에 대한 차별적 인식을 뛰어넘어야 한다. 이미 성소수자에 대한 사회적 낙인이 있는 상황에서 조직 내에서 성소수자를 받아들이고 그들을 위한 정책을 수행하는 것은 내부 갈등을 유발할 가능성이 높다. 둘째, 이러한 성소수자에 대한 사회적 낙인은 기업에도 적용된다. 만약 특정 기업이 성소수자 옹호 정책을 수립하여 이행하고 있다면, 그 기업 외부에서는 그 기업에도 성소수자 옹호 기업이라는 또 다른 형태의 사회적 낙인을 찍을 가능성이 높기 때문이다. 다양성이 동등한 지위에서 개인적 특성이 다를 때 이를 인정하느냐 그렇지 않느냐의 의제라면, 성소수자와 관련된 의제는 차별적인 지위에서 출발하여 차별받는 개인적 특성을 인정하는가의 문제이다. 즉 다양성을 추구하기 전에 차별의 구조적 장벽을 제거해야 하는 것이다. 이러한 상황이라면 자본시장에서 성소수자를 바라보는 관점은 부정적일 수 밖에 없다. 이는 사회적 낙인이 찍힌 개인적 특성이 조직에 포함되어도 그 부정적 인식이 여전히 남아있는 문제에 더불어 다양성 추구 자체가 기업의 효율성 관점에서 타당성을 얻기 어려운 문제점을 가지고 있다. 따라서 이러한 성소수자를 둘러싼 기업 내외부의 이중 구조의 문제점에 대응하기 위한 조직적 조치는 진정성 있게 ESG 경영 패러다임-특히 다양성-이행하는 데 중요하다.

그럼에도 기업의 성소수자의 옹호정책이 자본시장에서 반드시 부정적인 영향을 미치지 않는다면 그것은 어디에서 연유할 것인가? 본 연구는 다양성 추구를 위한 의사결정의 진정성에서 그 가능성을 주장하고자 한다. 기업 구성원들의 다양성(인적 구성의 다양성)이 기업 의사결정 과정의 다양성(거버넌스 구성의 다양성)에 기반한 것이라면, 자본시장에서는 이를 진정성있는 기업의 조치라 이해할 수 있다. 이제 본 연구에서는 실제 기업 구성상의 다양성과 거버넌스 상의 다양성이 자본시장에서 기업의 가치를 결정하는데 어떤 역할을 하는지 분석하고자 하였다. 미국 상장기업 1,222개 기업을 중심으로 성 소수자 다양성 옹호정책이 기업가치에 어떤 영향을 미치는지, 그리고 이러한 관계에 다양성을 보장하는 이사회 구성방식(특히 여성비율 및 소수인종비율)이 어떤 역할을 하는지 분석하였다. 본 연구는 다양성을 기업 구성 다양성과 거버넌스 구성 다양성으로 구분하고 둘 간의 상호작용을 보았다는 점에서 다양성 연구에 공헌을 할 수 있을 것으로 보인다. 특히 사회적 낙인을 포용함으로써 다양성을 추구하는 경우에 나타날 수 있는 기업의 이중적 비용구조를 조명한다는 점에서 다양성 연구의 새로운 관점을 제공해줄 수 있을 것으로 보인다. 또한 ESG 경영 패러다임에서의 각 세 분야를 독립적으로 혹은 통합적으로 바라보던 관점과는 달리 각 분야 간의 상호작용을 고찰하였다는 점에서 ESG 경영에 대한 실무적인 시사점을 제시해줄 수 있다.

본 연구는 분석을 위해 미국 기업 자료들, 특히 성소수자 포용 정책을 국가적 차원에서 실시한 2015년 이전의 기업 자료들을 사용하였다. 본 연구에서 초점을 맞추고 있는 기업의 다양성 추구를 위한 의사결정의 진정성을 살펴보기에는 국가적 차원의 정책적인 강제성이 발휘되기 전의 자료가 보다 적합하기에 이전의 자료들을 실증분석에 사용하였다. 본 연구에서 주목하고 있는 소위 ‘소수자’라고 불리는 사람들은 단지 수적으로 소수인 사람들을 의미하는 것은 아니고, 사회가 암묵적으로 규정하고 있는 ‘정상’ 내지는 ‘보통’의 범주에서 벗어난 사람들로 이로 인해 직간접적인 차별을 받고 있는 집단을 말한다. 우리나라의 경우, 사회적 소수자에 대한 관심과 정책이 주로 다문화 가족과 이주 노동자, 장애인, 여성, 노인, 북한이탈주민 등을 대상으로 하고 있고, 성 소수 집단에 대한 정책은 부재한 상태다(조소연, 2022). 물론 국내 연구에서 기업의 성소수자 대응 또한 논의된 경우가 거의 없기에, 시간을 거슬러 한국의 현재를 대변할 수 있는

미국의 상황을 분석하는 것은, 미국의 과거를 통해 한국의 미래를 바라보고자 하는 목적이 크다. 향후 국내에서도 성 소수자 집단에 대한 옹호 정책이 수립되고, 보다 성소수자의 사회적 인정이 나타나게 되는 상황에 국내 기업은 어떤 대응을 할 수 있을 것인가에 대한 시사점을 제공할 수 있을 것으로 보인다. 특히 ESG 경영패러다임이 지배하는 자본시장의 배경 속에서 다양성 또한 중요한 의제로 제도적 압력이 되는 경우, 보다 선제적으로 다양성을 추구할 수 있는 비시장 전략을 이론적 토대가 될 수 있다는 점에서 중요한 공헌점이 있다.

II. 이론적 배경과 가설 설정

1. 소수 성 정체성(LGBT)에 대한 사회적 낙인과 기업 가치와의 관계

LGBT란 여성 동성애자인 레즈비언(Lesbian), 남성 동성애자인 게이(Gay), 양성애자인 바이섹슈얼(Bisexual), 신체적으로 가지고 태어난 생물학적 성별과 자신이 인식하는 성 정체성이 일치하지 않는 트랜스젠더(Transgender) 등 다양한 성적지향과 성 정체성을 가진 개인들을 지칭하는 말이다. 역사적으로, 동성애에 대한 여론은 부정적이었다. Herek (2002)에 따르면, 1965년에 실시한 여론조사 응답자의 70%가 동성애자들은 미국인의 삶에 해롭다고 답했다고 한다. 하지만 동성애에 대한 여론은 긍정적인 방향으로 바뀌는 추세이다(Hicks and Lee, 2006). LGBT 그룹들은 조직 내에서 수적으로는 소수이지만, 이들에 대한 사회적인 관심과 수용은 점차 증가되어 기업에서 LGBT를 포용하고 지지하는 정책(기업 내 복지혜택이나 채용정책)을 채택하는 경우가 늘어나고 있다. Becker의 차별 모델은 소수 성 정체성을 가진 개인을 상대로 하는 고용정책에서 차별적인 채용을 하는 고용주는 재정적인 리스크를 부담하게 된다는 걸 보였다(Becker, 1957). 즉, 이런 재정적 리스크를 감수하지 않고자 LGBT 그룹들을 차별하지 않는 고용정책을 펼치는 기업들이 늘어나게 됨을 의미한다. 실제로 이 고용정책들의 긍정적인 성과에 대한 케이스들과 선행연구들이 나타나게 되었다.

LGBT 포용정책은 기업의 성 평등 정도를 나타내는 지표로 작용하는데, 기업의 성 평등은 조직의 개방적이고 관용적인 문화와 환경으로 인식되어 긍정적인 이미지와 명성으로 이어지고, 이를 바탕으로 능력있는 인재들을 끌어들이고, 생산성을 향상시키며, 기업 가치를 향상시킬 수 있다는 점에서 주목을 받고 있다(Shan et al., 2017). 이 외에도, LGBT 포용 정책으로 대변되는 사내 남녀평등 정책은 높은 주식 수익률과 시장 가치로 이어지고(Shan et al., 2017), 기업의 혁신에 영향을 미치며 결과적으로 재무성과를 높인다는 연구결과들이 있다(Fatmy et al., 2022; Hossain et al., 2020). 또한, LGBT 다양성 정책이 없는 기업들은 능력 있는 인재 채용의 기회를 놓치고, 구직자들로부터 반발을 사게 되는 위험을 수반하게 된다(Broughton and Strebler, 2008).

하지만 다양성을 추구하면서 필연적으로 나타나는 내부 갈등의 문제는 여전히 존재하고, 이는 기업 성과에도 영향을 미치게 된다. 선행 연구들에 따르면 LGBT 정체성을 가진 개인은 직장에서 차별이나 부정적인 태도, 학대, 혐오(동성애혐오 및 트랜스젠더 혐오) 등 역경에 직면하게 되고(Tilcsik, 2011), 이는 낮은 생산성과 높은 결근률로 이어져 궁극적으로 업무 성과에 부정적인 영향을 미치는 경우가 있다(Bonaventura and Biondo, 2016). 또한, 일부 이해관계자들은 조직에서 LGBT 직원의 부양가족들에게 제공하는 다양한 직원 복리후생 프로그램을 재정적인 부담으로 받아들여 긍정적으로 반응하지 않는 경우도 있다(Cordes, 2012).

이렇듯 기업 내부에서 소수 성정체성에 대하여 포용적인 정책을 추구하는 것은 다양성의 측면에서 기업의 성과에 긍정적인 영향을 만들어 낼 수도 있는 반면, 내부 갈등을 유발할 위험도 있다. 특히 성 정체성에 대한 사회적 인식은 여러 편견과 부정적인 시선 등 사회적으로 여전히 논란이 있기 때문에 이러한 사회적 논란은 기업 외부에서 기업의 가치를 평가하는 데 영향을 미칠 수 밖에 없다. 즉, 여전히 소수 성정체성을 가진 LGBT 그룹에 대한 차별은 사회 전반에 걸쳐 존재하고 있다(Badgett, 2006). LGBT

그룹에 속하는 개인들은 가지고 태어난 생물학적 성별과 반대되는 성별로 본인의 성정체성을 인식하거나 이성(heterosexuality)라는 이분법적 분류를 따르지 않는데, 이는 다른 사회 구성원들로부터 ‘정상성’에서 벗어난다는 인식, 즉 정당하게 받아들여지는 사회적 통념에서 ‘벗어난(deviant)’다는 인식을 가지게 한다(Beauregard et al., 2018; Dieter and Dentice, 2009). 이렇듯 소수 성 정체성을 가진 개인들에게는 사회적 낙인(social stigma)이 짙히게 되는 경향이 있다.

여러 학자들은 조직구성원들이나 이해관계자들이 자신들의 사회적 가치와 상충될 경우에는 조직 내 LGBT 그룹을 포괄하거나 지지하는 정책들에 대해 반발하거나, 적극적으로 수용하지 않을 수 있다는 점에 주목한 바 있다(Kaplan, 2006; Day and Greene, 2008; Pichler et al., 2018). Day와 Greene (2008)에 의하면 노동 시장에서 경쟁력을 갖추고 고객 기반을 넓히려면 포용성(inclusiveness)은 필수요건일 수 밖에 없다. 하지만, 동성애를 인정하지 않는 종교적인 신념을 가진 이해관계자들은 일반적으로 비이성애적(non-heterosexual)이나 동성애적(homosexual) 성향이 전통적인 가족의 가치를 위협하고 종교적 원칙에 위배된다고 인식하기에 LGBT를 포용하는 정책을 펼치는 기업들에 저항하게 된다. 기존의 시민권법(civil rights legislation)을 고려해 볼 때, LGBT 포용 정책은 이를 반대하는 입장에서는 오히려 개인의 종교적 신념이 이러한 정책으로 말미암아 차별받거나 수용되지 않는 경우로 받아들여질 수 있다. 이런 경우, 단순한 반감 차원을 벗어나 LGBT 포용 정책이 오히려 종교적 차별을 가한다는 주장을 바탕으로 보수적 종교를 가진 개인들이 기업을 상대로 소송을 제기하는 경우도 빈번하게 발생했다(Vu, 2004). 또한 Clair et al. (2005)은 LGBT 포용 정책에 대해 표면적으로 드러난 불만이 없다고 해서 이 정책이 성공했다는 반응은 아니라고 경고한다. 그러므로, 조직은 LGBT 그룹에 대한 포용과 지원을 적절하게 제공하는 동시에 종교적 거부자들의 권리도 고려하여 신중한 균형을 유지해야 할 필요성이 있다(Kaplan, 2006).

이처럼 선행연구에 비추어 보면, LGBT 그룹에의 친화적인 정책을 시행하는 것은 내부의 시각에서는 다양성의 관점에서 기업이 성과를 만들어 내는 데 도움을 줄 수도 있겠지만, 여전히 갈등으로 인한 사회적 비용적 요소가 잠재하고 있고, 더욱이 외부의 시각에서는 여전히 사회적으로 만연한 부정적인 평가가 기업 평가로 투영될 가능성이 높다. 이는 자본시장에서도 마찬가지일 것이다. 다양성 추구 측면의 사회적 책임이 기업 성과에 미치는 긍정적인 효과보다, LGBT 그룹에 대한 사회적 낙인이 기업 성과에 미치는 부정적인 효과가 더 크게 작용될 것이다. 즉, 소수 성 정체성의 경우에는, 다양성의 가치를 추구함으로써 기업이 만들어 낼 수 있는 잠재적인 기업 성장의 신호보다, 부정적인 사회적 인식이 기업의 가치 평가에 더욱 강하게 나타날 것이다. 이에 소수 성 정체성을 옹호하는 정책을 시행하는 기업은 자본시장에서 그렇지 않은 기업에 비해서 가치평가에 부정적일 가능성이 높아질 것이고 본 연구에서는 다음과 같이 가설을 설정하였다.

H1 LGBT를 옹호하는 기업 정책의 채택은 자본시장에서 결정되는 기업의 가치와 부정적인 연관성을 가진다.

2. LGBT 다양성 정책을 펼치는 기업 거버넌스의 진정성(authenticity)

본 연구에서는 자본시장이 LGBT 친화적인 기업에 부정적인 인식을 가지고 있는 메커니즘이 LGBT 집단에 대한 사회적인 인식이 그대로 자본시장 내로 이어져서라는 논지를 견지한다. 사실 이러한 인식적 차원에서의 환경적 압력에 대한 논의는 이미 제도 논리의 개념에서 다양하게 이루어져 왔다(Friedland and Robert, 1991). 기업에 대한 사회적 요구는 이해관계자들이 자신이 예측되어 있는 이해관계를 추구하는 과정에서 나타난 결과이기도 하겠지만(Kraatz, 2015), 동시대를 살고 있는 사회 구성원들의 인식체계나 가치, 시대정신을 기업들이 반영해주길 바라는 차원도 무시할 수 없다(Thornton & Ocasio, 2018).

따라서 사회적인 부정적인 인식이 기업에 투영되는 과정에서 이를 조정할 수 있는 기제가 있다면 기업 가치 평가에 있어서 사회의 부정적인 인식이 완화될 수 있을 것이다. 기업의 사회적 책임 활동이 자발성에

근거한 활동이 아니라 환경적 요구에 의한 순응적인 기업 행위라면, 이는 겉으로는 기업의 사회적 책임을 표방하지만 실질적으로 사회적 책임을 이행하는가에 대해서 의문이 들 수 있다(Grimes et al., 2019; Wager et al. 2019). 이렇듯 조직 위선 또는 미션 드리프트로 대변될 수 있는 다양한 형태의 “표면적인” 사회적 책임 행위들은 그 기업이 과연 진정성을 가지고 기업의 사회적 책임을 이행하는가의 관점에서 논의로 확장되었다(Alhouti et al., 2016; 정지영, 김상준, 2021).

진정성은 호텔과 의식, 관광학을 비롯한 다양한 마케팅 분야와 지리학, 사회학, 대중문화학 등 여러 학문분야의 연구에서 다뤄져왔고, 진정성을 평가할 수 있는 다양한 지표에 대한 선행연구가 활발히 이루어졌다(Gilmore and Pine, 2010). 선행 연구들에 의하면, 기업의 사회적 공헌활동의 진정성(CSR authenticity)은 이해관계자들이 기업의 사회공헌 활동이 진정으로 책임을 가지고 실천되고 있는지에 대해 신뢰성(trustworthiness), 진정성(sincerity), 진실성(genuineness)의 측면에서 바라보는 관점이라고 정의된다(Alhouti et al., 2016). 기업 사회공헌활동의 진정성이 높다면 이는 이 사회공헌 활동의 정당성(legitimacy)을 높이는 데 기여하게 되고(Mazutis and Slawinski, 2015; Skilton et al., 2017), 결과적으로 사회공헌 활동의 성과에 영향을 미치는 중요한 요인으로 작용하게 된다(Alhouti et al., 2016; Beckman et al., 2009).

특히, Liedtka(2008)에 따르면, CSR 측면에서의 진정성은 기업이 표방하고자 하는 이미지가 기업 내부 프로세스에서 어떻게 구현되는가를 중심으로 구성될 수 있다. 구성원의 CSR에 대한 인식은 물론 전략수립 과정, 그리고 실제 기업 행위에 이르기까지 전 과정이 일관된 모습을 보일 때 기업 외부에서 그 기업의 진정성이 인지될 수 있다(McShane and Cunningham, 2012). 이러한 관점에서 기업 지배구조를 통해서 기업의 사회적 책임에 대한 진정성을 통합적으로 보고자 하는 시도가 지속적으로 이루어졌다(Oh et al., 2019; Michelon and Parbonetti, 2019). 기업 지배구조에 대한 분석은 이사회와 특성과 구성에 대해 이루어지는데 선행 연구들에서는 독립적인 이사회, 이사회 임기, 규모, 성별, 연령, 민족, 국적, 교육배경 등에 대한 분석이 다뤄졌었다(Brown and Caylor, 2006; Oh et al., 2019). 일반적으로 이사회 특성은 기업지배구조와 기업의 성과를 개선하는 데 중요한 역할을 하고(Carter et al., 2003; Adams and Ferreira, 2009; Hassan et al., 2015; Esposito De Falco et al., 2016; Rao and Tilt, 2016), 사회공헌 활동을 비롯한 전략적 의사결정을 내리는 데 중요한 영향을 미친다(Forbes and Milliken, 1999; Michelon and Parbonetti, 2019). 즉, 기업 지배구조는 기업의 의사결정의 주체이기에 그 기업의 전략적 방향성은 물론 기업의 사회적 책임에 대해서 어떤 태도를 가지고 기업의 사회적 요구에 대응할 것인가를 결정하는 중요한 기업 요소인 것이다. 그 중에서 이사회(Board of directors)는 조직을 이끌고 지휘하면서 기업의 전략적 의사결정에 영향을 미치고, 기업과 연관된 모든 이해관계자 그룹의 이익을 보장하고자 활동하는 기업 지배구조의 핵심적인 부분이다(Jensen and Meckling, 1976; Minguez-Vera and Martin, 2011). Huang (2013)에 따르면, 많은 유럽 국가에서 이사회는 ‘CEO 보다 회사의 CSR 성과에 더 큰 영향을 미칠 수 있다’고 한다.

이러한 관점에서 기업 지배구조, 특히 이사회가 다양성에 어떻게 대응하고 있는가는 기업 구성원의 다양성 추구 노력에 대한 진정성을 간파할 수 있는 중요한 증거가 될 수 있다. 다시 말해서 지배구조 구성에서 다양성을 확보하려는 일련의 행동들(예: 여성 이사의 비율과 소수민족 출신 이사의 비율 늘리기)은 기업으로서 사회적 책임을 가지고 기존에 소외되었던 LGBT 고용인들을 지지하는 LGBT 옹호 정책과 일맥상통하는(matching) 기업행동으로써 이는 주주들로부터 기업의 LGBT 옹호 정책이 사회적 시류에 편승한 것이 아닌 진정성(authenticity)을 가진 책임감 있는 결정으로 인식될 가능성이 높아진다. 본 연구는 이사회 구성에서 여성 이사들의 구성 비율과 소수민족 이사들의 구성비율로 대변되는 다양성 보장을 위한 노력들이 LGBT 옹호 정책의 시행과 맞물리게 되면 진정성을 만들어 낼 수 있다고 주장한다.

일반적으로 여성 이사들은 기업의 내부 이해관계자(stakeholders)들을 상대로 하는 정책의 결정에 영향을 미치고(Glass and Cook, 2018; Kyaw et al., 2022) 기업이 사회적으로 책임 있는 접근 방식을 채택하도록 장려하는 경향으로 인해 CSR의 성과와 긍정적인 연관성을 가지며(Ferrero-Ferrero et al., 2015), 결과적으로 기업의 성과에 영향을 미친다(Shin et al., 2020; Mirza et al., 2020; 김성윤, 김진환

2021; 이상철 외, 2020). 여러 연구들에서 이사회 의 여성이사 고용을 통한 성별다양성과 기업의 재무성과 사이의 긍정적인 연관성을 밝혔다(Campbell and Minguez-Vera, 2008; Reguera-Alvarado et al., 2015; 신재은, 이 건, 2018). 이사회 의 인종적 다양성(ethnic diversity) 또한 성별 다양성과 마찬가지로 기업의 성과에 영향을 미치는데, Abebe와 Dadanlar (2021)는 이사회에서 여성 및 소수인종 출신의 이사가 차지하는 비율이 높아질수록 그들의 직장에서 소외된 그룹을 옹호하는 경향으로 인해 대규모 차별 관련 소송의 가능성이 줄어든다는 것을 밝혔다.

기업 지배구조의 다양성이 만들어 내는 의사결정이 기업 구성원의 다양성을 추구하는 것은 의사결정의 수립과 그 이행 과정에서 다양성 추구가 일관되게 구현되고 있음을 시사한다. 그리고 이러한 일관성으로 말미암아 비록 LGBT 그룹에 대한 사회적인 낙인이 있다고 할지라도 자본시장의 투자자들은 그 기업의 LGBT 옹호정책을 다양성의 가치 추구의 일환으로 이해할 가능성이 높아진다. 즉, 기업이 수용해야 하는 다양한 이해관계자의 사회적 요구의 범위를 넓히는 과정에서 LGBT 그룹에 대한 포용적 정책이 나타난다고 귀인할 수 있는 것이다. 이에 본 연구에서는 기업이 LGBT 옹호 정책과 더불어 다양성 관리 거버넌스 정책(이사회 의 여성비율과 소수민족 비율 확대)을 채택한 경우 얻게 되는 진정성 효과에 주목해, 가설1에서 예상하는 기업의 LGBT 옹호 정책과 기업 가치 사이의 부정적인 연관성이 기업의 다양성 관리 거버넌스 정책에 의해 긍정적으로 변하는 조절효과에 대한 가설을 세우고자 한다.

H2-1 여성 이사의 비중이 기업의 LGBT 옹호 정책 채택과 기업 가치와의 관계에 양의 조절효과를 가진다.

H2-2 소수민족출신 이사의 비중이 기업의 LGBT 옹호 정책 채택과 기업 가치와의 관계에 양의 조절효과를 가진다.

III. 연구방법론

1. 연구세팅

본 연구의 가설을 검증하기 위해서 미국 상장기업을 대상으로 데이터를 수집하였다. 다만, 미국은 역사적으로 성소수자에 대한 사회적 인식에 대한 변화가 이루어져 온 곳이기 때문에(Tilcsik, 2011), 본 연구 가설을 검증하기 위해서는 연구시기가 분석 결과에 중요한 영향을 미친다. 미국은 오랜 기간 동안 LGBT 그룹에 대한 사회운동과 이에 대한 논쟁이 이루어져 왔다(Tilcsik, 2011; Bettinsoli et al., 2022). 일부 주에서만 범제화되었던 동성결혼이 2015년 7월에 미국 전체로 확대되면서 제도적으로는 미국 성소수자에 대한 권익보호를 위한 방편이 마련되었다고 볼 수 있다. 동성결혼의 범제화는 성소수자에 대한 제도적 영향력이 나타났다고 볼 수 있고, 이는 미국 사회 전반적으로 성소수자에 대하여 그들의 성 정체성을 인정해야 한다는 담론이 형성된 것으로 이해할 수 있다. 이러한 환경적 변화에 대하여, 기업의 성소수자에 대한 옹호 정책의 수립은 제도에 순응하는 차원에서 수립될 가능성이 있다. 보다 근본적으로 기업의 다양성 추구에 대한 진정성이 자본시장에서 어떻게 이해되고 있는지를 알기 위해서는 제도적 개입이 없는 환경이 중요할 것이다.

이러한 측면에서 본 연구는 국내의 상황에 비추어, 제도적으로 성소수자의 성 정체성을 인정하지 않는 환경 하에서 기업들이 성소수자 옹호 정책을 수립하였을 때, 이를 자본시장에서는 어떻게 이해하는가를 중심으로 연구대상을 수립하고자 한다. 이에 본 연구를 위한 샘플링 절차는 다음과 같다. 먼저, 2015년 이전의 기업별 성소수자의 옹호정책을 파악할 수 있는 데이터가 있는 KLD 데이터베이스와 기업의 재무 및 회계 정보를 알 수 있는 Compustat과 CRSP, 그리고 기업의 거버넌스 정보를 알 수 있는 ISS(구 RiskMetrics) 데이터베이스를 매칭하여, 다중 데이터베이스를 통합한 데이터셋을 구성하였다. 그런 다음,

통합 데이터셋을 근거로 정보 기록이 시작된 1998년부터 2012년까지 데이터로 한정하였다. 이렇게 본 연구를 위해서 구성된 데이터셋은 미국 상장기업 1,222개, 전체 데이터 11,011개로 구성되었다. <Table 1>은 본 연구를 위해서 구성된 데이터셋에 포함되어 있는 기업들의 산업분포이다.

Table 1. Distribution of Industries in Sample Data

산업 분류	산업명	기업수	산업 분류	산업명	기업수
00	농산물	4(0.33%)	41	측정, 분석, 통계 기기	1(0.08%)
10	금속류 채취	4(0.29%)	42	창고업	11(0.90%)
12	석탄 채취	2(0.16%)	44	수자원 수송	5(0.41%)
13	석유 및 천연가스 추출	51(4.17%)	45	수자원 수송	12(0.98%)
14	비금속 광물질(연료 제외)	4(0.33%)	47	운수서비스	5(0.41%)
16	건설업(건물 건설 제외)	5(0.41%)	48	통신	19(1.55%)
17	특수 무역	3(0.25%)	50	도매(내구소비재)	33(2.70%)
20	식료품 및 유사제품	40(3.27%)	51	도매(비내구소비재)	18(1.47%)
21	담배	3(0.25%)	52	건축자재 등	3(0.25%)
22	직조류	10(0.82%)	53	일반 상품 판매점	22(1.80%)
23	의류	14(1.15%)	54	요식업	9(0.74%)
24	목재가공	5(0.41%)	55	자동차 판매	11(0.90%)
25	가구제조	10(0.82%)	56	의류 및 장신구	24(1.96%)
26	제지류	22(1.80%)	57	가구 및 집기류 판매점	9(0.74%)
27	인쇄	26(2.13%)	58	요식업	22(1.80%)
28	화학제품	106(8.67%)	59	기타 소매업	25(2.05%)
29	석유제품	11(0.90%)	70	호텔 및 숙박업	5(0.41%)
30	고무 및 플라스틱	15(1.23%)	72	개인 서비스	7(0.57%)
31	가죽 및 가죽제품	4(0.33%)	73	비즈니스 서비스	160(13.09%)
32	석조, 도기, 유리제품	8(0.65%)	75	자동차 정비	4(0.33%)
33	1차 금속	32(2.62%)	78	영상관련업	2(0.16%)
34	가공 금속	24(1.96%)	79	레크리에이션 서비스	11(0.90%)
35	산업 기계 및 장비	105(8.59%)	80	건강관련 서비스	22(1.80%)
36	전자제품	116(9.49%)	82	교육 서비스	3(0.25%)
37	교통수단 관련 장비	37(3.03%)	83	사회 서비스	1(0.08%)
38	측정, 분석, 통계 기기	76(6.22%)	87	엔지니어링 및 관리 서비스	18(1.47%)
39	기타 제조산업	12(0.98%)	99	기타	5(0.41%)
40	철도 운송	6(0.49%)	총계		1222(100%)

2. 변수측정

1) 종속변수

종속변수는 자본시장에서 기업의 가치를 측정하는 변수인 토빈의 q 비율로 측정하였다(Villalonga, 2004; Barber and Lyon, 1997). 토빈의 q 는 기업의 장부가치 대비 시장가치의 비율을 의미하는 것으로, 자본시장의 투자자들이 회계상으로 평가되지 않는 기업의 현재 성과는 물론 미래 성과와의 기대치까지 포함되어 있다(Brown and Caylor, 2006; Villalonga, 2004; Bebchuk and Cohen, 2005). 본 연구에서 토빈의 q 는 시장가치를 장부가치로 나누어서 측정을 하였다. 시장가치는 샘플 기업의 해당연도의 종가와 주식을 곱한 시가총액과 부채의 장부가액의 합으로 계산하였고, 장부가치는 기업의 총자산으로 측정하였다. 다만 변수의 이상치를 고려하여 상의 5%, 하위 5%의 극단값을 가지는 경우는 각각 해당 극단값을 제거하였을 경우의 최저값과 최대값으로 윈저라이징(winsorizing)하여 변수로 구성하였다.

2) 독립변수

독립변수는 기업이 LGBT 옹호정책을 시행하고 있는지 그렇지 않은지로 측정하였다. 이에 대한 정보는 KLD 데이터베이스에 근거하였다. KLD 데이터베이스는 ESG 분야에 대한 기업의 성과로 구성된 것으로 LGBT 옹호 정책에 대한 평가도 포함되어 있다. 본 연구에서는 KLD 데이터베이스에서의 LGBT 측정 방법에 따라, 샘플 기업이 LGBT 옹호 정책을 시행하는 것이 있다면 1, 그렇지 않다면 0으로 측정하였다.

3) 조절변수

본 연구의 조절변수는 이사회 구성에 있어서의 다양성으로 여성 이사의 비율과 소수민족 이사의 비율을 변수화 하였다. ISS 데이터베이스에서 제공하는 샘플 기업의 이사회 구성원들의 성별 정보를 바탕으로 여성 이사의 수를 이사회 구성원 전체 수로 나누어 샘플 기업의 여성 이사 비율을 측정하였다. 마찬가지로 방법으로 소수민족 이사 비율은 이사회 구성원이 백인이 아닌 이사의 수(백인과의 혼혈도 소수민족으로 포함)를 전체 이사회 구성원 수로 나누어 측정하였다.

4) 통제변수

통제변수는 기본적으로 산업특성 변수, 기업 특성 변수, 이사회 특성 변수로 구분하였다. 산업특성 변수는 산업성장성, 산업변동성, 산업수준 토빈 q 비율, 산업수준의 ESG 성과, 산업수준의 다양성 성과로 구성하였다. 산업성장성은 동종 산업에서의 매출성장률을 의미하는 것으로 산업적으로 재무 성과가 좋은 경우 긍정적인 미래 전망으로 인해서 기업들의 시장 가치도 높아질 가능성이 있으므로 통제변수로 포함하였다. 산업성장성은 5년 동안의 동종 산업(SIC 3자리 기준) 기업들의 매출액을 직전년도 매출액으로 회귀 분석하여 계산된 회귀계수로 측정된 것으로(Keat & Hiit, 1988), 이 회귀계수는 해당 산업에서 창출된 매출의 성장속도로 이해할 수 있다. 산업변동성은 환경에서 가용할 수 있는 자원의 변화율을 의미하는 것으로 앞서 환경 풍부성을 계산하기 위해 수립했던 회귀식을 활용하여 회귀계수의 표준오차로 측정하였다(Kang & Kim, 2021). 산업수준 토빈 q 비율은 동종 산업(SIC 3자리 기준) 기업들의 토빈 q 비율 값의 5년 동안의 평균으로 측정하였다. 산업수준의 ESG 성과는 KLD에서 제공하는 각 기업의 ESG 분야의 강점과 약점간의 점수 차이를 동종 산업(SIC 3자리 기준) 기업들의 5년동안 ESG 성과를 평균하여 계산하였다. 다만 본 연구는 ESG 분야 중 다양성에 초점을 두고 있기 때문에, 다양성에 대한 산업효과를 구분하기 위해 서 KLD에서 제공하는 ESG 성과 중 다양성 성과는 따로 통제변수로 구성하였다.

기업 특성변수는 시장점유율, 기업규모, 기업연령, 유동비율, 부채비율, R&D 활동 정도, 마케팅 활동 정도, 다양성 제외 ESG 성과, 다양성 성과로 통제변수에 포함되었다. 시장점유율은 샘플 기업의 해당 연도의 매출액을 동종 산업(SIC 3자리 기준)의 매출액 총합으로 나누어서 측정하였다. 기업규모는 총자산의 규모로 측정하였고(백만달러 단위), 기업연령은 Compustat 데이터베이스에 기록이 있는 연도(공시연도)부터 해당 연도까지의 년수로 측정하였다. 유동비율은 유동자산을 유동부채로 나누어 측정하였고, 부채 비율은 총 부채(장기부채+단기부채)를 총자산으로 나누어 측정하였다. R&D 활동정도는 R&D 지출액을 총자산 금액으로 나누어 측정하였고, 마케팅 활동 정도는 판매비 지출액을 매출액 금액으로 나누어 측정하였다. 다양성 제외 ESG 성과는 앞서 산업특성에서 측정된 방식대로 KLD 데이터베이스가 제공하는 ESG 성과의 강점과 약점의 점수 차로 측정을 하되, 다양성 범주에 해당하는 점수는 따로 다양성 성과로 구분하였다. 한편, 다양성 성과는 ESG의 다양성 관련 성과지표 중 본 연구의 핵심변수인 LGBT 정책에 대한 항목은 제외한 나머지 항목에 대한 점수로 측정하였다.

마지막으로 이사회와 관련된 통제변수는 사외이사 비중, 다중이사회참여로 구성하였다. 사외이사 비중은 사외이사의 수를 전체 이사회 구성원 수로 나누어 측정하였고, 다중이사회 참여는 이사회 구성원들 중에서 다른 기업의 이사회에 참여하고 있는 등기이사의 수를 전체 이사회 구성원 수로 나누어 측정하였다(Table 2)는 가설검증을 위해서 측정된 변수들의 기초통계량이다.

Table 2. Descriptive Statistics

변수명	평균	표준 편차	1	2	3	4	5	6	7	8	9
1. 토티비율	1.76	2.23									
2. LGBT정책	0.14	0.35	0.04***								
3. 여성이사 비율	0.09	0.09	-0.04***	0.22***							
4. 소수 민족 이사 비율	0.45	0.37	-0.01	-0.10***	-0.08***						
5. 산업성장성	1.04	0.11	0.03***	-0.01	-0.04***	0.04***					
6. 산업변동성	0.02	0.05	-0.05***	-0.04***	0.00	-0.03**	-0.34***				
7. 산업평균 토티비율	8.02	25.04	-0.02+	0.04***	0.03**	-0.04***	0.06***	-0.01			
8. 산업평균 ESG 성과	-0.11	0.55	0.06***	-0.05***	0.01	-0.05***	-0.08***	-0.01	-0.02'		
9. 산업평균 다양성 성과	0.13	0.13	-0.04***	0.34***	0.22***	-0.07***	-0.05***	-0.02'	0.06***	-0.08***	
10. 시장점유율	0.10	0.17	-0.06***	0.11***	0.20***	-0.12***	-0.01	0.22***	-0.02'	-0.07***	0.08***
11. 기업규모 (백만달러)	5.95	16.57	-0.02'	0.25***	0.16***	-0.14***	0.03**	-0.02'	0.03**	-0.03**	0.18***
12. 기업연령	28.51	16.75	-0.16***	0.13***	0.30***	-0.20***	-0.06***	0.03**	0.04***	-0.01	0.17***
13. 유동비율	2.42	2.25	0.14***	-0.09***	-0.16***	0.10***	0.00	-0.04***	0.00	0.03**	-0.07***
14. 부채비율	0.63	7.13	-0.02	0.00	0.02	-0.01	0.01	0.00	0.01	-0.01	0.00
15. 연구개발 활동	0.03	0.06	0.24***	0.07***	-0.09***	0.04***	0.00	-0.11***	0.04***	0.10***	0.00
16. 마케팅 활동	0.25	0.53	0.10***	0.03**	-0.01	0.04***	-0.01	-0.04***	0.01	0.04***	0.03**
17. ESG 성과	-0.33	1.56	0.04***	-0.03**	0.00	-0.01	-0.03**	-0.01	-0.05***	0.37***	-0.19***
18. 다양성 성과	0.15	1.00	0.06***	0.43***	0.40***	-0.11***	-0.01	-0.02'	0.01	0.16***	0.19***
19. 사외이사 비율	0.64	0.26	-0.14***	0.14***	0.40***	0.14***	-0.04***	-0.02'	0.06***	-0.06***	0.19***
20. 다중이사회 참여비율	0.06	0.30	0.00	-0.04***	-0.01	0.03**	-0.01	0.01	-0.01	0.05***	-0.09***

변수명	10	11	12	13	14	15	16	17	18	19
10. 시장점유율										
11. 기업규모(백만달러)	0.21***									
12. 기업연령	0.26***	0.29***								
13. 유동비율	-0.16***	-0.13***	-0.20***							
14. 부채비율	0.05***	0.02'	0.04***	-0.02'						
15. 연구개발 활동	-0.21***	-0.04***	-0.19***	0.24***	-0.02'					
16. 마케팅 활동	-0.07***	-0.03**	-0.07***	0.13***	-0.01	0.30***				
17. ESG 성과	-0.10***	-0.10***	-0.08***	0.06***	0.01	0.09***	0.02'			
18. 다양성 성과	0.11***	0.32***	0.21***	-0.12***	0.01	0.01	0.00	0.08***		
19. 사외이사비율	0.08***	0.12***	0.32***	-0.09***	0.01	-0.01	-0.01	-0.03**	0.10***	
20. 다중이사회 참여비율	0.03**	-0.01	0.07***	-0.03**	0.00	-0.05***	-0.02'	0.03**	0.01	-0.08***

3. 연구모형

본 연구의 데이터셋은 패널로 구성되어 있는 것에 감안하여 하우스만 검정을 실시하였고 하우스만 검정치(χ^2)가 143.27($p < .000$)로 나타남에 따라 고정효과모형을 채택하였다. 고정효과는 기업 및 연도 기준으로 모형을 구성하였고, 독립변수, 조절변수, 통제변수는 종속변수 대비 직년 년도의 값으로 대응하여 예측모형에 산입하였다(lagged). 그럼에도 모형 상에서 종속변수와 독립변수간의 역인과관계가 존재할 수 있으므로 Granger causality를 계산하였으나 모델 상으로는 역인과는 나타나지 않았다($t=-1.51$; $p=0.132$).

한편, 본 연구는 데이터베이스의 결합으로 산출된 기업을 분석 대상으로 샘플하였으나, 각 데이터베이스에서의 기업 샘플링이 반드시 랜덤하게 이루어졌다고 볼 수는 없으므로, 이로 인해 나타날 수 있는 결과의 편향성에 대해서는 조정할 필요가 있다. 특히 KLD 데이터베이스는 미국 상장기업을 전수조사한 것은 아니기 때문에, KLD의 샘플링에서 나타날 수 편향성을 조정할 필요가 있다. 실제 KLD 데이터베이스는 CSR 관련 데이터를 수집하기 위해서 기업을 S&P 500 지수를 바탕으로 샘플링을 하였고, 이후에 점차 기업의 수를 100대 대기업, 2000 중소기업으로 확장시켰다¹⁾. 이러한 샘플링으로 인해 본 연구의 샘플에 나타날 수 있는 샘플링의 오류를 보정하였다. 이를 위해서 Compustat 전체 데이터에 기업이 KLD 데이터 베이스에도 포함된 확률을 해당 기업의 총자산, ROA로 예측하여 이를 inverse mills ratio로 계산하였다. 이렇게 계산된 값을 다시 본 연구의 데이터셋에 병합하여 본 연구모형의 통제변수로 활용하였다.

IV. 실증분석 결과

1. 가설 검증

〈Table 3〉은 가설검증을 위한 결과표이다. 〈Table 3〉에서 Model 1은 통제변수만으로 토빈 q 비율을 예측한 것이고, Model 2는 통제변수에서 독립변수인 LGBT 정책시행을 추가한 것이다. Model 3에서 Model 4는 조절변수의 상호작용항을 각각 추가한 것이다. 마지막으로 모형5는 가설검증을 위해서 설정되었던 모든 변수가 다 포함된 것이다.

Table 3. Results for Hypothesis Testing

종속변수: 토빈 q 비율(t+1)	Model 1	Model 2	Model 3	Model 4	Model 5
상수	1.6804 (9.7159)	1.0791 (9.7293)	0.7681 (9.7114)	1.1124 (9.7408)	0.7987 (9.7232)
산업성장성	0.4756** (0.1747)	0.4690** (0.1729)	0.4652** (0.1728)	0.4695** (0.1730)	0.4657** (0.1729)
산업변동성	0.2745 (0.5371)	0.2664 (0.5327)	0.2595 (0.5333)	0.2652 (0.5329)	0.2586 (0.5335)
산업평균 토빈 q 비율	-0.0012* (0.0006)	-0.0011* (0.0005)	-0.0011* (0.0005)	-0.0011* (0.0005)	-0.0011* (0.0005)
산업평균 CSR(다양성 제외)	-0.1009** (0.0353)	-0.0995** (0.0352)	-0.0999** (0.0352)	-0.0999** (0.0354)	-0.1002** (0.0354)
산업평균 다양성 성과	0.2672+ (0.0353)	0.3638* (0.0352)	0.3474* (0.0352)	0.3659* (0.0354)	0.3494* (0.0354)

1) <https://wrds-www.wharton.upenn.edu/documents/1154/KLD-on-WRDS.pdf> (2023년 3월 20일 접근)

	(0.1531)	(0.1680)	(0.1678)	(0.1678)	(0.1676)
시장점유율	-0.1347 (0.3281)	-0.1204 (0.3293)	-0.1122 (0.3294)	-0.1205 (0.3293)	-0.1124 (0.3294)
기업규모(총자산)	-0.0372* (0.0145)	-0.0367* (0.0145)	-0.0367* (0.0145)	-0.0367* (0.0145)	-0.0367* (0.0145)
기업연령	0.4370* (0.1925)	0.4514* (0.1933)	0.4603* (0.1921)	0.4523* (0.1933)	0.4610* (0.1922)
유동비율	0.0806** (0.0262)	0.0805** (0.0262)	0.0805** (0.0262)	0.0806** (0.0262)	0.0805** (0.0262)
부채비율	-0.0014 (0.0018)	-0.0014 (0.0018)	-0.0014 (0.0018)	-0.0014 (0.0018)	-0.0014 (0.0018)
R&D 지출비중	9.5814+ (5.1968)	9.3980+ (5.2034)	9.3069+ (5.2011)	9.4308+ (5.2186)	9.3364+ (5.2164)
마케팅 지출비중	-0.0188 (0.0757)	-0.0190 (0.0755)	-0.0199 (0.0755)	-0.0190 (0.0756)	-0.0199 (0.0755)
다양성제외 CSR성과	-0.0254+ (0.0141)	-0.0270+ (0.0140)	-0.0282* (0.0140)	-0.0269+ (0.0141)	-0.0280* (0.0141)
다양성 성과	-0.0048 (0.0204)	0.0045 (0.0205)	0.0016 (0.0203)	0.0048 (0.0206)	0.0019 (0.0204)
사외이사 비중	-0.6747*** (0.1069)	-0.6697*** (0.1064)	-0.6663*** (0.1062)	-0.6700*** (0.1065)	-0.6665*** (0.1063)
다중이사회 참여비율	-0.0709 (0.0496)	-0.0703 (0.0494)	-0.0683 (0.0494)	-0.0707 (0.0495)	-0.0687 (0.0495)
여성의 이사회 비중	0.4764+ (0.2800)	0.4743+ (0.2802)	0.2610 (0.3015)	0.4703+ (0.2807)	0.2581 (0.3018)
소수인종의 이사회 비중	0.0295 (0.0608)	0.0233 (0.0613)	0.0257 (0.0613)	0.0187 (0.0626)	0.0215 (0.0627)
Inverse Mills Ratio	-7.3857 (6.1892)	-7.1613 (6.1904)	-7.0618 (6.1865)	-7.1994 (6.2032)	-7.0962 (6.1992)
LGBT 포용 정책		-0.1457* (0.0692)	-0.2820** (0.0979)	-0.1669+ (0.0896)	-0.3006** (0.1119)
LGBT*여성이사회비중			1.0342* (0.4268)		1.0313* (0.4271)
LGBT*소수인종이사회비중				0.0564 (0.1685)	0.0503 (0.1682)
기업더미	포함	포함	포함	포함	포함
연도더미	포함	포함	포함	포함	포함
adj. R ²	0.52	0.522	0.522	0.522	0.522
기업수	1,222	1,222	1,222	1,222	1,222
기업-연도수	11,011	11,011	11,011	11,011	11,011

† p < .1, * p < .05, ** p < .01, *** p < .001

(Table 3)의 Model 5에서 보는 바와 같이 LGBT를 옹호하는 정책을 시행하는 기업일수록 기업가치가 낮은 것으로 나타났다($\beta=-0.3006$; $p<.001$). 독립변수가 더미변수인 것을 감안하면, LGBT를 시행하는 기업이 그렇지 않은 기업보다 토빈 q 비율이 0.3보다 적다고 볼 수 있다. 이는 결국은 LGBT를 시행하는 기업의 경우 투자자들로부터 사회적 낙인을 받게 된다고도 이해할 수 있다.

하지만 이러한 상황이라고 할지라도 여성이사의 비중이 클 경우에는 기업가치가 높아지는 것으로 나타났다($\beta=1.0313$; $p<.05$). 다만, 소수민족 이사비중의 경우에는 조절효과가 나타나지는 않았다($\beta=0.0503$; $p=0.765$). 성소수자 포용정책의 경우에는 성 정체성에 대한 것이기 때문에 여성이사의 비중은 성정체성의 다양성을 포용한다는 측면에서 관련성이 높기 때문에 자본시장에서 반응하였으나, 소수민족은 또 다른 차원의 다양성이기 때문에 자본시장에서 소수 성정체성과 소수 민족 다양성 사이에서 밀접한 관련성을 인지하지 못할 가능성이 있다. 이러한 관련성은 곧 기업이 다양성의 문제에 접근함에 있어서 얼마나 진정성을 가지고 있는가를 자본시장이 포착할 수 있는가와 연결된다.

물론, 진정성에 대한 자본시장에서의 사회적 평가는 단기간에 이루어지지 않을 수도 있다. 본 연구에서는 LGBT 정책이 보다 장기적인 관점에서 어떤 영향을 미치는지 살펴보기 위해서 독립변수가 측정된 시기부터 2년 동안의 토빈 q 비율의 평균을 계산하여 종속변수를 대체하였다. 분석 결과는 (Table 4)에서 보는 바와 같이, 여전히 LGBT 정책시행에 대한 자본시장의 사회적 낙인은 나타나고 있는 것으로 보인다 (Model 5: $\beta=-0.3873$; $p<.001$). 그리고 여성이사의 비중 또한 정적인 조절효과를 보여 LGBT 정책을 시행하는 기업들이 여성이사의 비중이 높아졌을 경우 기업가치가 높아졌다($\beta=0.6300$; $p<.1$). 그리고 소수 민족의 이사의 비중 역시 LGBT의 자본시장에서의 사회적 낙인효과를 완화하는 것으로 나타났다($\beta=0.2792$; $p<.05$).

결국 이러한 결과가 시사하는 바는 사회적으로 낙인이 찍힌 개인들에 대한 옹호정책을 시행하게 되면 그 자체로는 자본시장에 여전히 개인의 사회적 낙인이 기업에게도 전가되어 기업가치가 낮게 형성된다는 것이다. 하지만, 이러한 정책이 다양성과 포용성의 관점에서 기업 의사결정에서도 일관적으로 나타나게 된다면 그리하여 해당 기업의 다양성에 대한 전사적인 조치들이 자본시장에서 진정성으로 인식된다면 기업가치는 높아지게 된다.

Table 4. Results for Hypothesis Testing

종속변수: 토빈 q 비율(t+2)	모형1	모형2	모형3	모형4	모형5
상수	-17.7772+ (9.8511)	-18.5997+ (9.8694)	-18.7940+ (9.8687)	-18.4329+ (9.8653)	-18.6245+ (9.8653)
산업성장성	0.3470*** (0.0952)	0.3380*** (0.0927)	0.3356*** (0.0927)	0.3406*** (0.0929)	0.3382*** (0.0929)
산업변동성	0.1594 (0.2495)	0.1483 (0.2427)	0.1440 (0.2430)	0.1426 (0.2433)	0.1385 (0.2436)
산업평균 토빈 q 비율	-0.0008+ (0.0004)	-0.0008+ (0.0004)	-0.0008+ (0.0004)	-0.0008+ (0.0004)	-0.0007+ (0.0004)
산업평균 CSR(다양성 제외)	-0.0178 (0.0234)	-0.0158 (0.0232)	-0.0161 (0.0232)	-0.0176 (0.0232)	-0.0178 (0.0232)
산업평균 다양성 성과	0.3580** (0.1269)	0.4902*** (0.1299)	0.4799*** (0.1294)	0.5008*** (0.1301)	0.4907*** (0.1296)
시장점유율	-0.5286+ (0.2702)	-0.5089+ (0.2703)	-0.5038+ (0.2698)	-0.5097+ (0.2704)	-0.5047+ (0.2699)

기업규모(총자산)	-0.0062 (0.0135)	-0.0054 (0.0135)	-0.0054 (0.0134)	-0.0057 (0.0134)	-0.0057 (0.0134)
기업연령	0.5312** (0.1678)	0.5509** (0.1694)	0.5564*** (0.1690)	0.5553** (0.1694)	0.5606*** (0.1690)
유동비율	-0.0282* (0.0130)	-0.0284* (0.0129)	-0.0284* (0.0129)	-0.0281* (0.0130)	-0.0281* (0.0129)
부채비율	-0.0009 (0.0010)	-0.0009 (0.0011)	-0.0008 (0.0011)	-0.0009 (0.0011)	-0.0008 (0.0011)
R&D 지출비중	0.2501 (5.3489)	-0.0008 (5.3483)	-0.0577 (5.3481)	0.1634 (5.3470)	0.1057 (5.3470)
마케팅 지출비중	0.0091 (0.0493)	0.0087 (0.0490)	0.0082 (0.0490)	0.0087 (0.0491)	0.0083 (0.0490)
다양성제외 CSR성과	-0.0285** (0.0087)	-0.0308*** (0.0088)	-0.0316*** (0.0088)	-0.0299*** (0.0087)	-0.0307*** (0.0087)
다양성 성과	-0.0281+ (0.0150)	-0.0153 (0.0149)	-0.0172 (0.0149)	-0.0138 (0.0148)	-0.0156 (0.0148)
사외이사 비중	-0.2863*** (0.0637)	-0.2794*** (0.0636)	-0.2772*** (0.0635)	-0.2807*** (0.0635)	-0.2785*** (0.0635)
다중이사회 참여비율	-0.0566 (0.0374)	-0.0558 (0.0371)	-0.0546 (0.0371)	-0.0579 (0.0371)	-0.0567 (0.0371)
여성의 이사회 비중	0.0003 (0.2031)	-0.0026 (0.2031)	-0.1359 (0.2129)	-0.0223 (0.2032)	-0.1520 (0.2129)
소수인종의 이사회 비중	-0.0550 (0.0470)	-0.0634 (0.0469)	-0.0619 (0.0468)	-0.0867+ (0.0482)	-0.0850+ (0.0481)
Inverse Mills Ratio	6.1750 (6.5333)	6.4821 (6.5337)	6.5442 (6.5331)	6.2905 (6.5298)	6.3536 (6.5295)
LGBT 포용 정책		-0.1993*** (0.0437)	-0.2845*** (0.0678)	-0.3056*** (0.0621)	-0.3873*** (0.0771)
LGBT*여성이사회비중			0.6462+ (0.3432)		0.6300+ (0.3435)
LGBT*소수인종이사회비중				0.2829* (0.1389)	0.2792* (0.1395)
기업더미	포함	포함	포함	포함	포함
연도더미	포함	포함	포함	포함	포함
adj. R ²	0.573	0.573	0.573	0.573	0.573
기업수	1,222	1,222	1,222	1,222	1,222
기업-연도수	11,011	11,011	11,011	11,011	11,011

† p < .1, * p < .05, ** p < .01, *** p < .001

2. 강건성 검토

LGBT 정책의 시행 여부는 기업의 자발적인 선택일 수도 있고, 다른 영향력에 의해서 이끌어진 것일 수도 있다. 특히 다양성의 논의는 제도적 환경의 영향을 무시할 수 없기 때문에, 본 연구는 제도적 압력이 미치는 영향을 최소화하기 위해서 샘플링을 동성결혼을 법제화하기 이전 시기로 한정하여 내생성을 통제하고자 하였다. 하지만 사실 LGBT에 대한 담론은 시민권과 관련지어 오랜 기간동안 논의가 이루어져 왔기 때문에, 이러한 사회문화적 압력이 LGBT 옹호 정책을 수립하고 시행하는데 영향을 주지 않았다고 볼 수 없다. 특히, 경쟁기업이 다양성에 대한 정책을 수립하는 비중이 높아지게 된다면, 기업의 상황과는 관계없이 LGBT 정책을 시행할 가능성도 높아지게 될 것이다. 즉, LGBT 정책을 시행하는 것이 산업적 압력에 의해서 이루어진 것이라면 이는 가설검증에 있어서 편향성(내생성)을 만들어 낸다. 이러한 편향성을 제거하기 위해서 동종 산업에서 LGBT 정책을 얼마나 많은 기업이 시행하고 있는가를 도구변수로 채택하여 2단계 회귀분석(2SLS)을 실시하였다. 특히 본 연구는 조절효과도 중요하게 다루고 있으므로, 1단계 회귀분석은 독립변수와 상호작용항을 동종 산업 내 LGBT 옹호 정책 시행 기업의 비중과 조절변수와 의 상호작용항으로 각각 회귀모형을 구성하여 예측하였다. 그런 다음 1단계에서 예측한 독립변수 및 상호작용항을 각각 토티비 q 비율을 예측하는 독립변수 및 상호작용항으로 산입하여 2단계 회귀분석을 실시하였다. 이렇게 2단계 회귀분석을 실시한 결과 LGBT 옹호 정책을 시행하는 기업일수록 토티비 q 비율은 낮은 것으로 나타났지만($\beta=-0.4987$; $p<.001$), 여성이사 비율이 높은 기업이라면 LGBT 정책을 시행한다고 할지라도 오히려 토티비 q 비율 값이 높아지는 것으로 나타났다($\beta=1.5251$; $p<.05$). 소수민족 이사비율의 경우에도 일관적인 결과가 나타났다.

Table 5. 2SLS Results for Endogeneity Test

	종속변수: 토티비 q 비율(t+1)			종속변수: 토티비 q 비율(t+2)		
	모형1	모형2	모형3	모형4	모형5	모형6
산업성장성	0.2593 (0.5266)	0.2478 (0.5267)	0.2617 (0.5263)	0.1460 (0.2403)	0.1366 (0.2403)	0.1417 (0.2409)
산업변동성	0.4632** (0.1706)	0.4565** (0.1701)	0.4621** (0.1707)	0.3361*** (0.0918)	0.3306*** (0.0917)	0.3383*** (0.0920)
산업평균 토티비 q 비율	-0.0011* (0.0005)	-0.0011* (0.0005)	-0.0011* (0.0005)	-0.0008+ (0.0004)	-0.0007+ (0.0004)	-0.0007+ (0.0004)
산업평균 CSR(다양성 제외)	-0.0983** (0.0351)	-0.0986** (0.0351)	-0.0975** (0.0355)	-0.0154 (0.0231)	-0.0157 (0.0231)	-0.0168 (0.0231)
산업평균 다양성 성과	0.4476** (0.1678)	0.4404** (0.1676)	0.4441** (0.1677)	0.5176*** (0.1329)	0.5117*** (0.1327)	0.5239*** (0.1331)
시장점유율	-0.0000* (0.0000)	-0.0000* (0.0000)	-0.0000* (0.0000)	-0.0053 (0.0134)	-0.0051 (0.0134)	-0.0055 (0.0133)
기업규모(총자산)	0.4639* (0.1934)	0.4795* (0.1916)	0.4621* (0.1930)	0.5550** (0.1690)	0.5677*** (0.1683)	0.5581*** (0.1690)
기업연령	-0.1079 (0.3279)	-0.0933 (0.3292)	-0.1074 (0.3278)	-0.5048+ (0.2693)	-0.4929+ (0.2690)	-0.5057+ (0.2695)
유동비율	0.0804** (0.0261)	0.0803** (0.0261)	0.0803** (0.0261)	-0.0284* (0.0129)	-0.0285* (0.0129)	-0.0282* (0.0129)

부채비율	-0.0014 (0.0018)	-0.0014 (0.0018)	-0.0014 (0.0018)	-0.0009 (0.0011)	-0.0008 (0.0011)	-0.0009 (0.0011)
R&D 지출비중	9.2390+ (5.1751)	9.0724+ (5.1658)	9.1665+ (5.2010)	-0.0528 (5.3215)	-0.1887 (5.3125)	0.0781 (5.3014)
마케팅 지출비중	-0.0193 (0.0750)	-0.0205 (0.0748)	-0.0193 (0.0750)	0.0086 (0.0488)	0.0076 (0.0486)	0.0087 (0.0488)
다양성제외 CSR성과	-0.0285* (0.0140)	-0.0305* (0.0139)	-0.0289* (0.0143)	-0.0313*** (0.0088)	-0.0329*** (0.0089)	-0.0306*** (0.0088)
다양성 성과	0.0126 (0.0206)	0.0099 (0.0205)	0.0120 (0.0206)	-0.0127 (0.0152)	-0.0149 (0.0151)	-0.0117 (0.0152)
사외이사 비중	-0.0698 (0.0491)	-0.0668 (0.0490)	-0.0689 (0.0493)	-0.0556 (0.0369)	-0.0532 (0.0369)	-0.0573 (0.0370)
다중이사회 참여비율	-0.6654*** (0.1061)	-0.6594*** (0.1056)	-0.6648*** (0.1062)	-0.2780*** (0.0632)	-0.2731*** (0.0632)	-0.2790*** (0.0633)
여성의 이사회 비중	0.0180 (0.0609)	0.0204 (0.0609)	0.0279 (0.0652)	-0.0651 (0.0467)	-0.0632 (0.0466)	-0.0831 (0.0518)
소수인종의 이사회 비중	0.4724+ (0.2792)	0.1575 (0.3273)	0.4808+ (0.2799)	-0.0033 (0.2023)	-0.2603 (0.2290)	-0.0185 (0.2035)
Inverse Mills Ratio	-6.9666 (6.1574)	-6.7806 (6.1436)	-6.8820 (6.1870)	6.5457 (6.5017)	6.6975 (6.4914)	6.3928 (6.4772)
추정된 LGBT 포용정책	-0.2720*** (0.0811)	-0.4987*** (0.1321)	-0.2280* (0.1054)	-0.2406*** (0.0629)	-0.4256*** (0.0933)	-0.3202*** (0.0776)
추정LGBT*여성이사회비중		1.5251* (0.5991)			1.2447** (0.4317)	
추정LGBT*소수인종이사회비중			-0.1214 (0.2213)			0.2193 (0.1661)
기업더미	포함	포함	포함	포함	포함	포함
연도더미	포함	포함	포함	포함	포함	포함
R ²	0.09	0.09	0.09	0.06	0.06	0.06
Kleibergen-Paap rk LM statistic	692.305***	618.485	534.156***	692.305***	618.485	534.156***
Anderson-Rubin Wald test	11.12***	7.38***	5.56**	11.12***	7.38***	5.56**
Endogeneity test	2.637	3.655+	2.673	2.637	3.655+	2.673
기업수	1,168	1,168	1,168	1,168	1,168	1,168
기업-연도수	10,983	10,983	10,983	10,983	10,983	10,983

† p < .1, * p < .05, ** p < .01, *** p < .001

또한, 본 연구에서는 조절변수를 두 가지 개인 특성(성별 및 민족)이 각각 기업 이사회 구성의 다양성을 대변하는 것으로 측정하여 각각을 가설로 검증하였다. 진성성의 관점에서 본다면, 다중 차원에서의 이사회 구성의 다양성도 고려할 수 있다. 본 연구의 가설에 근거한다면, 여성 이사비율과 소수민족 이사비율이 모두 높은 경우가 이사회 다양성을 보다 뚜렷하게 구현한 것이라 볼 수 있다. 이에 추가 분석으로, 소수민족 이사비율 평균을 기준으로 소수민족 이사비율이 높은 기업과 그렇지 않은 기업으로 샘플을 구분하였고, 본 연구모형을 각 샘플을 활용하여 고정효과 회귀분석 결과를 도출했다. 그 결과 소수민족 이사비율이

높은 기업의 샘플인 경우에만 여성 이사비율의 정의 조절효과가 유의하게 나타났다($\beta=1.049$; $p<.05$). 마찬가지로, 여성이사 비율을 평균값을 기준으로 여성이사 비율이 높은 기업 집단과 낮은 기업 집단으로 구분하고 소수민족 이사비율의 조절효과를 파악한 결과, 본 결과와 마찬가지로 향후 2년 동안의 토티비 q 비율에서 여성이사 비율이 높은 기업인 경우에만 소수민족 이사비율의 정의 조절효과가 유의적인 것으로 나타났다($\beta=0.1758$; $p<.1$).

Table 6. Robustness Test through Sub-group Sampling

	종속변수: 토티비 q 비율(t+1)				종속변수: 토티비 q 비율(t+2)			
	모형1 저 인종다양성	모형2 고 인종다양성	모형3 저 여성다양성	모형4 고 여성다양성	모형1 저 인종다양성	모형2 고 인종다양성	모형3 저 여성다양성	모형4 고 여성다양성
상수	30.5533 (27.6933)	-14.8938 (13.7229)	11.6789 (27.2011)	-6.7219 (18.3995)	-13.6197 (12.9289)	-24.3743** (9.3930)	-25.8219* (12.8567)	-7.0331 (13.2937)
산업성장성	0.5247* (0.2671)	1.2583*** (0.2483)	0.2960 (0.2734)	0.5961** (0.2116)	0.3108* (0.1247)	0.6745*** (0.1699)	0.2416+ (0.1292)	0.4437** (0.1529)
산업변동성	0.8976 (0.6489)	-2.6144*** (0.7510)	0.0970 (0.6503)	0.5393 (0.7694)	0.1586 (0.3030)	-1.1716* (0.5140)	0.0445 (0.3074)	0.8632 (0.5559)
산업평균 토티비 q 비율	-0.0018 (0.0012)	-0.0009 (0.0009)	-0.0031 (0.0033)	-0.0009 (0.0006)	-0.0007 (0.0006)	-0.0009 (0.0006)	-0.0010 (0.0016)	-0.0007+ (0.0004)
산업평균 CSR(다양성 제외)	-0.1354+ (0.0721)	-0.0943+ (0.0568)	-0.4156** (0.1568)	0.0252 (0.0376)	-0.0727* (0.0337)	-0.0058 (0.0389)	-0.1455* (0.0741)	0.0342 (0.0272)
산업평균 다양성 성과	0.7643* (0.3631)	0.5091+ (0.2895)	-0.4863 (0.8484)	0.1600 (0.1874)	0.7280*** (0.1695)	0.5323** (0.1982)	-0.1916 (0.4010)	0.3787** (0.1354)
시장점유율	-0.2158 (0.5960)	0.1526 (0.4324)	1.0707 (1.2366)	-0.1509 (0.2935)	-0.9315*** (0.2783)	-0.4497 (0.2960)	-0.9040 (0.5845)	0.0663 (0.2121)
기업규모(총자산)	-0.0741** (0.0249)	-0.0262 (0.0196)	-0.0898+ (0.0474)	-0.0250+ (0.0135)	-0.0201+ (0.0116)	-0.0127 (0.0134)	-0.0258 (0.0224)	-0.0227* (0.0098)
기업연령	0.1815 (0.9538)	0.6986+ (0.4229)	0.1686 (0.7627)	0.4472 (0.6371)	0.8806* (0.4453)	0.5097+ (0.2895)	0.4451 (0.3605)	0.4212 (0.4603)
유동비율	0.1024*** (0.0247)	0.0486*** (0.0132)	0.0943*** (0.0213)	0.0763*** (0.0170)	-0.0314** (0.0115)	-0.0111 (0.0091)	-0.0401*** (0.0101)	0.0064 (0.0123)
부채비율	0.0024 (0.0039)	-0.0025 (0.0024)	-0.0052 (0.0055)	-0.0011 (0.0019)	0.0005 (0.0018)	-0.0004 (0.0017)	-0.0006 (0.0026)	-0.0001 (0.0014)
R&D 지출비중	24.9866** (8.5946)	1.9664 (6.4944)	10.2907 (14.9811)	6.0671 (4.5947)	6.7408+ (4.0124)	-4.6487 (4.4453)	-8.2194 (7.0808)	5.7306+ (3.3197)
마케팅 지출비중	-0.1597** (0.0599)	0.0631+ (0.0348)	-0.1248* (0.0634)	0.2283** (0.0700)	-0.0544+ (0.0280)	0.0658** (0.0238)	0.0058 (0.0299)	-0.2052*** (0.0505)
다양성제외 CSR성과	-0.0203 (0.0216)	-0.0356* (0.0173)	0.0802+ (0.0476)	-0.0485*** (0.0111)	-0.0196+ (0.0101)	-0.0272* (0.0119)	-0.0166 (0.0225)	-0.0342*** (0.0080)
다양성 성과	0.0134 (0.0414)	0.0259 (0.0290)	-0.0363 (0.0735)	-0.0118 (0.0210)	0.0027 (0.0193)	-0.0026 (0.0199)	0.0323 (0.0348)	-0.0302* (0.0151)

사외이사 비중	-0.5435*** (0.1490)	-0.1664 (0.1426)	-0.6245** (0.2054)	-0.4707*** (0.1211)	-0.2757*** (0.0696)	0.1388 (0.0976)	-0.1375 (0.0971)	-0.1676+ (0.0875)
다중이사회 참여비율	-0.0718 (0.1230)	-0.0333 (0.0686)	-0.0451 (0.1723)	-0.0086 (0.0557)	0.0648 (0.0574)	-0.1002* (0.0470)	0.0386 (0.0815)	-0.0587 (0.0402)
여성의 이사회 비중	0.2800 (0.5609)	-0.7558* (0.3495)	-1.9901 (23.2368)	0.1210 (0.2980)	0.1290 (0.2619)	-0.4720* (0.2392)	0.5022 (10.9829)	0.0764 (0.2153)
소수인종의 이사회 비중	0.0317 (0.4623)	0.2387* (0.0975)	-0.0952 (0.1399)	0.1839** (0.0700)	0.1919 (0.2158)	0.1516* (0.0668)	-0.2442*** (0.0661)	0.1344** (0.0506)
Inverse Mills Ratio	-25.8119* (10.5920)	0.8593 (8.1565)	-9.3811 (18.4274)	-2.8821 (5.7619)	-4.4830 (4.9450)	11.6166* (5.5830)	15.8991+ (8.7098)	-1.8467 (4.1630)
LGBT 포용 정책	-0.1133 (0.1602)	-0.4058*** (0.1084)	-0.3933 (0.3201)	-0.0629 (0.0742)	-0.0225 (0.0748)	-0.4325*** (0.0742)	-0.3515* (0.1513)	-0.2089*** (0.0536)
LGBT*여성이사회 비중	-0.0929 (0.8600)	2.0568*** (0.6196)			-0.7015+ (0.4015)	1.0492* (0.4241)		
LGBT*소수인종이 사회비중			-0.1183 (0.5075)	0.0468 (0.1421)			0.0271 (0.2399)	0.1758+ (0.1027)
기업더미	포함	포함	포함	포함	포함	포함	포함	포함
연도더미	포함	포함	포함	포함	포함	포함	포함	포함
adj. R ²	0.768	0.661	0.628	0.630	0.825	0.679	0.704	0.690
기업수	1,122	1,113	1,027	828	1,122	1,113	1,027	828
기업-연도수	4,330	6,681	4,419	6,592	4,330	6,681	4,419	6,592

† p < .1, * p < .05, ** p < .01, *** p < .001

V. 결론

본 연구는 다양성에 대한 이슈들이 자본시장에서 어떻게 받아들여지고 있는가에 대해서 실증적인 검증을 해보고자 하였다. 특히, 다양성의 관점에서 인구통계학적 기준에서의 다양성 관리 측면이 아니라, 사회적으로 논란이 있는 개인 특성에 대해서 기업이 포용성의 관점에서 정책을 시행하는 경우, 이러한 포용성이 자본시장에서 인정이 되는가에 초점을 맞추었다. 사회적으로 논란이 있는, 더 나아가 사회적 낙인이 찍혀있는 부정적인 인식이 강한 개인 특성에 대해서 기업이 이를 옹호하는 정책을 펼치는 경우, 평균적으로 자본시장에서는 사회적 낙인이 기업의 가치평가에 투영됨을 확인할 수 있었다. 즉, LGBT 그룹에 친화적인 정책을 시행하는 경우, 자본시장은 그 기업 또한 소수 성정체성을 지향한다고 판단한다고 이해할 수 있다. 이는 개인의 특성이고 기업의 다양성을 추구함으로써 사회적 책임을 이행하고자 하는 의도가 있다고 할지라도 자본시장은 그 정책으로 말미암아 그 기업 역시 사회적 낙인을 찍는 경향성이 나타날 수 있음을 시사한다. 하지만 이러한 기업에 대한 사회적 낙인은 기업의 의사결정 구조를 통해 다양성 추구에 일관성을 보이게 되는 경우, 그리하여 그 기업이 단순히 특정한 특성을 가지고 있는 사회 집단을 옹호하는 것이 아니라 진정성 있게 다양성을 추구하는 기업의 비시장 전략의 일환으로 나타난 것이라면, 사회적 낙인의 경향성은 줄어들 수 있다. 즉 내부 이해관계자로서 기업 구성원에 대한 다양성의 관점과 의사결정 구조에 대한 다양성에 일관성이 포착된다면 이는 자본시장에서도 기업이 사회적 책임을 이행함에 있어서 진정성을 보여주는 것으로 받아들여지게 된다.

본 연구는 그 실증 분석을 ESG 경영 패러다임 이전의 기업 행위를 바탕으로 파악하였지만, ESG 경영에

의 함의하는 바가 크다. ESG 경영은 자본시장에서 ESG 분야에서의 기업의 활동을 공시할 것을 강력하게 요구받게 되면서 단순히 기업의 비시장 전략에 대한 성과 지표라기 보다는, 기업 가치를 평가함에 있어서 경영 역량, 리스크 관리, 비재무 성과를 보여주는 핵심 활동이 되었다(Galbreath, 2013; Bae et al., 2021). 최근 ESG의 연구 경향이 주로 환경 영역에 집중되어 있는 반면 본 연구에서는 ESG의 영역들 중에서도 사회적 측면(S), 특히 다양성과 기업 지배구조(G)에 상호작용(interplay)에 초점을 맞추었다는 점에서 ESG 연구의 확장에 기여한다. 특히, 진정성의 관점에서 이사회 구성으로 살펴볼 수 있는 내부지배구조의 다양성 관리가 기업의 LGBT 옹호 정책이 자본시장으로부터 받을 수 있는 부정적 평가에 어떤 역할을 하는지 분석하였다는 점에서, 기업의 사회적 책임을 자본시장에의 기업가치 평가에 보다 효과적으로 반영하기 위해서 기업 지배구조를 어떻게 구성하여야 하는지에 대한 이론적, 실무적 시사점을 제공할 수 있을 것으로 보인다.

또한, 본 연구의 성소수자를 중심으로 하는 다양성 관리는 국내에서는 아직 경험하지 않은 사회경제적 상황이므로, 성소수자의 제도화 과정을 겪은 미국의 역사적 상황을 본 연구 설계에 적용한 것은, 국내 다양성 관리의 측면에서도 중요한 이론적 함의를 제공한다. 다양성은 사실 그 자체로 이에 대한 다양한 관점이 공존하므로, 시대 상황과 국가적 상황에 따라 다른 이해가 있을 수도 있다. 그럼에도 기업은 자본시장에 자신의 다양성 관리와 관련하여 어떤 일관성있는 신호를 보낼 수 있는가를 결정하는 것은 국가적 맥락을 뛰어넘은 중요한 전략적 의제가 된다. 특히, 기업이 제도의 압력과 구속에 의한 반응적 조치가 아닌, 진정성을 담보한 다양성의 가치를 어떻게 구축할 수 있을까는, 역사적 상황에서 배울 수 있는 중요한 미래의 도전과제라 하겠다.

본 연구의 이러한 공헌점에도 불구하고, 본 연구는 세 가지 한계점이 존재하는데 이는 향후 연구과제가 될 수 있을 것으로 보인다. 먼저 본 연구의 실증분석 시기가 미국에서 소수 성 정체성이 법적으로 인정받기 전이라는 점은 본 연구의 장점이자 약점이 될 수 있다. 제도적 개입이 없는 상황에서 특정 개인 특성에 대한 사회적 낙인이 기업에도 투영될 수 있음을 파악한다는 차원에서는 본 연구의 설계가 도움이 될 수 있지만, 한 편으로는 이러한 기업가치의 사회적 낙인의 투영여부가 제도적 개입이 있는 상황에서도 나타나는지 파악할 필요가 있다. 법적으로 소수 성 정체성에 대한 인정이 있다고 할지라도 여전히 사회적, 문화적 낙인이 완전히 사라진 것은 아니고, 이로 말미암아 기업의 LGBT 옹호 정책에는 내생적인 의사결정 과정이 보다 복잡다단하게 개입될 수 있기 때문이다. 즉, ESG 관련한 제도의 개입이 자본시장에서 어떤 결과(consequences)를 만들어 내는가는 진정성의 관점에서 기업의 비시장적 전략을 이해하는 데 중요한 시사점을 보여줄 수 있을 것이다.

둘째, 본 연구는 다양성의 극단적인 사례의 하나로 사회적 논란이 개입되어 있는 개인 특성을 연구 설계에 포함시켰지만, 본 연구 결과는 LGBT 사회 운동의 맥락적 상황에 영향을 받을 수도 있다. 미국의 LGBT 사회운동 역사와 제도화 과정에 비추어 본다면 기업의 LGBT 옹호 정책은 기업별로 다양하게 나타날 수 있다. LGBT 그룹에 대한 HR 정책이 어떤 측면에서 이루어지고 있는지 구체화될 수 있다. 특히 미국의 Human Rights Campaign(www.hrc.org)이라는 조직은 매년 Corporate Equality Index를 발표하는데 LGBT 옹호 정책을 세분화하여 기업마다 평가를 한다²⁾. 이 자료는 지표 측정의 정확성 측면에서는 큰 도움이 되지만, 기업의 선정이 제한적이고 실제 이 지표의 분포는 실증분석에 활용함에 있어서 편향성이 높아 이 자체를 분석에 활용하는 데는 한계가 있다. 하지만, 이 지표에서 보여주는 세부 측정항목은 LGBT 관련 추후 연구의 정교화에 도움이 될 것으로 보인다.

셋째, 본 연구의 종속변수는 확장의 가능성이 높다. 본 연구는 탐색적 차원에서 자본시장의 반응을 토빈 q 비율에만 국한하였는데, 다양한 자본시장 관련 지표를 분석에 활용할 수 있다. 뿐만 아니라, 진정성의 측면에서 보다 장기적이고 동태적인 차원에서의 분석도 가능할 것으로 본다. LGBT 정책이 강화/축소되는 변화는 이에 대한 자본시장에서의 평가에 따른 결과에 기인할 수 있다. 다시 말해서 최근의 상황처럼 ESG 분야에의 기업가치 평가에의 기준이 뚜렷한 경우에는 기업이 성소수자에 대한 정책을 강화하거나 축소하는 것이 자본시장의 압력일 가능성이 높다고 볼 수 있다. 따라서 보다 적극적인 차원에서 자본시장이

2) <https://www.hrc.org/resources/corporate-equality-index>

어떻게 기업의 다양성 정책을 이끌어 내는지, 비시장적 정책을 자본시장에서 어떻게 구성해내는지 심층적으로 분석해낼 수 있을 것으로 보인다.

넷째, 본 연구에서 제시한 두 가지 이사회 다양성 관련 변수(여성 이사비중 및 소수 인종 이사 비중)는 그 조절 메커니즘에 대한 심층적인 분석이 필요할 것이다. 두 변수 모두 이사회 다양성을 보여주는 지표로 다양한 연구에서 활용되고 있지만, 본 연구에서 나타난 바와 같이, 다양성에 대한 진정성을 보여주는 메커니즘으로는 완벽하게 합일화되어 있지 않음을 알 수 있다. 추후 연구를 통해서 인구통계적 특성 간에 자본시장에서 다양성을 받아들이는 과정 및 정도의 차이는 면밀히 분석할 필요가 있을 것이다.

마지막으로 본 연구의 분석 결과가 국내에 얼마나 실효적인 시사점을 도출해낼 것인가는 현재의 분석만으로는 제한적일 수 있다. 미국의 LGBT 관련 사회운동의 역사는 결코 짧은 기간내에 만들어진 것이 아니고, 미국의 사회문화적 환경 역시 한국의 것과 차이가 크기 때문에, 단순히 본 연구 결과를 국내 상황에 대입하는 것은 설득력에 한계가 있을 수 있다. 그럼에도 향후 국내에서 성소수자에 대한 본격적인 담론이 형성되고 공론화되며, 실제 기업들의 성소수자에 대한 정책이 나타나는 상황이 도래할 경우, 본 연구가 제시하고 있는 진정성의 측면, 그리고 다중적인 다양성 추구에의 중요성은 분명 기업들의 비시장적 전략 수립에의 이론적 근거가 되리라 믿는다. 또한, 본 연구 결과는 궁극적으로는 다양성 및 포용성 가치에 대한 기업의 대응에의 타당성을 제시하는 것이므로, 이에 향후 연구에서 기업의 다양성 가치를 위시하는 비시장적 전략의 효용성에 대한 보다 심층적인 분석을 기대한다.

References

- 김성윤, 김진환 (2021), “여성이사가 기업가치 (Tobin Q)에 미치는 영향: 이사회 성별 다양성을 중심으로”, *관리회계연구*, 21(1), 25-56.
- 신재은, 이 건 (2018), “이익유연화가 기업 가치 및 회계정보의 가치관련성에 미치는 영향 : 여성임원의 역할을 중심으로”, *경영학연구*, 47(6), 1541-1563.
- 이상철, 문창진, 이윤근 (2020), “여성의 이사회 참여가 연구개발투자자와 기업가치에 미치는 영향”, *회계, 세무와 감사 연구*, 62(3), 119-170.
- 정지영, 김상준. (2021), “조직의 CSR 전략 이행과정에서 직원 인식 중요성: ‘진정성’개념을 바탕으로”, *중소기업연구*, 43(4), 27-57.
- 조소연. (2022). 한국 성소수자 운동과 ‘동성결혼’법제화의 위치. *비판사회학회 학술대회 자료집*, 329-347.
- Abebe, M. and H. Dadanlar (2021), “From Tokens to Key Players: The Influence of Board Gender and Ethnic Diversity on Corporate Discrimination Lawsuits”, *Human Relations*, 74(4), 527-555.
- 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.
- Alhouti, S., C. M. Johnson and B. B. Holloway (2016), “Corporate social responsibility authenticity: Investigating its antecedents and outcomes”, *Journal of Business Research*, 69(3), 1242-1249.
- Arbath, C. E., Q. H., Ashraf, O. Galor and M. Klemp (2020), “Diversity and conflict”, *Econometrica*, 88(2), 727-797.
- Babu, N., K. De Roeck and N. Raineri (2020), “Hypocritical Organizations: Implications for Employee Social Responsibility”, *Journal of Business Research*, 114, 376-384.
- Badgett, M. V. L. (2006), *Discrimination Based on Sexual Orientation: A Review of the Literature in Economics and Beyond*. In Rodgers, W. III (ed), *Handbook on the Economics of Discrimination* (161-186). Northampton UK: Edward Elgar Publishing, Inc.
- Bae, C. H., T. D. Kim, and S. C. Shin (2021), “The Trend of Studies Using Non-financial Measures in the Field of Accounting and ESG Issue”, *Korean Accounting Journal*, 30(2), 235-276.

- Barber, B. M. and J. D. Lyon (1997), "Detecting Long-run Abnormal Stock Returns: The Empirical Power and Specification of Test Statistics", *Journal of Financial Economics*, 43, 341-372.
- Beauregard, T. Alexandra, L. Arevshatian, J. E. Booth and S. Whittle (2018), "Listen Carefully: Transgender Voices in the Workplace", *The International Journal of Human Resources Management*, 29(5), 857-884.
- Bebchuk, L. and A. Cohen (2005), "The Cost of Entrenched Boards", *Journal of Financial Economics*, 78, 409-433.
- Becker, G. S. (1957), *The Economics of Discrimination*. Chicago: University of Chicago Press.
- Beckman, T., A. Colwell and P. H. Cunningham (2009), "The Emergence of Corporate Social Responsibility in Chile: The Importance of Authenticity and Social Network", *Journal of Business Ethics*, 86, 191-206.
- Bettinsoli, M. L., J. L. Napier and A. Carnaghi (2022), "The "Gay Agenda:" How the Myth of Gay Affluence Impedes the Progress toward Equality", *European Journal of Social Psychology*, 52(2), 233-248.
- Bonaventura, L. and A. E. Biondo (2016), "Disclosure of sexual orientation in the USA and its consequences in the workplace", *International Journal of Social Economics*, 43(11), 1115-1123.
- Broughton, A. and M. Strebler (2008), "Reaping Benefits from Diversity", *Strategic HR Review*, 7(5), 5-10.
- Brown, L. D. and M. L. Caylor (2006), "Corporate Governance and Firm Valuation", *Journal of Accounting and Public Policy*, 25, 409-434.
- Campbell, K., and A. Miguez-Vera (2007), "Gender Diversity in the Boardroom and Firm Financial Performance", *Journal of Business Ethics*, 83(3), 435-451.
- Carter, D. A., B. J. Simkins and W. G. Simpson (2003), "Corporate Governance, Board Diversity, and Firm Value", *Financial Review*, 38(1), 33-53.
- Clair, J. A., J. E. Beatty and T. L. MacLean (2005), "Out of Sight but Not Out of Mind: Managing Invisible Social Identities in the Workplace", *Academy of Management Review*, 30, 78-95.
- Cordes, C. L. (2012). "The Business Case for Offering Domestic Partner Benefits", *Compensation & Benefits Review*, 44(2), 110-116.
- Day, N. E. and P. G. Greene (2008), "A Case for Sexual Orientation Diversity Management in Small and Large Organizations", *Human Resource Management*, 47, 637-654.
- Dietert, M. and D. Dentice (2009), "Gender Identity Issues and Workplace Discrimination: The Transgender Experience", *Journal of Workplace Rights*, 14, 121-140.
- Espósito, D. F., S. N. Cucari and E. Sorrentino (2016), "Voting Dissent and Corporate Governance Structures: The Role of Say on Pay in a Comparative Analysis", *Corporate Ownership and Control*, 13(4), 188-197.
- Farrell, K. A. and P. L. Hersch (2005), "Additions to Corporate Boards: The Effect of Gender", *Journal of Corporate Finance*, 11(1-2), 85-106.
- Fatmy, V., J. Kihn, J. Sihvonen and S. Vahamaa (2022), "Does Lesbian and Gay Friendliness Pay Off? A New Look at LGBT Policies and Firm Performance", *Accounting & Finance*, 62, 213-242.
- Ferrero-Ferrero I, M. A. Fernández-Izquierdo and M. J. Muñoz-Torres (2015), "Integrating Sustainability into Corporate Governance: An Empirical Study On Board Diversity", *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 22(4), 193-207.
- Forbes, D. P. and F. J. Milliken (1999), "Cognition and Corporate Governance: Understanding Boards of Directors as Strategic Decision-making Groups", *Academy of Management Review*, 24(3), 489-505.
- Friedland, R. and A. R. Robert (1991), *Bringing Society Back in: Symbols, Practices, and Institutional Contradictions*. In W. W. Powell and P. J. DiMaggio (Eds.), *The New Institutionalism in Organizational Analysis* (232-263). Chicago: University of Chicago Press
- Galbreath, J. (2013), "ESG in Focus: The Australian Evidence", *Journal of Business Ethics*, 118(3), 529-541.

- Garvey, G. T., M. Iyer and J. Nash (2018), "Carbon Footprint and Productivity: Does the "E" in ESG Capture Efficiency as Well as Environment", *Journal of Investment Management*, 16(1), 59-69.
- Gilmore, J. H. and B. J. Pine (2010), *Authenticity: What Consumers Really Want*. Harvard Business Press.
- Girardone, C., S. Kokas G. Wood (2021), "Diversity and Women in Finance: Challenges and Future Perspectives", *Journal of Corporate Finance*, 71, 101906.
- Glass, C. and A. Cook (2018), "Do Women Leaders Promote Positive Change? Analyzing the Effect of Gender on Business Practices and Diversity Initiatives", *Human Resource Management*, 57, 828-837.
- Grimes, M. G., T. A. Williams and E. Y. Zhao (2019), "Anchors Aweigh: The Sources, Variety, and Challenges of Mission Drift", *Academy of Management Review*, 44(4), 819-845.
- Hassan, R., M. Marimuthu, and S. K. Johl (2015), "Diversity, corporate governance, and implication on firm financial performance," *Global Business and Management Research*, 7(2), 28–36.
- Herek, G. M. (2002), "Heterosexuals' Attitudes Toward Bisexual Men and Women in the United States", *Journal of Sex Research*, 39(4), 264-274.
- Hertel, C., S. Bacq and F. M. Belz (2019), "It Takes a Village to Sustain a Village: A Social Identity Perspective on Successful Community-Based Enterprise Creation", *Academy of Management Discoveries*, 5(4), 438-464.
- Hicks, G. R. and T. T. Lee (2006). "Public Attitudes Toward Gays and Lesbians: Trends and Predictors", *Journal of Homosexuality*, 51(2), 57–77.
- Hossain, M., M. Atif, A. Ahmed and L. Mia (2020), "Do LGBT Workplace Diversity Policies Create Value for Firms?" *Journal of Business Ethics*, 167, 775-791.
- Huang, S. K. (2013), "The Impact of CEO Characteristics on Corporate Sustainable Development", *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 20(4), 234–244.
- 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.
- Kang, J. and S. J. Kim (2020), "Performance Implications of Incremental Transition and Discontinuous Jump between Exploration and Exploitation", *Strategic Management Journal*, 41(6), 1083-1111.
- Kaplan, D. M. (2006), "Can Diversity Training Discriminate? Backlash to Lesbian, Gay, and Bisexual Diversity Initiatives", *Employee Responsibilities and Rights Journal*, 18(1), 61-72.
- Keats, B. W. and M. A. Hitt (1988), "A Causal Model of Linkages among Environmental Dimensions, Macro Organizational Characteristics and Performance", *Academy of Management Journal*, 31, 57-98.
- Kibler, E. and P. Muñoz (2019), "What Do We Talk about When We Talk about Community? Commentary on "It Takes a Village to Sustain a Village" by Christina Hertel, Sophie Bacq, and Frank-Martin Belz", *Academy of Management Discoveries*, 6(4), 721-725.
- Kraatz, M. S. (2015), *Institutions and Ideals: Philip Selznick's Legacy for Organizational Studies*. In Research in the Sociology of Organizations, Bingley, UK: Emerald Group Publishing Limited.
- Kyaw, K., S. Treepongkaruna, P. Jiraporn, C. Padungsakwasadi (2022), "Does Board Gender Diversity Improve the Welfare of Lesbian, Gay, Bisexual, and Transgender Employees?" *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 29, 200-210.
- Lau, D. C. and J. K. Murnighan (1998), "Demographic Diversity and Faultlines: The Compositional Dynamics of Organizational Groups", *Academy of Management Review*, 23(2), 325-340.
- Liedtka, J. (2008), "Strategy Making and the Search for Authenticity", *Journal of Business Ethics*, 80(2), 237-248.
- Manita, R., M. G. Bruna, R. Dang and L. H. Houanti (2018), "Board Gender Diversity and ESG Disclosure: Evidence From the USA", *Journal of Applied Accounting Research*, 19(2), 206-224.
- Mazutis, D. D. and N. Slawinski (2015), "Reconnecting Business and Society: Perceptions of Authenticity in Corporate Social Responsibility", *Journal of Business Ethics*, 131(1), 137-150.

- McShane, L. and P. Cunningham (2012), "To thine own self be true? Employees' judgments of the authenticity of their organization's corporate social responsibility program", *Journal of Business Ethics*, 108, 81-100.
- Michelon, G. and A. Parbonetti (2012), "The Effect of Corporate Governance on Sustainability Disclosure", *Journal of Management & Governance*, 16(3), 477-509.
- Mínguez-Vera, A. and A. Martín (2011), "Gender and Management on Spanish SMEs: An Empirical Analysis," *The International Journal of Human Resource Management*, 22(14), 2852-2873.
- Mirza, S. S., M. A. Majeed and T. Ashan (2020), "Board Gender Diversity, Competitive Pressure and Investment Efficiency in Chinese Private Firms", *Eurasian Business Review*, 10(4), 417-440.
- Ng, A. W. (2018), "From Sustainability Accounting to a Green Financing System: Institutional Legitimacy and Market Heterogeneity in a Global Financial Centre", *Journal of Cleaner Production*, 195, 585-592.
- Nishii, L. H. (2013), "The Benefits of Climate for Inclusion for Gender-diverse Groups", *Academy of Management journal*, 56(6), 1754-1774.
- Oh, H., Bae, J., Kim, S. J., & Choi, R. (2019). "Product recall as a way of responsible management of a firm: The roles of corporate social responsibility and board members' sense of ownership", *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 26(4), 902-915.
- Pichler, S., J. L. Blazovich, K. A. Cook, J. M. Huston and W. R. Strawser (2018), "Do LGBT-supportive Corporate Policies Enhance Firm Performance?" *Human Resource Management*, 57, 263-278.
- Rao K, and C. Tilt (2016), "Board Composition and Corporate Social Responsibility: The Role of Diversity, Gender, Strategy, and Decision Making," *Journal of Business Ethics*, 138(2), 327-347.
- Randel, A. E., B. M. Galvin, L. M., Shore, K. H. Ehrhart, B. G. Chung, M. A. Dean and U. Kedharnath (2018), "Inclusive leadership: Realizing positive outcomes through belongingness and being valued for uniqueness", *Human Resource Management Review*, 28(2), 190-203.
- Reguera-Alvarado, N., D. P. Fuentes and J. Laffarga (2015), "Does Board Gender Diversity Influence Financial Performance? Evidence from Spain", *Journal of Business Ethics*, 141(2), 337-350.
- Rose, C. (2007), "Does Female Board Representation Influence Firm Performance? The Danish evidence", *Corporate Governance: An International Review Corporate Governance*, 15(2), 404-413.
- Shan, L., S. Fu and L. Zheng (2017), "Corporate Sexual Equality and Firm Performance", *Strategic Management Journal*, 38, 1812-1826.
- Shin Y. Z., J. Y. Chang, K. M. Jeon and H. P. Kim (2020), "Female Directors on the Board and Investment Efficiency: Evidence from Korea", *Asian Business & Management*, 19(4), 438-479.
- Shore, L. M., J. N. Cleveland and D. Sanchez (2018), "Inclusive Workplaces: A review and Model", *Human Resource Management Review*, 28(2), 176-189.
- Skilton, P. F. and J. M. Purdy (2017), "Authenticity, Power, and Pluralism: A Framework for Understanding Stakeholder Evaluations of Corporate Social Responsibility Activities", *Business Ethics Quarterly*, 27(1), 99-123.
- Snow, D. A. and S. A. Soule (2010), *A primer on social movements*. New York: Norton.
- Tilcsik, A. (2011), "Pride and Prejudice: Employment Discrimination against Openly Gay Men in the United States", *American Journal of Sociology*, 117, 586-626.
- Thatcher, S. M., K. A. Jehn and E. Zanutto (2003), "Cracks in Diversity Research: The Effects of Diversity Faultlines on Conflict and Performance", *Group decision and Negotiation*, 12, 217-24.
- Thornton, P. H., W. Ocasio and M. Lounsbury (2012), *The Institutional Logics Perspective: A New Approach to Culture, Structure, and Process*, Oxford University Press on Demand.
- Trezzini, B. (2008), "Probing the Group Faultline Concept: An Evaluation of Measures of Patterned Multi-dimensional Group Diversity", *Quality & Quantity*, 42(3), 339-368.
- Villalonga, B. (2004), "Intangible Resources, Tobin's q, and Sustainability of Performance Differences", *Journal of Economics Behavior & Organization*, 54, 205-230.

- Vu, U. (2004, December 20). Gay-friendly Initiatives Can Bring Backlash. *Canadian HR Reporter*, 17, 11. Available from <https://www.hrreporter.com/news/hr-news/gay-friendly-initiatives-can-bring-backlash/310183> (accessed March 25, 2023)
- Wagner, T., R. J. Lutz and B. A. Weitz (2009), "Corporate Hypocrisy: Overcoming the Threat of Inconsistent Corporate Social Responsibility Perceptions", *Journal of marketing*, 73(6), 77-91.