노동조합의 특성이 투자효율성에 미치는 영향*

The Effects of Labor Unions on Investment Efficiency

신흥권 (Shin, Hung - Kwon)** · 김태성 (Kim, Tae - Sung)***

〈요 약〉

본 연구는 노동조합의 특성이 기업의 투자효율성에 차별적인 영향을 미치는지 살펴보았다. 구체적으로 노동조합 가입여부, 노동조합이 존재하는 기업 중 상위노동조합 가입여부, 상위노동조합 가입 기업 중 강성노동조합 가입여부를 구분하여 분석하였다.

실증분석결과, 전체 기업을 대상으로 분석한 결과 노동조합이 존재하는 기업은 그렇지 않은 기업에 비해 상대적으로 투자효율성이 높은 것으로 나타나 노동조합이 외부지배구조의 역할을 수행하여 회계정보의 비대칭성을 낮아져 자본조달비용이 감소시킨다고 판단할 수 있다.

노동조합에 가입한 기업을 대상으로 분석한 결과 상위노동조합 가입한 기업은 그렇지 않은 기업에 비해 상대적으로 투자효율성이 낮은 것으로 나타났으며, 상위노동조합 가입기업을 대상으로 분석한 결과에서도 강성노동조합에 가입된 기업이 그렇지 않은 기업에 비해 상대적으로 투자효율성이 낮은 결과를 보이고 있어, 이는 노동조합의 협상력이 강해지면 경영자는 노동조합과 임금협상 시 유리한 고지를 점하고자 보고이익을 조정하여 회계정보 비대칭성이 높아져 자본조달비용이 증가된다고 판단할 수 있다.

본 연구는 경영자의 의사결정에 노동조합이 미치는 영향을 투자효율성 측면에서 살펴보았으며, 더 나아가 노동조합의 협상력에 따라 경영자의 투자에 대한 의사결정에 어떠한 영향을 미치는지 확인하였다는 점에서 공헌점이 있으며, 노사 정책방향 수립과 노사관계를 기반으로 하는 기업의 회계투명성 및 신뢰성 제고 방안 모색에 대한 시사점을 제공할 수 있을 것이다.

한글검색어: 노동조합, 투자효율성, 정보비대칭, 자본조달비용

• 접수일자 : 2019.5.9 • 1차수정일 : 2019.6.3 • 최종수정일 : 2019.6.17 • 게재확정일 : 2019.6.30

* 이 논문은 제1저자가 2016년 대한민국 교육부와 한국연구재단의 지원을 받아 수행된 연구임
(NRF-2016S1A5B5A07918033)

** 영남대학교 융합전략연구소 선임연구원, 제1저자, e-mail : james0523@ynu.ac.kr

*** 유원대학교 경영학과 특임교수, 교신저자, e-mail : hotbrain77@naver.com

I. 서 론

본 연구는 노동조합의 특성이 기업의 투자효율성에 차별적인 영향을 미치는지 분석하고자 한다. 구체적으로 본 연구에서는 노동조합의 특성을 노동조합의 가입여부와 성향으로 구분하여 이들이 과소투자 혹은 과잉투자 등의 투자효율성에 영향을 미치는지 실증분석하고자 한다. 노동조합과 단체교섭 시 유리한 위치를 점하기 위하여 경영자의 의사결정에 노동조합의 특성이 영향을 미친다는 선행연구에 근거하여 설정하였다.

노동조합은 ‘노동조합 및 노동관계조정법(약칭 : 노동조합법)’에 의거하여 설립되며, 헌법으로 근로자의 단결권·단체교섭권 및 단체행동권을 보장하여 근로조건의 유지·개선과 근로자의 경제적·사회적 지위의 향상을 도모하고, 노동관계를 공정하게 조정하여 노동쟁의를 예방·해결함을 목적으로 한다. 이러한 노동조합은 조직대상 범위에 따라 산업별 노동조합과 기업별 노동조합으로 구분할 수 있다. 또한 구성원 성격에 따라 단위노동조합과 연합단체 노동조합으로 구분할 수 있으며, 이를 다시 분류하면 기업별 단위노동조합과 산업별 연합단체 노동조합으로 구분한다. 기업별 단위노동조합은 임금협상, 근로환경 및 근로조건 개선 등 기업내부의 문제가 노사협상의 대상이 된다. 반면 산업별 연합단체 노동조합은 기업내부의 문제뿐만 아니라 정치적, 경제적 이슈에 따라 연합노동조합의 노동운동이 결정되고 개별 기업별 노동조합은 상급단체인 산업별 노동조합의 정책에 따라 노사협상 대상이 달라질 수 있다. 따라서 기업별 단위노동조합 보다 산업별 연합단체 노동조합은 협상력이 강하고 기업내부 요인 이외 기업 외부 요인이 노사협상에서 영향을 미칠 수 있다. 2016년 2월 발레오전장시스템코리아(주)는 산업별 연합노동조합과 법적 공방 끝에 정치적 투쟁 및 파업 등 강경한 노동정책을 표명함으로써 기업에 악영향을 미치는 상급노조인 산업별 연합노동조합에서 탈퇴하여 노동조합의 협상력은 다소 떨어지지만 노사협력을 통한 기업 정상화를 위해 기업별 단위노동조합 전환할 수 있도록 대법원의 판결을 받았다.

최근 회계학연구에서는 노동조합이 기업가치에 어떠한 영향을 미치는지를 살펴보는 연구가 이루어지고 있다. 노동조합이 근로자의 권익 증진 노사협력이라는 법령이 정한 본래의 목적에 적합한 이상적인 노동조합이라면 노사관계에 매우 긍정적인 역할을 할 것이다. 그러나 현실에서의 노동조합이 행하는 노동운동은 기업내부 문제뿐만 아니라 정치적, 경제적 상황에 영향을 받아 노동조합의 특성에 따라 매우 복잡하며, 기업에 차별적인 영향을 미치고

있다. 따라서 노동조합이 기업가치에 미치는 영향을 분배적 협상과 통합적 협상 관점으로 크게 구분할 수 있다. 분배적 협상 관점은 노동조합이 종업원과 주주간의 이익분배 문제가 심화된다는 측면이고, 통합적 협상 관점은 노사협력을 통해 기업가치를 증진시킬 수 있다는 측면이다.

먼저 분배적 협상 관점에서 보면 노동조합은 임금협상, 파업 등을 통해 기업에 영향을 미침으로 인해 기업의 미래현금흐름 불확실성이 증가하고 기업의 수익성 및 성장성을 둔화시켜 기업성과에 부정적인 영향을 미칠 것이다. 또한 노동조합이 존재하면 기업의 신용위험이 증가하고(박진하 외, 2015), 주주의 몫이 줄어들며(Lewis, 1986), 기업가치가 하락하게 된다(Ruback and Zimmerman, 1984). 구체적으로 노동조합이 기업의 공정공시에 미치는 영향을 분석한 안태식 외(2011)연구에서는 경영자는 노동조합과 단체교섭에 유리한 위치를 점하기 위하여 정보비대칭성을 증가시킬 목적으로 공정공시를 감소시킨다고 주장하였다. 그리고 노동조합이 현금보유의 현금흐름 민감도에 미치는 영향을 분석한 신민식과 이재익(2015)은 노동조합과 단체협상으로 인한 임금인상은 기업의 이익을 감소시키기 때문에 노동조합이 기업이익에 세금을 부과하는 효과가 발생하여 이를 방지하기 위하여 노동조합의 협상력이 강할수록 현금보유수준은 낮아진다고 주장하였다. 노동조합이 채권신용등급에 미치는 영향을 분석한 박진하 외(2015)의 연구에서는 노동조합이 임금협상, 파업 등을 통해 기업의 현금흐름 불확실성이 증가하기 때문에 노동조합 가입률이 높을수록, 노동조합 협상력이 강할수록 채권신용등급은 낮아진다는 연구결과를 제시하고 있다. 선행연구 결과를 바탕으로 하면 협상력이 강한 노동조합일수록 노동조합이 기업가치에 미치는 부정적인 영향이 더 클 것이다.

이에 노동조합과 협상 시 경영자는 임금협상을 유리한 방향으로 이끌기 위해 이익을 하향 조정하거나(DeAngelo and DeAngelo, 1991 ; D'Souza et al., 2001 ; 윤순석과 고대영, 2006), 높은 정보비대칭을 유지하거나(Hilary, 2006), 재무레버리지를 높이거나(Bronars and Deere, 1991 ; Matsa, 2010), 현금을 적게 보유하는(Klasa et al., 2009) 등 기업의 경영성과를 호도하고 협상력을 높이기 위한 다양한 방법을 취할 수 있다.

반면에 통합적 협상 관점에서 보면 노동조합은 노사협력을 통해 생산 환경 및 경영 환경을 개선하는 역할을 수행하여, 종업원의 근무 만족도 향상 및 이직률 감소를 통해 노동비용을 줄이고 노동생산성을 향상시켜 궁극적으로 기업의 성과향상에 긍정적인 영향을 미치게

된다(Brown and Medoff, 1978 ; Clark, 1980 ; Freeman, 1980 ; 고영우와 남준우, 2013). 또한 노동조합이 경영자에 대한 모니터링 기능을 수행하여 자본시장에서의 공시빈도를 증가시켜(안태식 외, 2011) 기업의 정보불균형을 완화시키고 이익조정을 감소시켜 재무보고의 질도 향상시키게 된다(최정운과 배길수, 2011).

한편 기업이 투자효율성을 높인다는 것은 과소 또는 과대투자가 존재하지 않고 적정수준으로 투자하는 것을 의미한다. 경영자의 의사결정 중 하나인 투자의사결정은 기업가치와 기업의 이해관계자들뿐만 아니라 사회의 경제적 분배에도 중요한 영향을 미칠 수 있다(최승욱과 최경수, 2014). 이와 같이 기업의 투자효율성은 기업가치와 직접적인 연관성을 가지고 있으며, 기업 내 사외이사, 회계정보 품질, 기업지배구조, 최고경영자의 특성, 감사인 등 다양한 요인들이 투자효율성에 영향을 미치고 있어 투자효율성과 관련된 선행연구는 다양한 측면에서 연구가 이루어지고 있다. 본 연구는 노동조합과 투자효율성의 관련성을 분석하는 것으로 선행연구를 크게 두 가지 측면에서 살펴보았다. 먼저, 기업 내 사외이사와 투자효율성의 관계를 분석한 선행연구들을 살펴보면, Chung et al.(2003)은 기업 내 사외이사 비율이 높은 기업일수록 투자효율성에 긍정적인 영향을 미치고 있는 것으로 보고하고 있으나 국내 연구의 경우는 일관된 결과를 나타내지 않고 있다. 최정호 외(2013)는 이사회 규모가 클수록, 이사회의 활동이 활발할수록 기업의 연구개발투자효율성이 증가하는 것으로 나타났으나, 사외이사비율로 측정된 이사회의 독립성과 연구개발투자효율성은 감소하는 것으로 보여주고 있다. 최근 전경민 외(2018)는 이사회 내 외국인 임원과 투자효율성은 양(+)의 관련성을 나타내고 있어 외국인 임원이 존재하는 기업일수록 투자효율성이 높은 것으로 보고하고 있으며 특히, 해외매출비중이 높은 기업일수록 더욱 두드러지는 것으로 제시하고 있다. 이와 달리 김현아 외(2014)는 이사회의 독립성과 전문성이 기업의 투자효율성에 영향을 주지 않으며, 임상균 외(2014)의 연구 또한 대규모기업집단 소속기업을 대상으로 분석한 결과 사외이사의 전문성과 활동성은 투자효율성과 통계적으로 유의한 관계가 없는 것으로 나타내고 있다.

회계정보의 품질과 투자효율성의 관련성에 관한 국외 선행연구는 기업의 재무보고 품질이 높을수록 경영자와 이해관계자 간의 정보비대칭이 감소하여 투자효율성이 증가하는 것으로 보고하고 있다(Biddle and Hilary, 2006 ; Biddle et al., 2009 ; Chen et al., 2011 ; McNichols and Stubben, 2008). 재무보고의 품질과 투자효율성의 관련성을 최초로 실증

연구한 Biddle and Hilary(2006)는 이익의 질이 높을수록 투자효율성의 측정치인 투자-현금흐름 민감도가 감소하며, 이러한 현상은 자본시장이 발달한 국가에서 더욱 두드러지게 나타나고 있음을 보고하고 있다. 이들의 연구를 기반으로 Biddle et al.(2009)은 투자효율성의 정확한 측정치를 개발하고 실증 분석하였는데, 회계정보의 질이 과잉투자와 과소투자에 미치는 영향을 각각 분석한 결과, 기업의 재무보고 품질이 높을수록 기업의 과소 또는 과대투자가 모두 감소하는 것으로 나타나 기업의 투자효율성이 증가하는 것으로 제시하고 있다. 이와 유사하게 McNichols and Stubben(2008)은 기업의 회계정보 품질이 낮은 기업일수록 과잉투자 성향이 증가함으로써 투자효율성이 낮은 것으로 보고하고 있으며, Chen et al., (2011)은 비상장회사를 표본을 대상으로 회계정보의 품질과 투자효율성 간 양(+)의 관련성을 나타내는 결과를 제시하고 있다. 국내연구 또한, 경영자와 이해관계자 사이의 정보비대칭이 커질수록(작아질수록) 기업의 투자효율성은 감소(증가)하는 것으로 보고하고 있다(김현진, 2015 ; 마희영, 2015 ; 반혜정, 2011 ; 손판도, 2011 ; 최승욱과 최경수, 2014 ; 최승욱과 이우재, 2015 ; 최승욱, 2016). 투자효율성이 증가하는 선행연구를 구체적으로 살펴보면, 손판도(2011)와 반혜정(2011)은 회계정보의 질이 높을수록 정보비대칭과 대리인문제가 완화되어 과소 및 과대투자가 감소함에 따라 기업의 투자효율성이 증가하는 것으로 보고하였다. 마희영(2015)은 국제회계기준 도입 이후 기업의 재무보고 품질이 증가하여 기업과 투자자 간 정보비대칭을 완화함으로써 투자효율성이 증가하는 것으로 보고하고 있다. 최승욱과 이우재(2015)는 재무분석가 수가 많을수록 경영자 의사결정에 대한 모니터링 기능이 잘 발휘되어 투자효율성이 증가한다는 결과를 제시하였다. 최승욱(2016)은 재무제표 비교가능성이 높을수록 경영자 감시기능이 향상됨에 따라 경영자의 기회주의적 행위가 감소하게 되어 투자효율성이 증가하는 것으로 보고하고 있다. 이에 반해 최승욱과 최경수(2014)는 세무보고이익과 재무보고이익의 차이가 큰 기업일수록 정보비대칭은 커지고 회계정보의 질은 낮아지기 때문에 경영자는 회계정보의 우위에 있는 입장에서 기회주의적인 투자행위를 할 것이라고 제시하고 이는 기업의 투자효율성을 떨어뜨리는 것으로 주장하였다. 김현진(2015)은 내부회계관리제도의 중요한 취약점을 공시한 기업은 그렇지 않은 기업에 비해 정보비대칭과 대리인 문제가 존재함에 따라 회계투명성이 낮아져 공시 직전연도에 투자효율성이 떨어지는 것으로 보고하고 있다. 조정은과 최아름(2016)은 기업이 속한 산업 내 경쟁수준이 심할수록 대리인 문제와 같은 부정적인 영향을 초래하여 과잉투자가 증가하는 것으로 나타나

기업의 투자효율성이 떨어지는 것으로 보고하고 있다. 결론적으로 투자효율성에 관한 대다수 선행연구에서는 기업의 투자의사결정에 영향을 주는 여러 요인들로 인해 기업과 이해관계자 간의 정보비대칭이 증가할수록(감소할수록) 기업의 투자효율성이 감소한다(증가한다)는 연구결과를 제시하고 있다.

앞에서 살펴본 노동조합에 관련한 대다수 선행연구는 노동조합이 기업가치에 미치는 영향을 중심으로 이루어지고 있다. 그리고 노동조합이 기업가치에 미치는 영향 또한 혼재된 결과를 제시하고 있다. 이에 본 연구에서는 선행연구와 관점을 달리하여 투자효율성(investment efficiency) 변수를 사용하여 노동조합이 투자의사결정에 어떠한 영향을 미치는지를 조사하고자 한다. 또한 본 연구에서는 노동조합의 특성을 1) 노동조합의 가입여부, 2) 노동조합의 협상력으로 구분하고 이러한 특성에 따라 투자효율성이 달라지는지 조사하고자 한다.

관점에 따라서는 노동조합의 특성이 기업의 투자의사결정에 미치는 영향이 선형적으로 명확하지 않을 수 있다. 우선 앞서 살펴본 노동조합과 관련된 선행연구를 살펴보면, 분배적 협상 관점에서는 노동조합에 가입되어 있거나 노동조합의 협상력이 강한 기업은 노동조합과의 협상에 유리한 고지를 점령하기 위하여 이익을 하향조정하며, 높은 정보비대칭을 보고하는 것으로 나타났다. 따라서 투자의사결정을 하는 과정에서 노동조합에 가입되어 있거나 노동조합의 협상력이 강한 기업의 경우 적절한 투자기회가 있을 때 이러한 투자기회가 실제 투자로 이어질 수 있는 자본을 확보하기 어려우며, 높은 자본비용으로 자본을 조달할 것이라 예상할 수 있다. 즉, 노동조합에 가입되어 있거나 노동조합의 협상력이 강한 기업의 투자효율성은 그렇지 않은 기업에 비해 낮을 것이라 예상할 수 있다.

그러나 통합적 협상 관점에서는 노동조합에 가입되어 있거나 노동조합의 협상력이 강한 기업은 공시빈도가 높아 기업의 정보불균형이 낮으며, 이익조정이 낮아 재무보고의 질이 높다는 결과를 나타내고 있다. 따라서 투자와 관련된 의사결정을 함에 있어 노동조합에 가입되어 있거나 노동조합의 협상력이 강한 기업의 경우 적절한 투자기회가 있을 때 이러한 투자기회가 실제 투자로 이어질 수 있는 자본을 쉽게 확보할 수 있으며, 낮은 자본비용으로 자본조달이 가능할 것이라 예상할 수 있다. 즉, 노동조합에 가입되어 있거나 노동조합의 협상력이 강한 기업의 투자효율성은 그렇지 않은 기업에 비해 높을 것이라 예상할 수 있다.

따라서 본 연구에서는 노동조합의 가입여부와 협상력으로 측정한 노동조합의 특성이 과

연 투자효율성에 긍정적인 영향을 미칠지, 아니면 부정적인 영향을 미치는지를 살펴보고자 한다.

노동조합은 기업 경영에 매우 중요한 영향을 미침에 따라 노동조합에 대한 선행연구가 활발히 진행되고 있으나 연구결과가 기업에 미치는 노동조합의 효과가 긍정적인 효과와 부정적인 효과가 혼재되어 나타나고 있다. 이에 본 연구에서는 선행연구와 달리 노동조합의 협상력 구분을 기업별 단위노조와 연합단체노조를 기준으로 하여 노동조합의 특성이 기업의 투자효율성에 미치는 영향을 분석하고자 한다.

본 연구는 다음과 같은 순서로 진행된다. 제Ⅱ장에서는 연구와 관련된 선행연구를 기술하고 가설을 설정한다. 제Ⅲ장에서는 연구설계 및 표본선정을 기술한다. 제Ⅳ장은 연구모형을 토대로 실증분석 한 결과를 제시하며, 마지막으로 제Ⅴ장은 연구의 결과를 요약한다.

Ⅱ. 선행연구 및 가설설정

본 연구는 노동조합의 특성이 기업의 투자효율성에 차별적인 영향을 미치는지 분석하고자 한다. 구체적으로 노동조합의 가입여부와 협상력이라는 노동조합의 특성이 경영자의 투자 의사결정 시 과소투자 혹은 과잉투자 등의 투자효율성에 차별적인 영향을 미치는지 실증 분석 하고자 한다.

노동조합의 특성이 기업가치에 미치는 영향을 살펴본 선행연구는 다음의 두 가지 관점으로 구분할 수 있다. 우선 첫 번째는 분배적 협상 관점으로 노동조합의 임금극대화 목적에서 노동조합이 존재하는 기업의 경영자는 이익조정을 많이 하고(손성규 외, 2016 ; Mora and Sabater, 2008), 낮은 품질의 회계이익을 보고하여(이동현 외 2016) 회계정보의 비대칭성이 높다(박진하 외, 2015 ; 손성규 외, 2016)는 결과가 제시되고 있다. 구체적으로 노동조합은 임금극대화 목적으로 회계이익에 대한 최대한의 보상을 요구하며 임금협상에서 유리한 입장을 만들고 임금인상을 관철시키기 위해 파업 수단을 활용한다(Ashenfelter and Johnson, 1969 ; Baldwin, 1983). 따라서 노동조합이 존재하는 기업의 경영자는 노동조합의 임금극대화에 맞서 임금최소화 목적으로 노동조합의 임금인상 요구의 근거가 되는 회계이익을 조정하여 임금협상 시 비용을 최소화한다는 결과가 제시되고 있다(손성규 외, 2016 ; Mora and

Sabater, 2008).

노동조합의 존재가 회계이익의 비교가능성에 미치는 영향을 분석한 이동현 외(2016)는 노동조합의 재무제표 자료를 근거한 임금인상요구에 대응하여 경영자는 수익성을 훼손하지 않는 급여인상 요구 수락 상한선을 설정하고 경쟁대상기업에 비해 추가적인 급여 인상요구를 최소화 할 목적으로 노동조합이 존재하는 기업의 경영자는 회계정보의 비교가능성을 조정한다고 밝혔다.

노동조합의 특성이 재무분석가의 이익예측 정확성에 미치는 영향을 분석한 손성규 외(2016)의 연구에서는 노동조합이 존재하는 기업의 경영자는 노동조합과 임금협상 시 우위를 점하기 위하여 회계정보의 획득함에 있어 우위에 있는 점을 활용하여 회계정보의 비대칭성을 증가시킴에 따라 재무분석가의 이익예측 오차가 증가한다는 연구결과를 제시하고 있다. 그리고 노동조합이 기업의 채권신용등급에 미치는 영향을 분석한 박진하 외(2015)의 연구에서는 노동조합은 임금협상시 임금극대화를 위해 파업 등의 수단을 활용하게 됨에 따라 기업의 현금흐름 불확실성이 증가하고 수익성과 성장성이 하락하게 되며 이에 따라 기업가치가 기업의 채권신용등급은 하락하게 된다는 연구결과를 제시하고 있다.

마지막으로, 노동조합이 기업의 기술혁신활동에 미치는 영향을 분석한 서대석 외(2012)는 노동조합은 기술혁신으로 인해 발생된 회계이익에 대해 높은 임금인상요구를 하게 되거나 기술혁신활동으로 인한 인력감축 등 고용조건 불안정성 때문에 오히려 기술혁신활동을 반대한다고 밝혔다. 결국 노동조합의 임금극대화 관점에서 보면 노동조합의 임금극대화 요구에 맞서 경영자는 이익조정하게 됨에 따라 노동조합이 존재하는 기업은 회계이익의 질이 낮아지고, 회계정보의 비대칭성은 높아져 채권신용등급은 낮아진다는 것이다(박진하 외, 2015 ; 손성규 외, 2016 ; 이동현 외, 2016 ; Mora and Sabater, 2008).

두 번째 관점은 통합적 협상 관점으로 기업에 있어 노동조합이 경영자의 개인명성이나 사적인 이익을 추구하는 활동을 감시하고 통제할 수 있는 수단으로 작용함에 따라 노동조합이 존재하는 기업은 이익조정이 감소하며(안태식 외, 2011 ; 최정운과 배길수, 2011 ; Chen et al., 2011), 공정공시의 빈도가 증가하여(안태식 외, 2011) 기업성장에 긍정적인 영향을 미친다(고영우와 남준우, 2013 ; Brown and Medoff, 1978 ; Clark, 1980 ; Freeman, 1980)는 것이다. 구체적으로 노동조합은 노사협력을 통해 생산 환경 및 경영 환경을 개선하는 역할을 수행하여 종업원의 근무 만족도 향상 및 이직률 감소를 통해 노동비용을 줄이고 노동

생산성은 높아져 궁극적으로 기업 성과에 긍정적인 영향을 미치게 된다. 또한 노동조합은 회계정보이용자 중에서 회사 정보에 대한 접근성이 높아 누구보다 기업에 대해 잘 알고 있는 외부지배구조로서 경영자에 대한 사적 이익추구 행동을 통제할 수 있는 모니터링 기능을 수행하여 경영자의 이익조정이 줄어든다는 것이다(안태식 외, 2011 ; 최정운과 배길수, 2011 ; Chen et al., 2011). 또한 노동조합이 기업의 공정공시에 미치는 영향을 분석한 안태식 외(2011)의 연구에서는 노동조합의 협상력이 강한 기업은 노동조합의 감시기능이 발휘되어 기업의 정보비대칭성을 감소시킬 목적으로 경영자는 공정공시 빈도를 증가시킨다는 연구결과를 제시하고 있다.

이를 정리하면, 노동조합이 분배적 협상 관점에서 임금극대화 요구와 파업수단을 활용한 다면 경영자는 이에 대응하기 위해 임금협상의 근간이 되는 회계이익을 조정하게 되며, 이로 인해 기업의 회계정보의 정보비대칭성은 커지고 회계정보의 질은 낮아진다. 반면에 노동조합이 경영자의 기회주의적인 행동을 제한할 수 있는 외부지배구조로서의 역할을 한다면 노동조합이 존재하는 기업의 경영자는 이익조정을 억제하여 회계정보의 정보비대칭성은 감소하고, 회계정보의 품질은 높아진다. 결과적으로 노동조합이 기업가치에 미치는 영향에 대한 선행연구는 일관된 결과를 제시하고 있지 않다.

한편 경영자와 이해관계자 사이의 정보비대칭이 커질수록 투자의 효율성은 떨어진다는 결과가 제시되고 있다(김현진, 2015 ; 반혜정, 2011 ; 손판도, 2011 ; 장지영과 김지령, 2015 ; 최승욱과 최경수, 2014). 구체적으로, 반혜정(2011)은 기업의 건전한 지배구조가 정보비대칭을 완화시키고 대리인문제를 완화시켜 기업의 투자효율성은 증가한다고 주장하였다. 최승욱과 이우재(2015)는 재무분석가 수가 많을수록 경영자 의사결정에 대한 모니터링 기능이 잘 발휘되어 투자효율성이 증가한다는 결과를 제시하였고, 최승욱과 최경수(2014)는 세무보고이익과 재무보고이익의 차이가 큰 기업일수록 정보비대칭은 커지고 회계정보의 질은 낮아지기 때문에 경영자는 회계정보의 우위에 있는 입장에서 기회주의적인 투자행위를 할 것 이라고 주장하였다. 결론적으로 투자효율성에 관한 대다수 선행연구에서는 정보비대칭은 낮을수록 투자효율성은 높아진다는 연구결과를 제시하고 있다.

이러한 선행연구를 종합하면, 노동조합이 존재하는 기업의 경영자는 노동조합과의 임금협상에서 유리한 고지를 점령하기 위하여 회계이익을 조정하고, 낮은 품질의 회계이익을 보고하여 기업의 회계정보는 비대칭성이 높게 나타난다. 이에 따라 회계정보의 비대칭성이 높다

면 자본조달비용을 증가시켜 과소투자 혹은 과대투자가 발생하여 기업의 투자효율성은 낮아질 것이라 예상한다.

반면에 또 다른 관점에서는 노동조합이 외부지배구조의 역할을 수행하여 경영자에 대한 모니터링 기능을 수행함에 따라 자본시장에서의 공시빈도를 증가하고 기업의 정보불균형이 완화됨으로써 이익조정이 감소하고 재무보고의 질도 향상된다. 따라서 회계정보의 비대칭성이 낮다면 자본조달비용이 감소함에 따라 과소투자 혹은 과대투자가 발생하지 않아 기업의 투자효율성은 높아질 것이라 예상한다.

특히, 본 연구에서는 노동조합의 특성이 기업의 투자효율성에 미치는 영향을 분석함에 있어 노동조합의 특성을 노동조합의 존재여부, 상급단체 가입여부와 강성노동조합 가입여부로 측정한 노동조합의 협상력을 이용하여 분석한다. 우리나라의 경우 최상위 상급 노동조합은 한국노동조합총연맹(이하 한국노총)과 전국민주노동조합총연맹(이하 민주노총) 두 단체로 구분할 수 있는데, 이들 두 단체는 설립과정과 이념에서 확연한 차이를 보이고 있다(윤찬성 외, 2007). 한국노총은 정부 주도하에 탄생된 반면, 민주노총은 1987년 민주화 선언 이후 한국노총의 경제적 실리위주의 노사 협력관계에 불만을 가진 노동자 및 노동조합 중심으로 결성되어 투쟁지향적인 노동조합 성향을 띠고 있다(이성희, 1997). 따라서 민주노총은 대립과 투쟁적 시각에서 노사분규를 빈번히 일으키는 강성노동조합으로 그리고 한국노총은 민주노총에 비해 협력지향적이고 실리위주의 약성노동조합으로 정의된다(서대석 외, 2012). 강성노동조합은 협상결과에 대한 기대가 더 높고 비협력적인 특색을 가지며, 강한 주장으로 노사협상에 경영자에 상대적으로 교섭력이 강하다. 반면에 약성노동조합은 협력적인 특색을 보이고 온건한 협상자로서 강성노동조합에 비해 경영자에 대한 교섭력이 상대적으로 약하다(서대석 외, 2012). 결국 강성노동조합은 분배적 협상 관점에서 노동조합이 기업가치에 영향을 미칠것으로 예측할 수 있으며, 약성노동조합은 강성노동조합 보다는 통합적 협상 관점에서 노동조합이 기업가치에 영향을 미칠 것이다.

이에 본 연구에서는 노동조합의 특성이 투자효율성에 어떠한 영향을 미치는지 살펴보고자 다음과 같이 귀무가설을 설정한다.

가설 1 : 노동조합이 존재하는 기업은 그렇지 않은 기업에 비해 투자효율성에 차이가 없을 것이다.

가설 2 : 상위노동조합에 가입한 기업은 그렇지 않은 기업에 비해 투자효율성에 차이가 없을 것이다.

가설 3 : 강성노동조합에 가입한 기업은 그렇지 않은 기업에 비해 투자효율성에 차이가 없을 것이다.

III. 연구방법 및 표본

3.1 변수의 측정

3.1.1 종속변수(투자효율성)의 측정

본 연구에서는 노동조합이 투자효율성에 미치는 영향을 검증함에 있어 Fazzari et al., (1988)의 연구에 따라 투자기회를 토빈 Q와 내부자금제약(예를 들면, 영업활동으로 인한 현금흐름)으로 설명하는 방법을 사용한다. 이를 식으로 나타내면 다음과 같다.

$$INV_t = a_0 + a_1 Q_{t-1} + a_2 CFO_t + e_t \quad (1)$$

여기서,

INV_t = (t기)투자활동으로 인한 현금유출액 중 유형자산을 위한 유출액/기초유형자산 ;

Q_{t-1} = (t-1기)Tobin Q=(t-1)기말 보통주 시가/(t-2)기말 총자본 ;

CFO_t = (t기)영업활동으로 인한 현금흐름/기초총자산.

그러나 식(1)에서 Tobin's Q가 기업의 성장성을 완전하게 대변하지 못하고 생략변수에 의하여 영향을 받을 수 있다는 단점이 있기 때문에(Alti, 2003 ; McNichols and Stubben, 2008 ; 이명건 외, 2013) 이를 수정한 McNichols and Stubben(2008)의 연구방법론에 근거하여 측정하였다. 이를 식으로 나타내면 다음과 같다.

$$NV_t = a_0 + a_1 Q_{t-1} + a_2 Q_{t-1} * Quartile2_{t-1} + a_3 Q_{t-1} * Quartile3_{t-1} + a_4 Q_{t-1} * Quartile4_{t-1} + a_5 CFO_t + a_6 Growth_{t-1} + a_7 INV_{t-1} + e \quad (2)$$

여기서,

$Q_{t-1} * Quartile2_{t-1}$ ($Quartile3_{t-1}$, $Quartile4_{t-1}$) : (t-1)기말 Q×(산업-연도별로 Q가 2(3,4)

분위에 속하면 1, 그렇지 않으면 0의 값을 가지는 더미변수) ;

$Growth_{t-1}$: (t-1)기말 총자산/(t-2)기말 총자산의 자연로그값 ;

INV_{t-1} : (t-1)투자활동으로 인한 현금유출액 중 유형자산을 위한 유출액/기초유형자산 ;

기타 변수에 대한 설명은 식(2)와 같다.

투자기회(Q)에 따른 투자성향(INV)은 동일 연도-산업에 속한 기업들 사이에 유사할 것으로 예측되기 때문에(McNichols and Stubben, 2008 ; 최승욱과 배길수, 2014) 식(2)에서 투자효율성은 연도-산업별로 추정한다. 추정한 잔차는 적정투자를 벗어난 비효율적 투자를 의미하며, 잔차의 값이 양(+)이면 과잉투자, 음(-)이면 과소투자로 해석한다. 이 때 Q 의 측정오차와 생략변수 효과를 최소화하기 위해 성장률($Growth$)과 투자수준변수(INV)를 포함하였다. 또한 투자와 Tobin's Q 의 관계에 있어 산업-연도 내에서 동일하다는 가정을 완화하기 위해 Tobin's Q 의 사분위수 더미변수를 모형에 추가하였다(McNichols and Stubben, 2008 ; 최승욱과 배길수, 2014 ; 이명진 외, 2013).

3.1.2 독립변수(노동조합의 특성)의 측정

노동조합이 설립된 기업들 중에서도 노동조합 가입인원이 많을수록 노조원들의 결집력이 높아지면서 노동조합의 협상력이 높아 기업 경영에 상대적으로 더 큰 협상력을 가지게 될 것이다(김동배와 이인재, 2007).

이에 본 연구에서는 노동조합의 특성에 따라 투자효율성에 미치는 영향을 분석하기 위해 노동조합의 특성을 3가지로 구분하여 살펴보고자 한다. 우선 식(3)에서 노동조합의 존재여부에 따라 노동조합이 설립된 기업은 1, 그렇지 않으면 0으로 하여 $Unidum$ 로 측정한다. 그리고 노동조합이 존재하는 기업 중 상급 노동조합 단체에 가입되어 있으면 1, 그렇지 않으면 0으로 하여 $SUnidum$ 로 측정한다. 마지막으로, 상급단체에 이에 상급단체 유형에 따른 차이를 분석하기 위해 상급단체에 가입된 노동조합을 가진 기업 중 상급단체가 민주노총인 기업은 1, 그렇지 않으면 0으로 하여 $SSUnidum$ 로 측정한다.

3.2 연구모형

본 연구는 노동조합의 특성이 투자효율성에 미치는 영향을 검증하고자 한다. 즉, 노동조합의 존재여부, 상위노동조합에 가입여부와 강성노동조합가입여부로 측정한 노동조합의 특성과 투자효율성간의 관계를 검증하고자 다음의 식(3)을 설정하였다.

$$\begin{aligned}
\text{Abs_INV}_{it} = & a_0 + a_1 \text{pUnidum}_{it} (\text{SUnidum}_{it} \text{ or } \text{SSUnidum}_{it}) + a_2 \text{SIZE}_{it} + a_3 \text{LEV}_{it} \\
& + a_4 \text{MTB}_{it} + a_5 \text{LOSS}_{it} + a_6 \text{CF}_{it} + a_7 \text{BIG}_{it} + a_8 \text{PPE}_{it-1} \\
& + \sum \text{YR} + \sum \text{IND} + e_{it}
\end{aligned} \tag{3}$$

여기서,

- Abs_INV : 투자의 비효율성 측정치, 모형(1)에서 산출된 잔차의 절대값 ;
- Po_INV : 과대투자 측정치, 모형(1)에서 산출된 잔차가 0과 같거나 큰 값 ;
- Ne_INV : 과소투자 측정치, 모형(1)에서 산출된 잔차가 0보다 작은 값 ;
- Unidum : 노동조합이 있으면 1, 그렇지 않으면 0 ;
- SUnidum : 상급단체 가입된 노동조합이면 1, 그렇지 않으면 0 ;
- SSunidum : 상급단체가 민주노총이면 1, 그렇지 않으면 0 ;
- SIZE : 총자산의 자연로그값 ;
- LEV : 총부채/총자산 ;
- MTB : 시가총액/총자본 ;
- LOSS : 당기에 순손실을 보고하였으면 1, 그렇지 않으면 0 ;
- CF : 영업현금흐름/총자산 ;
- BIG : 대형회계법인에 속하면 1, 그렇지 않으면 0 ;
- PPE : 유형자산/총자산 ;

식(1)의 관심변수는 노동조합의 존재여부를 의미하는 Unidum, 노동조합의 강한 협상력을 의미하는 SUnidum, SSunidum이다. 만약 노동조합이 존재하거나 노동조합의 협상력이 강한 기업은 그렇지 않은 기업에 비해 투자효율성이 낮다면, 식(1)의 a_1 은 유의한 양(+)의 값을 나타낼 것이다. 즉, a_1 의 회귀계수가 유의한 양(+)의 값이 나타난다면, 노동조합이 존재하거나 노동조합의 협상력이 강한 기업은 그렇지 않은 기업에 비해 비투자효율성은 높아짐으로써 투자효율성이 낮아진다는 것을 의미한다.

마지막으로, 노동조합 이외에 투자효율성에 영향을 미칠 것으로 예상되는 변수는 주로 Biddle et al.(2009)과 최승욱과 배길수(2014)를 주로 참조하였다. 구체적으로 변동성이 적은 기업 즉, 기업규모(SIZE)가 크고, 투자기회(MTB)가 많으며, 유형자산 비중(PPE)이 높을수록 자금조달이 용이하여 적정투자수준이 높을 것으로 예상되기 때문에 이를 통제한다(Biddle and Hilary, 2006 ; Biddle et al., 2009 ; 최승욱과 배길수, 2014). 그리고 대형회계법인으로부터 감사받은 기업이고, 영업현금흐름(CFO)을 안정적으로 창출하는 기업은 투자기회가 많을 것이라 예상하므로 이를 통제하고자 모형에 포함하였다(Biddle and Hilary, 2006 ; Biddle et al., 2009 ; 최승욱과 배길수, 2014). 부채비율이 높은 기업은 과잉투자를

할 가능성이 높으며(Myers, 1977 ; Jensen, 1986), 당기에 순손실을 보고한 기업은 과소투자를 할 가능성이 높기 때문에 이를 통제하고자 포함한다(최승욱과 배길수, 2014). 마지막으로, 산업별 차이와 경제상황의 변동을 통제하기 위하여 연도더미(YEAR)와 산업더미(Industry)를 포함하였다.

3.3 표본선정

본 연구의 표본기간은 2002년부터 2010년까지이며, 한국증권거래소에 상장되어 있고 다음의 요건을 충족하는 기업을 표본으로 구성한다.

- (1) 금융업에 속하지 않는 12월 결산법인
- (2) 한국상장회사협의회에서 제공하는 TS2000을 통해 재무자료를 확보할 수 있는 기업
- (3) 노동조합에 관한 정보가 이용 가능한 기업

조건(1)은 금융보험의 경우 영업특성과 재무제표 계정과목의 특성이 다른 업종들과 다르기 때문에 이로 인한 분석대상기업들의 동일성을 위해 제외하며, 12월 결산법인이 아닌 기업을 제외하는 이유는 대부분의 기업들이 12월 결산법인이기 때문에 결산시점의 차이로 인한 비교가능성의 저하를 막기 위한 것이다. 조건(2)는 재무자료를 한국상장회사협의회(TS-2000)에서 추출하여 SAS프로그램으로 분석하고자 함이다. 조건(3)은 고용노동부의 내부자료를 통해 노동조합의 존재여부, 노동조합의 협상력을 측정하기 위해 노동조합정보가 이용되기 때문이다. 또한 본 연구에서는 극단치로 인한 영향력을 배제시키기 위하여 극단치를 제거하여 2,335기업-연도를 최종 표본으로 선정하였다¹⁾. 구체적인 표본선정과정은 다음의 <표 1>과 같다.

1) 식(1)의 회귀모형에서 구해진 Studentized Residual(Rstudent)의 ± 2 를 벗어나는 값을 극단치로 간주하여 제거하였다.

〈표 1〉 표본 선정과정

구 분	표본수
2002년부터 2010년까지 금융업을 제외한 유가증권 상장기업	5,457
(-) 12월 외 결산법인	(210)
(-) 노동조합자료를 구할 수 없는 기업	(285)
(-) 기업의 재무자료를 구할 수 없는 기업, 극단치 제거	(2,912)
(=) 최종표본	2,335

IV. 실증분석결과

4.1 변수들의 기술통계량 분석결과

〈표 2〉에서는 본 연구의 가설검증을 위한 회귀식에서 사용한 주요 변수들의 기술통계량을 제시한다. 주요 변수를 살펴보면, 투자의 전반적인 비정상투자성향을 나타내는 Abs_INV는 평균 0.0362의 값을 가지며 중앙값은 0.0295이다. 그리고 또 다른 주요변수인 노동조합의 가입여부(Unidum)의 평균값은 0.5987, 중앙값은 1의 값을 나타내고 있어 표본에 속한 기업들 중에서 59.87%가 노동조합에 가입되어 있다는 것을 의미한다. 기업규모(SIZE)는 평균값(중앙값)이 20.1076(19.7626)을 나타내고 있으며, 부채비율은 평균값(중앙값)이 0.4994(0.5119)를 나타내고 있다. 이러한 변수들의 평균값과 중앙값은 선행연구와 유사한 기술통계량을 보여주고 있음을 알 수 있다. 다음의 〈표 3〉은 본 연구에서 사용한 변수간의 상관관계를 제시하고 있다. 구체적으로, 비정상투자성향을 나타내는 Abs_INV는 노동조합가입여부(Unidum)와 10%수준에서 유의한 음(-)의 관계를 보여준다. 이러한 결과는 최소한 단변량 분석에서는 노동조합가입여부는 투자효율성과 양의 관련성을 나타내는 것으로 해석할 수 있다. 따라서 이후의 다중회귀분석에서는 투자효율성에 영향을 미치는 여러 변수들을 포함하여 변수들간의 관계를 보다 명확하게 검증한다. 투자효율성에 영향을 미치는 통제변수들과 노동조합가입여부의 상관관계를 살펴보면, 기업규모가 클수록 투자효율성이 높은 것으로 나타나며, 영업현금흐름이 높을수록, 유형자산의 비중이 클수록 투자효율성은 낮아지는

것으로 나타나고 있음을 알 수 있다.

〈표 2〉 기술통계량

변수	평균	중위수	1분위수	3분위수	표준편차	표본수
Abs_INV	0.0362	0.0295	0.0150	0.0436	0.0330	2,335
Unidum	0.5987	1	0	1	0.4903	2,335
Sunidum	0.2755	0	0	1	0.4469	1,398
SSunidum	0.3662	0	0	1	0.4821	385
SIZE	20.1076	19.7626	18.8940	21.0416	1.6312	2,335
LEV	0.4994	0.5119	0.3569	0.6381	0.1905	2,335
MTB	1.0005	0.7039	0.4297	1.1986	0.9603	2,335
LOSS	0.1585	0	0	0	0.3652	2,335
CF	0.0688	0.0613	0.0127	0.1187	0.1044	2,335
BIG	0.6835	1	0	1	0.4652	2,335
PPE	0.2744	0.2490	0.1594	0.3694	0.1536	2,335

주1) 변수의 정의

Abs_INV = 비정상투자성향(McNichols and Stubben(2008)모형에 의해 측정된 절댓값) ;

Unidum = 노동조합에 가입되어 있으면 1, 그렇지 않으면 0 ;

SUnidum = 상위노동조합에 가입되어 있으면 1, 그렇지 않으면 0 ;

SSunidum = 상위노동조합이 민주노총이면 1, 그렇지 않으면 0 ;

SIZE = 총자산의 자연로그값 ;

LEV = 총부채/총자산 ;

MTB = 시가총액/총자본 ;

LOSS = 당기에 순손실을 보고하면 1, 그렇지 않으면 0 ;

CF = 영업현금흐름/총자산 ;

BIG = 감사인이 대형감사인이면 1, 그렇지 않으면 0 ;

PPE = 유형자산/총자산 ;

〈표 3〉 상관관계(N=2,335)

변수	Abs_INV	UNIdum	SIZE	LEV	MTB	LOSS	CF	BIG	PPE
Abs_INV	1								
UNIdum	-0.0306*	1							
SIZE	-0.0394*	0.0989***	1						
LEV	0.0136	0.0753***	0.3588***	1					
MTB	0.0032	-0.0271	0.1405***	0.0835***	1				
LOSS	-0.0159	0.0322	-0.0755***	0.2078***	-0.0583***	1			
CF	0.1518***	0.0009***	0.1199***	-0.1902***	0.2338***	-0.2911***	1		
BIG	-0.0011	-0.0311**	0.3216***	0.0653***	0.1647***	-0.0376*	0.1137***	1	
PPE	0.1145***	0.1357	0.1841***	0.2034***	-0.0402*	0.0863***	0.1605***	0.0612***	1

주1) 각 변수의 정의는 〈표 2〉를 참조.

주2) ***, **, *은 각각 1%, 5%, 10%의 수준에서 유의함(양측검정)

4.2 가설 검증결과

〈표 4〉는 노동조합의 가입여부가 투자효율성에 차별적인 영향을 미칠 것이라는 가설1을 검증한 결과를 보여주고 있다. 먼저 〈표 4〉의 첫 열을 살펴보면, 종속변수는 식 (3)의 잔차 절대값인 Abs_INV로 투자의 비효율성을 나타낸다. 노동조합의 가입여부(Unidum)는 종속변수인 Abs_INV와 10%수준에서 유의한 음(-)의 관련성이 나타나고 있다. 즉, 노동조합에 가입한 기업은 그렇지 않은 기업에 비해 상대적으로 비효율적인 투자가 작다는 것을 의미한다. 그리고 〈표 4〉의 두 번째 열을 살펴보면, 종속변수는 식 (3)의 잔차가 0보다 크거나 같음을 의미하는 Po_INV로서 과대투자를 나타낸다. 노동조합의 가입여부(Unidum)는 종속변수인 Po_INV와 유의한 값을 나타내고 있지는 않는다.

〈표 4〉 노동조합가입여부와 투자효율성

변수	Abs_INV		Po_INV		Ne_INV	
	계수	t-값	계수	t-값	계수	t-값
Intercept	0.0615***	7.07	0.0178***	5.56	-0.0506***	-7.75
Unidum	-0.0027*	-1.94	-0.0020	-0.61	0.0026**	2.57
SIZE	-0.0019***	-3.92	-0.0040***	-3.7	0.0014***	3.95
LEV	0.0110***	2.69	0.0061	0.61	-0.0159***	-5.59
MTB	-0.0009	-1.18	-0.0008	-0.48	0.0017***	3.15
LOSS	0.0004	0.18	-0.0005	-0.09	-0.0038***	-2.84
CF	0.0526***	7.23	0.0643***	3.52	-0.0435***	-8.71
BIG	0.0002	0.14	0.0014	0.38	-0.0004	-0.33
PPE	0.0207***	4.42	0.0434***	3.81	0.0049	1.47
연도더미	포함		포함		포함	
산업더미	포함		포함		포함	
수정된 R ²	0.0385		0.0370		0.0624	
F-값	12.69		5.07		13.35	
Max VIF	1.14		1.23		1.43	
N	2,335		850		1,485	

주1) 변수의 정의 : 〈표 2〉와 동일

주2) ***, **, *은 각각 1%, 5%, 10%의 수준에서 유의함(양측검정)

마지막으로, <표 4>의 세 번째 열을 살펴보면, 종속변수는 식 (3)의 잔차가 0보다 작음을 의미하는 Ne_INV로서 과소투자를 나타낸다. 노동조합의 가입여부(Unidum)는 종속변수인 Ne_INV와 5%수준에서 유의한 양(+)의 관련성을 보여준다. 이는 노동조합에 가입되어 있는 기업은 그렇지 않은 기업에 비해 과소투자 경향이 작다는 것을 의미한다²⁾. 이러한 결과를 요약하면, 노동조합에 가입되어 있는 기업은 그렇지 않은 기업에 비해 상대적으로 투자효율성이 높다는 것을 의미한다. 즉, 노동조합이 존재하는 기업에서는 노동조합이 외부지배구조의 역할을 수행하여 회계정보의 비대칭성이 낮아져 자본조달비용이 감소함에 따라 기업의 투자효율성은 높다는 것을 알 수 있다.

또한 통제변수는 대체로 선행연구와 일치하는 결과를 보여주고 있다. 구체적으로, 기업규모(SIZE)가 클수록 투자비효율성은 작아지고, 부채비율(LEV)은 높고 유형자산비중(PPE)이 높을수록 투자비효율성이 증가하고 있다는 것을 알 수 있다.

<표 5>는 노동조합에 가입한 기업만을 대상으로 상위노동조합 가입여부가 투자효율성에 차별적인 영향을 미칠 것이라는 가설 2를 검증한 결과를 보여주고 있다. <표 4>와 마찬가지로 종속변수는 첫 열에서는 투자의 비효율성을 나타내는 Abs_INV, 두 번째 열에서는 과대투자를 나타내는 Po_INV, 마지막으로 세 번째 열에서는 과소투자를 나타내는 Ne_INV이다. 검증결과, 먼저 상위노동조합 가입여부(SUnidum)는 종속변수인 Abs_INV와 10%수준에서 유의한 양(+)의 관련성을 나타내고 있다. 즉, 상위노동조합에 가입한 기업은 그렇지 않은 기업에 비해 상대적으로 비효율적인 투자가 많다는 것을 의미한다. 그리고 세 번째 열을 살펴보면, 상위노동조합 가입여부(SUnidum)는 종속변수인 Ne_INV와 유의한 음(-)의 관련성이 나타나고 있다. 이는 전체표본을 사용하여 분석한 결과인 <표 4>와는 달리 노동조합이 존재하는 기업만을 대상으로 실시한 분석에는 상위노동조합에 가입한 기업은 그렇지 않은 기업에 비해 투자비효율성이 높은 것을 의미한다. 이러한 결과는 노동조합의 협상력이 강해지면, 기업의 경영자는 노동조합과의 임금협상에서 유리한 고지를 점령하기 위해 낮은 품질의 회계이익을 보고하여 회계정보는 비대칭성이 높아져 자본조달비용이 증가됨으로써 기업의 투자효율성은 낮아진다는 것을 알 수 있다.

2) 이는 Ne_INV변수는 잔차가 0보다 작은 값을 나타냄으로써 음(-)의 값이다. 그리고 이러한 값은 0으로 가까워질수록 과소투자 성향은 감소하기 때문이다.

〈표 5〉 상위노동조합가입여부와 투자효율성

변수	Abs_INV		Po_INV		Ne_INV	
	계수	t-값	계수	t-값	계수	t-값
Intercept	0.0734**	2.3	0.1223	1.52	-0.0523***	-6.15
SUnidum	0.0106*	1.92	0.0222	1.55	-0.0028*	-1.94
SIZE	-0.0025	-1.46	0.0040	-0.92	0.0016***	3.53
LEV	0.0197	1.35	0.0360	0.89	-0.0156***	-4.25
MTB	-0.0034	-1.2	-0.0096	-1.33	0.0015**	1.97
LOSS	-0.0042	-0.61	-0.0055	-0.27	-0.0021	-1.25
CF	0.0990***	3.51	0.1738***	2.22	-0.0458***	-6.52
BIG	-0.0013	-0.24	-0.0047	-0.32	0.0005	0.39
PPE	0.0158	0.96	-0.0033	-0.07	0.0005	1.08
연도더미	포함		포함		포함	
산업더미	포함		포함		포함	
수정된 R ²	0.0102		0.0037		0.0553	
F-값	2.84		4.25		7.51	
Max VIF	1.36		0.36		1.43	
N	1,421		530		891	

주1) 변수의 정의 : 〈표 2〉와 동일

주2) ***, **, *은 각각 1%, 5%, 10%의 수준에서 유의함(양측검정)

〈표 6〉은 노동조합에 가입한 기업만을 대상으로 상위노동조합이 강성노동조합인지 그렇지 않은지에 따라 투자효율성에 미치는 차별적인 영향을 살펴본 가설 3을 검증한 결과를 보여주고 있다. 〈표 4〉와 마찬가지로 종속변수는 첫 열에서는 투자의 비효율성을 나타내는 Abs_INV, 두 번째 열에서는 과대투자를 나타내는 Po_INV, 마지막으로 세 번째 열에서는 과소투자를 나타내는 Ne_INV이다. 검증결과, 먼저 상위노동조합이 강성노동조합에 가입한 여부(SSUnidum)는 종속변수인 Abs_INV와 5%수준에서 유의한 양(+)의 관련성을 나타내고 있다. 즉, 상위노동조합이 강성노동조합에 가입한 기업은 그렇지 않은 기업에 비해 상대적으로 비효율적인 투자가 많다는 것을 의미한다. 그리고 세 번째 열을 살펴보면, 강성노동조합 가입여부(SSUnidum)는 종속변수인 Ne_INV와 유의한 음(-)의 관련성이 나타나고 있다.

이는 강성노동조합에 가입한 기업은 그렇지 않은 기업에 비해 과소투자 경향이 많다는 것을 의미한다. 이러한 결과를 요약하면, 노동조합에 가입한 기업만을 대상으로 실시한 결과에서 강성노동조합에 가입한 기업은 그렇지 않은 기업에 비해 상대적으로 투자효율성이 낮다는 것을 의미한다. 앞에서 살펴본 가설 2와 비슷한 결과로서 노동조합의 협상력이 강해지면, 기업의 경영자는 노동조합과의 임금협상에서 유리한 고지를 점령하기 위해 낮은 품질의 회계이익을 보고하여 회계정보는 비대칭성이 높아져 자본조달비용이 증가됨으로써 기업의 투자효율성은 낮아진다는 것을 알 수 있다.

〈표 6〉 강성노동조합가입여부와 투자효율성

변수	Abs_INV		Po_INV		Ne_INV	
	계수	t-값	계수	t-값	계수	t-값
Intercept	0.0434***	5.06	0.0522***	2.68	-0.0463***	-5.93
SSUnidum	0.0046**	2.21	0.0067	1.4	-0.0029*	-1.70
SIZE	-0.0011**	-2.26	-0.0014	-1.35	0.0012***	2.83
LEV	0.0101***	2.57	0.0105	1.08	-0.0122***	-3.59
MTB	-0.0004	-0.48	0.0007	0.41	0.0014**	2.01
LOSS	-0.0024	-1.29	-0.0070	-1.43	-0.0005	-0.33
CF	0.0365***	4.63	0.0313	1.58	-0.0322***	-4.81
BIG	-0.0007	-0.5	-0.0033	-0.91	-0.0004	-0.31
PPE	0.0079*	1.75	0.0244**	2.14	0.0056	1.43
연도더미	포함		포함		포함	
산업더미	포함		포함		포함	
수정된 R ²	0.0265		0.0225		0.0286	
F-값	5.51		2.3		4.2	
Max VIF	1.34		1.50		1.44	
N	1,421		530		891	

주1) 변수의 정의 : 〈표 2〉와 동일

주2) ***, **, *은 각각 1%, 5%, 10%의 수준에서 유의함(양측검정)

V. 결 론

본 연구는 노동조합의 특성이 기업의 투자효율성에 차별적인 영향을 미치는지 살펴보았다. 구체적으로 노동조합 가입여부, 노동조합이 존재하는 기업 중 상위노동조합 가입여부, 상위노동조합 가입 기업 중 강성노동조합 가입여부를 구분하여 분석하였다. 노동조합이 기업에 미치는 영향은 분배적 관점과 통합적 관점에서 차이가 있을 수 있다. 우선 분배적 측면에서 경영자는 노동조합과 임금협상력 시 우위를 점하기 위해 보고이익을 조정하여 정보비대칭성이 커짐에 따라 자본조달비용이 증가하고 기업의 투자효율성이 낮아 질 것으로 예상된다. 반면에 통합적 관점에서 노동조합이 외부지배구조로서의 역할을 하여 경영자에 대한 모니터링 기능이 수행 되어 정보비대칭이 적어짐에 따라 자본조달비용이 감소하고 기업의 투자효율성이 증가할 것이다. 이에 본 연구에서 노동조합이 기업의 투자효율성에 미치는 영향을 실증분석하였다.

실증분석결과, 전체 기업을 대상으로 분석한 결과 노동조합이 존재하는 기업은 그렇지 않은 기업에 비해 상대적으로 투자효율성이 높은 것으로 나타났다. 이는 노동조합이 외부지배구조의 역할을 수행하여 회계정보의 비대칭성이 낮아져 자본조달비용을 감소시킨다고 판단할 수 있다.

노동조합에 가입한 기업을 대상으로 분석한 결과 상위노동조합 가입한 기업은 그렇지 않은 기업에 비해 상대적으로 투자효율성이 낮은 것으로 나타났으며, 상위노동조합 가입기업을 대상으로 분석한 결과에서도 강성노조에 가입된 기업이 그렇지 않은 기업에 비해 상대적으로 투자효율성이 낮은 결과를 보이고 있다. 이는 노동조합의 협상력이 강해지면 경영자는 노동조합과 임금협상 시 유리한 고지를 점하고자 보고이익을 조정하여 회계정보 비대칭성이 높아져 자본조달비용이 증가된다고 판단할 수 있다.

본 연구의 공헌점은, 경영자의 의사결정에 노동조합이 미치는 영향을 투자효율성 측면에서 살펴보았으며, 더 나아가 노동조합의 협상력에 따라 경영자의 투자에 대한 의사결정에 어떠한 영향을 미치는지 확인하였다는 점이다. 또한 노사 정책방향 수립과 노사관계를 기반으로 하는 기업의 회계투명성 및 신뢰성 제고 방안 모색에 대한 시사점을 제공할 수 있을 것이다. 다만, 기업의 투자효율성에 미칠 수 있는 변수 들이 여럿 존재할 것이지만 이에 대한 모든 변수 통제할 수 없다는 한계점이 존재한다. 또한 시장에서 합리적인 의사결정이 이

루어지지 않는다면 본 연구 결과에 대한 해석이 잘못 될 수 있다는 점, 그리고 자료수집과정이 수작업으로 이루어지는 관계로 보다 많은 연도표본은 확보하지 못하였다는 점에서 한계점이 존재한다.

참고문헌

〈국내문헌〉

- 고영우, 남준우. (2013). 노동조합이 기업성과에 미치는 영향. *한국경제연구*, 31(3), 211 - 237.
- 김동배, 이인재. (2007). 기술혁신과 노사관계. *한국노동연구원 정책세미나*, 2007, 1 - 84.
- 김현아. (2014). 이사회 의 독립성 및 전문성과 투자효율성. *경영학연구*, 43(4), 1343 - 1378.
- 김현진. (2015). 내부회계관리제도와 투자효율성. *국제회계연구*, 62, 1 - 26.
- 마희영. (2015). IFRS의 도입이 내부회계관리 운영인력에 미치는 영향. *전문경영인연구*, 18(1), 141 - 161.
- 박진하, 정형록, 심호식. (2015). 노동조합이 채권신용등급에 미치는 영향에 대한 연구. *회계저널*, 24(5), 71 - 101.
- 반혜정. (2011). 기업지배구조에 따른 회계정보의 질과 투자의 효율성. *대한경영학회지*, 24(5), 3079 - 3096.
- 서대석, 신흥권, 당티응완. (2012). 노동조합이 기업의 기술혁신활동에 미치는 영향. *경영연구*, 27(3), 87 - 114.
- 손성규, 김태동, 신일항. (2016). 노동조합과 재무분석가 이익예측. *회계저널*, 25(5), 1 - 32.
- 손판도. (2011). 회계정보의 질과 투자효율성 간의 관계. *산업경제연구*, 24(2), 1189 - 1204.
- 신민식, 이재익. (2015). 노동조합이 현금흐름 민간도에 미치는 영향. *대한경영학회지*, 28(5), 1443 - 1464.
- 안태식, 심호식, 박진하. (2011). 노동조합이 기업의 공정공시에 미치는 영향에 대한 연구. *회계학연구*, 36(4), 55 - 94.
- 윤순석, 고대영. (2006). 노사분규와 이익조정. *회계학연구*, 31(3), 95 - 120.
- 윤찬성, 이덕로, 김찬중. (2007). 노조간부의 파업성향 결정요인에 관한 연구. *인적자원연구*, 14(1), 167 - 192.
- 이동현, 최정운, 안성희. (2016). 기업 내 노동조합의 존재와 이익 비교가능성의 관계. *회계저널*, 25(2), 463 - 509.
- 이명건, 조은정, 오명전. (2013). 기업의 과잉투자성향이 감사보수에 미치는 영향. *회계저널*, 22(5), 85 - 117.
- 이성희. (1997). 노동조합위원자의 노조활동성향과 상급단체별 차이에 대한 실증연구. *고려대학교 노동대학원*, 29 - 30.
- 임상균, 이문영, 황인이. (2014). 대규모기업집단 소속기업의 투자효율성. *회계학연구*, 39(3), 91 - 134.

- 장지영, 김지령. (2015). 최고경영자의 특성이 투자효율성에 미치는 영향. *회계·세무와감사연구*, 57(1), 185 - 215.
- 전경민. (2018). 외국인 임원과 기업의 투자효율성. *회계학연구*, 43(1), 119 - 165.
- 조정은, 최아름. (2016). 산업내 기업간 경쟁이 투자효율성에 미치는 영향. *세무와회계저널*, 17(3), 189 - 230.
- 최승욱. (2016). 재무제표 비교가능성이 기업의 투자효율성에 미치는 영향. *회계저널*, 25(5), 209 - 241.
- 최승욱, 배길수. (2014). 감사인규모와 피감사기업의 투자효율성. *회계저널*, 23(2), 219 - 250.
- 최승욱, 이우재. (2015). 재무분석가 수와 기업의 투자효율성. *산업경제연구*, 28(1), 317 - 336.
- 최승욱, 최경수. (2014). 재무보고이익과 세무보고이익의 차이가 투자효율성에 미치는 영향. *대한 경영학회지*, 27(3), 447 - 464.
- 최정운, 배길수. (2011). 노동조합이 경영자의 이익조정에 미치는 영향 : 감시역할을 중심으로. *경영학연구*, 40(6), 1549 - 1575.
- 최정호, 김명서, 홍수희. (2013). 이사회 특성과 투자효율성. *한국회계학회 학술발표논문집*, 2013, 1400 - 1424.

〈외국문헌〉

- Alti, A. (2003). How Sensitive is Investment to Cash Flow when Financing is Frictionless?. *The Journal of Financial*, 58, 707 - 722.
- Ashenfelter, O., and G. Johnson. (1969). Bargaining Theory, Trade unions and Industrial Strike Activity. *American Economic Review*, 59(1), 35 - 49.
- Baldwin, C. (1983). Productivity and Labor unions : An application of the theory of self-enforcing contracts. *Journal of Business*, 56(2), 155 - 185.
- Biddle, G. & G. Hilary. (2006). Accounting Quality and Firm - Level Capital Investment. *The Accounting Review*, 81(5), 963 - 982.
- Biddle, G., G. Hilary & R. Verdi. (2009). How Does Financial Reporting Quality Relate to Investment Efficiency?. *Journal of Accounting and Economics*, 48, 112 - 131.
- Bronars, S. G., & D. R. Deere. (1991). The threat of unionization, the use of debt, and the preservation of shareholder wealth. *The Quarterly Journal of Economics*, 106(1), 231 - 254.
- Brown, C. & J. Medoff. (1978). Trade unions in the production process. *The Journal of Political Economy*, 86(3), 355 - 378.

- Chen, F., O. K. Hope, Q. Li, and X. Wang. (2011). Financial reporting quality and investment efficiency of private firms in emerging markets. *The Accounting Review*, 86(4), 1255 – 1288.
- Chung, Kee. H., P. Wright and B. Kedia (2003). Corporate Governance and Market Valuation of Capital and R&D Investments. *Review of Financial Economics*, 12, 161 – 172.
- Clark, K. B. (1980). The impact of unionization on productivity : A case study. *Industrial and Labor Relations Review*, 33(4), 451 – 469.
- DeAngelo, H., & L. DeAngelo. (1991). Union negotiations and corporate policy : A study of labor concessions in the domestic steel industry during the 1980s. *Journal of Financial Economics*, 30(1), 3 – 43.
- D'Souza, J., J. Jacob, and K. Ramesh. (2001). The use of accounting flexibility to reduce labor renegotiation costs and manage earnings. *Journal of Accounting and Economics*, 30(2), 187 – 208.
- Fazzari, S. M., G. Hubbard & B. Petersen. (1988). *Financing constraints and corporate investment*. *Brookings Pap. Econ. Act*, 141 – 195.
- Freeman, R. B. (1980). The exit – voice tradeoff in the labor market : Unionism, job tenure, quits, and separations. *The Quarterly Journal of Economics*, 94(4), 643 – 673.
- Hilary, G. (2006). Organized labor and information asymmetry in the financial markets. *Review of Accounting Studies*, 11(4), 525 – 548.
- Jensen, M. C. (1986). Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers. *The American Economic Review*, 73(2), 323 – 329.
- Klasa, S., W. F. Maxwell, & H. Ortiz – Molina. (2009). The strategic use of corporate cash holdings in collective bargaining with labor unions. *Journal of Financial Economics*, 92(3), 421 – 442.
- Lewis, H. G. (1986). Union relative wage effects : a survey. Chicago : *University of Chicago Press*.
- Matsa, D. A. (2010). Capital structure as a strategic variable : Evidence from collective bargaining. *The Journal of Finance*, 65(3), 1197 – 1232.
- McNichols, M. F., and S. R. Stubben. (2008). Does earnings management affect firms' investment decisions?. *The Accounting Review*, 83(6), 1571 – 1603.
- Mora, A., and A. Sabater. (2008). Evidence of Income – Decreasing Earnings Management before Labour Negotiations within Firms. *Investigations Economicas*, 32(2), 201 – 230

- Myers, S. C. (1977). Determinants of Corporate Borrowing. *Journal of Financial Economics*, 5(2), 147 – 175.
- Ruback, R. S., & M. B. Zimmerman. (1984). Unionization and profitability : Evidence from the capital market. *The Journal of Political Economy*, 92(6), 1134 – 1157.

“본 논문은 학회윤리규정을 준수하였으며 논문에 대한 판권을 학회에 위임합니다.”

<Abstract>

The Effects of Labor Unions on Investment Efficiency*

Shin, Hung - Kwon** · Kim, Tae - Sung***

This study examines whether the characteristics of labor unions have a differential effect on the investment efficiency of firms. Specifically, we analyzed whether or not to join the labor union, whether the labor union had a higher level of union membership, and whether it was a strong union member among the upper union members.

As a result of the empirical analysis, it is found that firms with unions have higher investment efficiency than those with non-unions. As a result, labor unions play a role of external governance and the asymmetry of accounting information is lowered. It can be concluded that the cost of capital procurement is reduced. As a result of analyzing the companies that joined the labor union, it is found that the companies with higher union membership have relatively lower investment efficiency than those without. As a result of analyzing the results of analysis on the upper labor union companies, it is found that the companies affiliated to the striking union have relatively low investment efficiency compared to those who do not have the labor union. In this paper, we propose that the cost of capital increases as the accounting information asymmetry increases. This study examines the impact of trade unions on managerial decision making in terms of investment efficiency, and furthermore, it has contributed in that it examines the impact of union negotiation power on managerial decision making. It can provide implications for establishing labor policy direction and seeking ways to improve transparency and reliability of companies based on labor relations.

Key words : Labor union, Investment efficiency, Information asymmetry, Cost of capital

* This work was supported by the Ministry of Education of the Republic of Korea and the National Research Foundation of Korea (NRF-2016S1A5B5A07918033)

** Ph. D and Senior Researcher, Institute for Fusion & Innovation Strategy, Yeungnam University, First Author, e-mail : james0523@ynu.ac.kr

*** Ph.D and Research Professor, School of Business Administration, U1 University, Corresponding Author, e-mail : hotbrain77@naver.com