

세무와회계저널
제16권 제5호 2015년 10월 pp.141~165
한국세무학회

노동조합과 이익의 가치관련성에 대한 연구*

박진하**

<요 약>

본 연구에서는 노동조합이 이익의 가치관련성에 미치는 영향을 분석하였다. 오늘날의 많은 기업은 소유와 경영이 분리되어 있다는 특징을 가지는 바, 특히 주주의 입장에서 경영자의 활동 및 그 결과에 대한 보고가 투명하고 신뢰성 있게 이루어질 수 있도록 모니터링하고 규율하는 것은 중요한 문제이다. 이와 관련하여 투명하고 신뢰성 있게 산출된 회계정보는 그렇지 않은 회계정보에 비해 기업가치를 더 잘 설명할 수 있을 것이며, 이에 따라 경영자의 사적유인을 통제하고 회계정보의 신뢰성을 제고하기 위한 기제에 대한 연구가 이익의 가치관련성 측면에서 활발히 수행되어 왔다. 구체적으로 선행연구에서는 기업의 소유구조 및 지배구조가 이익의 가치관련성과 관련이 있는 것으로 나타났다. 그러나 기업의 주된 이해관계자로서 역시 경영활동 및 회계정보, 특히 이익정보에 큰 관심을 가지고 있는 종업원이 이익의 가치관련성에 미치는 영향에 대해서는 연구가 부족한 실정이다. 이에 본 연구에서는 이익의 가치관련성에 영향을 미치는 요인 가운데 지배구조의 한 측면으로서 노동조합을 살펴보았다.

분석결과 노동조합이 존재하는 기업은 그렇지 않은 기업에 비해 이익의 가치관련성이 높은 것으로 나타났다. 한편, 노동조합의 영향을 노동조합가입률로 측정한 경우에도 노동조합가입률이 높을수록 이익의 가치관련성이 높다는 결과를 보고하였다. 이는 노동조합이 기업의 재무보고에 대한 모니터링 역할을 수행하여 재무제표의 품질을 높임에 따라 재무제표에 제공된 이익정보가 보다 유용한 정보가 될 수 있도록 하고 있는 것으로 해석할 수 있다. 이러한 결과는 이익의 가치관련성에 영향을 미치는 것으로 검증된 통제변수들을 통제한 이후에도 유의하게 나타났다.

본 연구의 결과는 기존에 활발히 연구되었던 소유구조 및 이사회 특성 등에 더하여 기업의 주요 감시자의 역할에 대한 이해의 폭을 넓히는 데 도움이 될 것으로 기대된다. 아울러 노사관계를 바라보는 다양한 관점에 대해 추가적인 실증증거를 제시함으로써 보다 건설적인 논의가 이루어질 수 있도록 기여할 것으로 기대된다.

<주제어> 노동조합, 대리인비용, 이익의 가치관련성, 이익의 정보효과

* 이 연구는 2014년도 숭실대학교 교내연구비 지원에 의한 연구임

** 숭실대학교 경영대학 회계학과 조교수, parkjh04@ssu.ac.kr, 제1저자

논문접수일 2015년 4월 13일 1차수정일 2015년 8월 17일 게재확정일 2015년 9월 7일

I. 서 론

본 연구에서는 노동조합(labor union)이 이익의 가치관련성(value relevance of earnings)에 미치는 영향을 분석하고자 한다.¹⁾ 오늘날 대표적인 기업형태로서 주식회사는 소유와 경영이 분리되어 있다는 특징을 가지며, 이때 소유주와 경영자의 이해관계가 일치하지 않는 경우에 경영자는 주주의 이익을 극대화하기 보다는 자신의 효용을 우선시하는 의사결정을 내릴 유인이 있다. 이러한 비효율성에 따른 대리인 비용을 줄이기 위한 장치의 하나로 경영자는 기업의 재무상태와 경영성과에 대한 재무제표를 작성하고 보고하는 수탁책임보고(stewardship reporting)의 의무를 가지며 동 의무를 적절히 수행하기 위해서는 회계정보의 신뢰성 확보 및 이를 통한 유용성의 제고가 매우 중요하다. 따라서 경영자의 사적유인을 통제하고 회계정보의 신뢰성을 제고하기 위한 기제로서 기업의 소유구조 및 지배구조의 효과에 대한 연구가 이익의 가치관련성 측면에서 활발히 수행되어 왔다(Warfield et al. 1995 ; Vafeas 2000 ; Jiambalvo et al. 2002 ; Fan and Wong 2002).²⁾

구체적으로 경영자 지분율이 높으면 소유주와 경영자의 목표일치성이 높아져서 대리인 비용이 줄기 때문에 재무보고의 품질이 높아져서 이익의 가치관련성이 높아질 수 있고, 기관투자자 및 대주주의 존재는 기업이 제공하는 재무정보를 효과적으로 모니터링하여 이익의 가치관련성을 제고할 수 있다. 그리고 이사회나 감사위원회는 재무제표가 신뢰성 있게 작성되었는지를 감시하는 역할을 수행하는 조직으로서 해당 조직이 얼마나 효과적으로 구성 및 운영되는지에 따라서 이익의 가치관련성에 차이가 있을 수 있다.

한편 소유구조 및 지배구조에 더하여 기업 내부의 주요 이해관계자로서 노동조합이 존재하는데, 노동조합 역시 기업의 지속가능한 성장 및 자신들의 이익을 위해 경영자를 규율하고 모니터링하는 역할을 수행할 것으로 기대되는 측면이 있다. 예를 들어 한국노동연구원에서 국내 노동운동 관련 주요 기업인 현대자동차에서 1988년부터 2007년까지 체결된 단체협약을 분석한 자료를 살펴보면, 1997년부터 ‘사회적책무 및 경영공개’에 대한 장이 추가된 것을 볼 수 있다(한국노동연구원 2009).³⁾ 구체적으로 사회적책무 및 경영공개’는 회사로 하여금 투명경영과 공정한 거

1) 선행연구에서는 주가와 회계이익 간의 관계를 설명함에 있어서 이익의 정보효과(informativeness of earnings) 혹은 이익의 가치관련성(value relevance of earnings) 등의 용어를 사용하고 있다. 본 논문에서는 이를 이익의 가치관련성(value relevance of earnings)으로 통일한다.

2) 이익의 가치관련성에 영향을 미치는 결정요인에 대한 연구는 이외에도 회계기준(Choi et al. 2012 ; 정태범 2014), 재무보고품질(이세용 2014) 및 감사품질(이재운과 윤재원 2014 ; 정현욱과 이현주 2014) 등에 초점을 맞추어 다양하게 수행되고 있다.

3) 단체협약은 노동조합과 사용자 간에 임금, 근로시간에 관한 사항 및 공통된 관심사에 대하여 체결된 협정을 문서화한 것으로 구성내용에 따라 법적 효력을 지닌다. 현대자동차 단체협약의 ‘기업의 사회적 책임’ 및 ‘경영공개 및 자료제공’ 시계열자료는 한국노동연구원의 “단체협약 비교분석연구” 219-221쪽 및

래를 통해 주주 및 협력업체 등과의 신뢰를 쌓을 뿐 아니라 다양한 경영관련 자료를 공개하도록 규정하고 있으며, 이는 소유구조 및 지배구조가 기업을 모니터링하고 회계정보의 신뢰성을 제고함으로써 이익의 정보효과를 증진시키는 것과 같이 노동조합 역시 기업의 주된 이해관계자로서 이익의 가치관련성에 영향을 미칠 수 있음을 시사한다.

최근의 일부 연구는 이러한 역할을 지지하는 연구결과를 보고하고 있는데, 예를 들어 Chen et al.(2012)은 노동조합의 협상력이 높을수록 자본비용이 낮게 나타남을 보고하면서, 이에 대한 요인 중의 하나로 노동조합이 기업으로 하여금 위험성이 높은 투자를 적게 하도록 하고 있다는 분석결과를 제시하였다. 이는 채권자입장에서 바라본 노동조합의 모니터링 역할이라고 할 수 있다. 한편, 안태식 등(2011)은 노동조합의 존재가 기업의 정보불균형을 심화시킨다는 결과와 함께, 노동조합의 협상력이 높으면 기업에 대한 회계투명성요구 및 공시요구가 증가한다는 결과를 보고하였다. 이와 일관되게, 최정운과 배길수(2011)은 노동조합의 존재가 하향이익조정과 상향이익조정을 모두 규율한다는 결과를 보고하였다.

이상의 논의에 따라 본 연구에서는 이익의 가치관련성을 측정하는 방법으로 price model과 return model을 사용하여 기업의 주된 이해관계자이자 기업에 상당한 영향력을 행사할 수 있는 주체인 종업원이 이익의 가치관련성에 미치는 영향을 살펴본다. 노동조합 현황에 대한 자료의 입수가 가능한 1998년부터 2008년까지 유가증권시장에 상장된 기업을 대상으로 하여 실증분석을 수행한 결과, 노동조합이 존재하는 기업은 그렇지 않은 기업에 비해 이익의 가치관련성이 높은 것으로 나타났다. 한편, 노동조합의 영향을 노동조합가입률로 측정한 경우에도 노동조합가입률이 높을수록 이익의 가치관련성이 높다는 결과를 보고하였다. 이는 노동조합이 기업의 재무보고에 대한 모니터링 역할을 수행하여 재무제표의 품질을 높임에 따라 재무제표에 제공된 이익 정보가 보다 유용한 정보가 될 수 있도록 하고 있는 것으로 해석할 수 있다. 이러한 결과는 이익의 가치관련성에 유의적인 영향을 미치는 것으로 검증된 통제변수들을 통제한 이후에도 유의하게 나타났다.

본 연구의 결과는 다음과 같은 공헌점을 가진다. 첫째, 본 연구는 이익의 가치관련성에 영향을 미치는 요인으로서 노동조합을 조사함으로써, 지배구조 및 소유구조의 측면을 조사한 선행연구를 확장하였다는 점에서 의의가 있다. 둘째, 노사관계가 경영자의 의사결정에 미치는 영향에 대한 연구가 최근 회계학연구 분야에서도 활발히 수행되고 있는 가운데 대부분의 연구는 노동조합과 경영자가 서로 임금협상에서 유리한 입지를 차지하기 위해 대립적인 의사결정을 한다는 것을 전제로 하고 있다. 반면 본 연구는 노동조합의 모니터링 역할의 측면을 조사하였다는 점에서 선행연구와 차별성을 가진다.

본 연구의 구성은 다음과 같다. 제Ⅱ장에서는 선행연구를 검토하고 가설을 설정하였다. 제Ⅲ장에서는 표본에 대한 설명 및 연구모형을 제시하였다. 제Ⅳ장에서는 실증분석결과 및 강건성

본 논문의 부록을 참고할 수 있다.

분석결과를 보고하였다. 마지막으로 제 V 장에서는 결론과 연구내용을 요약·제시하였다.

II. 선행연구 및 가설설정

1. 지배구조와 회계정보의 가치관련성에 대한 선행연구

선행연구는 기업의 소유구조 및 지배구조가 이익의 가치관련성에 영향을 미칠 수 있을 것으로 예상하였으며, 구체적으로 경영자의 지분율, 기관투자자의 지분율, 지분율과리도, 그리고 이 사회의 특성 등이 유의미한 역할을 하고 있다는 결과를 보고하였다(Warfield et al. 1995 ; Vafeas 2000 ; Jiambalvo et al. 2002 ; Fan and Wong 2002).

먼저 대표적인 연구로 Warfield et al.(1995)는 소유와 경영이 분리된 오늘날의 기업 구조에서 경영자의 지분율이 낮으면 경영자의 기회주의적 행동을 통제하기 위해 회계정보에 근거한 계약이 많아지게 되는데, 결국 이는 경영자로 하여금 회계정보를 왜곡시켜 회계이익의 유용성 및 품질을 저하시킨다고 주장하였다. 실증분석 결과는 이와 일관되게 경영자의 지분율이 높을수록 회계이익의 가치관련성이 크고 재량적발생액이 적음을 보여주었다.

한편, Jiambalvo et al.(2002)는 기관투자자의 지분율이 높을수록 이익의 가치관련성이 크다는 연구결과를 보고하고, 이에 대해 기관투자자는 기업의 정보를 획득하고 분석하는 데 있어서 다른 투자자들에 비해 상대적으로 우위에 있기 때문에 미래 이익을 예측하는 데 있어서 현재의 이익 정보를 더 잘 사용할 수 있어야 하며 따라서 기관투자자가 해당 기업의 주식을 많이 보유할수록 현재의 주가가 미래 이익 정보를 더 많이 반영하게 된다고 설명하였다.

특히 이러한 소유구조나 지배구조 측면을 바라본 연구의 흥미로운 점은 같은 변수라 할지라도 국가에 따라 그 역할에 차이가 나타날 수 있다는 점이다. 예를 들어 경영자의 지분율의 경우, 미국을 대상으로 한 Warfield et al.(1995)의 연구에서는 경영자의 지분율이 높을수록 이익의 가치관련성이 높다는 결과가 보고된 반면 가족기업(family firm)이 많은 싱가포르를 대상으로 한 Yeo et al.(2002)의 연구에서는 경영자의 지분율이 낮은 구간에서는 경영자의 지분율이 높을수록 이익의 가치관련성이 높지만, 경영자의 지분율이 높은 구간에서는 경영자의 entrenchment 효과 때문에 오히려 역의 관계가 나타났다. 마찬가지로 가족기업이 많고 소유집중도가 높은 덴마크를 대상으로 한 Gabrielsen et al.(2002)의 연구에서도 경영자의 지분율이 높을수록 이익의 가치관련성 간의 음(-)의 관계가 보고되어 Warfield et al.(1995)의 연구와 차이를 보였다.

미국 외 국가를 대상으로 한 연구에서, Fan and Wong(2002)은 미국과는 지배구조 및 대리인 문제의 형태가 상이한 동아시아(East Asia) 국가를 대상으로 소유집중(ownership concentration) 및 지분율과리도(separation of ownership and control)가 이익의 가치관련성에 미치는 영향을 분

석하였다. 구체적으로 Fan and Wong(2002)은 소유집중 및 지분유평리도가 클수록 지배주주가 소액주주의 권리를 침해하여 자신의 사적 이익을 추구하기 위하여 회계이익을 조작하거나, 혹은 유용한 정보는 숨기고 유용하지 않은 정보는 보고하는 등의 행위를 손쉽게 함으로 해서 이익의 가치관련성이 작아질 것으로 예상하였으며 연구결과는 이와 일관된 현상을 보고하였다.

마지막으로 이사회 특성인 이익의 가치관련성에 영향을 미친다는 결과가 일부 보고되었다. Vafeas(2000)에 따르면 이사회 독립성 및 규모가 클수록 회계정보에 대한 모니터링 효과가 클 것으로 예상되었는데, 분석결과 이사회 독립성과 관련해서는 유의한 결과가 보고되지 않았으나 이사회 규모와 관련해서는 이사회 규모가 작을수록 이익의 가치관련성이 큰 것으로 나타나서 이사회 특성이 이익의 가치관련성을 결정하는 유의미한 변수임을 시사하였다. 한편 Firth et al.(2007)에서는 중국을 대상으로 이사회 독립성, 규모, 그리고 활동성을 조사한 결과, 이사회 독립성이 클수록 이익의 가치관련성이 크다는 결과를 보고하였다.

이처럼 이익의 가치관련성은 회계기준 및 기업의 지배구조에 따라 차이가 있을 수 있는바, 각 국가별 연구가 활발히 진행된 것이 이 분야의 연구의 특징이다. 국내에서도 기업의 소유구조와 지배구조의 영향과 관련해서 이사회 및 감사위원회의 특성(이효익과 문상혁 2004), 지배주주의 소유-지배권 괴리(도상호와 안홍복 2008), 투자자유형별 지분유평(김경순과 조장연 2011) 등이 이익의 가치관련성에 영향을 미치고 있음이 보고되었다.

이상의 연구들을 종합하면 크게 주주와 경영자 간의 대리인 문제, 혹은 지배주주와 소액주주 간의 대리인 문제를 얼마나 잘 모니터링하고 통제하는 지에 초점을 맞추어 연구가 발전해 온 모습을 볼 수 있다. 그런데 보다 크게 보면 기업의 회계정보, 특히 이익정보에 관심을 가지는 주체는 상당히 다양하면 이들 모두가 지배구조 혹은 규제의 축을 이룬다고 볼 수 있다. 예를 들어 기업의 이익은 주주에게는 배당소득, 정부에게는 세금, 그리고 경영자에게는 성과급을 결정할 뿐만 아니라 종업원의 입장에서 임금 및 성과급을 결정하는 주요 요인이 된다. 따라서 종업원은 다른 회계정보, 특히 이익정보에 큰 관심을 가지고 있다. 이에 본 연구에서는 이익의 가치관련성에 영향을 미치는 요인 가운데 지배구조의 한 측면으로서 노동조합을 살펴보고자 한다. 이를 통해 기존에 활발히 연구되었던 소유구조 및 이사회 특성 등에 더하여 기업의 주요 감시자의 역할에 대한 이해의 폭을 넓히는 데 도움이 될 것으로 기대된다.

2. 가설설정

종업원은 기업 활동의 주체이자 그 결과물인 이익 분배의 주된 이해관계자로서 기업에 유의미한 영향을 미친다. 그런데 이 과정에서 경영자와 종업원은 성과를 높이기 위해 협력적인 관계를 유지하고 서로의 이익을 극대화하기도 하지만, 현실적으로는 이익 분배 문제를 두고 서로 유리한 결과를 도출하기 위해 갈등을 빚게 되는 경우가 많다. 따라서 경영자는 가능하면 정보를

노출하지 않고 유지하거나 혹은 이익을 하향 조정할 유인이 있으며, 반대로 종업원은 이에 대응하여 정보의 투명성 및 신뢰성을 요구하는 입장에 서게 된다. 이러한 노사관계 이슈는 특히 노사관계의 특징을 더욱 잘 관찰할 수 있는 연구 환경인 노동조합을 중심으로 해서, 노동조합과 이익조정(earnings management) 혹은 정보불균형(information asymmetry) 간의 관련성을 조사하는 연구의 흐름을 형성하였다(Liberty and Zimmerman 1986 ; DeAngelo and DeAngelo 1991 ; 윤순석과 고대영 2006 ; Hilary 2006 ; 안태식 등 2011 ; 최정운과 배길수 2011). 연구결과에 따르면 연구대상국가, 기업이 처한 환경, 노동조합의 영향을 나타내는 변수의 정의 등에 따라 분석결과가 조금씩 다르게 나타나고 있어서, 노동조합과 이익의 가치관련성 간의 관련성에 대한 연구 역시 다양한 관점에 대한 고려가 필요하며 실증분석의 제시가 이러한 관점을 정리하는데 도움이 될 것으로 기대된다.

먼저, 일련의 선행연구를 보면 노동조합과 이익의 가치관련성이 음(-)의 관련성을 가질 것으로 기대된다. 예를 들어 DeAngelo and DeAngelo(1991)는 경영자가 임금협상에서 가능한 고용관련비용을 절감하기 위하여 회계이익을 하향조정할 유인이 있다는 주장과 일관되게 노사협상 기간동안 기업이 회계이익을 하향조정한다는 결과를 보고하였다. 국내에서도 이와 일관되게 윤순석과 고대영(2006)이 노사분규발생자료를 이용하여 노사분규기업이 미분규기업에 비해 발생액이 더 낮다는 결과를 보고하여, 임금협상에 어려움을 겪는 기업일수록 회계이익을 하향 조정하는 경향이 있음을 시사 하였다. 한편 기업정보의 공시와 관련해서도 노동조합의 협상력이 강할수록 정보를 가진 투자자와 그렇지 못한 투자자 간의 정보불균형이 크다는 결과가 보고되었다(Hilary 2006). 이를 종합하면 경영자는 노사관계를 유리하게 이끌고자 하는 유인이 있는 바, 특히 노동조합이 존재하면 그렇지 않은 기업에 비해 이익조정이 더 많이 이루어지거나 정보비대칭이 강화됨에 따라 이익의 가치관련성이 감소할 것으로 예상된다.

그러나 다른 한편으로 노동조합은 위에서 언급한 경영자의 유인에 대해 모니터링 역할을 수행할 것으로 기대되기도 한다. 예를 들어 최정운과 배길수(2011)은 유노조기업이 무노조기업에 비해 하향이익조정과 상향이익조정을 모두 덜 한다는 결과를 보고하면서, 노동조합이 경영자를 감시하여 이익조정을 덜 하게 하는 역할을 수행하고 있는 것으로 해석하였다. 한편 안태식 등(2011)은 유노조기업이 무노조기업에 비해 공정공시 횟수가 적다는 결과를 보고하여 Hilary(2006)와 일관되게 노동조합이 기업의 정보불균형을 심화시킬 수 있다는 증거를 제시하는 한편, 추가적으로 유노조기업만을 대상으로 한 분석에서는 노동조합의 협상력이 강할수록 공정공시 횟수가 많다는 결과를 보고하였다. 이는 노동조합이 감시자 역할을 하고 있음을 지지하는 증거로서, 노동조합의 존재만으로는 기업의 투명경영을 제고하기에 부족하지만, 노동조합의 협상력이 강해지면 투명경영에 대한 요구에 힘이 실릴 수 있음을 시사 하는 것으로 해석될 수 있다. 아울러 공정공시의 내용별로 추가분석을 수행한 결과, 노동조합의 영향력과 공정공시 횟수와의 관계는 특히 “매출액, 영업이익, 당기순이익 등 실적공시”의 경우에서 유의하여, 기업의 다양한

정보 가운데에서도 성과정보가 노사 양측의 주된 관심사임을 알 수 있다.⁴⁾

선행연구에서 소유구조나 지배구조가 이익의 가치관련성에 영향을 줄 것으로 기대하는 이유는 소유구조 및 지배구조가 기업을 모니터링하고 회계정보의 신뢰성을 제고함으로써 이익의 정보효과를 증진시킨다고 보기 때문이다. 따라서 노동조합이 다른 모니터링 기제와 마찬가지로 노사협상에 있어 협상력을 강화하려는 경영자의 유인에 대응하여 회계정보의 투명성 및 신뢰성을 제고하는 역할을 한다면, 노동조합이 존재하면 그렇지 않은 기업에 비해 이익의 가치관련성이 증가할 것으로 예상된다.

이상의 논의를 종합하면, 노동조합은 기업의 이익조정과 정보비대칭의 강화를 통해 이익의 가치관련성을 저하시킬 수도 있는 반면, 기업이 경영자의 행동을 모니터링하고 회계정보의 품질 및 공시품질을 제고하여 이익의 가치관련성을 증가시킬 수도 있을 것으로 기대된다. 따라서 노동조합과 이익의 가치관련성 간의 관계에 대해 다음과 같이 귀무가설을 설정한다.

가설 : 노동조합은 이익의 가치관련성과 관련이 없다.

III. 연구설계

1. 실증분석 모형

연구가설을 검증하기 위하여 본 연구는 Price model과 Return model을 각각 사용한다. 먼저 Price model은 Ohlson(1995)을 확장하여 다음의 식(1)과 같은 모형을 구성하였다.⁵⁾

-
- 4) 한국거래소 상장공시시스템의 공정공시정보는 (1) 장래사업계획, (2) 수시공시의무 관련사항, (3) 매출액, 영업이익, 당기순이익 등 전망 및 예측치, (4) 매출액, 영업이익, 당기순이익 등 실적공시, (5) 공정공시 의무종합, 그리고 (6) 기타의 여섯 가지로 구분하여 제공되고 있다
- 5) 기업에 투자한 주주의 입장에서 볼 때 기업의 가치는 미래에 예상되는 배당금액의 현재가치라고 할 수 있다. 즉 주주는 어떠한 주식에 투자함으로써 수취하게 되는 미래 배당금액을 적절한 할인율로 할인한 금액을 그 기업의 본질가치로 간주하고 그만큼의 취득대금을 지불하고자 할 것인 바, 이처럼 기업의 시장 가치는 투자자의 관점을 반영하여 형성된다. Ohlson(1995)은 이러한 배당할인모형으로부터 초과이익 모형(residual income model)을 도출함으로써 배당금액 대신 주요 회계 정보인 장부금액과 이익을 기업의 본질가치와 연결시켰다. Ohlson(1995) 모형에서 초과이익이란 주주의 기대이익을 초과하는 이익을 뜻하며, 구체적으로 기업의 본질가치는 기업의 장부금액과 미래에 예상되는 초과이익의 현재가치의 합으로 표현된다. 이익의 가치관련성에 관한 선행연구에서는 당기의 이익이 미래의 이익에 대한 정보를 내포하고 있다고 보고 미래에 예상되는 초과이익의 현재가치를 당기의 이익으로 대체하여 사용하고 있다. 본 논문에서도 선행연구를 따라 기업의 본질가치를 기업의 장부금액과 당기의 이익으로 보고 연구 모형을 설정한다.

$$\begin{aligned}
Price_{i,t} = & \beta_0 + \beta_1 \cdot BPS_{i,t} + \beta_2 \cdot BPS_{i,t} \cdot Union_{i,t} + \beta_3 \cdot EPS_{i,t} + \beta_4 \cdot EPS_{i,t} \cdot Union_{i,t} \\
& + \beta_5 \cdot EPS \cdot Size_{i,t} + \beta_6 \cdot EPS \cdot Leverage_{i,t} + \beta_7 \cdot EPS \cdot MB_{i,t} \\
& + \beta_8 \cdot EPS \cdot Risk_{i,t} + \beta_9 \cdot EPS \cdot Loss_{i,t} \\
& + \beta_{10} \cdot Union_{i,t} + \beta_{11} \cdot Size_{i,t} + \beta_{12} \cdot Leverage_{i,t} + \beta_{13} \cdot MB_{i,t} \\
& + \beta_{14} \cdot Risk_{i,t} + \beta_{15} \cdot Loss_{i,t} + \epsilon_{i,t}
\end{aligned} \tag{1}$$

여기에서,

$Price_{i,t}$ = 결산월 이후 3개월 시점의 주가,

$BPS_{i,t}$ = 주당장부가치,

$EPS_{i,t}$ = 주당순이익,

$Union_{i,t}$ = 노동조합 관련 변수,

(1) $DumUnion_{i,t}$ = 사업보고서상의 노동조합 가입인원이 1명 이상이면 1, 아니면 0의 값을 갖는 더미변수,

(2) $UnionRatio_{i,t}$ = 노동조합가입률(=노동조합 가입인원수/총종업원수),

$Size_{i,t}$ = 총자산에 자연로그를 취한 값,

$Leverage_{i,t}$ = 총부채를 총자산으로 나눈 값,

$MB_{i,t}$ = 시가총액을 장부가치로 나눈 값,

$Risk_{i,t}$ = 과거 5개년간의 월별주식수익률로 측정한 체계적 위험 베타,

$Loss_{i,t}$ = 순손실을 보고하면 1, 아니면 0의 값을 갖는 더미변수.

위의 식(1)에서 종속변수인 $Price_{i,t}$ 는 i 기업, t 기의 결산월 이후 3개월 시점의 주가이다. Price model에서는 기업의 주가가 현재 시점의 장부가치와 미래 기대현금흐름의 합으로 결정된다고 보기 때문에, 주가를 설명하는 설명변수로서 $BPS_{i,t}$ 는 i 기업, t 기의 주당장부가치이고 $EPS_{i,t}$ 는 i 기업, t 기의 주당순이익을 의미한다.

한편 본 연구의 가설을 검증하기 위해 노동조합변수 $Union_{i,t}$ 를 도입하고 노조유무 혹은 노동조합가입률로 정의한다. 노사관계가 매우 복잡하다는 점을 고려할 때, 노동조합이 기업에 미치는 영향을 이해하기 위해서는 보다 구체적이고 다양한 변수의 도입이 필요할 것이다. 그러나 자료의 입수가 제한적인 상황에서, 선행연구를 통해 노조유무와 노동조합가입률 변수는 그 타당성이 확보되어 왔다. 또한 국내의 경우 각 기업의 사업보고서를 통해 대규모표본의 기업단위 정보를 입수할 수 있다는 자료상의 이점이 연구의 정확성을 제고할 것으로 기대된다.

우선, 노조유무가 이익의 가치관련성에 미치는 영향을 검증하기 위하여 기업 i 가 t 기에 노동조합에 가입해 있는지 여부를 나타내는 변수 $DumUnion_{i,t}$ 을 설정한다. $DumUnion_{i,t}$ 은 더미변수로서 사업보고서상의 노동조합 가입인원이 1명 이상이면 1, 아니면 0의 값을 갖는다. 본 연구는 노동조합이 이익의 가치관련성에 미치는 영향을 분석하고 있으므로 주당순이익과 노동조합변수의 교차항인 $EPS_{i,t} \cdot Union_{i,t}$ 의 계수 β_4 의 부호에 초점을 맞추어 결과를 해석하며 분석

결과 만약 β_4 가 유의하게 양(+)의 값을 갖는다면 노동조합이 모니터링효과를 수행함으로 해서 이익의 가치관련성이 높아진다는 해석이 가능하며, 이와 반대로 만약 β_4 가 유의하게 음(-)의 값을 갖는다면 노동조합이 이익조정 및 정보비대칭을 가중시킴으로 해서 이익의 가치관련성이 낮아진다는 해석이 가능하다.

다음으로 노동조합의 협상력의 크기에 따라 이익의 가치관련성에 차이가 있는지를 살펴보기 위하여 노동조합의 협상력의 대용치인 $UnionRatio_{i,t}$ 를 설정한다. $UnionRatio_{i,t}$ 는 노동조합 가입률로서 노동조합 가입인원수를 총종업원수로 나눈 값이다. 결과에 대한 해석은 위와 마찬가지로 주당순이익과 노동조합변수의 교차항인 $EPS_{i,t} \cdot Union_{i,t}$ 의 계수 β_4 의 부호에 근거하여 만약 β_4 가 유의하게 양(+)의 값을 갖는다면 노동조합의 협상력이 강할수록 모니터링 역할을 보다 효율적으로 수행함으로 해서 이익의 가치관련성이 높아진다고 볼 수 있으며, 이와 반대로 만약 β_4 가 유의하게 음(-)의 값을 갖는다면 노동조합의 협상력이 강할수록 이익조정 및 정보비대칭이 커져서 이익의 가치관련성이 낮아진다고 볼 수 있다.

한편, 기업의 특성으로서 기업규모($Size_{i,t}$), 부채비율($Leverage_{i,t}$), 성장성($MB_{i,t}$), 체계적 위험($Risk_{i,t}$), 그리고 손실여부($Loss_{i,t}$)가 이익의 가치관련성에 영향을 미칠 것으로 보아 이를 통제한다(Collins and Kothari 1989 ; Hayn 1995 ; Warfield et al. 1995 ; Subramanyam and Wild 1996 ; Vafeas 2000 ; Firth 2007). 먼저 기업규모가 클수록 회계정보에 대한 감시가 활발하고 정보비대칭의 위험이 상대적으로 적어서 이익의 가치관련성이 높을 것으로 예상된다. 선행연구에서는 또한 부채비율이 높을수록 이익의 가치관련성이 낮을 것으로 예상하고 있다. 이는 재무건정성이 나빠지거나 손실을 보고한 기업의 경우 이익의 가치관련성이 작아진다는 연구(Barth et al. 1998 ; Hayn 1995)결과와도 연결 지어 생각해 볼 수 있다. 한편, 성장성이 높은 회사일수록 이익의 지속성이 높아서 결과적으로 가치관련성이 높을 것으로 기대되었으며 실증분석결과는 이를 지지하였다. 마지막으로 기업의 체계적 위험이 클수록 이익의 가치관련성이 낮을 것이다.

다음으로 Return model은 다음의 식(2)와 같은 모형을 구성하였다.

$$\begin{aligned}
 Return_{i,t} = & \beta_0 + \beta_1 \cdot \Delta EPS_{i,t} + \beta_2 \cdot \Delta EPS_{i,t} \cdot Union_{i,t} \\
 & + \beta_3 \cdot \Delta EPS \cdot Size_{i,t} + \beta_4 \cdot \Delta EPS \cdot Leverage_{i,t} \\
 & + \beta_5 \cdot \Delta EPS \cdot MB_{i,t} + \beta_6 \cdot \Delta EPS \cdot Risk_{i,t} + \beta_7 \cdot \Delta EPS \cdot Loss_{i,t} \\
 & + \beta_8 \cdot Union_{i,t} + \beta_9 \cdot Size_{i,t} + \beta_{10} \cdot Leverage_{i,t} + \beta_{11} \cdot MB_{i,t} \\
 & + \beta_{12} \cdot Risk_{i,t} + \beta_{13} \cdot Loss_{i,t} + \epsilon_{i,t}
 \end{aligned} \tag{2}$$

여기에서,

$Return_{i,t}$ = 결산월 이전 9개월부터 결산월 이후 3개월까지 12개월간의 수익률,

$\Delta EPS_{i,t}$ = 주당순이익의 변화를 기초주가로 나눈 값

(즉, $\Delta EPS_{i,t} = [(EPS_{i,t} - EPS_{i,t-1}) / P_{i,t-1}]$),

$Union_{i,t}$ = 노동조합 관련 변수,

(1) $DumUnion_{i,t}$ = 사업보고서상의 노동조합 가입인원이 1명 이상이면 1, 아니면 0의 값을 갖는 더미변수,

(2) $UnionRatio_{i,t}$ = 노동조합가입률 (=노동조합 가입인원수/총종업원수),

$Size_{i,t}$ = 총자산에 자연로그를 취한 값,

$Leverage_{i,t}$ = 총부채를 총자산으로 나눈 값,

$MB_{i,t}$ = 시가총액을 장부가치로 나눈 값,

$Risk_{i,t}$ = 과거 5개년간의 월별주식수익률로 측정된 체계적 위험 (market model systematic risk),

$Loss_{i,t}$ = 순손실을 보고하면 1, 아니면 0의 값을 갖는 더미변수.

위의 식(2)에서 종속변수인 $Return_{i,t}$ 은 i 기업, t 기의 결산월 이전 9개월부터 결산월 이후3개월까지 12개월간의 수익률로서, 주당순이익의 변화인 $\Delta EPS_{i,t}$ 에 의해 설명된다. 한편 노동조합이 이익의 가치관련성에 미치는 영향을 조사하기 위하여 노동조합변수 $Union_{i,t}$ 를 도입하고 가설에 따라 노조유무($DumUnion_{i,t}$) 혹은 노동조합가입률($UnionRatio_{i,t}$)로 정의한다. 분석결과 만약 주당순이익의 변화와 노동조합변수의 교차항인 $\Delta EPS_{i,t} \cdot Union_{i,t}$ 의 계수 β_2 가 유의하게 양(+)의 값을 갖는다면 노동조합이 모니터링효과를 수행함으로써 해서 이익의 가치관련성이 높아진다는 해석이 가능하며, 이와 반대로 만약 β_2 가 유의하게 음(-)의 값을 갖는다면 노동조합이 정보비대칭을 가중시킴으로써 해서 이익의 가치관련성이 낮아진다는 해석이 가능하다.

한편, 식(1)과 마찬가지로 식(2)에서도 이익의 가치관련성에 영향을 미치는 변수로서 기업규모($Size_{i,t}$), 부채비율($Leverage_{i,t}$), 성장성($MB_{i,t}$), 체계적 위험($Risk_{i,t}$), 그리고 손실여부($Loss_{i,t}$)를 통제한다.⁶⁾

6) 유노조기업과 무노조기업은 기업의 특성 및 구성원의 특성에 있어서 차이가 있을 수 있으며, 교섭형태도 상이하다. 이와 관련하여 기존 연구에서는 노동조합가입률의 영향을 분석할 때 유노조기업만을 대상으로 분석을 수행하되 Heckman(1979)의 2단계 분석방법을 이용하여 표본선택의 편의를 통제하는 방법론이 사용된 바 있다(안태식 등 2011 ; 박진하 등 2015). 그러나 기존 연구에서도 지적한 바와 같이 자료상의 한계에 기인하여 노조유무의 결정변수를 충분히 설정할 수 없다는 한계점이 존재하였으며, 일부 혼재된 연구결과가 보고되기도 하였다. 이에 더하여 본 논문은 특히 연구모형에 다수의 교차항을 포함하고 있는 관계로 Heckman 분석방법을 사용함에 있어서 통계패키지를 이용한 분석 및 해석상 어려움이 있다. 논문에 보고하지는 않았으나, 제한적으로나마 여성비율변수를 결정변수로 사용한 Heckman의 분석결과는 본 논문의 주된 결과와 상반되게 나타나거나 혹은 유의하지 않았다. 요약하면, 본 연구는 기존 연구와 마찬가지로 1단계 분석에서의 적절한 결정변수 도입, 그리고 2단계 분석에서의 교차항의 존재와 관련하여 노동조합변수의 내생성을 적절히 통제하는데 한계점이 존재한다.

2. 표 본

본 연구의 표본은 1998년부터 2008년까지 우리나라 거래소에 상장된 기업이다. 재무정보와 주가정보는 KIS-VALUE에서 추출하였고 기업의 노동조합의 현황에 관한 자료는 금융감독원 전자공시시스템(dart.fss.or.kr)에 공시된 각 기업의 사업보고서에서 직접 수집하였다. 표본 선정 기준은 다음과 같다.

- (1) 표본기간동안 거래소에 상장된 기업(상장폐지 기업 포함, 금융업 제외)
- (2) 자산총계 및 자본총계의 값이 양(+)인 기업
- (3) 노동조합 가입현황에 관한 자료가 입수 가능한 기업⁷⁾
- (4) 재무자료 및 주가자료가 입수 가능한 기업

먼저, 본 연구에서는 생존편의(survivorship bias)의 문제를 고려하여 표본기간 중에 상장 폐지된 기업도 표본에 포함하였다. 그리고 표본의 동질성을 확보하기 위하여 금융업에 속한 기업 및 12월 이외의 결산법인은 분석에서 제외하였다. 한편, 자산총계 및 자본총계의 값이 음(-)인 기업은 자료상의 오류가 있거나 혹은 정상적인 영업활동을 수행한 것으로 보기 어렵다고 판단하여 표본에서 제외하였다. 표본선정 과정을 통해 최종적으로 수집된 표본의 수는 587개 기업의 5,346개 기업-연도 관측치이다. 표본 선정 과정을 표로 제시하면 다음 <표 1>과 같다.

<표 1> 표본 선정 과정

표본 선정 기준	제외된 관측치	남은 관측치
표본기간동안 거래소에 상장된 기업(상장폐지 기업 포함, 금융업 제외)으로서, 자산총계 및 자본총계의 값이 양(+)인 기업		7,033
노동조합 가입현황에 관한 자료가 입수 가능한 기업	845	6,188
재무자료 및 주가자료가 입수 가능한 기업	842	5,346

분석에 사용된 5,346개 기업-연도 관측치의 산업별 분포는 <표 2>와 같다. 한국표준산업분류(KSIC, Korea Standard Industry Code)에 따라 산업별 분포를 살펴 본 결과, ‘제조업’에 속한 관측치가 전체 표본의 68.24%로 가장 많았고, 그 다음으로 ‘전문, 과학 및 기술 서비스업’의 7.74%를 포함하여 다양한 서비스업에 관측치가 분포하고 있었다. 한편 ‘건설업’과 ‘도매 및 소매업’이 각각 6.66%와 7.11%로 보고되었다. 이러한 표본의 분포는 전반적으로 국내 선행연구와 일관되며 또한 연구결과가 특정 산업에 의해 도출된 것이 아님을 보여준다.

7) 사업보고서는 1998년 이후 현재까지 공시되고 있으나 본 논문의 관심변수인 노동조합의 현황은 2008년도까지만 보고되고 있다. 이에 따라 본 논문의 분석기간을 1998년부터 2008년까지로 설정하였다.

〈표 2〉 표본의 산업별 분포

산업 대분류	빈도(개)	백분율(%)
A00000/농업, 임업 및 어업 (01~03)	53	0.99%
B00000/광업 (05~08)	11	0.21%
C00000/제조업 (10~33)	3,648	68.24%
D00000/전기, 가스, 증기 및 수도사업 (35~36)	92	1.72%
F00000/건설업 (41~42)	356	6.66%
G00000/도매 및 소매업(45~47)	380	7.11%
H00000/운수업(49~52)	176	3.29%
I00000/숙박 및 음식점업 (55~56)	7	0.13%
J00000/출판, 영상, 방송통신 및 정보서비스업 (58~63)	171	3.20%
L00000/부동산업 및 임대업 (68~69)	—	0.00%
M00000/전문, 과학 및 기술 서비스업 (70~73)	414	7.74%
N00000/사업시설관리 및 사업지원 서비스업 (74~75)	17	0.32%
P00000/교육 서비스업(85)	4	0.07%
R00000/예술, 스포츠 및 여가관련 서비스업(90~91)	17	0.32%
S00000/협회 및 단체, 수리 및 기타 개인 서비스업(94~96)	—	0.00%
합 계	5,346	100%

주1) 산업별 구분은 KIS-VALUE의 산업분류(KSIC-9)에 따름. 단, K00000/금융 및 보험업(64~66)은 표본에서 제외함.

IV. 실증분석 결과

1. 변수의 기술통계

주요변수들의 기술통계량은 <표 3>과 같다. 먼저 주가($Price_{i,t}$)의 평균값은 20,581원이고 주당장부가치($BPS_{i,t}$)의 평균값은 29,918원으로 보고되었다. 한편 주당순이익($EPS_{i,t}$)의 평균값은 2,061원으로 나타났다. 다음으로 주가수익률을 나타내는 $Return_{i,t}$ 은 0.02를 기록하여, 기업의 12개월간 주식수익률이 평균적으로 2%임을 알 수 있다. 주당순이익의 변화를 기초주가로 나눈 값인 $\Delta EPS_{i,t}$ 은 0.03이었다. 논문의 관심변수인 노동조합관련 변수로서 노조유무($DumUnion_{i,t}$)와 노동조합가입률($UnionRatio_{i,t}$)은 각각 0.67과 0.32로 보고되었다. 이는 표본에 속한 기업 가운데 67%가 유노조기업이며 유노조기업과 무노조기업을 합하여 평균적으로

종업원의 32%가 노조에 가입하였음을 의미한다.⁸⁾ 통제변수와 관련하여, 기업의 자산규모($Size_{i,t}$)는 평균 26.29로 보고되었는데, 이는 원래 값으로 보면 약 1조 1천7백억 원이다. 부채비율($Leverage_{i,t}$)은 평균 0.48로 총부채가 총자산의 48%였다. 한편, 시가총액을 장부가치로 나눈 값인 성장성($MB_{i,t}$)은 0.91로서, 평균적으로 기업의 시장가치가 장부가치보다 낮음을 알 수 있다. 다음으로 과거 5개년간의 월별주식수익률로 측정한 체계적 위험 베타($Risk_{i,t}$)의 평균값은 0.85였다. 마지막으로 손실여부($Loss_{i,t}$)의 평균값은 0.19로 보고되어 표본의 19%가 손실을 보고한 것으로 나타났다.

〈표 3〉 기술통계

변 수	평균	표준편차	최솟값	하위 25%	중위수	상위 25%	최댓값
$Price_{i,t}$	20,581	32,215	390	3,660	9,000	21,450	169,000
$BPS_{i,t}$	29,918	39,374	326	6,402	17,445	35,196	199,709
$EPS_{i,t}$	2,061	4,844	-8,927	101	844	2,822	22,335
$Return_{i,t}$	0.02	0.61	-1.08	-0.35	-0.07	0.24	2.62
$\Delta EPS_{i,t}$	0.03	0.56	-2.04	-0.07	0.01	0.09	2.86
$Dum\ Union_{i,t}$	0.67	0.47	0	0	1	1	1
$UnionRatio_{i,t}$	0.32	0.29	0	0	0.31	0.59	0.86
$Size_{i,t}$	26.29	1.46	23.64	25.26	26.03	27.12	30.52
$Leverage_{i,t}$	0.48	0.19	0.08	0.34	0.48	0.63	0.93
$MB_{i,t}$	0.91	0.94	0.1	0.36	0.6	1.08	6.01
$Risk_{i,t}$	0.85	0.4	-0.01	0.57	0.83	1.11	1.93
$Loss_{i,t}$	0.19	0.39	0	0	0	0	1
N	5,346						

8) 한편 <표 3>에는 보고하지 않았으나 유노조기업 3,583개만을 대상으로 하였을 경우 노동조합가입률($UnionRatio_{i,t}$)은 0.48로 나타나 종업원의 48%가 노조에 가입하였음을 알 수 있었다. 고용노동부가 행정관청(고용노동부, 지방자치단체)에 설립신고된 노동조합을 대상으로 집계한 2013년 전국노동조합 조직현황에 따르면 종업원이 300명 이상인 사업체의 경우 노조조직률이 47.7% 수준이다(고용노동부, 2013). 서로 다른 두 자료의 통계값을 비교해 보건데, 본 논문에서 사용하고 있는 사업보고서 자료가 고용노동부에서 집계한 결과와 일관성이 있는 것으로 생각된다. 아울러 사업보고서에서 노동조합 현황 관련 자료를 직접 수집하는 과정이 적절했음을 알 수 있다. 노동조합가입률의 영향을 조사한 본 연구의 주 분석에서는 유노조기업과 무노조기업을 모두 포함한 전체 표본을 사용한 결과를 보고하고 있다. 즉, 무노조기업의 경우 노동조합가입률의 값은 0으로 두고 분석을 수행하였다. 한편, 유노조기업과 무노조기업의 차이를 고려하여 유노조기업만을 사용한 분석 결과는 관련 주석을 통해 보고하였다.

- 주1) 변수정의 : $Price_{i,t}$ = 결산월 이후 3개월 시점의 주가, $BPS_{i,t}$ = 주당장부가치, $EPS_{i,t}$ = 주당순이익, $Return_{i,t}$ = 결산월 이전 9개월부터 결산월 이후 3개월까지 12개월간의 수익률, $\Delta EPS_{i,t}$ = 주당순이익의 변화를 기초주가로 나눈 값 (즉, $\Delta EPS_{i,t} = [(EPS_{i,t} - EPS_{i,t-1}) / P_{i,t-1}]$), $DumUnion_{i,t}$ = 사업보고서상의 노동조합 가입인원이 1명 이상이면 1, 아니면 0의 값을 갖는 더미변수, $UnionRatio_{i,t}$ = 노동조합 가입률 (=노동조합 가입인원수/ 총종업원수), $Leverage_{i,t}$ = 총부채를 총자산으로 나눈 값, $MB_{i,t}$ = 시가총액을 장부가치로 나눈 값, $Risk_{i,t}$ = 과거 5개년간의 월별주식수익률로 측정 한 체계적 위험 베타. $Loss_{i,t}$ = 순손실을 보고하면 1, 아니면 0의 값을 갖는 더미변수.
- 주2) 본 연구의 표본은 1998년부터 2008년까지 우리나라 거래소에 상장된 기업으로서, 재무정보와 추가정보는 KIS-VALUE에서 추출하였고 기업의 노동조합의 현황에 관한 자료는 금융감독원 전자공시시스템(dart.fss.or.kr)에 공시된 각 기업의 사업보고서에서 직접 수집하였다.
- 주3) 결측치를 제거하고 수집된 최종 표본의 수는 587개 기업의 5346개 기업-연도 관측치이며, 수집된 자료에서 양극단 1%에 속하는 관측치는 winsorization하였다.

2. 상관관계 분석

다음 <표 4>는 본 연구의 주요변수 간의 피어슨 상관계수 결과이다. 먼저 Price model에 사용된 변수인 주가($Price_{i,t}$), 주당장부가치($BPS_{i,t}$), 그리고 주당순이익($EPS_{i,t}$) 간의 관계를 보면, 주가($Price_{i,t}$)는 주당장부가치($BPS_{i,t}$) 및 주당순이익($EPS_{i,t}$)과 유의한 양(+)의 관련성을 보였다. 한편 노동조합 관련변수로서 노조유무($DumUnion_{i,t}$)가 주가($Price_{i,t}$)와 유의한 양(+)의 관련성을 보여서 무노조기업에 비해 유노조기업의 주가가 높은 것으로 나타났다. 노동조합가입률($UnionRatio_{i,t}$)과 주가($Price_{i,t}$)와의 관련성은 통계적으로 유의하지 않았다. 통제변수와 관련하여서는 기업규모($Size_{i,t}$)와 성장성($MB_{i,t}$)이 각각 주가($Price_{i,t}$)와 유의한 양(+)의 관련성을 보여서 기업규모가 크고 성장성이 높을수록 주가가 높은 것으로 나타났다. 반면 부채비율($Leverage_{i,t}$), 베타($Risk_{i,t}$), 그리고 손실여부($Loss_{i,t}$)는 각각 주가($Price_{i,t}$)와 유의한 음(-)의 관련성을 보여서 부채비율이 높고 체계적 위험이 크며 손실을 보고한 기업일수록 주가가 낮은 것으로 나타났다.

다음으로 Return model에 사용된 변수인 주식수익률($Return_{i,t}$)과 주당순이익의 변화($\Delta EPS_{i,t}$) 간의 관계를 보면, 양(+)의 값을 가지기는 하였으나 통계적으로 유의하지는 않았다. 한편 노동조합 관련변수로서 노조유무($DumUnion_{i,t}$)가 주식수익률($Return_{i,t}$)과 유의한 양(+)의 관련성을 보여서 무노조기업에 비해 유노조기업의 주식수익률이 높은 것으로 나타났다. 노동조합가입률($UnionRatio_{i,t}$)과 주식수익률($Return_{i,t}$)과의 관련성은 통계적으로 유의하지 않았다. 통제변수와 관련하여서는 기업규모($Size_{i,t}$)가 주식수익률($Return_{i,t}$)과 유의한 양(+)의 관련성을 보여서 기업규모가 클수록 주식수익률이 높은 것으로 나타났다. 반면 성장성($MB_{i,t}$)과 베타($Risk_{i,t}$)는 각각 주식수익률($Return_{i,t}$)과 유의한 음(-)의 관련성을 보여서 성

장성이 높고 체계적 위험이 큰 기업일수록 주식수익률이 낮은 것으로 나타났다.

이상의 결과는 주요변수 간의 상관관계를 살펴보는데 의의가 있다. 그러나 노동조합이 이익의 가치관련성에 미치는 영향을 조사하기 위해서는 실증분석모형에서 제시한 바와 같이 노동조합 관련변수를 Price model 및 Return model에 이익의 교차항으로 포함하여 회귀분석을 수행할 필요가 있다.

〈표 4〉 상관관계분석

Variables	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)	(11)	(12)
(1) $Price_{i,t}$	1											
(2) $BPS_{i,t}$	0.7195*	1										
(3) $EPS_{i,t}$	0.6994*	0.6485*	1									
(4) $Return_{i,t}$	-0.0222	0.0305	0.0267	1								
(5) $EPS_{i,t}$	0.0127	0.0293	0.2465*	0.0277	1							
(6) $Dum\ Union_{i,t}$	0.0964*	0.1911*	0.0931*	0.0497*	0.0089	1						
(7) $Union\ Ratio_{i,t}$	0.0124	0.1262*	0.0236	0.0345	0.0076	0.7686*	1					
(8) $Size_{i,t}$	0.4061*	0.3474*	0.2958*	0.0603*	0.009	0.2302*	0.2041*	1				
(9) $Leverage_{i,t}$	-0.1783*	-0.2338*	-0.2363*	0.0241	-0.0037	0.0771*	0.0977*	0.1806*	1			
(10) $MB_{i,t}$	0.2951*	-0.1194*	0.0678*	-0.1389*	-0.0137	-0.0913*	-0.1263*	0.0261	0.0886*	1		
(11) $Risk_{i,t}$	-0.0403*	-0.1376*	-0.0885*	-0.0419*	0.0172	-0.0676*	-0.0338	0.2182*	0.2142*	0.1156*	1	
(12) $Loss_{i,t}$	-0.1764*	-0.1509*	-0.4440*	-0.027	-0.2674*	-0.0460*	0.0024	-0.1523*	0.2473*	0.0432*	0.0581*	1

주1) 변수의 정의는 <표 3>과 같음.

주2) *는 1% 수준에서 유의함을 나타냄.

3. 회귀분석 결과

가. 노동조합이 이익의 가치관련성에 미치는 영향 (Price model)

<표 5>는 Price model을 이용하여 노동조합이 이익의 가치관련성에 미치는 영향을 분석한 결과이다. 연구모형에서 설명한 바와 같이 Price model을 이용하여 본 연구의 가설의 검증을 위해서는 주당순이익과 노동조합변수의 교차항인 $EPS_{i,t} \cdot Union_{i,t}$ 의 계수 β_4 의 부호에 초점을 맞추어 결과를 해석한다. 먼저 노동조합변수로서 노조유무($Dum\ Union_{i,t}$)를 대입한 열(1)의 분석 결과 $EPS_{i,t} \cdot Dum\ Union_{i,t}$ 의 계수는 1% 수준에서 유의하게 음(-)의 값($\beta_4 = -0.4835$, $t = -2.71$)을 갖는 것으로 나타났다. 이는 노동조합이 존재하면 그렇지 않은 기업에 비해 이익의 가치관련성이 높은 것으로 해석할 수 있다. 다음으로 노동조합변수로서 노동조합가입률($UnionRatio_{i,t}$)을 대입한 열(2)의 분석결과 $EPS_{i,t} \cdot UnionRatio_{i,t}$ 의 계수는 1% 수준에서 유의하게 음(-)의

값($\beta_4=0.3981$, $t=3.17$)을 갖는 것으로 나타났다. 이는 노동조합의 협상력이 강할수록 이익의 가치관련성이 높은 것으로 해석할 수 있다. 한편 열(2)의 결과는 노동조합가입률에 자연로그를 취한 값($\log UnionRatio_{i,t}$)을 사용하여도 일관되게 보고되었다. 구체적으로 열(3)을 보면 $EPS_{i,t} \cdot \log UnionRatio_{i,t}$ 의 계수는 1% 수준에서 유의하게 음(-)의 값($\beta_4=0.7921$, $t=2.61$)을 갖는 것으로 나타났다.⁹⁾

통제변수의 결과는 대체로 선행연구의 예상과 일치하였다. 주당순이익과 통제변수 각각의 교차항의 계수 값을 보면, 통제변수가 기업규모($Size_{i,t}$)와 성장성($MB_{i,t}$)인 경우에는 계수가 1% 수준에서 유의하게 양(+)의 값을 보고하여 기업규모가 크고 성장성이 높을수록 이익의 가치관련성이 높은 것으로 나타났다. 다음으로 재무구조와 관련하여 통제변수가 부채비율($Leverage_{i,t}$)인 경우를 보면 계수가 1% 수준에서 유의하게 음(-)의 값을 보고하여 부채비율이 높은 기업일수록 이익의 가치관련성이 낮음을 확인할 수 있었다. 마지막으로 통제변수가 체계적위험($Risk_{i,t}$)와 손실여부($Loss_{i,t}$)인 경우 역시 계수가 1% 수준에서 유의하게 음(-)의 값을 보고하여 위험성이 높거나 손실을 보고한 기업일수록 이익의 가치관련성이 낮은 것으로 나타났다.

〈표 5〉 노동조합과 이익의 가치관련성에 대한 회귀분석 결과 (Price model)

$$Price_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \cdot BPS_{i,t} + \beta_2 \cdot BPS_{i,t} \cdot Union_{i,t} + \beta_3 \cdot EPS_{i,t} + \beta_4 \cdot EPS_{i,t} \cdot Union_{i,t} + \beta_5 \cdot EPS \cdot Size_{i,t} + \beta_6 \cdot EPS \cdot Leverage_{i,t} + \beta_7 \cdot EPS \cdot MB_{i,t} + \beta_8 \cdot EPS \cdot Risk_{i,t} + \beta_9 \cdot EPS \cdot Loss_{i,t} + \beta_{10} \cdot Union_{i,t} + \beta_{11} \cdot Size_{i,t} + \beta_{12} \cdot Leverage_{i,t} + \beta_{13} \cdot MB_{i,t} + \beta_{14} \cdot Risk_{i,t} + \beta_{15} \cdot Loss_{i,t} + \epsilon_{i,t} \quad (1)$$

Variables	Predicted sign	(1)	(2)	(3)
<i>Intercept</i>	(?)	-25,130.6453*** (-8.47)	-25,462.5398*** (-9.90)	-25,645.0334*** (-8.77)
$BPS_{i,t}$	(+)	0.4231*** (15.55)	0.4669*** (46.95)	0.4785*** (25.35)
$BPS_{i,t} \cdot Dum Union_{i,t}$	(+)	-0.0839*** (-3.06)		
$BPS_{i,t} \cdot UnionRatio_{i,t}$	(+)		-0.2711*** (-15.92)	
$BPS_{i,t} \cdot \log UnionRatio_{i,t}$	(+)			-0.3765*** (-8.95)
$EPS_{i,t}$	(+)	-6.4433*** (-7.09)	-6.4667*** (-13.05)	-6.1859*** (-6.93)

9) 유노조기업만을 대상으로 분석을 수행한 결과, 노동조합가입률로 $UnionRatio_{i,t}$ 을 사용한 경우에는 통계적으로 유의한 결과가 보고되지 않았으나, 노동조합가입률에 자연로그를 취한 값($\log UnionRatio_{i,t}$)을 사용한 경우에는 본 분석과 질적·양적으로 일관된 결과가 보고되었다.

〈표 5〉 노동조합과 이익의 가치관련성에 대한 회귀분석 결과 (Price model) (계속)

Variables	Predicted sign	(1)	(2)	(3)
$EPS_{i,t} \cdot Dum Union_{i,t}$	(+)	0.4835*** (2.71)		
$EPS_{i,t} \cdot UnionRatio_{i,t}$	(+)		0.3981*** (3.17)	
$EPS_{i,t} \cdot \log UnionRatio_{i,t}$	(+)			0.7921*** (2.61)
$EPS_{i,t} \cdot Size_{i,t}$	(+)	0.2954*** (8.12)	0.2980*** (16.09)	0.2853*** (8.23)
$EPS_{i,t} \cdot Leverage_{i,t}$	(-)	-1.8279*** (-6.38)	-1.5479*** (-9.76)	-1.6613*** (-5.88)
$EPS_{i,t} \cdot MB_{i,t}$	(+)	1.6897*** (18.32)	1.6711*** (48.35)	1.6824*** (18.31)
$EPS_{i,t} \cdot Risk_{i,t}$	(-)	-0.4124*** (-2.76)	-0.3882*** (-5.38)	-0.3741*** (-2.58)
$EPS_{i,t} \cdot Loss_{i,t}$	(-)	-1.3930*** (-7.20)	-1.4779*** (-11.50)	-1.4834*** (-7.91)
$Dum Union_{i,t}$		198.4564 (0.49)		
$UnionRatio_{i,t}$			2,988.4537*** (5.45)	
$\log UnionRatio_{i,t}$				3,885.6268*** (5.05)
$Size_{i,t}$		873.9339*** (7.08)	849.5430*** (8.18)	853.2554*** (7.08)
$Leverage_{i,t}$		-4,024.5881*** (-5.41)	-4,127.6366*** (-5.68)	-4,082.4998*** (-5.58)
$MB_{i,t}$		6,855.5693*** (21.86)	6,962.6786*** (45.14)	6,959.3754*** (22.22)
$Risk_{i,t}$		742.9774** (2.16)	789.1835** (2.34)	794.9128** (2.38)
$Loss_{i,t}$		-282.8523 (-0.81)	-229.9591 (-0.57)	-252.7533 (-0.72)
N		5,145	5,145	5,143
$Adj. R^2$		0.89	0.89	0.89

주1) 변수의 정의는 <표 3>과 같음.

주2) 각각의 회귀분석에서 스튜던트화 잔차(studentized residual)의 절댓값이 2.5보다 큰 값을 가진 관측치는 극단치로 분류하여 분석에서 제외함.

주3) 괄호안의 수치는 각 설명변수별 회귀계수의 t 값임.

주4) *, **, ***는 각각 10%, 5%, 그리고 1% 수준에서 유의함을 나타냄(양측검정).

나. 노동조합이 이익의 가치관련성에 미치는 영향 (Return model)

<표 6>은 Return model을 이용하여 노동조합이 이익의 가치관련성에 미치는 영향을 분석한 결과이다. 연구모형에서 설명한 바와 같이 Return model을 이용하여 본 연구의 가설의 검증을 위해서는 주당순이익의 변화와 노동조합변수의 교차항인 $\Delta EPS_{i,t} \cdot Union_{i,t}$ 의 계수 β_2 의 부호에 초점을 맞추어 결과를 해석한다. 먼저 노동조합변수로서 노조유무($DumUnion_{i,t}$)를 대입한 열(1)의 분석결과 $\Delta EPS_{i,t} \cdot DumUnion_{i,t}$ 의 계수는 5% 수준에서 유의하게 음(+)의 값($\beta_2 = 0.0665$, $t=2.24$)을 갖는 것으로 나타났다. 이는 노동조합이 존재하면 그렇지 않은 기업에 비해 이익의 가치관련성이 높은 것으로 해석할 수 있다. 다음으로 노동조합변수로서 노동조합가입률($UnionRatio_{i,t}$)을 대입한 열(2)의 분석결과 $\Delta EPS_{i,t} \cdot UnionRatio_{i,t}$ 의 계수는 5% 수준에서 유의하게 음(+)의 값($\beta_2 = 0.1075$, $t=2.42$)을 갖는 것으로 나타났다. 이는 노동조합의 협상력이 강할수록 이익의 가치관련성이 높은 것으로 해석할 수 있다. 한편 열(2)의 결과는 노동조합가입률에 자연로그를 취한 값($\log UnionRatio_{i,t}$)을 사용하여도 일관되게 보고되었다. 구체적으로 열(3)을 보면 $\Delta EPS_{i,t} \cdot \log UnionRatio_{i,t}$ 의 계수는 5% 수준에서 유의하게 음(+)의 값($\beta_2 = 0.1450$, $t=2.47$)을 갖는 것으로 나타났다.¹⁰⁾

다음으로 통제변수의 결과는 유의하지 않았다. 그러나 이는 통제변수로 포함된 기업의 특성들이 이익의 가치관련성에 영향을 미치지 못하기 때문이라기보다는 국내에서는 특히 Return model의 설명력 자체가 상당히 낮기 때문인 것으로 생각된다.

<표 6> 노동조합과 이익의 가치관련성에 대한 회귀분석 결과 (Return model)

$$\begin{aligned} Return_{i,t} = & \beta_0 + \beta_1 \cdot \Delta EPS_{i,t} + \beta_2 \cdot \Delta EPS_{i,t} \cdot Union_{i,t} + \beta_3 \cdot \Delta EPS_{i,t} \cdot Size_{i,t} + \beta_4 \cdot \Delta EPS_{i,t} \cdot Leverage_{i,t} \\ & + \beta_5 \cdot \Delta EPS_{i,t} \cdot MB_{i,t} + \beta_6 \cdot \Delta EPS_{i,t} \cdot Risk_{i,t} + \beta_7 \cdot \Delta EPS_{i,t} \cdot Loss_{i,t} + \beta_8 \cdot Union_{i,t} \\ & + \beta_9 \cdot Size_{i,t} + \beta_{10} \cdot Leverage_{i,t} + \beta_{11} \cdot MB_{i,t} + \beta_{12} \cdot Risk_{i,t} + \beta_{13} \cdot Loss_{i,t} + \epsilon_{i,t} \end{aligned} \quad (2)$$

Variables	Predicted sign	(1)	(2)	(3)
<i>Intercept</i>	(?)	-0.7884*** (-6.43)	-0.8409*** (-6.85)	-0.8387*** (-6.84)
$\Delta EPS_{i,t}$	(+)	-0.5214* (-1.68)	-0.3025 (-0.90)	-0.2953 (-0.88)
$\Delta EPS_{i,t} \cdot DumUnion_{i,t}$	(+)	0.0665** (2.24)		
$\Delta EPS_{i,t} \cdot UnionRatio_{i,t}$	(+)		0.1075** (2.42)	
$\Delta EPS_{i,t} \cdot \log UnionRatio_{i,t}$	(+)			0.1450** (2.47)

10) 유노조기업만을 대상으로 분석을 수행한 결과, 노동조합가입률로 $UnionRatio_{i,t}$ 을 사용하거나 노동조합가입률에 자연로그를 취한 값($\log UnionRatio_{i,t}$)을 사용한 경우 모두 통계적으로 유의하지 않았다.

〈표 6〉 노동조합과 이익의 가치관련성에 대한 회귀분석 결과 (Returne model) (계속)

Variables	Predicted sign	(1)	(2)	(3)
$\Delta EPS_{i,t} \cdot Size_{i,t}$	(+)	0.0148 (1.18)	0.0067 (0.51)	0.0063 (0.48)
$\Delta EPS_{i,t} \cdot Leverage_{i,t}$	(-)	0.1125 (1.52)	0.1160 (1.54)	0.1169 (1.56)
$\Delta EPS_{i,t} \cdot MB_{i,t}$	(+)	0.0117 (0.84)	0.0009 (0.06)	0.0010 (0.07)
$\Delta EPS_{i,t} \cdot Risk_{i,t}$	(-)	-0.0090 (-0.29)	-0.0086 (-0.28)	-0.0080 (-0.27)
$\Delta EPS_{i,t} \cdot Loss_{i,t}$	(-)	0.0359 (1.23)	0.0332 (1.12)	0.0334 (1.13)
$Dum Union_{i,t}$		0.0091 (0.63)		
$UnionRatio_{i,t}$			-0.0199 (-0.85)	
$\log UnionRatio_{i,t}$				-0.0225 (-0.73)
$Size_{i,t}$		0.0333*** (6.87)	0.0357*** (7.40)	0.0356*** (7.38)
$Leverage_{i,t}$		-0.0039 (-0.11)	0.0018 (0.05)	0.0014 (0.04)
$MB_{i,t}$		-0.0672*** (-10.18)	-0.0678*** (-10.24)	-0.0677*** (-10.22)
$Risk_{i,t}$		-0.0741*** (-4.37)	-0.0735*** (-4.37)	-0.0734*** (-4.36)
$Loss_{i,t}$		-0.0598*** (-3.02)	-0.0629*** (-3.18)	-0.0631*** (-3.19)
N		5,178	5,177	5,177
$Adj. R^2$		0.04	0.04	0.04

주1) 변수의 정의는 <표 3>과 같음.

주2) 각각의 회귀분석에서 스튜던트화 잔차(studentized residual)의 절댓값이 2.5보다 큰 값을 가진 관측치는 극단치로 분류하여 분석에서 제외함.

주3) 괄호안의 수치는 각 설명변수별 회귀계수의 robust-t 값임.

주4) *, **, ***는 각각 10%, 5%, 그리고 1% 수준에서 유의함을 나타냄(양측검정).

4. 강건성분석 결과

가. 대안 모형의 사용

특정 변수가 이익의 가치관련성에 미치는 영향을 조사하는 선행연구에서는 Price model과 Return model이 다양한 방식으로 확장되어 사용되고 있다. 이에 따라 본 논문에서는 선행연구에서 사용된 다양한 모형을 추가적으로 적용해 봄으로써 연구결과의 강건성을 제고하고자 한다. 첫째, 본 논문의 모형에서는 standalone 변수를 포함하고 있으나 선행연구에 따라서는 이를 제외하기도 하였다. 이에 따라 standalone 변수를 제외하고 <표 5>과 <표 6>의 회귀분석을 다시 수행한 경우에도 결과는 동일하였다. 둘째, Return model을 도입함에 있어서 많은 연구들이 주식수익률($Return_{i,t}$)과 독립변수인 주당순이익의 변화($\Delta EPS_{i,t}$) 간의 관계를 조사한다. 이에 대해 Easton and Harris(1991)은 주당순이익($EPS_{i,t}$) 역시 가치관련성을 가지며, 이를 모형에 포함함으로써 이익의 가치관련성을 향상시킬 수 있다고 제안하고 있다. 이에 따라 Return model인 모형식 (2)에 주당순이익의 변화($\Delta EPS_{i,t}$)와 주당순이익($EPS_{i,t}$)을 모두 포함시켜서 <표 6>의 회귀분석을 다시 수행한 경우에도 결과는 동일하였다.¹¹⁾

나. 표본의 구성

본 연구에서는 금융업을 제외한 모든 산업의 1998년부터 2008년 자료를 하나의 표본으로 구성하여 분석을 수행하였다. 그러나 연도별·산업별로 노동조합의 특성이 상이할 수 있는 바, 연도·산업이 연구결과에 미치는 영향을 추가적으로 분석하였다.

먼저, 연도효과와 관련하여, 경제위기가 있었던 1998년과 2008년의 표본을 제외하고 가설을 재검증하였다. 분석결과는 전체기간의 표본을 사용한 주 분석 결과와 동일하였다.

다음으로, 산업효과와 관련하여, 전체 표본에서 차지하는 비중이 큰 순서대로 ‘제조업’, ‘전문, 과학 및 기술 서비스업’, ‘도매 및 소매업’, ‘건설업’을 분석대상으로 한정하여 개별적으로 분석을 실시하였다. 분석결과, 기업-연도 관측치수가 3,648개로 전체표본의 68.24%를 차지하고 있는 ‘제조업’은 pirce model의 경우에는 전체 표본의 분석결과와 동일하였다. 그러나 return model의 경우에는 노조유무($DumUnion_{i,t}$)의 효과만 존재하고, 노동조합의 영향을 노동조합가입률($UnionRatio_{i,t}$ 혹은 $\log UnionRatio_{i,t}$)로 측정한 경우에는 노동조합이 이익의 가치관련성에 미치는 영향이 통계적으로 유의하지 않았다. 한편, 표본개수가 400여개인 ‘전문, 과학 및 기술 서비스업’, ‘도매 및 소매업’, ‘건설업’은 대부분의 결과가 통계적으로 유의하지 않았으며, 일부 분석에서는 가설과 상반된 결과가 보고되기도 하였다.

종합하면 노동조합이 이익의 가치관련성에 미치는 영향은 분석기간 중의 연도효과에는 유의

11) Return model에서 사용된 주당순이익($EPS_{i,t}$)은 주당순이익을 기초주가로 나눈 값 (즉, $EPS_{i,t} = EPS_{i,t} / P_{i,t-1}$)이라는 점에서 Price model에서 사용된 주당순이익($EPS_{i,t}$) 값과는 차이가 있다.

한 영향을 받지 않았으나, 산업효과는 적지 않음을 알 수 있다. 따라서 본 연구의 결과는 전체 산업에 대한 평균적인 결과로 해석될 수 있다.¹²⁾

V. 결 론

본 연구에서는 노동조합이 이익의 가치관련성에 미치는 영향을 분석하였다. 기업을 둘러싼 다양한 이해관계자들이 존재하고 그들 각각이 자신의 입장에서 기업의 경영활동을 모니터링하는 가운데, 노동조합은 특히 자신의 권익을 보호하기 위하여 경영자의 경영의사결정 및 재무보고, 그리고 공시활동 등에 유의적인 영향력을 미치고 있으며 이러한 특징으로 인해 이익의 가치관련성이 달라질 수 있을 것으로 예상된다. 이에 따라 본 연구는 노동조합이 이익의 가치관련성에 영향을 미치고 있는지 여부를 검증하였다.

분석결과, 노동조합이 존재하는 기업은 그렇지 않은 기업에 비해 이익의 가치관련성이 높은 것으로 나타났다. 한편, 노동조합의 영향을 노동조합가입률로 측정한 경우에도 노동조합가입률이 높을수록 이익의 가치관련성이 높다는 결과가 보고되었다. 이는 노동조합이 특히 노사 양측의 주된 회계정보인 이익에 대한 모니터링 역할을 수행하여 재무제표의 품질을 높임에 따라 재무제표에 제공된 이익정보가 보다 유용한 정보가 될 수 있도록 하고 있는 것으로 해석할 수 있다. 이러한 결과는 이익의 가치관련성에 유의한 영향을 미치는 것으로 검증된 기업 특성을 통제 한 이후에도 유의하게 나타났다.

본 연구의 결과는 다음과 같은 공헌점을 가진다. 첫째, 본 연구는 지배구조 및 소유구조가 이익의 가치관련성에 미치는 영향을 조사한 선행연구에 더하여 기업의 주된 이해관계자인 노동조합을 조사함으로써, 관련 분야의 선행연구를 확장하였다는 점에서 의의가 있다. 둘째, 노사관계가 경영자의 의사결정에 미치는 영향에 대한 연구가 최근 회계학연구 분야에서도 활발히 수행되고 있는 가운데 노사관계를 바라보는 견해 및 실증연구 결과가 혼재되어 존재한다. 본 연구는 노동조합의 모니터링 역할을 지지하는 결과를 보고하였다는 점에서, 노사관계의 대립적 측면에 초점을 맞춘 선행연구와 함께 노사관계를 바라보는 다양한 견해를 균형 있게 뒷받침 할 수 있기를 기대한다. 한편, 본 연구에서는 노동조합이 기업에 미치는 영향을 노조유무와 노동조합가입률로만 측정하고 있으나 노동조합의 질적 특성을 보다 정교하게 측정할 수 있는 변수가 도입된다면 노동조합과 이익의 가치관련성 간의 관계에 대해 보다 풍부한 시사점을 얻을 수 있을 것이다.

12) 산업별 특성을 충분히 반영하지 못한 점은 본 연구의 한계점이라고 할 수 있다. 본 논문은 사업보고서 자료를 이용하고 있으며, 이에 따라 산업별 특성을 반영하기 위하여 강건성 분석을 통해 개별 산업별로 결과를 제시하였다. 그러나 이는 정확히 말하면, 산업별 특성을 반영한 것이 아니라 산업별 차이를 보여준 것이다. 후속 연구에서는 개별 산업별 노동조합의 특성, 특히 질적 특성을 반영할 수 있는 자료의 입수 및 변수의 개발이 필요하다.

참고문헌

- 김경순 · 조장연. 2011. “회계정보의 가치관련성에 대한 결정요인”. 회계학연구 제36권 제4호 : 169-209.
- 도상호 · 안홍복. 2008. “기업지배구조, 이연법인세자산 및 기업가치의 관련성 분석”. 회계학연구 제33권 제1호 : 33-68.
- 박진하 · 정형록 · 심호식. 2015. “노동조합이 채권신용등급에 미치는 영향에 대한 연구” working paper.
- 안태식 · 심호식 · 박진하. 2011. “노동조합이 기업의 공정공시에 미치는 영향에 대한 연구”. 회계학연구 제36권 제4호 : 55-94.
- 윤순석 · 고대영. 2006. “노사분규와 이익조정”. 회계학연구 제31권 제3호 : 95-120.
- 이세용. 2014. “발생액의 질이 회계이익과 순자산의가치관련성에 미치는 영향”. 세무와 회계저널 제15권 제1호 : 251-277.
- 이재운 · 윤재원. 2014. “감사법인특성과 회계정보가치관련성의 관계”. 세무와 회계저널 제15권 제2호 : 9-46.
- 이효익 · 문상혁. 2004. “이사회 및 감사위원회의 특성이 이익의 질과 가치관련성에 미치는 영향”. 한국회계학회 동계학술발표대회 발표논문집 : 279-322.
- 정태범. 2014. “국제회계기준 도입과 회계정보의 가치관련성”. 세무와 회계저널 제15권 제1호 : 163-187.
- 정현욱 · 이현주. 2014. “산업전문감사인이 회계정보의 가치관련성에 미치는 영향”. 세무와 회계저널 제15권 제4호 : 173-201.
- 최정운 · 배길수. 2011. “노동조합이 경영자의 이익조정에 미치는 영향 : 감시역할을 중심으로”. 경영학연구 제40권 제6호 : 1549-1575.
- 한국노동연구원. 2009. 「단체협약 비교분석연구」. 노동부
- Barth, M. E., W. H. Beaver, and W. R. Landsman. 1998. Relative valuation roles of equity book value and net income as a function of financial health. *Journal of Accounting and Economics* 25(1) : 1-34.
- Chen, H. J., M. Kacperczyk, and H. Ortiz-Molina. 2012. Do non-financial stakeholders affect the pricing of risky debt? Evidence from unionized workers. *Review of Finance* 16(2) : 347-383.
- Choi, Y. S., H. R. Jung, and J. H. Park. 2012. The Informativeness of Consolidated Financial Statements. *Journal of Taxation and Accounting* 13(1) : 221-253.
- Collins, D. W., and S. P. Kothari. 1989. An analysis of intertemporal and cross-sectional determinants of earnings response coefficients. *Journal of Accounting and Economics* 11(2) : 143-181.

- DeAngelo, H., and 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.
- Easton, P. D., and T. S. Harris. 1991. Earnings as an explanatory variable for returns. *Journal of Accounting Research* 29(1) : 19–36.
- Fan, J. P., and T. J. Wong. 2002. Corporate ownership structure and the informativeness of accounting earnings in East Asia. *Journal of accounting and economics* 33(3) : 401–425.
- Firth, M., P. M. Fung, and O. M. Rui. 2007. Ownership, two–tier board structure, and the informativeness of earnings—Evidence from China. *Journal of Accounting and Public Policy* 26(4) : 463–496.
- Gabrielsen, G., J. D. Gramlich, and T. Plenborg. 2002. Managerial ownership, information content of earnings, and discretionary accruals in a non–US setting. *Journal of Business Finance & Accounting* 29(7–8) : 967–988.
- Hayn, C. 1995. The information content of losses. *Journal of Accounting and Economics* 20(2) : 125–153.
- Hilary, G. 2006. Organized Labor and Information Asymmetry in the Financial Markets. *Review of Accounting Studies* 11(4) : 525–548.
- Jiambalvo, J., S. Rajgopal, and M. Venkatachalam. 2002. Institutional ownership and the extent to which stock prices reflect future earnings*. *Contemporary Accounting Research* 19(1) : 117–145.
- Ohlson, J. 1995. Earnings, book values, and dividends in equity valuation. *Contemporary Accounting Research* 11 : 661–687.
- Ruback, R. S., and M. B. Zimmerman. 1984. Unionization and Profitability : Evidence from the Capital Market. *The Journal of Political Economy* 92(6) : 1134–1157.
- Subramanyam, K. R., and J. J. Wild. 1996. Going Concern Status, Earnings Persistence, and Informativeness of Earnings. *Contemporary Accounting Research* 13(1) : 251–273.
- Vafeas, N. 2000. Board structure and the informativeness of earnings. *Journal of Accounting and Public Policy* 19(2) : 139–160.
- Warfield, T. D., J. J. Wild, and K. L. Wild. 1995. Managerial ownership, accounting choices, and informativeness of earnings. *Journal of Accounting and Economics* 20(1) : 61–91.
- Yeo, G. H., P. Tan, K. W. Ho, and S. S. Chen. 2002. Corporate ownership structure and the informativeness of earnings. *Journal of Business Finance & Accounting*, 29(7–8) : 1023–1046.

Labor Union and the Value – Relevance of Earnings

Jin–Ha Park*

— <Abstract> —

This study examines the impact of labor union on the value–relevance of earnings. Agency problems caused by the separation of ownership and control is the central issue in an organization, and it calls for transparent and reliable accounting information on management. Large amount of literature also has been concerned with this issue, and finds that transparent and reliable accounting information is more informative in explaining the value of the firm. This literature has investigated a variety of determinants that affect the informativeness of earnings and has provided evidence that this informativeness of earnings varies with corporate governance, in addition to many other factors. Specifically, ownership structure, institutional features of the capital markets, and board structure have an impact on the informativeness of earnings proxied by the earnings–returns relationship. However, literature is limited in terms of the impact of employees who are significant stakeholders of the firm. Considering that accounting income tends to be viewed as a pie to be divided among stakeholders, employees may require transparent and reliable accounting information, especially accounting income. Thus, the purpose of this study is to enhance understanding of this corporate governance issue by examining the relationship between labor union and the value–relevance of earnings.

Using 5,346 firm–year observations listed on the Korea Exchange(KRX), this study finds that unionized firms have a higher value–relevance of earnings compared to non–unionized firms. Second, a union’s bargaining power is positively related to the value–relevance of earnings. In sum, the above results imply that unions play a monitoring role and the value–relevance of earnings varies with the existence of a union or the bargaining power of union.

This study adds on the exiting literature by improving understanding of a firm’s monitoring mechanism by regarding the firm’s accounting information. This study also has implications to practitioners and academics for labor negotiations by providing additional evidence on the role of labor union.

<Key words> Labor union, Agency costs, Value–relevance of earnings, Informativeness of earnings

* Assistant Professor, Department of Accounting, Soongsil University, parkjh04@ssu.ac.kr

부 록

〈부록1〉 현대자동차 사회적 책무 및 경영공개 조항 추이

1997	1999-2001	2003-2005	2007
기업의 사회적 책무	기업의 사회적 책무	기업의 사회적 책무	기업의 사회적 책임
경영공개	경영공개 및 자료제공	경영공개 및 자료제공	경영공개 및 자료제공
		경영의 원칙	경영의 원칙

출처) 한국노동연구원. 2009. “단체협약 비교분석연구”. 노동부. 218쪽

〈부록2〉 현대자동차 단체협약 경영공개 및 자료제공 추이

1988-1995	규정없음
1997	- 경영의 공개 조항 신설 회사는 경영의 공개를 원칙으로 하고 경영에 관한 자료 요청시 최대한 협조하며, 조합은 기밀사항에 대해서는 보안을 유지하여야 한다.
1999	- 1호 : 1) 경영공개자료 : 증권거래법에 따라 증권거래소에 신고하는 내용 및 2) 주주명부(단, 연말 주주명부 폐쇄시) 추가 - 2호 신설 : 현행규정 3호
2001	- 1호 수정 : 경영공개자료 : 현행규정 + 국내외의 투자전반에 관한 사항(해외자본투자 및 현지법인에 관한 내용 포함)
2003-2007	- 현행규정 - 1호 : 현행대로 개정 - 2호 신설 1. 회사는 조합의 요청이 있을 시 다음 각 호의 제반문서 및 자료 등을 열람할 수 있도록 하고 사본을 요하는 기존 자료 및 간단한 자료는 2일내 제공해야 하며, 시간을 갖고 작성을 요하는 자료는 특별한 사유가 없는 한 10일내 제공해야 한다. 단, 조합은 회사가 기밀로 정한 사항에 대하여는 보안을 유지하여야 한다. (1) 주주총회 자료(영업보고서, 감사보고서) (3) 결산보고서 (2) 경영실적 및 경영계획, 투자계획에 관한 사항 (4) 종업원의 고용관련 전반에 관한 사항 (5) 인사·노무관리 등 제도개선에 관한 사항 (6) 사업보고서 (7) 근로자 참여 및 협력증진에 관한 법률 제 21조의 사항 (8) 회사주조합 제공자료 (9) 기타 조합이 필요로 하는 문서 및 자료 2. 종업원 임금 기초현황은 조합이 요청할 시 특별한 사유가 없는 한 문서 또는 전자파일로 10일 이내에 제공한다. 3. 회사는 회사주조합원의 권리와 이익을 도모하기 위하여 회사주조합의 민주적 운영에 적극 협조하며 구체적 사항은 별도 협약서에 의한다.

출처) 한국노동연구원. 2009. “단체협약 비교분석연구”. 노동부. 220쪽