

# 소유경영기업과 전문경영기업의 스톡옵션 부여 후 장기성과 결정요인

정재욱\* · 배길수\*\*

## 〈요 약〉

본 연구는 한국유가증권시장(거래소시장)에 상장된 기업 중 1997년부터 2002년까지 스톡옵션을 부여한 기업을 소유경영기업과 전문경영기업으로 분류하여 스톡옵션 도입 후 장기성과에 영향을 주는 요인을 분석한다. 스톡옵션 제도의 도입목적이 주주와 경영자 사이의 대리인비용 절감이라면, 소유경영기업보다는 전문경영기업이 스톡옵션 도입 후 장기성과를 분석하는데 적합할 것이다. 선행연구에서는 주주와 경영자 사이의 대리인비용은 경영자지분과 시가장부가비율이 낮을수록, 현금흐름률, 매출성장률이 높을수록 높다고 주장하였다. 본 연구는 다양한 대리인비용의 대응치를 사용하여 스톡옵션 부여 후 장기주가성과를 분석하였다.

연구결과 전문경영기업의 장기주가성과는 경영자지분 및 시가장부가비율과는 음의관계를, 매출성장률, 일인당 옵션규모와는 양의 관계를 갖는다. 반면에 소유경영기업의 장기주가성과는 현금흐름률 및 매출성장률과는 음의관계를, 자산규모와는 양의관계를 갖는다. 이러한 결과는 전문경영기업에서는 주주와 경영자 사이의 대리인비용이 스톡옵션 도입 후 성과를 결정하는 중요한 요소임을 의미한다. 그러나 소유경영기업에서는 스톡옵션이 주주와 경영자 사이의 대리인비용 절감 보다는 비현금보상, 신호, 기업 내 대리인비용 절감 등의 목적으로 이용된다는 가능성을 제시한다. 본 연구는 기업특성과 목적에 부합하도록 스톡옵션을 활용하는 것이 기업 성과 향상에 기여한다는 해석과 일관성이 있다.

주제어 : 스톡옵션, 소유경영기업, 전문경영기업, 대리인비용, 장기성과

## I. 서 론

본 연구의 목적은 스톡옵션을 부여한 기업을 소유경영기업과 전문경영기업으로 나누어 장기성과를 조사하고, 이의 결정요인을 대리인비용을 중심으로 조사하는 것이다. 스

논문접수일 : 2006년 09월 22일    논문게재확정일 : 2007년 02월 08일

\*    주저자, 고려대학교 경영대학 강사. E-mail : jjw0713@korea.ac.kr

\*\*   고려대학교 경영대학 교수. E-mail : gilbae@korea.ac.kr

\*\*\*  논문의 향상에 많은 도움을 주신 익명의 심사자들에게 감사드립니다.

특옵션을 도입하는 가장 큰 이유는 주주와 경영자 사이의 대리인비용을 절감하는 것이라고 알려져 있다. 소유와 경영이 분리된 기업에서는 주주와 경영자 사이의 대리인비용이 문제가 되며, 이를 통제하는 것이 중요할 수 있다. 그러나 한국에서는 소유와 경영이 분리되지 않은 기업이 82%(최우석·이우백, 2005)에 이를 정도로 전문경영기업보다 훨씬 더 많다. 소유경영기업에서는 지배주주가 곧 경영자이기 때문에 주주와 경영자 사이의 대리인비용은 존재하지 않는다(정재욱·배길수, 2006). 그러므로 소유경영기업이 주주와 경영자간의 대리인비용을 줄이기 위해 스톡옵션을 부여한다고 보기는 어렵다. 따라서 스톡옵션의 장기성과에 대한 주주와 경영자간의 대리인비용 영향을 의미 있게 분석하기 위해서는 전문경영기업을 사용하는 것이 논리적으로 타당하다. 그러므로 본 연구에서는 스톡옵션을 부여한 기업을 소유경영기업과 전문경영기업으로 구분하고, 이들 각각을 사용하여 장기성과의 결정요인을 분석한다. 소유경영기업과 전문경영기업의 구분은 지배주주의 경영참여 여부를 기준으로 한다. 구체적으로 지배주주 또는 그의 친인척이 해당 기업의 상임임원인 경우 소유경영기업으로 보고, 그렇지 않은 경우 전문경영기업으로 본다.<sup>1)</sup>

자본시장의 역사가 오래된 미국 등에서는 경영자의 동기를 유발하기 위한 보상수단의 하나로 스톡옵션이 이미 1920년대부터 도입되어 사용되고 있다. 스톡옵션을 부여하는 목적은 주주와 경영자의 이해상충방지, 핵심인력 이탈방지, 성과에 대한 보상, 경쟁사와의 균형유지 등이라고 알려져 있다(Yermack, 1995; Core and Guy, 2001). 그러나 한국에서는 스톡옵션제도의 도입이 늦어 1997년에 이르러서야 처음으로 기업이 스톡옵션을 부여할 수 있게 되었다. 그 후 스톡옵션은 제조업, 서비스업, 금융업 등 전 산업에 걸쳐 대기업은 물론 여러 신생 벤처기업까지 보상수단으로 널리 사용되어 왔다. 구체적으로 1996년 말 증권거래법의 개정으로 스톡옵션을 부여할 수 있게 된 이후 1997년

1) 박기성(2002)은 '해당기업의 최고경영자가 창업주 또는 그의 친인척이거나 지분의 5% 이상을 보유하고 있는 경우'를 소유경영으로, 그 이외에는 전문경영으로 구분하였고, Anderson and Reeb(2003)은 '창업주 또는 그의 친인척이 해당 기업의 상임임원인 경우'를 소유경영기업으로, 그 이외에는 전문경영기업으로 보았다. 최우석·이우백(2005)은 최대주주와 특수관계인이 이사회 임원이면 소유주직접경영, 계열사를 통한 지배기업은 소유주간접경영, 그 이외는 전문경영기업으로 분류하였다. 이경태 등(2005a)은 '해당기업의 최고경영자가 창업주 또는 그의 친인척이거나 경영자의 지분율이 5% 이상인 경우'를 소유경영기업으로 보고 그 이외는 전문경영기업으로 보았다. 본 연구의 구분기준과 Anderson과 Reeb(2003)의 기준과의 차이는 '창업주'와 '지배주주'의 차이이다. 소유경영기업은 창업한 경우뿐만이 아니라 다른 기업을 인수한 경우에도 존재할 수 있기 때문에 본 연구는 '지배주주' 개념을 기준으로 한다. 본 연구의 연구목적에 부합하는 분류기준 중 박기성(2002), Anderson과 Reeb(2003), 이경태 등(2005a)의 기준 등으로 각각 분류한 경우 전체 97개 표본 기업 중 3개의 기업만이 차이가 있었고, 또한 각각의 방법으로 분석하여도 전체적인 결과에는 차이가 없었다.

부터 2002년까지 전체 총 1,509개(2002년 말 기준으로 거래소 680개 및 코스닥 829개 기업) 상장기업 중 약 24.5%에 해당하는 369개의 상장 기업이 스톡옵션을 부여했다. 그러나 이후 삼성전자나 포스코 등 스톡옵션을 널리 사용하던 기업이 스톡옵션을 폐지하거나 또는 폐지를 검토 중인 반면, 일부 기업은 스톡옵션을 새로이 도입하고 있다. 이 같은 현상은 스톡옵션에서 발생하는 득과 실에 대한 일관성 있는 평가가 부재하다는 데 부분적으로 기인한다고 볼 수 있다. 실제로 스톡옵션을 도입한 기업의 성과나 성과요인에 대한 선행연구가 거의 없는 실정이다. 그러나 현재는 한국자본시장에 스톡옵션이 처음 도입 된지 이미 수년이 지나 스톡옵션의 도입 후 성과에 대한 분석 및 성과에 영향을 주는 요인을 의미 있게 분석하는 것이 가능해 졌다.

스톡옵션 부여 기업의 특성을 대리인 비용 관점에서 조사한 선행연구는 대리인 비용이 큰 기업이 대리인 문제를 완화하기 위해 스톡옵션을 도입한다고 주장한다(Morgan and Poulsen, 2001). 그러나 스톡옵션 도입 이후 장기성과에 대한 선행연구는 일관된 결과를 보이지 못한다. 이는 스톡옵션의 도입 목적이 다양하고, 도입 후 성과에 영향을 미치는 요인이 복잡하기 때문일 것이다.

본 연구는 스톡옵션을 도입한 기업을 소유경영기업과 전문경영기업으로 구분하여 스톡옵션의 도입 후 이들의 장기주가성과에 영향을 미치는 요인을 대리인 비용을 중심으로 분석한다. 추가적으로 본 연구는 선행연구와의 비교를 위해 스톡옵션 부여 공시에 대한 단기 시장반응도 조사한다. 스톡옵션의 효과에 영향을 주는 요인을 경영자지분율 등 대리인 비용을 포함한 기업의 특성뿐만 아니라 스톡옵션 부여인원, 일인당스톡옵션 부여규모 등 부여된 스톡옵션 자체의 특성을 추가하여 분석한다.

선행연구(Brickley et al., 1985; DeFusco et al., 1990; Yermack, 1997; Morgan and Poulsen, 2001; 배길수, 2002; 김창수, 2002; 설원식과 김수정, 2003a)의 결과와 유사하게 본 연구에서도 스톡옵션 부여 발표에 대한 단기시장 반응의 평균은 양의 값을 가진다. 이는 스톡옵션의 부여 자체가 기업의 대리인비용을 절감할 수 있을 것이라는 시장의 기대가 반영된 결과로 해석할 수 있다. 그러나 단기시장반응을 자세히 살펴보면 영보다 낮은 경우도 적지 않다. 구체적으로 한국주식시장에 상장된 기업의 스톡옵션부여 공시에 대한 단기 시장반응은 거래소와 코스닥 전체 295개 기업 중 49.5%에 해당하는 146개 기업이 공시시점을 중심으로 11일[-5, +5]간 CAR가 0보다 낮았다. 예를 들면 누적수익률이 최하인 골드상호저축은행은 11일간의 초과수익률이 자그마치 -43.69%에 달한다. 이는 주식시장이 스톡옵션의 부여에 대해 선별적으로 반응한다는 것을 의미한다.

스톡옵션이 대리인비용을 줄여 경영자의 동기를 유발하는 효과가 있다면 스톡옵션을 도입한 기업의 장기 추가성과가 스톡옵션 도입 후 향상될 것이다. 또한 스톡옵션 도입의 주된 이유가 대리인 비용의 절감이라면 성과가 향상되는 정도는 도입 전 대리인비용과 비례할 것이다. 즉, 대리인 비용이 높은 기업에서 스톡옵션의 도입효과가 보다 두드러질 것이며 따라서 장기성과가 높을 것으로 예상된다. 연구의 결과 스톡옵션을 도입한 후 장기(3년)의 대응표본 대비 초과주가수익률의 결과가 유의하지 않아 스톡옵션을 도입하지 않은 기업에 비해 스톡옵션을 도입한 기업의 성과가 유의하게 향상되지는 않았다. 이와 같은 결과는 한국의 자본시장에서 스톡옵션을 부여한 기업들이 주주와 경영자 사이의 대리인비용 절감 목적 보다는 다른 목적으로 스톡옵션을 부여한 경우가 많기 때문일 수 있다. 예를 들면, 규모가 큰 기업에서 최고경영자와 하위 임직원 사이의 대리인비용을 절감하기 위해서나 또는 자금이 부족한 기업에서 인력 유출을 방지하기 위해 임직원들에게 추가적인 보상을 지급하는 목적으로, 또는 기업의 미래성과에 대한 정보불균형을 해소하기 위한 신호 수단 등으로 스톡옵션을 이용할 수 있을 것이다.

만일 스톡옵션이 대리인비용을 줄이는 효과를 갖는다면 스톡옵션 도입이전 대리인비용과 도입 후 추가성과는 양의 관계를 가질 것이다. 스톡옵션을 도입한 기업을 소유경영기업과 전문경영기업으로 나누어 다중회귀분석으로 조사한 결과 전문경영기업의 장기추가성과는 경영자지분 및 시가장부가비율과는 음의관계를, 매출성장률, 일인당 옵션 규모와는 양의 관계를 갖는다. 이와는 달리 소유경영기업의 장기추가성과는 현금흐름률 및 매출성장률과는 음의관계를, 자산규모와는 양의관계를 나타낸다.

이상의 결과는 전문경영기업에서는 주주와 경영자 사이의 대리인비용이 스톡옵션 도입 후 장기성과를 설명할 수 있다는 것을 의미하는 반면 소유경영기업에서의 장기성과는 주주와 경영자 사이의 대리인비용으로 이들 기업의 장기성과를 설명하기는 어렵다는 것을 의미한다. 즉, 전문경영기업에서는 이론이 제시하는 대로 스톡옵션을 도입하여 주주와 경영자간의 이해 불일치를 완화할 수 있지만, 소유경영기업에서는 스톡옵션을 도입하는 이유가 주주와 경영자 사이의 대리인비용으로 설명될 수 없다는 것을 의미한다. 그러므로 소유경영기업에서 스톡옵션을 도입하는 진정한 이유는 주주와 경영자 사이의 대리인비용의 절감 목적보다는 예를 들면 최고경영자와 하위 임직원 사이의 대리인비용 절감이나 또는 자금이 부족한 기업에서 임직원들의 추가적인 보상을 위한 수단, 기업의 미래성과에 대한 정보불균형을 해소하기 위한 신호 수단(Yermack, 1995; Core and Guy, 2001; 배길수, 2002) 등이라고 볼 수 있다.

본 연구는 다음과 같이 진행된다. 제 II장에서는 선행연구와 연구배경에 대해서 살펴보고, 제 III장에서는 연구 가설, 모형 및 표본을 기술하고, 제 IV장에서는 실증분석결과를 제시하고, 마지막으로 제 V장에서는 결론으로 연구를 맺는다.

## II. 선행연구 및 연구배경

### 1. 선행연구

스톡옵션과 관련된 선행연구는 크게 세 가지로 분류된다. 첫 번째 부류는 스톡옵션을 도입한 기업의 특성을 조사한 연구로서 어떤 기업이 스톡옵션을 도입하며 스톡옵션의 도입목적이 무엇인지를 분석한 것이다. 일부의 연구는 스톡옵션을 도입한 후 기업의 투자, 배당 및 공시 행태를 조사하였다. 마지막 부류의 연구는 스톡옵션부여 시점에서의 단기 시장반응이나 스톡옵션 부여 후 장기성과를 조사하였다.

#### 1) 도입기업의 특성

Yermack(1995)은 스톡옵션을 도입한 기업과 도입하지 않은 기업의 비교를 통해 회계이익과 기업성과사이에 상관성이 약한 기업과 유동성이 낮은 기업이 스톡옵션의 도입에 보다 적극적이라고 주장하였다. 그는 또한 스톡옵션을 도입한 기업이 규제대상 산업에 속하면 스톡옵션 도입에 대한 단기 시장반응이 부정적이라는 것을 보였다. Fenn and Liang(2001)은 대리인비용의 관점에서 대리인비용이 큰 기업(즉, 경영자지분이 낮고, 투자기회가 적으며, 잉여현금이 많은 기업)일수록 스톡옵션 도입에 보다 적극적이라는 것을 보였다. Core and Guay(2001)는 최고경영자가 아닌 일반 직원에게 부여하는 스톡옵션은 기업이 재무적인 어려움에 처해 자금이 부족할 때 직원의 이직을 방지하고 이들에 대한 유인을 제공하는 효과가 있음을 보였다. Nagar(2002)는 성장률과 변동성이 큰 기업일수록 최고경영자가 하위 관리자들에게 권한 이양과 함께 스톡옵션의 인센티브 제도를 병용할 것이라고 가정하고, 그런 기업이 스톡옵션을 보다 적극적으로 도입할 것이라는 결과를 보였으나 대리인비용이 큰 기업일수록 스톡옵션을 도입할 가능성이 높다는 증거는 발견하지 못했다. Ittner et al.(2003)은 산업 간에 차이가 나는 스톡옵션의 효과를 비교하면서 신경계산업에 속한 기업의 특징으로서 규모가 작고, 성장속도가 빠르며, 연구개발투자에 적극적이고, 한계세율이 낮고 영업이익 성과가 상대적으로 낮다는 것을 제시하고, 이러한 신경계 산업 특성을 통제한 후 분석한 결과 신경계

산업의 스톡옵션 부여의 주요 목적은 우수인재를 유치하고 이들을 유지하기 위한 것이라고 주장했다. Murphy(2003)도 역시 일부 기업에서의 스톡옵션 부여는 전통적 대리인비용관점에서 보다는 회계 및 세무적 고려사항과 산업 내 경쟁 정도 등에 의해 결정된다고 주장하였다. Morgan and Poulsen(2001)은 기업의 성과에 연계된 보상을 도입하는 확률과 대리인비용을 중심으로 한 기업의 특성의 관계를 조사했다. 이들은 일반적으로 대리인비용이 높은 기업의 주주들이 기업의 성과와 연계된 보상을 도입하는 확률이 높다는 것을 보였다.

스톡옵션을 도입한 기업의 특성을 조사한 국내 연구 중 김창수(2000)는 규모가 크고, 성장성이 높으며, 부채비율이 낮고, 유동성이 높은 기업일수록 스톡옵션의 도입에 적극적이고 반면에 대주주 영향력이 강한 기업일수록 스톡옵션의 도입에 소극적이라는 결과를 제시했다. 배길수(2002)는 스톡옵션 도입에 대한 주식시장 반응 및 스톡옵션 도입 기업의 특성을 분석한 결과 스톡옵션 도입에 따른 시장의 반응은 긍정적이었고, 스톡옵션을 도입한 기업의 도입 전 장기 주가성과는 동종기업과 비교할 때 저조하였고, 이들의 과거 영업성과는 일관된 결과를 보이지 않는다고 주장하였다. 그는 또한 스톡옵션을 도입한 기업의 대리인비용이 크다는 증거를 발견하지 못했으며 이를 미루어 스톡옵션 도입에 대한 긍정적인 시장반응을 대리인비용 감소 관점보다는 정보불균형을 해소하기 위한 경영자의 신호 역할에 기인한다고 주장하였다. 이경태 등(2005a)은 주주와 경영자 사이의 대리인비용이 큰 기업이 스톡옵션의 활용 정도가 높을 것이라 보고, 기업의 소유 및 지배구조 특성과 스톡옵션 보상 활용정도와의 관계를 분석하였다. 연구 결과 스톡옵션제도의 활용은 대주주지분율 및 경영자지분율과는 음의 관계를, 기관지분율과 외국인지분율은 양의 관계를 발견하였고, 전문경영자 기업일수록 스톡옵션 제도의 활용이 증가함을 발견하였다.

이처럼 스톡옵션을 도입한 기업의 특성에 관한 선행연구들은 스톡옵션의 도입 목적을 대리인비용 절감과 우수인력유치 및 이들의 유출방지를 위한 목적으로 전제하고 조사를 하고 있으나 결과는 일관성을 가지고 있지 않다는 것으로 요약할 수 있다.

## 2) 스톡옵션을 도입한 후의 경영자행태

스톡옵션과 관련된 일련의 연구는 옵션을 부여받은 경영자의 행태 변화를 조사하였다. Fenn and Liang(2001)은 스톡옵션을 부여한 기업은 그렇지 않은 기업에 비해 현금배당은 줄이고 자기주식 매입을 늘린다는 것을 발견하였다. 이들은 그 이유를 현금배

당은 유보이익을 기업외부로 유출하여 스톡옵션의 가치를 감소하기 때문이라고 보았다. 이와 유사하게 원재환(2004)은 137개의 한국자료를 이용하여 스톡옵션을 도입한 기업의 배당이 유의하게 감소한다는 증거를 제시하였다. 전상경·김태수(2005)는 한국자료를 이용하여 경영진의 스톡옵션 소유가 높은 기업일수록 현금배당보다는 자기주식매입의 배당정책을 선호한다는 것을 발견하였다. Rajgopal and Shevlin(2002)은 스톡옵션이 경영자에게 위험이 높은 투자안을 선호하는 유인을 제공한다는 결과를 보였다. 즉, 이들은 경영자들이 스톡옵션의 가치를 늘리기 위해 보수적인 투자안에 비해 상대적으로 위험이 높지만 평균적으로 수익성도 높은 투자안을 선호한다는 것을 보였다. Nagar et al.(2003)은 주식을 성과보상에 사용하고 있는 기업의 자발적 공시 형태를 분석하고, 주식을 사용한 성과보상의 비중이 높을수록 자발적인 공시가 높다는 것을 발견하였다. Huddart and Lang(2003)은 스톡옵션 행사가 기업의 미래 전망에 대한 정보를 시장에 전달하는지를 검증하였는데, 옵션이 적게 행사될 때 향후 6개월 동안의 주가수익률이 옵션이 많이 행사될 때의 향후 6개월 동안의 주가수익률보다 유의하게 높다는 것을 발견하였다. 이경태 등(2005b)은 스톡옵션을 부여 받은 경영자가 위험 회피적인 성향을 완화하고 적극적인 경영의사결정을 수행하는지를 검증하였다. 한국증권거래소에 상장된 제조업에 속한 기업을 대상으로 조사한 결과 경영자의 스톡옵션 보상비중이 주가변동성에 유의한 양의 영향을 미치는 것을 발견하고, 스톡옵션의 비중이 높을수록 경영자들이 적극적이고 위험을 추구하는 의사결정을 내린다고 해석하였다. 전상경과 정무권(2006)은 2003년부터 2003년까지 비금융 상장사를 대상으로 주가와 연계된 경영자보상이 기업의 투자 및 자본구조정책에 미치는 영향을 분석하였다. 이들은 주가와 연계성이 강한 경영자보상구조를 가진 기업일수록 위험성이 높은 연구개발투자 및 유형자산투자가 높고 부채비율은 상대적으로 낮다는 것을 발견하고, 경영자보상구조가 기업의 투자 및 자본구조정책 등 기업의 재무정책에 유의한 영향을 미친다고 주장하였다. 박애영 등(2006)은 경영자의 스톡옵션 보상과 경영자의 주식소유가 연구개발투자에 미치는 영향을 분석하고, 추가적으로 둘 사이의 관계가 경영자의 연령과 전문경영자여부와 같은 경영자 특성에 따라 차이가 있는지를 조사하였다. 이들은 경영자의 스톡옵션 보상비중이 클수록 연구개발투자는 유의적으로 증가하지만, 경영자의 주식소유비중이 일정수준 이상으로 높아질수록 연구개발투자가 감소함을 발견하였고, 경영자의 나이가 상대적으로 높은 기업과 전문경영자 기업의 경우 스톡옵션 보상을 통한 연구개발투자의 유인효과가 더 큰 것을 발견하였다.

이상의 스톡옵션을 도입한 기업의 도입 후 경영자행태에 관한 선행연구결과는 기업의 자발적인 공시가 증가하고, 위험이 높은 투자안과 연구개발 투자를 선호하며, 배당 정책에 있어서는 현금배당을 줄이고, 자기주식 매입을 늘이는 경향을 보인다는 것으로 요약할 수 있다.

### 3) 스톡옵션 도입 후 장단기성과

스톡옵션 도입 후의 성과를 분석한 연구는 대부분 스톡옵션 부여에 대한 단기 시장 반응을 검증한 단기 성과와 장기 추가수익률의 성과를 조사하였다. 스톡옵션의 도입에 대한 단기 시장반응이 긍정적인 데 반해, 스톡옵션의 도입 후 장기성과는 일관된 결과를 보이지 않았다. Brickly 등(1985)은 상장된 기업의 장기성과 보상제도 도입에 따른 반응을 살펴본 결과, 이사회 결의일, Securities and Exchange Commission(SEC) 접수일, 주주총회일 등의 개별 사건일 전후 단기간에는 유의한 추가반응을 발견하지 못했지만 이사회 결의일 부터 SEC 접수일 까지, SEC 접수일 부터 주주총회 일까지 추가수익률의 누적기간을 확대하면 유의한 양의 초과수익이 나타남을 보였다. Yermack(1997)은 Fortune 500 기업의 스톡옵션 부여를 분석한 결과 스톡옵션 부여이후 15일부터 120일까지 누적초과수익이 나타났지만 이는 스톡옵션 부여 전 발표되는 경향이 있는 기업에 유리한 정보에서 올 가능성을 배제할 수 없다고 주장하였다. 한편 Morgan and Poulsen(2001)은 최고경영자에 대한 성과보상발표에 주가가 유의하게 양으로 반응하는 것을 발견하였다. 구체적으로 성과보상이 최고경영자에게 집중될수록, 기업의 투자기회가 많을수록 추가반응이 긍정적이었지만, 지배주주의 지분과는 추가반응이 음의 관계를 가졌다. Champbell and Wasley(1999)는 Ralston사의 사례분석을 통해 스톡옵션이 주주 부의 증대를 가져오지 않고 오히려 부의 이전 등을 통해 경영자의 이익만을 늘인다고 주장하면서 단순한 스톡옵션 계약의 위험을 지적하였다.

국내연구로서 설원식과 김수정(2003a)은 스톡옵션 부여에 따른 추가반응이 유의하게 양이었는데, 부여가 최근일수록(구체적으로 2000년 이후), 스톡옵션의 부여가 처음이 아닌 반복되는 것일수록 초과수익률이 감소하였다. 원재환(2005)은 규제가설측면에서 한국자본시장의 19개 규제산업에 속하는 기업과 56개 일반기업을 분석한 결과 금융업과 공공서비스 업과 같은 규제산업에서는 스톡옵션부여 전후 61일 간의 시장반응이 부정적이며, 스톡옵션 도입 후 주식수익률위험은 증가하고, 배당은 감소하는 것을 발견하였다. 이러한 결과를 토대로 그는 규제산업에 속한 기업이 스톡옵션을 부여하는 것은 오히려 기업의 대리인비용의 증대를 가져오고 기업가치에 부정적인 결과를 초래한다고



보고 이들 기업은 스톡옵션 도입을 지양해야한다고 주장하였다.

스톡옵션의 부여에 대한 단기 시장반응이 일반적으로 유의하게 양인 것에 비해 스톡 옵션부여기업의 장기성과는 결과가 일관적이지 않다. DeFusco et al.(1991)은 스톡옵션을 도입한 기업의 장기성과가 예상과는 달리 오히려 악화된 것을 보였다. 이들은 1978년부터 1982년 NYSE에 상장된 359개 기업을 대상으로 부여이후의 장기성과 변화를 분석하였는데, 스톡옵션 부여후 5년 동안의 자산수익률과 주가수익률이 유의하게 낮았다. 이에 반해 설원식과 김수정(2003b)은 스톡옵션을 부여한 거래소 상장 기업의 3년간 주가수익률과 벤치마크 수익률 사이에 유의한 차이를 발견하지 못했다. 하지만 표본의 수가 30개로 제한적이기 때문에 결과를 일반화하는 것은 어렵다. 김창수(2004)는 스톡 옵션의 장기성과를 지배구조관점에서 분석하였지만 장기주가성과 측정기간이 공시 후 137일에 불과하다. 스톡옵션은 장기보상수단으로 알려진 것과 같이 그 행사 가능 일 또한 부여 이후 최소 2년에서 3년 이후이다. 그러므로 거래일 137일(약 7개월) 동안의 주가성과를 장기성으로 볼 수는 없다. 이경태 등(2005c)은 한국자본시장에 상장된 기업을 대상으로 스톡옵션을 부여한 해당연도 말 Tobin's Q로 측정된 기업가치와 경영자보상 중 스톡옵션비중과의 관계를 분석하였다. 이들은 기업가치는 스톡옵션 비중과 양의 관계이고, 비선형관계이며, 전문경영기업일수록 스톡옵션비중의 영향이 증대한다는 것을 발견하였다. 윤태화 등(2005)은 증권거래소와 코스닥시장에 상장된 기업을 대상으로 스톡옵션 부여 전후 각 3년 동안의 총자산이익률과 자기자본이익률을 이용하여 스톡옵션 부여 전후의 성과차이분석을 하여 스톡옵션 도입 후의 성과가 더 낮다는 것을 발견하였다. 그들은 이러한 결과를 바탕으로 스톡옵션 부여의 기대와는 달리 기업의 성과향상에 도움이 되지 않는다고 주장하였다.

스톡옵션제도 도입 기업의 장단기성과에 대한 선행연구결과는 단기성과에 있어서는 시장의 평균적인 반응이 양인 결과를 보이지만 장기성과는 유의한 결과를 보이지 않거나 오히려 음의 결과를 보이는 등 일관된 결과를 보이지 않는다. 이처럼 스톡옵션 제도 도입 기업의 장기성과에 있어서 일관된 결과를 보이지 않는 것은 기업의 특성 및 도입 목적이 다양하기 때문일 수 있다. 그러므로 특히 대리인비용 관점에서 스톡옵션 도입 후 성과를 조사하기 위해서는 대리인비용과 관련된 기업의 특성과 스톡옵션의 도입 목적 등을 고려한 후 조사를 하는 것이 선행되어야 할 가능성을 제시한다.

본 연구는 스톡옵션 도입 후 장기성과를 최장 3년간의 누적초과주가수익률로 정의한다. 장기성과에 대한 대리인비용의 역할을 조사하기 위해 본 연구에서는 표본을 소유경영기업과 전문경영기업으로 분류하여 조사한다.

### Ⅲ. 연구가설과 검증모형 및 표본

#### 1. 가설설정

소유경영기업은 지배주주가 곧 경영자이기 때문에 주주와 경영자 사이에서 발생하는 대리인비용은 전문경영기업에 비해 낮을 것이다. 따라서 스톡옵션의 도입 목적이 주주와 경영자 사이의 대리인비용 절감이라면 소유경영기업 보다는 전문경영기업의 스톡옵션 부여 후 장기성과가 높을 것이다. 선행연구에서 이용된 대리인비용의 대용치는 지배주주지분, 경영자지분, 시가장부가비율, 현금흐름률, 매출성장률 등이고 대리인비용과 각 대용치와의 관계는 다음과 같다. 지배주주의 영향력이 클수록 지배주주가 경영자를 보다 적극적으로 감시할 것이기 때문에 주주와 경영자 사이의 대리인비용이 낮을 것이다(Shleifer and Vishny, 1986; 김창수, 2004; 이경태 등, 2005). 경영자의 지분이 높을수록 주주와 경영자의 이해일치 정도가 높기 때문에 대리인비용이 낮을 것(Jensen and Meckling, 1976; Yermack, 1995; Mehran, 1995)이다. 대리인비용이 클수록 기업의 투자기회가 적기 때문에 시가대장부가치는 낮다(Smith and Watts, 1992; Kole, 1997; Fenn and Liang, 2001; Morgan and Poulsen, 2001). 현금흐름률로 측정된 잉여현금이 많을수록 과잉투자위험에 노출되기 때문에 대리인비용이 높다고 할 수 있다(Fenn and Liang, 2001). 그리고 매출성장률이 높은 기업은 고성장 기업으로서 이들 기업에서는 정보불균형으로 인해 대리인비용이 높다고 할 수 있다(Smith and Watts, 1992; 김창수, 2000). 일반적으로 자산의 규모가 클수록 수익이 안정적이고, 자본조달비용이 낮으며, 기업외부와의 정보불균형이 덜하기 때문에 주주와 경영자 사이의 대리인비용이 낮다고 할 수 있다(Smith and Watts, 1992; Fenn and Liang, 2001). 이상과 같은 주주와 경영자 사이의 대리인비용 대용치를 이용하여 스톡옵션 부여 후 장기성과를 분석한다.

본 연구의 초점이 스톡옵션을 도입한 기업의 장기성과를 조사하는 것이지만 이에 앞서 선행연구와의 비교를 위해 스톡옵션의 도입에 대한 단기 주가반응을 조사한다. 스톡옵션 도입이 대리인비용을 줄여 기업의 가치를 높이는 효과가 있다면 스톡옵션을 도입에 대한 단기사장반응은 영(0)보다 높을 것이다. 또한 대리인비용의 절감이 스톡옵션을 부여하는 주목적이라면 시장의 단기반응은 대리인비용이 큰 기업에서 보다 높을 것이다. 이를 바탕으로 다음의 두 가설을 설정한다.

가설 1 : 스톡옵션 도입으로 인한 시장의 단기반응은 양이다.

가설 2 : 스톡옵션 도입으로 인한 시장의 단기 반응은 주주와 경영자 사이의 대리인 비용이 큰 기업(전문경영기업이고, 지배주주지분이 낮고, 경영자지분이 낮고, 시가장부가비율이 낮고, 현금흐름률이 높고, 매출성장률이 높고, 자산이 작은 기업)일수록 높다.

일부 선행연구는 스톡옵션을 도입한 기업의 장기성과를 조사하였다. 그러나 이들의 결과는 일관성을 보이지 않는다. 예를 들면 DeFusco et al.(1991)이 스톡옵션을 도입한 기업의 장기 추가성과가 유의하게 낮은 것을 발견한 것과는 달리 설원식과 김수정(2003b)은 유의한 결과를 보이지 못했다. 스톡옵션이 의도한 대로 대리인비용을 줄여 기업의 성과를 향상했다면 스톡옵션을 부여한 기업의 추가성과는 스톡옵션을 부여하지 않은 기업의 추가성과에 비해 높을 것이다. 또한 스톡옵션의 도입으로 인한 성과의 향상은 대리인비용이 큰 기업에서 보다 높을 것이다. 이를 근거로 다음의 두 가설을 설정하였다.

가설 3 : 스톡옵션을 부여한 기업은 통제기업에 비해 스톡옵션 부여 후 장기성과가 높다.

가설 4 : 스톡옵션 부여 후 장기성과는 스톡옵션 부여 전 주주와 경영자 사이의 대리인비용이 큰 기업(전문경영기업이고, 지배주주지분이 낮고, 경영자지분이 낮고, 시가장부가비율이 낮고, 현금흐름률이 높고, 매출성장률이 높고, 자산이 작은 기업)일수록 통제기업에 비해 높다.

## 2. 연구방법 및 연구모형

### 1) 단기시장반응 측정

단기 시장반응은 시장모형으로 조정한 누적초과수익률과 대응표본대비초과수익률을 사용한다. 구체적으로 시장모형조정수익률은 다음과 같이 계산한다.

$$CAR_{i,(n1, n2)} = \sum_{n=n1}^{n2} AR_{i,n} \tag{1}$$

$$AR_{i,n} = R_{i,n} - (\alpha_1 + \beta_1 \times R_{m,n})$$

$CAR_{i,(n1, n2)}$  = i기업의 스톡옵션 부여 공시를 중심으로 (n1, n2) 동안의 누적초과수익률

- $AR_{i,n}$  = i기업의 스톡옵션 부여 공시 전 후 n일의 초과수익률  
 $R_{i,n}$  = i기업의 스톡옵션 부여 공시 전 후 n일의 주가수익률  
 $R_{m,n}$  = 공시 스톡옵션 부여 공시 전 후 n일의 시장수익률  
 $\alpha_i, \beta_i$  = i기업주가수익률과 시장수익률간의 회귀계수 값

시장모형의 회귀계수는 거래일 기준으로 스톡옵션 부여공시 전 -135일부터 -10일까지 125일 간 수익률 자료를 이용하여 추정한다. 본 연구에서는 공시시점 전후해서 총 3일, 5일, 7일, 및 11일 간의 누적초과수익률을 이용한다. 대응표본대비초과수익률은 표본기업의 누적수익률에서 스톡옵션을 부여하지 않은 기업으로 구성된 대응표본의 평균 수익률을 차감한 값이다.

## 2) 장기성과의 측정

장기성과의 측정치인 장기초과주가수익률은 표본기업의 매입 보유수익률에서 스톡 옵션을 부여하지 않은 기업으로 구성된 대응표본의 평균 매입 보유수익률을 차감한 값이다. 대응표본은 동일기간에 스톡옵션을 부여하지 않은 기업들이며 시장 전체와 산업 별로 구성한다. 장기주가성과는 월별 수익률 자료를 이용하여 매입 보유수익률을 계산한다. 공시 후 1, 2, 3년 간 초과수익률은 공시 후 1개월부터 각 각 12, 24, 36개월까지의 수익률을 이용한다. 이를 식으로 나타내면 다음과 같다.

$$BHAR_{i,(n1, n2)} = \prod_{n1}^{n2} (1+R_{i, n}) - \prod_{n1}^{n2} (1+R_{m, n}) \quad (2)$$

- $BHAR_{i,(n1, n2)}$  = i기업의 장기초과주가수익률  
 $R_{i,n}$  = i기업의 n월의 주가수익률  
 $R_{m,n}$  = 대응표본의 n월의 주가수익률

## 3) 검증모형 및 변수

### (1) 단기 시장반응검증모형

스톡옵션의 도입에 대한 단기 시장반응은 이미 선행연구에서 조사하였으므로 이를 조사하는 것이 본 연구의 주된 목적은 아니나 본 연구에서는 경영형태에 따른 시장반

응을 확인하기 위해 선행연구에 비해 늘어난 표본기간을 사용하여 이를 재조사 하였다.

다음은 스톡옵션 부여에 대한 단기 시장반응이 대리인비용을 중심으로 한 기업특성과 관련이 있는지를 조사하기 위해 단기 시장반응을 선행연구에서 사용한 대리인비용을 나타내는 변수와 통제변수에 회귀한다. 구체적인 회귀식은 다음과 같다.

$$\begin{aligned}
 \text{단기시장반응} = & \alpha_0 + \alpha_1^* \text{전문경영더미} + \alpha_2^* \text{지배주주지분} + \alpha_3^* \text{경영자지분} \\
 & + \alpha_4^* \text{시가장부가비율} + \alpha_5^* \text{현금흐름률} + \alpha_6^* \text{매출성장률} + \alpha_7^* \text{자산} \\
 & + \alpha_8^* \text{부여인원} + \alpha_9^* \text{일인당옵션규모} + \alpha_{10}^* \text{부채비율} \\
 & + \alpha_{11}^* \text{베타} + \text{연도더미} + \varepsilon_1
 \end{aligned}
 \tag{3}$$

여기서 각 변수의 정의와 이들 변수가 단기시장반응과 가질 것으로 예상되는 관계는 다음과 같다: (1) 전문경영더미는 스톡옵션 부여기업의 기업의 소유자와 경영자가 동일인인지의 여부를 나타내는 더미변수이다. 특정 기업의 사업보고서에서 지배주주 또는 친인척이 상임임원에 포함되면 이를 소유경영기업으로 보고, 그렇지 않으면 이를 전문경영기업으로 보았다. 전문경영더미는 전문경영기업이면 1, 그렇지 않으면 0이다. 스톡옵션의 도입 목적이 주주와 경영자 사이의 대리인비용 절감이라면 소유경영기업 보다는 전문경영기업의 도입 후 성과가 높을 것이다. 따라서 단기시장반응과 전문경영더미는 양의 관계일 것이다: (2) 지배주주지분<sup>2)</sup>은 스톡옵션 부여 직전 보고일 기준 지배주주와 특수관계자의 지분비율의 합이다. 지배주주의 영향력이 클수록 지배주주가 경영자를 보다 적극적으로 감시할 것이기 때문에 주주와 경영자 사이의 대리인비용이 낮을 것이다(Shleifer and Vishny, 1986; 김창수, 2004; 이경태 등, 2005). 그러므로 지배주주의 지분비율이 높은 기업은 스톡옵션을 추가로 도입하여도 그 한계효과가 상대적으로 낮을 것이다. 지배주주의 지분과 단기 시장반응은 음의 관계일 것이다: (3) 경영자지분은 스톡옵션 부여 직전 보고일 기준 비상임임원을 제외한 상임임원들의 지분비율의 합이다. 경영자의 지분이 높을수록 주주와 경영자의 이해가 일치되므로 이미 일정 지분을 가지고 있는 경영자에게 스톡옵션을 통해 추가로 지분을 제공하는 것은 그 효과가 상대적으로 낮을 것이다(Jensen and Meckling, 1976; Yermack, 1995; Mehran, 1995).

2) 지배주주지분 변수와 함께 금융기관 증권회사 보험회사 등의 기관투자자지분 변수 및 외국인 투자자지분 변수 등을 포함해 보았지만 회귀모형의 결과에는 차이가 없었고, 기관 및 외국인지분의 일관성이나 유의성도 발견되지 않았다. 이는 한국의 자본시장에서 외국인이나 기관투자자가 주주와 경영자 간의 대리인비용 절감을 위한 감시자의 역할을 충분히 하지 못하고 있음을 시사한다.

그러므로 경영자지분비율은 단기시장반응과 음의 관계일 것이다: (4) 시가장부가비율은 스톡옵션 부여 직전 연도 말 주식의 시장가치를 순장부가액으로 나눈 값이다. 시가장부가비율은 대리인비용의 대용치로서 기업의 투자기회에 대한 측정치이다. 대리인비용이 클수록 기업의 투자기회가 적기 때문에 시가대장부가치는 낮다(Smith and Watts, 1992; Krole, 1997; Fenn and Liang, 2001; Morgan and Poulsen, 2001). 따라서 시가대장부가치는 단기시장반응과 음의 관계일 것이다: (5) 현금흐름률은 스톡옵션 부여 직전 연도의 영업활동으로 인한 현금흐름금액을 자산총액으로 나눈 값이다. 현금흐름률은 대리인비용의 대용치로서 잉여현금에 대한 측정치이다. 잉여현금이 많을수록 과잉투자 위험에 노출되기 때문에 대리인비용이 높다고 할 수 있다(Fenn and Liang, 2001). 따라서 현금흐름률과 단기시장반응은 양의 관계일 것이다: (6) 매출성장률은 부여연도기준 -2기의 매출액과 -1기의 매출액의 비교를 통한 성장률이다. 매출성장률이 높은 기업은 고성장 기업으로서 이들 기업에서는 정보불균형으로 인해 대리인비용이 높다(Smith and Watts, 1992; 김창수, 2000). 기업이 대리인비용을 절감하려고 스톡옵션을 부여한다면 매출액성장률과 단기시장반응과는 양의 관계일 것이다: (7) 자산은 스톡옵션 부여 직전 연도 말 기준 자산총액<sup>3)</sup>을 자연로그로 변환한 값이다. 일반적으로 자산의 규모가 클수록 수익이 안정적이고, 자본조달비용이 낮으며, 기업외부와의 정보불균형이 덜하기 때문에 주주와 경영자 사이의 대리인비용이 낮다고 할 수 있다(Smith and Watts, 1992; Fenn and Liang, 2001). 따라서 주주와 경영자 사이의 대리인비용 관점에서 자산과 단기시장반응은 음의 관계일 것이다. 반면에 자산의 규모가 큰 기업일수록 최고경영자와 실무담당자들 사이의 정보비대칭이 커 최고경영자와 하위 임직원 사이의 대리인비용이 높을 수 있다. 따라서 최고경영자와 하위 임직원 사이의 대리인비용 관점에서 볼 때 기업의 규모는 단기시장반응과 양의 관계일 수도 있을 것이다: (8) 부여인원은 스톡옵션을 부여받는 인원을 자연로그로 변환한 값이다. 스톡옵션의 부여가 주주와 경영자 사이의 대리인비용을 절감하는 목적이라면, 기업의 성과에 영향을 미칠 수 있는 임원에게 부여하는 것이 효과적일 것이다. 스톡옵션을 성과에 직접적인 영향을 미치기 어려운 하위 직원들에게 부여한다면 스톡옵션을 부여하는 효과가 희석된다(Morgan and Poulsen, 2001). 그러므로 스톡옵션을 받은 인원이 많으면 시장의 반응은 부정적일 것이다: (9) 일인당옵션규모는 임직원이 부여받은 스톡옵션수를 인원수로 나눈 평균 스톡옵션수와 주식 1주당 시장가치<sup>4)</sup>를 곱한 것의 자연로그 값이다. 다시 말해 일인당옵션

3) 기업의 규모를 나타내는 변수로 자산총액 뿐만 아니라 시가총액, 자본총액, 매출액 등을 각각 이용하여 분석하여 보았으나 결과에는 차이가 없었다.

규모는 부여받은 임직원들이 평균적으로 스톡옵션 부여일 이 후 부여시점 보다 주가가 100% 상승을 할 때 얻을 수 있는 이익의 규모이다. 부여받는 금액이 높을수록 동기유발효과가 크기 때문에 대리인비용 절감 효과가 크다면 단기시장반응과 양의관계일 수 있지만, 한편으로 시장의 평가가 대리인비용 절감 효과에 비해 부여규모가 더 크다면 주식의 희석효과로 인해 단기시장반응과 음의 관계일 수도 있다. 따라서 단기시장반응과의 관계는 선형적으로 명확하지 않다: (10) 부채비율은 스톡옵션 부여 직전 연도 말 부채 총액을 자산총액으로 나눈 값이다. 부채비율이 높은 기업의 경영자들은 재무적인 위험에 직면할 가능성이 높아 위험이 낮은 투자안을 선호할 것이다. 그러나 스톡옵션의 부여는 경영자에게 위험이 높은 투자를 선호할 유인을 제공한다(Rajgopal and Shevlin, 2002). 따라서 기업의 가치가 상승할 수도 있지만 과대투자위험과 채권자와의 대리인비용 증가로 인해 그 영향이 명확하지 않다: (11) 베타는 스톡옵션 부여 전 -135일 부터 -10일까지의 개별기업의 주가수익률과 시장수익률과의 시장모형 회귀계수 값이다. 수익률에 영향을 미치는 경제적 특성변수로 수익률의 위험을 나타내는 통제변수로 사용 된다: 마지막으로 발행 시기에 대한 영향을 통제하기 위해 스톡옵션을 부여한 최초 1997년부터 2002년까지 각 연도 별 더미를 포함하였다.

(2) 장기성과 검증모형

본 절에서는 스톡옵션을 부여한 기업의 장기 주가성과를 대리인비용을 중심으로 한 기업특성과 관련이 있는지를 조사하기 위해 다음과 같은 회귀식을 설정하였다.

$$\begin{aligned}
 \text{장기성과} = & \alpha_0 + \alpha_1^* \text{전문경영더미} + \alpha_2^* \text{지배주주지분} + \alpha_3^* \text{경영자지분} \\
 & + \alpha_4^* \text{시가장부가비율} + \alpha_5^* \text{현금흐름률} + \alpha_6^* \text{매출성장률} + \alpha_7^* \text{자산} \\
 & + \alpha_8^* \text{부여인원} + \alpha_9^* \text{일인당옵션규모} + \alpha_{10}^* \text{부채비율} \\
 & + \alpha_{11}^* \text{베타} + \text{연도더미} + \varepsilon_1
 \end{aligned}
 \tag{4}$$

장기성과로는 식 (2)에서 설명한 것과 같이 스톡옵션의 도입 후 매입하여 보유하는 방법을 사용하여 계산한 장기누적초과수익률을 사용한다. 초과주가성과는 스톡옵션을 도입한 기업의 주가수익률에서 스톡옵션을 도입하지 않은 기업으로 구성된 대응표본의 평균수익률을 차감한 것이다. 회귀식에 포함된 독립변수의 정의는 앞서 단기시장반응

4) 부여시점의 주가 대신 행사가격을 이용해 보았지만 결과에 차이가 없었다.

검증 회귀식인 식 (3)과 같다. 전문경영터미(+), 지배주주지분(-), 경영자지분(-), 시가장부가비율(-), 현금흐름률(+), 매출성장률(+), 자산(-)은 주주와 경영자 사이의 대리인 비용 대응치로서 설명변수이고 나머지 변수들은 통제변수의 역할을 한다.<sup>5)</sup>

### 3) 표본

본 연구에서 사용하고 있는 표본은 스톡옵션이 최초로 부여된 1997년부터 2002년까지의 기간 중 스톡옵션을 부여한 기업이다. 표본은 금융감독원 전자공시 시스템(dart.fss.or.kr)의 공시자료 중 스톡옵션 관련 전체 공시자료 총 1,101건을 모두 읽어 추출하였다. 스톡옵션 부여와 관련된 공시 741건 중 중복부여를 제외한 최초부여시점 자료 146건을 이용하여 금융기관을 제외하고, 최종표본으로 97개의 기업이 남았다. 기업의 추가수익률자료와 각 소유자그룹별 지분을 및 재무자료는 한국신용평가 정보의 KIS-FAS/SMAT 및 KIS-VALUE 자료를 이용하였고, 해당 데이터베이스에 누락된 자료와 경영자(임원)지분율은 전자공시 시스템에 공시된 사업보고서를 내용을 토대로 직접 계산하였다.

<표 1>의 패널 A는 스톡옵션을 부여연도별로 기술한 것이다. <표 1>에서 볼 수 있는 것처럼 스톡옵션은 주가수준이 높을 때 부여빈도가 높아지는 것을 알 수 있다. 구체적으로 유가증권시장의 주가지수가 1,000 포인트를 넘었던 2000년에 부여된 스톡옵션의 수가 43건으로 많았으나 500 포인트 이하로 내려갔던 2001년 15건으로 급락하고 이후 회복기인 2002년에 들어 다시 21건으로 빈도가 상승하였다. 특히 주가 수준이 높았던 2000년이 전체 도입 사례 중 43.33%를 차지한다.

표본에 선정된 기업들의 연도별, 업종별로 구분하여 보고한 <표 1>의 패널 A를 보면 스톡옵션이 전 산업에 걸쳐 도입되었다는 것을 알 수 있다. 전기 전자와 유통, 화학 산업의 비중이 전체의 43.3% 정도를 차지해 많은 비중을 차지하는 것처럼 보이지만, 각 산업별로 상장된 전체기업대비 스톡옵션을 부여한 업체의 비중은 비슷하다. 산업 내 전체 기업 중 스톡옵션을 부여한 기업의 비중을 세부적으로 살펴보면 상대적으로 서비스업, 유통업, 의료정밀, 전기전자, 통신 산업의 산업 내 부여비율이 높고, 건설, 비금속광물, 철강금속, 운수창고, 전기가스 산업의 비율이 낮다는 것을 알 수 있다.

<표 1>의 패널 B는 스톡옵션 부여 기업을 소유경영기업과 전문경영기업으로 분류한 것이다. 소유경영기업과 전문경영기업의 비율이 각각 54.6%와 45.4%로 소유경영기업

5) 설명변수 옆의 괄호 내 표시는 각 설명변수와 장기성과와의 관계를 사전에 예측한 부호이다.



<표 1> 스톡옵션 부여 기업의 부여 연도 및 업종

패널 A: 업종 및 연도별 표본수

부여연도 업종 (전체기업수)	1997	1998	1999	2000	2001	2002	총합	비율 (%)	산업비중 (%)
건설업(37)	0	0	0	3	0	1	4	4.1	6.5
기계(39)	0	0	1	2	0	3	6	6.2	6.8
기타 제조업(16)	1	0	0	1	0	0	2	2.1	2.8
비금속 광물(23)	0	0	0	0	0	0	0	0.0	4.0
서비스업(17)	0	1	0	4	1	0	6	6.2	3.0
섬유 의복(34)	0	0	0	3	0	2	5	5.2	5.9
운수 장비(43)	0	0	0	4	0	2	6	6.2	7.5
운수 창고(16)	0	0	0	0	1	0	1	1.0	2.8
유통업(49)	0	1	0	7	1	2	11	11.3	8.6
음식료업(35)	0	0	2	1	1	1	5	5.2	6.1
의료 정밀(6)	0	0	2	2	1	0	5	5.2	1.1
의약품(36)	0	2	0	2	1	0	5	5.2	6.3
전기 가스(10)	0	0	0	0	1	0	1	1.0	1.8
전기 전자(67)	0	0	3	7	4	3	17	17.5	11.7
종이 목재(23)	0	0	0	0	2	2	4	4.1	4.0
철강 금속(37)	0	0	0	0	1	1	2	2.1	6.5
통신업(4)	0	1	0	1	0	1	3	3.1	0.7
화학(81)	0	0	4	6	1	3	14	14.4	14.1
총합(573)	1	5	12	43	15	21	97	100.0	100.0
비율(%)	1.0	5.2	12.3	44.3	15.5	21.6	100.0		

산업비중은 2002년 말 기준 유가증권시장에 상장된 비금융기업 573개 전체기업의 업종별 분포 비율이다.

패널 B: 스톡옵션부여 기업의 경영형태별 표본수

	전체	소유경영	전문경영
표본수	97	53	44
비율(%)	100	54.6	45.4

&lt;표 2&gt; 스톡옵션 부여기업의 기초통계량 및 전문경영여부에 따른 집단별 비교

	전체표본					소유경영			전문경영			차이검증	
	평균	중앙값	Q3	Q1	N	평균	중앙값	N	평균	중앙값	N	t값	z값
자산(십억)	2,122	266	1,655	110	97	1,927	249	53	2,356	380	44	-0.44	-0.64
자본(십억)	901	104	633	46	97	816	96	53	1,004	179	44	-0.40	-0.55
시가총액(십억)	1,432	88	317	25	97	1,166	71	53	1,752	103	44	-0.49	-1.36
매출(십억)	1,913	217	1,183	80	97	2,218	174	53	1,545	262	44	-0.65	-0.48
당기순익(십억)	47	5	27	1	97	88	5	53	-1	6	44	0.93	0.24
자산수익률	-0.013	0.019	0.040	-0.016	97	0.008	0.019	53	-0.037	0.019	44	1.45	0.35
현금흐름률	0.038	0.043	0.105	-0.006	97	0.036	0.039	53	0.040	0.046	44	-0.16	-0.37
부채비율	0.585	0.583	0.705	0.481	97	0.584	0.577	53	0.586	0.609	44	-0.08	-0.32
매출성장률	0.165	0.059	0.223	-0.040	97	0.094	0.033	53	0.250	0.088	44	-1.40	-0.61
주가(원)	18,116	5,600	11,350	2,770	97	13,319	5,750	53	23,894	5,495	44	-0.98	-0.24
시가장부가비율	0.991	0.684	1.183	0.394	97	0.789	0.634	53	1.235	0.698	44	-1.75*	-1.76*
지배주주지분 %	27.2	24.7	35.3	16.4	97	27.7	23.7	53	26.6	25.4	44	0.33	0.09
경영자지분 %	7.8	1.0	15.4	0.0	97	14.1	12.1	53	0.3	0.0	44	8.93***	7.64***
기관지분 %	9.6	4.7	14.5	1.2	97	9.5	7.2	53	9.9	3.6	44	-0.17	0.70
외국인지분 %	8.2	2.2	9.3	0.1	97	6.8	2.5	53	9.8	1.8	44	-1.13	-0.14
옵션부여비율 %	2.4	1.5	3.1	0.5	97	2.6	1.7	53	2.3	1.3	44	0.45	0.41
옵션부여인원	74.5	12.0	56.0	5.0	97	72	23	53	77.5	7	44	-0.14	2.20**
일인당옵션규모(백만)	390	95	304	26	97	231	59	53	582	186	44	-1.99**	-3.36***
재발발생액	0.014	0.012	0.065	-0.077	89	0.037	0.021	51	-0.017	-0.012	38	1.67*	1.27

주) 차이검증은 t-test와 Wilcoxon Z-test를 이용하였다. \*, \*\*, \*\*\*는 각각 유의수준 10%, 5%, 1% 이내에서 유의함을 의미한다.

이 많지만, 한국 자본시장에 상장된 전체기업 중 소유경영기업이 훨씬 더 많은(박기성, 2002; 최우석과 이우백, 2005) 상황에서 볼 때 전문경영기업이 스톡옵션제도 도입에 더욱 적극적이라는 것을 알 수 있다.

<표 2>는 변수의 기술통계를 제시한다. 표본에 포함된 기업의 규모는 매출액이 최대 35조원(삼성물산) 이상인 기업에서부터 최소 51억 원밖에 되지 않는 기업(비티아이) 등으로 다양하다. 표본기업의 평균매출은 약 2조 원 정도이지만 중앙값은 2,170억 원으로 역시 평균에 비해 현저히 작다. 자산 역시 평균은 2조 원이 넘지만 중앙값은 2,660억 원이다. 순장부가 대비 시가 비중을 나타내는 시가장부가비율은 평균이 0.991이고 중앙값은 0.684이다. 한편 스톡옵션을 받은 인원은 최소 1명(데이콤 등 9개 기업)에서 1,183

명(한솔제지)까지 이다. 특수관계자를 포함한 지배주주의 지분비율은 최소 4.12%(포스코)에서부터 최대 80.88%(하이닉스반도체)까지 다양하다. 옵션부여비율의 평균(중앙값)은 2.4(1.5)%이고, 옵션부여인원의 경우 평균은 74.5명이지만 중앙값은 12명으로 극단치의 영향이 큰 것을 알 수 있다. 일인당 옵션규모는 부여받은 임직원들이 평균적으로 스톡옵션 부여일 이 후 주가가 100% 상승 할 때 얻을 수 있는 이익의 규모이다. 소유경영기업과 전문경영기업간의 차이를 보면 경영자지분의 경우 소유경영자지분이 유의하게 높다. 이는 지배주주가 곧 경영자인 소유경영기업의 특성상 당연한 결과이다. 일인당옵션규모의 경우 전문경영기업이 유의하게 높다. 자산 등의 규모 변수는 전문경영기업이 평균이나 중앙값 모두 크기는 하지만 유의하지는 않다. 이상의 결과를 요약해 보면 경영자지분과 일인당 옵션규모를 제외하고는 소유경영기업과 전문경영기업의 유의한 차이는 없다는 것을 알 수 있다.

## IV. 실증분석결과

### 1. 변수 간 상관관계

<표 3>은 검증모형에 이용되는 변수들 간의 상관관계 분석 결과이다.

회귀모형에서 독립변수로 사용될 변수들 사이의 상관관계는 대체로 유의하지 않아 문제가 없으며, 간혹 유의한 관계가 있기는 하지만 이들도 각 가설의 검증모형을 분석할 때 분산확대인자(VIF) 값으로 확인한 결과 모형에 포함된 독립변수들 사이의 다중공선성 문제는 발생하지 않았다.

### 2. 스톡옵션부여에 대한 단기 주가반응 및 반응요인

<표 4>는 스톡옵션 부여시점 전후 3, 5, 7, 11일 간의 시장모형조정수익률과 대응표본대비초과수익률을 제시한다.

선행연구(Brickley et al., 1985; DeFusco et al., 1990; Yermack, 1997; Morgan and Pulsen, 2001; 배길수, 2002; 김창수, 2002; 설원식과 김수정, 2003a)의 결과와 일관성 있게 스톡옵션 도입 공시에 대한 누적초과수익률은 [-1, +1], [-2, +2], [-3, +3], 및 [-5, +5]의 구간 에서 평균은 모두 유의한 양의 값을 보이고 있지만, 중앙값은 유의하지 않은 값도 있다. 구체적으로 전체표본을 사용한 [-1, +1] 3일의 누적초과수익률의 평균은

<표 3> 변수 간 상관관계

변 수	장기주 가성과	n1	n2	n3	n4	n5	n6	n7	n8	n9	n10	n11
단기시장반응 (n1)	0.197*											
전문경영 더미 (n2)	-0.111	-0.005										
지배주주지분 (n3)	0.158	0.035	-0.034									
경영자지분 (n4)	-0.002	0.016	-0.641***	0.244								
시가장부가비율 (n5)	-0.200*	0.038	0.176*	-0.225**	-0.114							
현금흐름률(n6)	0.085	0.024	0.016	0.136	0.066	0.095						
매출성장률(n7)	0.003	-0.161	0.142	0.084	-0.178*	-0.019	-0.093					
ln자산(n8)	0.256**	-0.100	0.056	-0.126	-0.286***	-0.047	0.410***	0.184*				
ln부여인원(n9)	0.091	-0.213	-0.201**	-0.080	0.045	0.045	-0.095	0.121	0.257**			
ln일인당옵션규모 (n10)	0.021	0.081	0.327***	-0.065	-0.273***	0.339***	0.385***	0.029	0.393***	-0.494***		
부채비율(n11)	-0.131	-0.006	0.008	-0.097	-0.100	0.014	-0.089	-0.041	0.028	-0.150	-0.019	
베타	-0.051	0.215**	-0.103	-0.392***	0.055	0.041	0.032	0.028	0.254**	0.229	-0.163	0.108

주) 표시되어 있는 통계량은 Pearson 상관계수이다. Spearman 상관계수 역시 전체적인 결과에는 차이가 없었다. 스톡옵션특성 변수를 제외한 모든 변수는 스톡옵션 부여 직전년도 말 기준이다. \*, \*\*, \*\*\*는 각각 유의수준 10%, 5%, 1% 이내에서 유의함을 의미한다.

0.023으로 유의하며 중앙값은 0.004로 10% 수준에서 유의하지만 절대규모는 작은 것을 알 수 있다. 역시 전체표본을 사용한 [-5, +5] 11일간의 누적초과수익률의 평균은 0.046이며 중앙값은 0.010으로 유의하지만 역시 중앙값 보다 평균이 크다. 이는 스톡옵션 도입에 대한 시장의 단기반응은 평균적으로 영(0)보다 크지만 극단치의 영향이 있다는 것을 알 수 있다. 이는 서론에서 설명한 것처럼 주식시장이 스톡옵션의 부여에 대해 선별적으로 반응한다는 것을 의미 한다. 주주와 경영자 사이의 대리인비용 측면에서 가설2의 부분적인 검증이라고 할 수 있는 소유경영기업과 전문경영기업의 집단별 평균(중앙값)의 차이검증을 보면 유의하지는 않지만 오히려 소유경영기업이 높다. 이는 한국의 자본시장에서 스톡옵션이 주주와 경영자 사이의 대리인비용 절감뿐만이 아니라 다른 다양한 목적(기업의 미래전망을 시장에 알리는 신호, 최고경영자와 하위 임직원

사이의 대리인비용 절감, 자금이 부족한 상황에서 임직원의 이탈을 방지하는 비현금보상 등; Yermack, 1995; Core and Guy, 2001; 배길수, 2002)으로 이용되고 있는데 기인한다고 할 수 있다.

스톡옵션이 대리인비용을 줄이는 효과가 있고, 또한 기업이 스톡옵션을 대리인비용을 절감하려는 의도에서 도입한다면 앞서 설명한 것과 같이 시장이 스톡옵션의 도입을 긍정적으로 평가하는 정도는 개별기업의 대리인비용과 관련되어 있을 것이다. <표 5>는 전체기업과 이를 소유경영기업과 전문경영기업으로 구분하여 스톡옵션 부여 공시에 대한 단기시장반응을 대리인비용의 대응치에 회귀한 결과이다. 즉, <표 5>는 누적초과수익률 CAR[-1, 1]을 종속변수로 하고 단기 시장 반응에 영향을 줄 것이라 예상되는 대리인비용 변수와 기타 통제변수를 독립변수로 한 다중회귀분석 결과를 제시한다. 결과의 민감도를 알아보기 위해 <표 4>에 제시된 기간을 달리한 시장모형조정 수익률과 대응기업대비초과 수익률(MCAR) 등을 사용해 보았지만 모형의 설명력과 회귀계수의 유의성에서 약간의 차이가 날 뿐 전체적인 결과에는 차이가 없었다.

<표 4> 스톡옵션부여 공시 시점 단기초과주가수익률

단기주가수익률	전체표본					소유경영			전문경영			차이 검증 t값 (z값)
	평균	중앙값	Q1	Q3	N	평균	중앙값	N	평균	중앙값	N	
CAR[-1, +1]	0.023** (0.017)	0.004* (0.09)	-0.029	0.056	97	0.024* (0.087)	0.000 (0.355)	53	0.023* (0.100)	0.007 (0.157)	44	0.05 (-0.51)
CAR[-2, +2]	0.031** (0.028)	0.002 (0.229)	-0.046	0.079	97	0.039* (0.055)	0.003 (0.383)	53	0.023 (0.263)	-0.001 (0.461)	44	0.55 (0.21)
CAR[-3, +3]	0.033* (0.065)	0.001 (0.179)	-0.063	0.108	97	0.040* (0.087)	-0.004 (0.342)	53	0.025 (0.378)	0.017 (0.344)	44	0.43 (-0.16)
CAR[-5, +5]	0.046* (0.087)	0.010** (0.048)	-0.073	0.147	97	0.067** (0.024)	0.038* (0.054)	53	0.020 (0.677)	-0.001 (0.420)	44	0.90 (0.50)
MCAR[-1, +1]	0.023** (0.02)	0.005 (0.127)	-0.032	0.049	97	0.023 (0.117)	0.005 (0.433)	53	0.022* (0.072)	0.006 (0.207)	44	0.04 (0.25)
MCAR[-2, +2]	0.034** (0.02)	0.001 (0.312)	-0.050	0.059	97	0.041* (0.064)	0.002 (0.383)	53	0.026 (0.171)	-0.006 (0.550)	44	0.51 (0.30)
MCAR[-3, +3]	0.034** (0.033)	0.006 (0.155)	-0.057	0.095	97	0.037* (0.099)	0.003 (0.311)	53	0.031 (0.187)	0.016 (0.369)	44	0.19 (-0.07)
MCAR[-5, +5]	0.053*** (0.009)	0.032** (0.019)	-0.059	0.139	97	0.058** (0.035)	0.032** (0.034)	53	0.047 (0.127)	0.032 (0.224)	44	0.28 (0.36)

주) CAR[n1,n2] = 공시 전 n1일부터 공시 후 n2일까지의 시장모형조정 누적초과수익률; MCAR[n1,n2] = 공시 전 n1일부터 공시 후 n2일까지의 대응기업대비 누적초과수익률; 평균과 중앙값 아래의 '( )' 값은 p-value값이다. 차이검증은 t-test와 Wilcoxon Z-test를 이용하였다. \*, \*\*, \*\*\*는 각각 유의수준 10%, 5%, 1% 이내에서 유의함을 의미한다.

〈표 5〉 스톡옵션 부여 공시 시점의 단기시장반응 회귀식

독립변수		종속변수 = CAR[-1, +1]					
		전체		소유경영기업		전문경영기업	
		모형 1-1	모형 1-2	모형 2-1	모형 2-2	모형 3-1	모형 3-2
		계수 (t값)	계수 (t값)	계수 (t값)	계수 (t값)	계수 (t값)	계수 (t값)
절편		0.124 (0.87)	0.168* (1.65)	0.127 (0.62)	0.039 (0.20)	0.094 (0.46)	0.027 (1.39)
전문경영 더미	+	-0.005 (-0.19)	-0.015 (-0.57)	-	-	-	-
지배주주지분	-	0.000 (0.45)	0.001* (1.85)	0.001 (0.92)	0.002* (1.68)	-0.000 (-0.06)	0.000 (0.22)
경영자지분	-	-0.001 (-0.45)	-0.001 (-0.61)	-0.002 (-0.99)	-0.002 (-1.33)	-0.010 (-0.51)	-0.004 (-0.25)
시가장부가비율	-	0.003 (0.31)	0.002 (0.22)	0.030 (1.57)	0.003 (0.09)	-0.001 (-0.13)	0.020 (1.02)
현금흐름률	+	0.036 (0.37)	-0.027 (-0.28)	-0.043 (0.30)	-0.125 (-0.42)	0.003 (0.02)	0.009 (0.08)
매출성장률	+	-0.028 (-1.59)	-0.018 (-1.10)	-0.125*** (-2.66)	-0.188*** (3.92)	-0.011 (-0.52)	-0.004 (0.21)
ln자산	-	-0.005 (-0.77)	-0.009* (-1.68)	-0.006 (-0.61)	-0.025* (-1.92)	-0.003 (0.33)	0.018 (1.17)
ln부여인원	-	-	-0.012** (-2.15)	-	0.005 (0.37)	-	-0.045*** (-2.74)
ln일인당옵션규모	-	-	0.004 (0.40)	-	0.029** (2.54)	-	-0.044** (-2.22)
부채비율	-	-	0.022 (0.33)	-	0.169 (1.65)	-	-0.068 (-0.77)
베타	-	-	0.025*** (3.36)	-	0.040 (0.61)	-	0.011*** (2.79)
연도더미	-	-	포함	-	포함	-	포함
F-값		1.52	1.69*	2.13	2.06**	0.37	2.26**
Adjusted R <sup>2</sup>		0.016	0.103	0.107	0.234	0.015	0.292
표본수		97	97	53	53	44	44

주) 스톡옵션 특성 변수를 제외한 모든 변수는 스톡옵션 부여 직전년도말 기준이다. CAR[-1, +1]=공시전 1일부터 공시후 1일까지의 시장모형 누적초과수익률; 전문경영더미 = 지배주주 및 친인척이 임원에 포함되어 있지 않으면 전문경영기업으로 분류, 전문경영기업이면 1, 아니면 0; 지배주주지분=특수관계자 포함 지배주주지분(%); 경영자지분 = 비상임 임원을 제외한 임원지분(%); 시가장부가비율=자본총액대비 시가총액비율; 현금흐름률 = 기초 자산총액 대비 영업활동현금흐름 비율; 매출성장률=스톡옵션부여년도 기준 -2년도 매출액 대비 -1년도 매출액 성장률; ln자산 = ln(스톡옵션부여 직전년도 자산총액); ln부여인원 = ln(스톡옵션부여인원); ln일인당옵션규모 = ln(일인당 스톡옵션 부여규모), 스톡옵션부여규모 = 스톡옵션수\*주당시장가치; 부채비율=자산총액대비 부채비율; 베타 = 시장모형 베타. 설명변수 옆의 부호는 사전 예측 부호이다. \*, \*\*, \*\*\*는 각각 유의수준 10%, 5%, 1% 이내에서 유의함을 의미한다.

스톡옵션 부여 전체기업을 사용한 회귀식인 모형 1~2에서 부여인원, 베타의 회귀계수가 각각  $-0.012$ ,  $0.025$ 로 유의하다. 이는 스톡옵션 도입발표에 대한 단기시장반응은 베타가 클수록 긍정적이며, 부여인원이 많을수록 부정적이라는 것을 의미한다. 전체기업을 대상으로 한 분석 모형에 있어서는 주주와 경영자 사이의 대리인비용변수들은 일관된 결과를 보이지 않는다. 주주와 경영자 사이의 대리인비용 통제가 중요한 기업은 전문경영기업이다. 이를 알아보기 위해 표본을 소유경영기업과 전문경영기업으로 분리하여 이를 각각 추정하였다. 소유경영기업만을 사용하여 추정한 모형 2-2에서는 설명변수 중 자산은 10% 수준에서 유의하지만, 지배주주지분과 매출성장률의 회귀계수는 가설 1~2의 예측과는 반대의 방향으로 유의하다. 지배주주지분(Shleifer and Vishny, 1986; 김창수, 2004; 이경태 등, 2005)과 매출성장률(Smith and Watts, 1992; 김창수, 2000)의 회귀계수가 선행연구의 주장과는 달리 오히려 반대의 부호로 유의함을 볼 때 소유경영기업에 대해서는 주주와 경영자 사이의 대리인비용이 스톡옵션의 도입에 대한 시장반응을 설명하는 것으로 보기 어렵다. 이는 소유경영기업에서 지배주주와 경영자는 동일인임으로 인해 주주와 경영자 사이의 대리인비용이 존재하지 않는다(정재욱·배길수, 2006)는 것을 상기하면 별로 놀라울 것이 없는 결과이며, 소유경영기업의 스톡옵션 부여에 대해 시장은 주주와 경영자 사이의 대리인비용 이외의 관점에서의 평가한 결과로 보인다.

스톡옵션의 부여 목적이 주주와 경영자 사이의 대리인비용 절감일 가능성이 높은 전문경영기업만을 사용한 모형 3-2를 보면 통제변수인 부여인원, 일인당 옵션규모, 베타의 회귀계수가 각각  $-0.045$ ,  $-0.044$ ,  $0.01$ 로 유의할 뿐 설명변수 중 유의한 변수는 없다. 시장의 단기반응이 스톡옵션 부여인원과 음의관계를 가진다는 것은 소수의 핵심인력이 아닌 다수의 임직원들에게 스톡옵션을 부여하는 것에 대해 부정적이라고 해석할 수 있다.

이상의 결과를 종합해 볼 때 표본전체를 사용하여 분석하거나 또는 표본을 소유경영기업과 전문경영기업으로 나누어 분석하더라도, 스톡옵션 도입에 대한 단기시장반응을 주주와 경영자 사이의 대리인비용의 관점에서 설명하기는 어렵다. 이를 스톡옵션 제도가 도입 된지 얼마 되지 않은 한국 자본시장에서 스톡옵션 부여 의도나 효과에 대해 시장이 명확하게 이해를 하지 못하고 있거나, 주주와 경영자 사이의 대리인비용 이외의 관점(기업의 미래전망을 시장에 알리는 신호, 최고경영자와 하위 임직원 사이의 대리인비용 절감, 자금이 부족한 상황에서 임직원의 이탈을 방지하는 비현금보상 등; Yermack, 1995; Core and Guy, 2001; 배길수, 2002)에서 평가한 결과로 볼 수 있다.

### 3) 장기초과주가성과

<표 6>은 가설 3의 검증에 사용될 장기주가수익률을 제시한다.

<표 6> 장기초과주가수익률

장기주가수익률	전체표본					소유경영			전문경영			차이 검증 t값 (z값)
	평균	중앙값	Q1	Q3	N	평균	중앙값	N	평균	중앙값	N	
BHARm [+1, +12]	0.195 (0.133)	-0.110 (0.583)	-0.284	0.310	97	0.364* (0.074)	-0.034 (0.526)	53	-0.045 (0.670)	-0.149* (0.086)	44	1.82* (1.64*)
BHARm [+1, +24]	0.199 (0.132)	-0.118 (0.752)	-0.510	0.455	97	0.401** (0.041)	-0.041 (0.383)	53	-0.080 (0.575)	-0.303 (0.123)	44	2.03** (1.91*)
BHARm [+1, +36]	0.085 (0.582)	-0.121 (0.412)	-0.502	0.402	97	0.307 (0.113)	-0.039 (0.454)	53	-0.198 (0.118)	-0.200** (0.042)	44	2.22** (1.85*)
BHARind [+1, +12]	0.135 (0.308)	-0.082 (0.485)	-0.338	0.263	97	0.300 (0.150)	-0.005 (0.543)	53	-0.088 (0.445)	-0.211* (0.064)	44	1.65* (1.87*)
BHARind [+1, +24]	0.047 (0.67)	-0.196 (0.244)	-0.613	0.369	97	0.230 (0.176)	-0.035 (0.717)	53	-0.181 (0.255)	-0.333** (0.031)	44	1.75* (2.17**)
BHARind [+1, +36]	-0.093 (0.391)	-0.162* (0.092)	-0.587	0.304	97	0.010 (0.946)	-0.176 (0.547)	53	-0.201 (0.118)	-0.132* (0.063)	44	1.07 (0.63)

주) [+n1, n2] = 공시 후 n1월부터 공시 후 n2월까지의 매입보유전략 누적수익률; BHARm[n1, n2] = 공시 후 n1월부터 공시 후 n2월까지의 매입보유전략 시장 내 대응 표본대비 누적초과수익률; BHARind[+n1, n2] = 공시 후 n1월부터 공시 후 n2월까지의 매입보유전략 산업 내 대응표본대비 누적초과수익률. 평균과 중앙값 아래의 '( )'값은 p-value값이다. 차이검증은 t-test와 Wilcoxon Z-test를 이용하였다. \*, \*\*, \*\*\*는 각각 유의수준 10%, 5%, 1% 이내에서 유의함을 의미한다.

스톡옵션 부여 후 각각 1년, 2년, 3년간의 시장내 대응표본대비초과수익률과 산업 내 대응표본대비초과수익률은 스톡옵션 부여후 3년간의 산업내 대응표본대비초과수익률을 제외하고 평균이 모두 양의 값이지만 중앙값은 음이며 대체로 유의하지 않다. 이는 스톡옵션 부여후의 장기초과수익률은 스톡옵션을 부여하지 않은 기업들에 비해 유의한 차이를 보이지 않는다는 결과이다. 또한 소유경영기업과 전문경영기업을 분리해서 조사하여도 일관된 결과를 찾기 어렵다. 이는 스톡옵션의 도입이 기업의 성과를 향상한다는 것을 발견하지 못한 선행연구의 결과와 일관성이 있다(Core and Guay, 1999; Campbell and Wasley, 1999).

이상의 결과를 보면 한국에서도 단순히 스톡옵션 도입 자체가 기업의 장기성과향상에 도움이 되지는 않는다는 것을 의미한다. 그러나 평균적인 성과가 유의하지 않거나



저조하다는 것이 기업특성에 따라 도입 후 성과에 차이가 존재할 가능성을 배제하지는 않는다. 다시 말해 스톡옵션이 주주와 경영자 사이의 대리인비용을 절감하는 기능이 있더라도 이를 주주와 경영자 사이의 대리인비용 절감 이외의 목적으로 부여하는 기업이 많다면, 다양한 목적으로 스톡옵션을 부여한 기업들이 혼재되어있어 도입 후 성과가 유의하지 않을 수도 있다. 따라서 기업의 스톡옵션 부여 후 성과 요인을 검증하기 위해서는 도입 후 성과의 단순한 평균이나 중앙값의 유의성 검증 보다는 개별 기업의 특성을 고려한 분석이 보다 유용할 것이다.

#### 4) 장기초과주가성과의 결정요인

다음은 주주와 경영자 사이의 대리인비용 관점 기업특성이 장기주가성과를 설명하는 지를 조사한다. <표 7>은 가설 4의 검증에 이용되는 것으로서 장기주가성과를 기업의 특성에 회귀한 결과이다.

전체기업을 대상으로 한 스톡옵션 부여 후 3년간의 장기누적초과수익률의 회귀식인 모형 1-2의 결과에서는 대리인비용 변수 중 자산을 제외하고 유의한 변수가 없다. 자산의 회귀계수는 오히려 주주와 경영자 사이의 대리인비용 관점의 예측과 반대인 양으로 유의하다. 이는 표본을 소유경영기업과 전문경영기업으로 분류한 모형 2-2와 모형 3-2의 결과를 보면 소유경영기업의 영향으로 인한 것임을 알 수 있다. 모형 2-2에서 자산의 계수가 0.313으로 유의하다는 것은 자산규모가 클수록 소유경영기업의 스톡옵션 부여 후 장기성과는 높다는 것이다. 이는 주주와 경영자 사이의 대리인비용 절감 목적이 아닌 최고경영자와 하위 임직원 사이의 대리인비용 절감 목적에 부합하는 결과이다. 모형2-2의 다른 설명변수의 계수를 살펴보다도 현금흐름률과 매출성장률이 가설 4에서 예측한 부호와 반대로 유의하다. 현금흐름률과 매출성장률이 낮을수록 스톡옵션 부여 후 장기성과가 높다는 것을 의미한다. 이는 소유경영기업의 스톡옵션 부여 목적이 기업의 미래전망을 시장에 알리는 신호이거나 자금이 부족한 상황에서 임직원의 이탈을 방지하는 비현금보상의 목적(Yermack, 1995; Core and Guy, 2001; 배길수, 2002)인 경우에 부합하는 결과이다. 전문경영기업의 장기성과를 분석한 모형 3-2의 결과를 보면 경영자지분, 시가장부가비율, 매출성장률의 계수가 가설4의 예측부호와 같이 유의한 값이다. 이는 전문경영기업의 스톡옵션 도입 후 장기성과는 주주와 경영자 사이의 대리인비용 관점으로 설명 할 수 있다는 것을 의미한다. 전체표본을 사용해 추정 한 모형의 계수가 유의하지 않은 것은 소유경영기업과 전문경영기업의 특성이 서로 다른 방향으로 장기초과주가성과에 영향을 주기 때문이다.

주주와 경영자 사이의 대리인비용이 스톡옵션의 도입을 설명할 수 있다면 이는 전문

<표 7> 스톡옵션 부여 후 장기주가성과 회귀식

독립변수		종속변수=BHAR[+1, +36]					
		전체		소유경영기업		전문경영기업	
		모형 1-1	모형 1-2	모형 2-1	모형 2-2	모형 3-1	모형 3-2
		계수 (t값)	계수 (t값)	계수 (t값)	계수 (t값)	계수 (t값)	계수 (t값)
절편		-3.018*** (-2.81)	-2.158* (-1.95)	-5.784*** (-3.57)	-5.314*** (-3.39)	-2.578* (-1.98)	-0.377 (-0.38)
전문경영 더미	+	-0.020 (-1.04)	-0.233 (-1.21)	-	-	-	-
지배주주지분	-	0.012* (1.80)	0.008 (1.26)	0.009 (1.03)	0.009 (1.18)	0.016 (1.49)	0.002 (0.25)
경영자지분	-	-0.007 (-0.52)	0.002 (0.13)	0.008 (0.91)	0.005 (0.29)	-0.295* (-1.98)	-0.259** (-2.16)
시가장부가비율	-	-0.095 (-1.23)	-0.111 (-1.47)	-0.059 (-0.31)	-0.278 (-0.91)	-0.046 (-1.60)	-0.230*** (-3.53)
현금흐름률	+	-0.106 (-0.43)	-0.664 (-0.67)	-2.489* (-1.86)	-3.015** (-2.31)	0.181 (0.17)	0.160 (0.16)
매출성장률	+	-0.116 (-0.63)	-0.083 (-0.43)	-1.484*** (-3.38)	-1.817*** (-4.08)	0.136* (1.82)	0.438*** (3.25)
ln자산	-	0.143*** (2.79)	0.131*** (2.60)	0.294*** (3.64)	0.280*** (3.60)	0.096 (1.59)	-0.105 (-1.32)
ln부여인원		-	0.020 (0.19)	-	0.186 (1.19)	-	0.139 (1.48)
ln일인당옵션규모		-	-0.031 (-0.28)	-	0.114 (0.60)	-	0.214** (2.09)
부채비율		-	-0.512 (-0.77)	-	0.252 (0.22)	-	0.055 (0.08)
베타		-	-0.053 (-0.60)	-	-0.068 (-0.09)	-	0.005 (0.07)
연도더미		-	포함	-	포함	-	포함
F-값		3.48***	3.59***	4.86***	5.26***	4.94***	6.75***
Adjusted R <sup>2</sup>		0.096	0.163	0.233	0.295	0.224	0.529
표본수		97	97	53	53	44	44

주) 스톡옵션 특성 변수를 제외한 모든 변수는 스톡옵션 부여 직전년도말 기준이다. BHAR[+1, +36] = 공시 후 1월부터 36월까지의 매입보유전략 산업 내 대응표본대비 누적초과수익률; 전문경영더미 = 지배주주 및 친인척이 임원에 포함되어 있지 않으면 전문경영기업으로 분류, 전문경영기업이면 1, 아니면 0; 지배주주지분 = 특수관계자 포함 지배주주지분(%); 경영자지분 = 비상임 임원을 제외한 임원지분(%); 시가장부가비율 = 자본총액대비 시가총액비율; 현금흐름률 = 기초 자산총액 대비 영업활동현금흐름 비율; 매출성장률 = 스톡옵션 부여년도 기준 -2년도 매출액 대비 -1년도 매출액 성장률; ln자산 = ln(스톡옵션 부여 직전년도 자산총액); ln부여인원 = ln(스톡옵션부여인원); ln일인당옵션규모 = ln(일인당 스톡옵션 부여규모), 스톡옵션부여규모 = 스톡옵션수\*주당시장이치; 부채비율 = 자산총액대비 부채비율; 베타 = 시장

모형 배다. 설명변수 옆의 부호는 사전 예측 부호이다. \*, \*\*, \*\*\*는 각각 유의수준 10%, 5%, 1% 이내에서 유의함을 의미한다.

경영기업에서 두드러질 것이다. 전문경영기업을 사용한 모형 3-2 회귀식 결과를 보면 설명변수 중 경영자지분(-0.259), 시가장부가비율(-0.230), 매출성장률(0.438)이 가설 4에서 예측한 방향으로 유의하다. 경영자지분, 시가장부가비율, 매출성장률을 주주와 경영자 사이의 대리인비용 대응치로 볼 때 이는 가설 4의 예측과 일치하는 결과이다. 즉, 경영자지분이 낮아 주주와의 대리인비용이 높고, 투자의 기회가 적으며, 매출성장률이 높아 정보비대칭성이 높은 기업이 스톡옵션을 도입하면 도입 후 성과가 상대적으로 높다는 것을 의미한다. 이는 스톡옵션 도입후의 장기성과가 대리인비용으로 설명된다는 가설 4의 예상과 일치하는 결과이다. 또한 전문경영기업에서 일인당옵션규모가 0.214로 유의한 양의 계수를 가진다는 것은 예상대로 주가상승으로 인해 경영자가 얻을 수 있는 이익이 클 때 주주와 경영자 사이의 대리인비용 절감 유인이 높아 스톡옵션 부여 후 성과가 높은 것으로 볼 수 있다.

반면에 소유경영기업의 장기초과주가성과는 앞서 살펴 본 것과 같이 현금흐름률(-3.015), 매출성장률(-1.817)과는 음의 관계를, 자산(0.294)과는 양의 관계이다. 이는 소유경영기업의 스톡옵션 부여 후 장기성과는 여유자금이 적을수록, 영업성과가 저조 할수록, 규모가 클수록 높다는 것을 의미한다. 이러한 결과는 주주와 경영자 사이의 대리인비용이 소유경영기업의 스톡옵션도입 후 성과를 설명하지 못한다는 것을 단적으로 제시한다. 다시 말해 소유경영기업에서는 스톡옵션 부여의 목적이 주주와 경영자간의 대리인비용 절감이 아니라 자금이 부족한 상황에서 임직원의 이탈을 방지하는 비현금보상이나 기업의 미래전망을 시장에 알리는 신호, 최고경영자와 하위 임직원 사이의 대리인비용 절감(Yermack, 1995; Core and Guy, 2001; 배길수, 2002) 등 일 때 발생하는 결과와 일치한다.

이상의 결과를 종합하면, 전문경영기업의 스톡옵션 도입 후 장기성과는 주주와 경영자 사이의 대리인비용 관점으로 설명할 수 있고, 소유경영기업의 스톡옵션 도입 후 장기성과는 비현금보상, 최고경영자와 하위 임직원 사이의 대리인비용 절감, 신호행위 등으로 설명할 수 있다는 것이다. 전문경영기업의 경우 주주와 경영자 사이의 대리인비용이 높을 때 이를 완화하여 성과를 향상하려는 수단으로 스톡옵션을 도입한다면 효과적이라는 전통적인 견해와 일관성을 갖는다. 또한 소유경영기업의 경우 스톡옵션은 주주와 대리인비용의 절감보다는 여유 자금이 부족할 때 비현금보상이나 최고경영자와 하위 임직원 사이의 대리인비용 절감, 기업의 미래전망에 대한 신호 등의 목적으로 활

용할 수 있다는 것을 의미한다. 본 연구의 결과는 스톡옵션 도입성과의 결정요인을 한국의 자료를 사용하여 분석할 때 전문경영기업과 소유경영기업을 구별하지 않고 조사하면 의미 있는 결과를 얻을 수 없다는 점을 시사한다.

### 5) 추가분석

장기성과 연구의 결과는 장기성과의 측정방법 선택에 영향을 받았을 수 있다. 결과의 민감성을 확인해 보기 위해 대응표본대비 월별 초과수익률을 단순 누적한 누적초과 추가수익률을 이용하여 주요 결과를 분석해 보았다. 장기성과의 측정방법의 차이에도 불구하고 전체적인 결과는 차이가 없었다. 또한 대응표본의 구성을 동일 산업 내 스톡 옵션을 부여하지 않은 기업과 동일 거래 시장 내 스톡옵션을 부여하지 않은 기업 등으로 각각 달리하여 초과추가수익률을 계산하여 분석해도 전체적인 결과에 차이를 보이지 않았다.

기업의 장기성과는 추가수익률 뿐만이 아니라 영업성과를 이용하여 측정할 수도 있다. 따라서 스톡옵션 부여 후 1년부터 3년 간 각 연도별 대응표본 대비 초과자산이익률을 누적한 장기초과자산이익률을 장기영업성과<sup>6)</sup>로 이용하여 장기성과 요인을 분석하였지만 유의한 결과를 발견하지 못하였다. 일반적으로 주가는 기업의 미래성과의 할인된 가치로 해석된다. 즉, 주가는 기업의 미래성과가 선반영 되어 결정된다. 반면에 영업이익은 회계성과의 계산방법의 특성상 과거에 이미 발생한 거래의 결과만을 포함한다. 그러므로 기업이 영업을 수행하는 전체기간에 비교할 때 비교적 짧은 기간인 3년은 스톡옵션제도 효과 전체를 반영한다고 보기에는 한계가 있다. 이 같은 관점에서 장기성과보상이라는 특성을 가진 스톡옵션 제도의 효과를 3년간의 영업성과로 추정한 측정치와 각 요인들 사이의 유의한 결과를 발견하지 못한 것은 어쩌면 놀라울 것이 없다. 본 연구에서는 표본의 제약으로 스톡옵션 부여 후 최대 3년 간 초과자산이익률을 영업성과 측정치로 이용하였지만 향후 자료가 확보된다면 유의한 장기영업성과 요인 분석이 가능할 것이다.

## V. 결 론

6) 장기영업성과의 측정을 자산이익률 뿐만이 아니라 자기자본이익률, 현금흐름률 등을 이용하여 대응표본 대비 초과이익률을 장기영업성과의 측정치로 분석하였지만 누적초과자산이익률과 마찬가지로 스톡옵션 부여 후 영업성과에서 유의한 결과를 발견하지 못하였고, 회귀분석의 경우에도 각 요인과의 관계를 발견하지 못하였다.

본 연구는 스톡옵션을 도입한 기업을 소유경영기업과 전문경영기업으로 구분하여 도입시점의 단기 시장반응과 도입 후 장기주가성과를 알아보고, 장기주가성과에 영향을 미치는 요인을 분석하였다. 본 연구는 스톡옵션의 효과에 영향을 주는 요인을 주주와 경영자 사이의 대리인비용을 포함한 기업의 특성뿐만 아니라 스톡옵션부여인원, 일인당 스톡옵션 부여규모 등 스톡옵션부여 자체의 특성을 포함하여 조사하였다.

스톡옵션부여 발표에 대한 단기시장반응은 평균적으로 긍정적이지만 부정적인 경우가 적지 않아 주식시장이 스톡옵션의 부여에 대해 선별적으로 반응하였다. 다중회귀분석에서도 스톡옵션 도입에 대한 단기시장반응을 전통적인 주주와 경영자 사이의 대리인비용 관점에서 설명하지는 못하였다. 이는 스톡옵션 제도가 도입 된지 얼마 되지 않은 한국 자본시장에서 스톡옵션 부여 의도나 효과에 대해 시장이 명확하게 이해를 하지 못하고 있거나, 주주와 경영자 사이의 대리인비용 이외의 관점에서 평가한 결과로 볼 수 있다.

스톡옵션을 도입한 후 장기주가수익률은 도입하지 않은 기업에 비해 유의하게 다르지 않아 스톡옵션 도입자체가 평균적으로 주가성과를 향상하지는 못하였다. 그러나 스톡옵션을 도입한 기업을 소유경영기업과 전문경영기업으로 나누어 다중회귀분석으로 조사한 결과 소유경영기업의 장기성과는 현금흐름률 및 매출성장률과는 음의 관계이며, 자산과는 양의 관계이다. 그리고 전문경영기업의 스톡옵션 부여 후 장기성과는 경영자지분 및 시가장부가비율과는 음의 관계, 매출성장률과는 양의 관계이다. 이는 소유경영기업의 경우 여유자금의 적을수록, 과거영업성과가 저조 할수록, 규모가 클수록 스톡옵션 도입 후 성과가 높다는 것을 의미하고, 전문경영기업의 경우 주주와 경영자 사이의 대리인비용이 클수록 스톡옵션 도입 후 성과가 상대적으로 높다는 것을 의미한다.

본 연구는 스톡옵션을 도입한 기업의 장기성과를 소유경영기업과 전문경영기업으로 구분하여 체계적으로 조사하고, 스톡옵션 자체의 특성과 함께 기업의 특성, 특히 다양한 대리인비용의 추정치와 결부해 장기성과에 영향을 주는 요인을 분석했다는 데 그 의의가 있다. 구체적으로 본 연구는 전문경영기업에서는 주주와 경영자 사이의 대리인비용이 스톡옵션 도입 후 성과를 결정하는 중요한 요소임을 발견하였다. 그리고 소유경영기업에서는 스톡옵션을 여유자금의 부족한 상황에서의 비현금보상, 미래성과를 알리기 위한 신호, 최고경영자와 하위 임직원 사이의 대리인비용 절감 등의 목적으로 이용했을 가능성을 제시한다.

그러나 본 연구의 결과는 다음의 몇 가지 이유로 조심하여 해석해야 한다. 우선 아직 스톡옵션을 도입한 후 경과한 기간이 짧아 본 연구의 결과가 비교적 짧은 기간의

시장상황과 영업환경에 의해 결정되었을 가능성이 있다. 둘째, 대리인비용을 사용하는 모든 연구에서와 같이 본 연구에서 사용하는 대리인비용의 추정치가 과연 기업에 존재하는 대리인비용을 제대로 반영하는 지에 대한 의문의 여지가 있다. 셋째, 표본 수의 제약으로 스톡옵션 부여 대상이 임원만인 경우와 직원을 포함한 경우로 추가적인 구분을 하지 않았다. 주주와 경영자 사이의 대리인비용과 스톡옵션 부여 후 장기성과의 관계 검증에 위해서는 스톡옵션이 임원에게만 부여된 기업을 사용하여 분석하는 것이 더 적합할 수 있다. 그러나 스톡옵션을 주주와 경영자 사이의 대리인비용 절감 이외의 목적으로 사용하는 지를 조사하기 위해서는 오히려 임원만이 아닌 직원에게 부여된 경우 까지 포함하여 분석하는 것이 적합할 수 있다.

## 참 고 문 헌

- 김창수, “스톡옵션 제도 도입 기업의 특성”, 재무연구, 제13권 제2호, 2000, 135-179.
- 김창수, “스톡옵션의 공시효과와 기업특성”, 재무연구, 제15권 제2호, 2002, 1-42.
- 김창수, “스톡옵션과 기업지배구조”, 재무연구, 제17권 제1호, 2004, 1-40.
- 박기성, “소유 구조와 기업의 회계적 성과 및 Toibin-Q의 관계에 관한 연구”, 증권학회지, 제30권, 2002, 297-325.
- 박애영, 이경태, 이상철, 경영자, “스톡옵션 보상과 주식소유가 연구개발투자에 미치는 영향”, 회계학연구, 제31권 제2호, 2006, 89-126.
- 배길수, “스톡옵션의 도입에 대한 주가반응 및 스톡옵션을 도입한 기업의 특성: 대리인 비용을 중심으로”, 회계학연구, 제27권 제2호, 2002, 1-25.
- 설원식, 김수정, “스톡옵션 부여공시에 따른 주가상승효과 재검토”, 재무관리연구, 제20권 제1호, 2003a, 61-92.
- 설원식, 김수정, “스톡옵션 부여 기업의 장기성과에 관한 연구”, 증권학회지, 제32권 제1호, 2003b, 173-217.
- 원재환, “스톡옵션 제도의 도입이 배당정책에 미치는 영향”, 경영학연구, 제33권 4호, 2004, 1073-1096.
- 원재환, “규제산업가설의 실증연구: 스톡옵션제도의 경우”, 경영학연구, 제34권 제4호, 2005, 1165-1193.
- 윤태화, 홍정화, 김선구, “스톡옵션 부여가 기업의 경영성과에 미친 영향”, 세무와 회계 저널, 제6권 제4호, 2005, 213-235.
- 이경태, 이상철, 박애영, “소유 및 지배구조와 경영자 스톡옵션 보상”, 증권학회지, 제34권 제3호, 2005a, 37-70.
- 이경태, 이상철, 박애영, “경영자에 대한 스톡옵션 보상이 주가변동성에 미치는 영향”, 경영학연구, 제34권 제1호, 2005b, 57-84.
- 이경태, 이상철, 박애영, “경영자 스톡옵션 보상과 기업가치: 선형 및 비선형관계분석”, 경영학연구, 제34권 제6호, 2005c, 1637-1665.
- 전상경, 김태수, “경영자의 스톡옵션 소유가 자사주매입과 배당금지불의 선택에 미치는 영향”, 증권학회지, 제34권 제1호, 2005, 35-61.
- 전상경, 정무권, “경영자 보상과 기업의 투자 및 자본구조정책”, 증권학회지, 제35권 제2호, 2006, 1-34.

- 정재욱, 배길수, “지배주주의 이익극대화를 위한 합병 및 피합병사의 이익조정 : 관계사 합병을 사용한 증거”, 회계학연구, 제31권 제2호, 2006, 57-88.
- 최우석, 이우백, “오너경영과 기업성과에 관한 실증연구”, 재무연구, 제18권 제1호, 2005, 121-155.
- Anderson, R. C. and D. M. Reeb, Founding-Family Ownership and Firm Performance Evidence : Evidence from the S&P 500, *The Journal of Finance* 58, (2003), 1301-1328.
- Brickley, J. A., S. Bhagat, and R. C. Lease, The impact of long-range managerial compensation plans on shareholder wealth, *Journal of Accounting and Economics* 7, (1985), 115-129.
- Campbell, C. and C. Wasley, Stock-based incentive contracts and managerial performance : the case of Ralston Purina Company, *Journal of Financial Economics* 51, (1999), 195 - 217.
- Core, J. and W. Guay, The use of equity grants to manage optional equity incentive levels, *Journal of Accounting and Economics* 28, (1999), 151-184.
- Core, J. and W. Guay, Stock Option plans for non-executive employee, *Journal of Financial Economics* 61, (2001), 253-287.
- DeFusco, R., R. Johnson, and T. Zorn, The Effect of Executive Stock Option Plans on Stockholders and Bondholders, *Journal of Finance* 45, (1990), 617-627.
- Fenn, G. W. and N. Liang, Corporate payout policy and managerial stock incentives, *Journal of Financial Economics* 60, (2001), 45-72.
- Huddart, S. and M. Lang, Information distribution within firms, evidence from stock option exercises, *Journal of Accounting and Economics* 34, (2003), 3-31.
- Ittner, C., R. Lambert, and D. Larcker, The structure and performance consequences of equity grants to employees of new economy firms, *Journal of Accounting and Economics* 34, (2003), 89-127.
- Jensen, M. C. and W. H. Meckling, Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure, *Journal or Financial Economics* 3, (1976), 305-360.
- Kole, S., The complexity of compensation contracts, *Journal of Financial Economics* 43, (1997), 79-104.
- Morgan, A. G. and A. B. Poulsen, Linking pay to performance - Compensation pro-



- posanls in the S&P 500, *Journal of Finacial Economics* 62, (2001), 489-523.
- Murphy, K., Corporate performance and managerial remuneration, an empirical analysis, *Journal of Accounting and Economics* 7, (1885), 11-42.
- Mehran, H., Executive Compensation Structure, Ownership, and Firm Performance, *Journal of Financial Econmics* 38, (1995), 163-184.
- Nagar, V., 2002, Delegation and Incentive Compensation, *Accounting Review* 77, 379-395.
- Nagar, V., Nanda, D., and P. Wysocki, Discretionary disclosure and stock-based incentives, *Journal of Accounting and Economics* 34, (2003), 283-309.
- Rajgopal, S. and T. Shevlin, Empirical evidence on the relation between stock option compensation and risk taking, *Journal of Accounting and Economics* 33, (2002), 145-171.
- Smith, C. W. and R. L. Watts, The Investment Opportunity Set and Corporate Financing, Dividend, and Compensation Policies, *Journal of Financial Economics* 32, (1992), 263-292.
- Shleifer, A. and R. Vishny, Large Shareholders and Corporate Control, *Journal of Political Economy* 94, (1986), 461-488.
- Yermack, D., Do corporations award CEO stock option effectively?, *Journal of Financial Economics* 39, (1995), 237-269.
- Yermack, D., Good Timing: CEO stock option awards and company news announcements, *Journal of Finance* 52, (1997), 449-476.

# Long-Run Stock Price Performance of the Firms that Grant Stock Options and the Separation of Ownership and Management

Jae Wook Jeong\* · Gil S. Bae\*\*

〈abstract〉

This study examines the determinants of the long-run stock price performance of the firms that granted stock options between 1997 and 2002. We divide the sample into the firms run by the owner and those run by the professional manager. If the primary reason for granting stock options is reduction of the agency costs between the manager and shareholders, the effect of stock options is likely to be more pronounced in the firms run by the professional manager. We find that the long-run abnormal returns of the firms run by the professional manager are negatively associated with the shareholdings by the manager and the book-to-market value and are positively associated with the earnings growth and the size of the outstanding stock options. In contrast, the long-run abnormal returns of the firms run by the owner are negatively associated with the cash flows rate and the sales growth rate and are positively associated with the firm size. This is consistent with the argument that the agency costs arising from the conflicts between the manager and shareholders are an important determinant of the post-stock option granting long-run stock price performance only in the firms run by the professional manager. The results also suggest that stock options in the firms run by the owner are likely to be used for the purposes such as additional compensation, a signaling device, a means that reduce the agency costs within firms.

Keywords : Stock Option, Firms Run by the Professional Manager, Firms Run by the Owner, Agency Costs, Long-run Stock Price Performance

---

\* First Author, Lecturer, Korea University Business School(jjw0713@korea.ac.kr)

\*\* Professor, Korea University Business School(gilbae@korea.ac.kr)