

우리 나라 기업의 스톡 옵션 도입 패턴

정승화

연세대학교 경영대학 부교수
(chungsh@yonsei.ac.kr)

이민수

육군사관학교 경영학과 전임강사
(mslee51@kma.ac.kr)

스톡 옵션의 역사가 짧은 우리 나라의 기존 연구 문헌들은 주로 주가 연계형 장기 보상 제도인 스톡 옵션 제도 자체에 대한 소개나 도입을 위한 법적 절차, 회계·세무적인 내용, 그리고 일부 기업들의 도입 사례에 관련된 내용에 국한되어 있었다. 본 연구는 국내의 스톡 옵션 도입 실태와 도입 기업의 특성을 제시함으로써 새로운 보상 제도로서의 스톡 옵션에 대한 이해와 차후 연구의 실마리를 제시하고자 한다. 본 연구는 특히 스톡 옵션의 국내 도입 실태를 파악하고, 이를 토대로 어떠한 특성을 가진 기업들이 스톡 옵션 도입에 더욱 적극적인가를 제시하는 것이다. 스톡 옵션에 관한 기존 문헌에 기반하여 기업의 연구개발 투자가 클수록, 성장성이 높을수록, 재무적 유동성이 적을수록 스톡 옵션 도입에 더욱 적극적일 것이라는 가설을 설정하였다. 실증 분석 결과 스톡 옵션 도입의 적극성 정도에 영향을 미치는 변수는 도입 기업의 연구개발 투자인 것으로 나타났다. 연구개발 투자와 기업의 성장성이 클수록 부여 대상 또한 최고경영진을 포함한 임원진에서 일반 종업원으로 확대되며, 스톡 옵션을 실제로 도입한 기업들이 다른 기업들에 비해 연구개발 투자와 성장성이 큰 것으로 나타났다. 추가적 분석을 통해 코스닥 시장에 등록된 벤처기업이 일반 기업에 비해 도입에 더욱 적극적이며, 실제 도입 기업들이 정관만을 변경한 기업에 비해 역사가 짧은 신설 기업이며, 미래의 성장성을 반영하는 주가/수익 배수(PER)가 높은 것으로 나타났다.

1. 서론

기업은 경영 목표를 달성하고 구성원들의 욕구를 충족시키기 위한 중요한 수단으로서 다양한 보상 패키지를 활용한다. 경영 활동을 전개하는 데 있어 경영자는 종업원들의 성과에 대하여 어떻게 보상을 할 것이며, 보상 관리를 어떻게 해야만 기업의 효과성과 효율성을 달성할 수 있을 것인가에 대한 의사결정의 문제에 직면해 있는 것이다. 전 세계적인 개방과 경쟁의 심화 등 국·내외의 환경 변화는 우리 기업들에게도 그에 대응할 수 있는 새로운 경영 전략과 기업 경쟁력의 확보를 요구하고

있다. 기업의 경쟁력을 향상시켜 기업의 가치 창출을 극대화하고 동시에 주주의 부를 최대화시키는 새로운 경영 패러다임이 요구되고 있는 것이다.

이러한 가치 창조적인 경영을 효과적으로 추진해 나아가기 위해서는 기업 경영의 원동력인 기업에 소속된 임직원들에게 합리적으로 동기를 부여함으로써 경영 성과를 제고할 수 있는 보상 제도의 구축이 중요하며, 이의 효율적인 방안으로 대두된 것이 스톡 옵션(주식 매입 선택권) 제도이다. 스톡 옵션이란 회사가 임직원에게 일정 기간 내에 자기 회사의 주식을 사전에 약정된 가격으로 일정 수량만큼 매수할 수 있는 권리를 주는 제도로 임직원들이 자사의 주가를 상승시키기 위해 주인 의식을 갖

고 열심히 일할 수 있는 동기를 부여하게 된다. 요컨대 스톡 옵션제도는 주주와 경영자간에 발생할 수 있는 대리인 비용(agency cost)을 줄이고, 기업 구성원들에게 기업에 대한 주인 의식을 고취하기 위해 주가와 보상을 연계시킨 보상 수단이다(Haugen & Senbet, 1981; Hall, 2000).

미국의 경우 스톡 옵션은 벤처기업과 중소기업에서는 고급 인력을 유치하기 위해서 사용하여 왔고, 대기업에서는 임직원의 동기부여와 주인 의식을 높이기 위해서 주로 사용되어 왔다. 특히 기술력은 있으나 자본력이 부족한 벤처기업에 있어 스톡 옵션 제도의 도입은 저렴한 비용으로 인재를 확보할 수 있고, 주식 매입의 권리를 부여함으로써 당장 현금이 지급되지 않기 때문에 많은 비용을 투자에 사용할 수 있는 등 기업의 경쟁력 강화와 성장의 발판을 마련하는 데에 있어 중요한 경영 전략의 일부분이다.

특히 신설기업(startup)에 있어 주식의 보유(stock ownership)는 가장 분명한 차별 요소이며, 창업 기업가적 활동을 동기부여하는 핵심이다. 주식을 통해 어떠한 대기업도 모방할 수 없는 주인 의식과 자긍심을 끌어낼 수 있는 것이다(Baird, 1997). 주식과 스톡 옵션의 분배에 있어 창업자는 두 가지 관점을 가질 수 있는데, 첫 번째는 소유자로서의 창업자(founder/owner)가 가지는 관점으로 회사는 자신과 일부 창립 동료들의 소유라 생각하며, 주식 또한 그들의 투자 자본으로 보는 관점이다. 또 다른 관점은 종업원으로서의 창업자(founder/employee)가 가지는 관점으로 회사는 모든 투자자들의 소유이며, 주식과 스톡 옵션은 보너스라고 보는 관점이다. 기업이 계속 성장하기 위해서는 추가적인 자금의 조달이 필요하며 이를 위해서는 후자의 관점에서 주식 공개에 의한 주식 비율의 감소를 창업자가 수용해야만

한다. 미국의 창업 기업가들은 주식 비율의 감소를 쉽게 수용하며, 이러한 분위기 속에서 일찍이 주식과 스톡 옵션의 부여가 활성화되어 왔고, 이것이 계속적인 기업 발전의 원동력이 되었다.

미국에서는 1920년대부터 스톡 옵션 제도가 널리 활용되어 왔으나, 우리 나라에서는 1995년 이후부터 논의되기 시작하여 1997년에 와서야 비로써 법제화되었다. 최근 들어 스톡 옵션에 대한 관심이 크게 고조되고 있으며, 실제로 많은 기업들이 이를 도입하거나, 도입을 위한 준비 작업에 착수했다. 증권 거래소 자료에 따르면 1998년 말 결산 상장사 544개 사 중 35%에 해당하는 193개 사가 정관을 변경하여 스톡 옵션을 도입할 수 있는 기반을 마련했고, 3월 결산 상장 법인 중에서도 보람증권 등 22개 사가 스톡 옵션 도입을 위해 정관을 변경했다. 특히 99년 들어서 은행권을 비롯해 현대, 삼성, 대우 등 대기업들과 증권계, 건설업계 등의 60여 개 사가 스톡 옵션제 도입을 위한 준비를 마쳤다. 정부도 스톡 옵션제가 경영선진화를 촉진시킨다며 조세 감면 등의 특혜를 주면서까지 도입을 강력 권장하고 있는 실정이다.

이처럼 국내 기업들의 스톡 옵션 도입이 확산되면서 스톡 옵션 제도의 효용과 실행 방안에 대한 관심이 커지고 있다. 임직원의 과감한 인센티브 보상을 위해 주로 이용되는 스톡 옵션은 긍정적 효과가 기대되기는 하지만 임직원의 노력이 주가에 정확히 반영되지 않을 수 있고, 기존 주주의 지분을 희석시킬 수 있으며, 옵션 수혜자와 비수혜자 간에 갈등이 발생할 수 있는 등의 문제점도 지니고 있다. 특히 도입 초기에 있는 우리나라의 경우 성공적인 보상 체계로 자리잡기 위해서는 면밀한 검토와 관리를 통해 한국적 상황에 적합한 제도를 연구하고 도입해야만 그 부작용을 최소화할 수 있을 것

이다.

스톡 옵션제도의 시행 효과에 대한 실증적 연구는 지금까지 여러 가지 측면에서 이루어져 왔다. 그러나 이러한 연구들은 대부분 스톡 옵션의 역사가 긴 미국 기업을 대상으로 한 것이며, 도입 초기에 있는 우리나라 기업들에 대한 연구는 거의 없는 실정이다. 우리나라의 연구 문헌들은 주로 스톡 옵션 제도 자체에 대한 소개나, 도입을 위한 법적 절차, 회계·세무적인 내용, 그리고 일부 기업들의 도입 사례에 관련된 내용에 국한되어 있다. 따라서, 스톡 옵션 도입의 초기 단계에 있는 우리나라 경제에 있어 실제로 스톡 옵션을 도입하고 부여한 우리나라 기업들의 세부적인 실태와 기업 특성, 그리고 이 제도의 시행 효과에 대한 실증적 연구는 의미 있는 작업이 될 것이다.

기업의 임직원에게 대한 인센티브를 높이기 위해 도입한 스톡 옵션 제도의 시행 효과에 대한 연구는 가장 관심 있는 주제이며, 앞에서 언급한 대로 스톡 옵션 제도가 가장 잘 발달된 미국에서 여러 가지 측면의 실증적 연구가 이루어져 왔다. 그러나, 우리나라의 경우 스톡 옵션 제도가 정식으로 도입된 것은 증권거래법 및 조세감면규제법에 의해 스톡 옵션 부여를 위한 절차와 세제상의 지원장치를 마련한 1997년 3월 이후의 일이고, 특히 1999년에 이 제도를 도입한 기업의 수가 많아 스톡 옵션 도입 기업의 성과를 측정하는 데는 무리가 따른다. 따라서, 본 연구는 우선 현재 우리나라 기업에서 도입되어 실시하고 있는 스톡 옵션 제도의 정확한 실태를 파악하여 이 제도를 도입한 기업들의 특성을 분석하고, 이를 토대로 과연 어떠한 특성을 가진 기업들이 스톡 옵션 제도 도입에 더욱 적극적인가를 실증적으로 검증하는 데에 그 목적을 한정하고자 한다.

II. 국내 기업의 스톡 옵션 도입 실태

실증 연구의 기초 자료를 수집하기 위해 우선 99년 7월말 현재 금융감독위원회에 스톡 옵션 부여 계획서를 제출하고, 실제로 임직원에게 스톡 옵션을 부여한 증권 거래소 상장 기업과 99년 10월 13일 현재 실제로 스톡 옵션을 부여하고 이를 코스닥 증권 시장에 공시한 코스닥 등록 기업을 대상으로 도입 현황과 기업 특성을 파악하였다. 스톡 옵션 도입 기업에 대한 최근의 자료가 미비하였으나, 각 기업이 제출한 스톡 옵션 부여 계획서를 기본으로 하여, 공시된 재무 제표, 증권 거래소와 증권업 협회 자료, 코스닥 증권 시장 자료, 기업 정보지 및 기타 자료, 그리고 설문 조사 등을 통해 다양한 측면에서 기업의 특성을 파악하였다.

스톡 옵션 제도는 임직원에게 대한 장기 보상 제도의 하나로서 미국, 유럽 등 선진국에서는 오래 전부터 최고 경영진이나 유능한 임직원에게 대한 보상, 그리고 외부 인력의 스카우트 등에 적극 활용해 왔다. 하지만 우리나라에서는 1995년 이후부터 논의되기 시작하여 1997년 증권거래법 제189조 4항에 주식 매입 선택권이란 명칭으로 스톡 옵션을 법제화하였고, 현재까지 조세특례제한법, 주식 매입 선택권 운영 규정, 상장 회사 표준 정관 등이 개정되었다. 이에 따라 최근 들어 스톡 옵션에 대한 관심이 크게 고조되고 있으며, 실제로 많은 기업들이 이를 도입하거나, 도입을 위한 준비 작업에 착수했다.

그러나 제도 도입 초기에는 실제로 스톡 옵션을 도입하여 시행 중인 회사가 정관을 변경함으로써 도입 준비를 마친 회사에 비해 그리 많지 않다. 이렇게 실제 스톡 옵션 제도를 시행하는 회사의 수가 적었던 이유는 우선 96년 정부에서 스톡 옵션 제

도의 도입을 위한 제도 정비 계획을 발표한 이후 계속적으로 주식 시장이 침체를 면치 못하였다는 사실을 들 수 있다. 스톡 옵션의 가치를 결정하는 기초 자산인 주식의 가격이 낮고, 그 성장성이 불투명하다 보니 스톡 옵션에 대한 관심이 적었고, 설사 옵션을 부여한 기업들의 경우에도 동기부여 효과가 매우 미미하였다. 또한 은행권의 스톡 옵션 부여를 두고 논란이 있었던 바와 같이 제도의 운영 상 문제점이 나타나기도 하였다(김창수, 1999). 그러나, 99년 들어 경제 상황이 호전되고, 주식 시장이 회복 기미를 보이자, 전문 기술을 갖춘 벤처 기업을 중심으로 임직원들에게 스톡 옵션을 부여하는 기업들의 수가 크게 증가했다.

2.1 전반적 현황

99년 말 본 연구의 조사 당시 실제로 스톡 옵션 부여 계약서를 작성하고, 임직원에게 스톡 옵션을

부여한 기업은 거래소 상장 기업 35개, 코스닥 등록 기업 31개 등, 총 66개 기업이 있었다. 상장 기업 중에서는 각종 손해 보험 사업과 이에 관련된 부대 사업을 하는 제일 화재가 국내에서는 제일 처음으로 97년 5월에 임직원 1241명을 대상으로 166,661 주의 스톡 옵션을 부여하였고, 코스닥 등록 기업 중에서는 전자 기기 등을 제조하는 두인전자가 97년 4월에 최초로 임직원 30명을 대상으로 90,000 주의 스톡 옵션을 부여하였다. 이어서, 코스닥 등록 기업인 테라, 아팩스, 가산전자 등이 스톡 옵션 제도를 도입하였고, 거래소 상장 기업으로는 에넥스가 그 뒤를 이었다. 국내 도입 기업의 전반적 현황은 [표 1] 및 [그림 1]과 같다.

부여 연도별로 보면 97년 8개 기업(12.1%)에 불과하던 것이, 98년에는 13개 기업(19.7%), 99년에는 10월 13일 현재 무려 45개 기업(68.2%)이 임직원에게 스톡 옵션을 부여하여, 장기 보상 제도로서의 스톡 옵션이 전기 전자, 반도체, 통신,

[표 1] 스톡 옵션 도입 기업의 전반적 현황 (99년 10월 13일 기준)

구 분	거래소 상장	KOSDAQ 등록	계	비율(%)	
부여 년도	97년	2	6	8	12.1
	98년	8	5	13	19.7
	99년	25	20	45	68.2
	소계	35	31	66	100.0
부여 대상	임원	16	4	20	30.3
	임직원	19	27	46	69.7
	소계	35	31	66	100.0
권리 부여 방법	1	15	26	41	62.1
	10203 병행	20	5	25	37.9
	소계	35	31	66	100.0
기업 규모	중소기업	12	30	42	63.6
	대기업	23	1	24	36.4
	소계	35	31	66	100.0

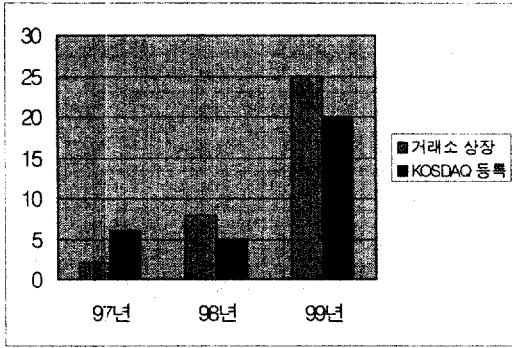
주) 부여 방법 : 1. 신주 발행 교부 또는 신주 인수권 교부

2. 자기 주식 교부

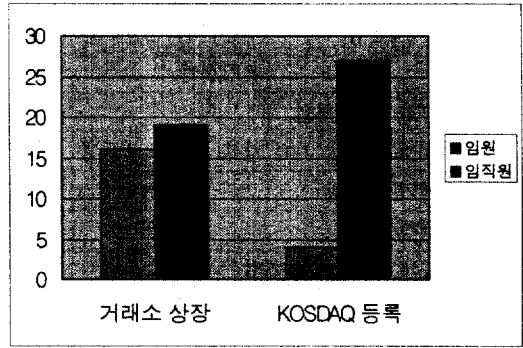
3. 행사 가격과 시가와의 차액을 현금 지급 또는 자기 주식 교부

(그림 1) 스톡 옵션 도입 기업의 분포 (99년 10월 13일 기준)

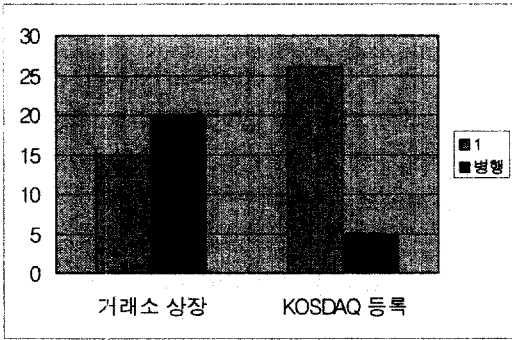
■ 부여 연도별



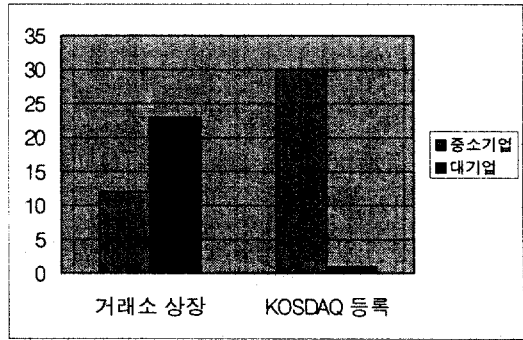
■ 부여 대상별



■ 부여 방법별



■ 기업 규모별



금융업 등을 중심으로 빠른 속도로 확산되고 있음을 보여주고 있다. 실제로 도입을 하지는 않았으나 정관을 변경하여 도입을 준비중인 기업이 98년 12월 결산 상장 법인 544개사 중 193개사(35%), 99년 3월 결산 상장법인 63개사 중 22개사(35%)에 달한다는 점을 감안한다면 증시의 상황에 따라 스톡 옵션 제도가 앞으로도 더욱 활용될 것으로 예측된다.

회사별로 스톡 옵션 부여 대상을 보면 임원에게만 부여하는 기업이 20개(30.3%), 임원뿐만 아니라 직원에게도 부여하는 기업이 46개(69.7%)였다. 이는 초기에 경영자와 주주간의 대리인 비용을

줄이고 이해 관계의 상충을 회피하기 위해 도입된 스톡 옵션 제도가 국내에서도 우수 인력을 확보하기 위해 기술과 능력을 갖춘 종업원들로 점점 그 부여 대상을 확대하고 있음을 보여주고 있다.

부여 방법은 시행 기업의 62.1%인 41개의 기업이 신주 발행 교부 또는 신주 인수권 교부의 방법을 채택하였으며, 나머지 25개의 기업은 두세 가지의 방법을 회사 사정 등에 따라 이사회 결의로 결정하도록 하고 있다. 기업 규모를 살펴보면 중소기업이 42개 업체(63.6%)로 대기업에 비해 더 많은 편이었다. 이는 벤처기업을 중심으로 성장 가능성이 높은 중소기업들이 조직 구성원들의 자발적인

(표 2) 스톡 옵션 부여 기업의 업종별 분류

업종		기업수	비율(%)
제조업	일반 제조	12	18.2
	컴퓨터 및 주변기기	9	13.6
	전기전자	19	28.8
금융 및 보험업		13	19.7
정보처리 및 기타 컴퓨터 운용 관련업		7	10.6
전기 통신업		3	4.5
건설업		1	1.5
도매 및 상품 중개업		1	1.5
오락, 문화 및 운동 관련 사업		1	1.5
계		66	100

주: 업종별 분류는 한국 표준 산업 분류 코드(KSIC)의 중분류를 토대로 분류하였다. 제조업의 경우 각 기업들이 영위하고 있는 구체적인 사업 내용을 참조하여 연구자가 세부적으로 분류하였다.

참여와 동기부여를 위해 스톡 옵션 제도를 도입하고 있음을 보여준다. 실제로 스톡 옵션을 도입한 31개 코스닥 등록 기업 중 5개 기업을 제외한 26개 기업은 벤처기업이었다.

스톡 옵션을 도입한 기업들의 업종별 특성을 살펴보면 [표 2]와 같다. 실제로 스톡 옵션을 도입한 기업들의 업종별 특성을 종합적으로 살펴보면 대부분의 업체가 제조업(60.6%)을 영위하고 있으며, 금융 및 보험업(19.7%), 정보 처리 및 기타 컴퓨터 운용 관련업(10.6%), 전기 통신업(4.5%)의 순으로 나타났다. 이 중 우수한 기술력이 요구되며 산업의 발전 속도가 빠른 컴퓨터 및 주변 기기, 전기·전자, 정보 처리 및 컴퓨터 운용 관련업과 같은 첨단 업종에 속해 있는 기업이 35개 업체로서 전체의 반 이상(53.0%)을 차지하고 있다. 스톡 옵션 제도가 주가 연계형 장기 보상 제도이므로, 향후 주가의 상승 가능성이 높아야만 동기부여의 수단으로 의미를 가질 수 있고, 첨단 업종의 기업들은 특화된 기술력을 갖춘 우수한 인력이 필수적

이라고 볼 때, 이러한 업종의 기업들이 스톡 옵션 도입에 더욱 적극적일 것이며 실제로 첨단 업종에 속한 기업들이 적극적으로 스톡 옵션을 도입하고 있음을 보여주고 있다.

2.2 설문 조사를 통해 본 스톡 옵션 도입 기업의 특성

도입 기업의 재무적 특성 이외에 추가적인 정보를 얻기 위해 실제로 스톡 옵션 제도를 계획하여 시행하고 있는 각 기업의 실무자를 대상으로 스톡 옵션 도입 과정 전반에 걸친 설문을 실시하였다. 우선 개별 기업들이 스톡 옵션을 도입하게 된 목적을 우선 순위에 따라 조사해본 결과가 [표 3]에 나타나 있다. 국내 기업들에 있어 가장 큰 스톡 옵션 도입의 목적은 우수 인력의 스카우트 및 유지로 나타났으며, 그 다음이 연구 인력(기술·제품 개발)에 대한 동기부여, 특정 임원진에 대한 보상의 순으로 나타났다. IMF 경제 위기와 기업 구조조정 이후 대기업에 종사하는 우수한 30대 직원들이 벤

(표 3) 조사 대상 기업의 스톡 옵션 도입 목적

도입 목적	우선 순위 1	우선 순위 2	우선 순위 3	계
우수 인력의 스카웃 및 유지	12	6	12	30
특정 임원진에 대한 보상	10	6	1	17
연구 인력(기술·제품 개발)에 대한 동기부여	7	14	6	27
타기업에 비해 적은 급여에 대한 보상	6	1	1	8
조속한 회사 경영 활동의 정상화를 조건으로 경영진에게 부여	5	4	1	10
기업 성과에 대한 일반적인 보상	2	11	16	29
전반적 추세이기 때문에	0	0	4	4
경영권 방어	0	0	1	1
계	42	42	42	

초기기업으로 자리를 옮겨 갔던 것은 스톡 옵션이라는 보상 제도의 영향이 크다고 할 수 있으며, 우수 인력을 확보하고 유지하기 위한 매력적인 수단으로 스톡 옵션이 부상한 것이다.

특정 임원진에 대한 보상을 위해 스톡 옵션을 도입했다고 응답한 기업의 수가 많은 것은 최고경영자를 포함한 임원진에게만 스톡 옵션을 부여한 회사들의 수가 전체의 30.3%인 20개 업체에 이르기 때문인 것으로 판단된다. 한편, 조속한 회사 경영 활동의 정상화를 조건으로 경영진에게 부여한 경우는 경제 위기로 인한 회사의 어려움을 극복하기 위해 경영진의 동기부여 방편으로서 스톡 옵션을 사용한 것으로 이해할 수 있을 것이다. 동아건설과 고합 등 워크아웃 기업들은 유능한 경영자를 유치하기 위해 스톡 옵션을 사용한 예라 할 수 있다.

부여 대상자를 직무 특성에 따라 분류해본 결과 임원에게만 부여한 20개 기업을 제외한 46개 업체의 경우 일반 종업원 중에는 연구 인력에 스톡 옵션을 가장 많이 부여하고 있었고, 그 다음으로는 영업 인력에 스톡 옵션을 부여하는 것으로 나타났다. 부여 대상자의 수가 증가함에 따라 생산 부서 인력과 기타 부서 인력에도 스톡 옵션을 부여하는

것으로 나타났다.

스톡 옵션 부여 대상자의 선정 기준에 대한 조사 결과 대부분의 업체가 각 개인의 회사에 대한 기여도 및 성과나 향후 공헌 가능성을 기준으로 스톡 옵션을 부여한다고 응답하였고, 객관적으로 나타나는 인사고과를 기준으로 부여하는 기업은 거의 없었다. 특이할 만한 점은 설문에 응답한 기업 중 24%에 해당하는 10개 기업이 부여자에 대한 특별한 평가 기준이 없다고 응답했다는 점이다. 이는 동아건설이나 에이콘과 같이 전 임직원을 대상으로 부여한 경우를 포함하여 많은 기업들이 각 개인들에 대한 명확한 평가 기준이나 보상 시스템의 구축이 이루어지지 않은 상태에서 스톡 옵션이라는 인센티브 보상 제도를 도입하고 있음을 보여주는 것이다. 경영층의 무분별한 나눠먹기식 도입이나 전 종업원을 대상으로 매우 적은 양을 부여하는 생색 내기식 도입으로는 임직원들이 자사의 주가를 상승시키기 위해 주인 의식을 갖고 열심히 일하려는 동기를 부여한다는 스톡 옵션 본래의 취지를 살릴 수 없을 것이다.

스톡 옵션 도입 시의 어려움으로 부여 대상 직원에 대한 평가의 적정성과 공평성의 문제, 절차상의

복잡성, 관련 법규의 미정비 순으로 나타났다. 실무를 담당하는 업무 담당자들이 평가의 적정성과 공평성을 도입시의 가장 큰 어려움으로 꼽는 것은 도입 초기의 우리 나라에 있어 스톡 옵션 부여 대상과 보상기준에 대한 보다 합리적이고 구체적인 기술들이 개발되어야 함을 의미한다. 그렇지 않을 경우 옵션 수혜자와 비수혜자간에 갈등이 발생할 수 있으며 이는 조직의 단결을 크게 저해할 수 있을 것이다.

스톡 옵션 도입 후 직원 및 조직의 변화에 대해서는 부여 인원수가 많은 기업일수록 조직에 변화가 있다고 생각한다고 응답했다. 그 구체적인 내용은 부여 대상자들이 좀더 적극적이고 긍정적으로 업무를 수행하며, 우수한 인력이 모집이 가능해졌다는 것이다. 향후 부여 계획 여부에 대해서는 6개 기업을 제외하고는 모든 기업이 계획이 있다고 응답하였다. 이는 스톡 옵션 제도가 인센티브 보상 제도로써 긍정적으로 인식되고 있으며, 향후 빠른 속도로 확대될 가능성을 시사한다.

III. 이론적 배경과 가설

본 실증 연구는 우리 나라의 기업 환경 하에서 과연 어떠한 특성을 가진 기업들이 스톡 옵션이라는 인센티브 보상 수단을 제공함에 있어 더욱 적극적인가를 보고자 하는 것이다. Eaton & Rosen (1983), 그리고 Brickley, Bhagat & Lease (1985)는 기업의 보상 체계의 구조를 결정하는 요인들을 설명하면서 모든 기업에 적용되는 결정적 요인은 없으며 각 기업의 보상 체계는 그 기업의 동기부여나 세금 효과, 경영 환경 변화에 대한 기업

의 대응 능력, 그리고 경영진의 개인적 특성 등을 고려하여 설계된다고 설명한다.

특히, 성과 연계형 보상 제도의 경우에는 경영진이 통제할 수 없는 위험의 정도와 이 위험을 감내하고자 하는 경영진의 의지에 따라 보상 제도의 설계가 달라질 것이다. 동기부여를 위하여 스톡 옵션과 같은 장기 성과 보상 제도를 도입하려 할 때 각 기업은 각 기업이 가진 여러 특성들을 파악하여 임직원들을 충분히 동기부여 할 수 있고, 자사에게 유리한 경우에 스톡 옵션을 부여하게 된다.

스톡 옵션 제도가 성공적이기 위해서 무엇보다 중요한 것은 이러한 제도를 도입하여 실제로 사용하는 기업이 가지고 있는 제도에 대한 이해와 실행 방법이다. 미국의 경우 실증 연구 결과를 보면, 기업들이 스톡 옵션 제도를 운영하는데 있어 그 기업의 특성에 따라 여러 가지 차원에서 문제를 검토한다는 것을 알 수 있다(Jensen & Murphy, 1990b; Matsunaga, 1995; Murphy, 1995). 따라서, 본 연구는 경영 전략적 측면에서 기업의 특성과 스톡 옵션 제도와와의 관계를 살펴보고자 한다. 즉, 어떠한 특성을 가진 기업들이 스톡 옵션을 부여함에 있어 더욱 적극적인가를 실증적으로 검증하고자 한다. 또한 최근 스톡 옵션의 부여 대상이 최고 경영진을 포함한 일부 임원들에서 점차 다수의 종업원들로 확대되고 있는 점에 착안하여 기업의 특성이 스톡 옵션 부여 대상에 미치는 영향을 알아보고자 한다.

3.1 연구개발 투자

기업이 경영 활동을 통해 획득한 이윤은 주로 구성원들에 대한 보상과 투자자들에 대한 배당으로 쓰여진다. 구성원들에 대한 보상은 봉급이나 보너스와 같이 현재 시점에서 주어질 수도 있으나, 연

구개발 투자를 통해 미래에 더 큰 가치를 창출하여 미래의 보상으로 주어질 수도 있다. 위험을 감수한 계속적인 연구개발 투자가 이루어질 때 기업은 지속적인 경쟁 우위를 달성할 수 있으며, 구성원들에게는 더 큰 보상을 받을 가능성이 생기게 되는 것이다.

스톡 옵션 제도는 주가 연계형 장기 보상 제도이므로 향후 주가의 상승 가능성이 높아야만 동기부여의 수단으로 의미를 가질 수 있다. 따라서 연구개발 투자는 스톡 옵션을 도입하고자 하는 기업에 있어 큰 고려 요인이 될 것이다(Hall, 2000). 연구개발 투자가 높은 기업은 타 기업에 비해 새로운 제품이나 기술을 개발할 역량을 키우고 있는 것이므로 결과적으로 이를 통해 기업의 가치가 증대되어 주가가 상승할 가능성이 높다.

Eaton & Rosen(1983)은 연구 및 개발에 많은 비용을 지출하는 회사일수록 경영진의 보상을 성과에 더욱 연계시키는 경향이 있으며, 회사 입장에서는 보상을 받은 사람이 감내해야 하는 미래 성과의 변동성에 대한 위험을 상쇄시킬 수 있는 리스크 프리미엄(risk premium)이 어느 정도냐에 따라 회사의 이익, 즉 성과와 경영진의 이익을 연결하는 정도가 결정된다고 설명한다. 특히 기술집약적 벤처기업의 경우 기술과 연구개발의 성공이 회사의 성장 및 발전이라는 등식이 설정될 정도로 연구 인력에 대한 배려가 큰 것을 감안한다면 각 기업의 연구개발 투자는 스톡 옵션 도입 결정에 큰 요인이 될 것이다.

연구개발 투자가 높은 기업일수록 핵심 기술을 보유한 기술 인력이 존재하며, 이러한 기술 인력을 확보하고 유지하기 위해서는 스톡 옵션의 부여 대상을 기술 보유 종업원으로 확대할 것이다. 그러므로 다음과 같이 연구개발 투자가 스톡 옵션 도입에

긍정적 영향을 미친다는 가설을 도출할 수 있다. 여기서 스톡 옵션 도입의 적극성은 이후 방법론에서 설명하듯이 제도적 여건이 마련된 상황에서 보다 빠른 시간에 스톡 옵션제를 도입하고, 상대적으로 보다 많은 임직원에게 보다 많은 주식을 광범위하게 부여하는 것을 의미한다.

가설 1. 연구개발 투자가 높은 기업일수록 스톡 옵션 도입에 더욱 적극적일 것이다.

3.2 성장성

스톡 옵션이 동기부여와 부의 축적 수단이 되기 위해서는 꾸준한 주가 상승이 가능해야 하며, 주가의 상승은 기업의 성장성과 가장 밀접한 관계가 있다. 따라서, 성장성이 높은 기업은 스톡 옵션과 같은 주가 연계형 장기 인센티브를 채택할 가능성이 높아질 것이다. 미국의 경우 실제로 고성장 기업이 저성장 기업보다 스톡 옵션 제도를 시행하는 빈도가 높고(Gaver & Gaver, 1993), 주가의 변동 등 장기 성과와 연계시킨 보수 체계를 갖는 경향이 있다(Collins, Blackwell & Sinkey, 1995). 그 이유는 대체로 투자 기회가 많은 고성장 기업일수록 저성장 기업보다 무형 자산이 많고, 따라서 경영자들에 대한 보상도 이러한 무형 자산의 가치를 반영한 회사 가치에 의해 결정될 가능성이 높기 때문이다.

또한 고성장 기업일수록 최고 경영자의 기능과 역할에 있어 관리 기능보다는 지금까지 없었던 성장 가능 분야의 개척 등 기업의 투자 기회를 확대시킬 수 있는 기능이 더욱 중요하게 되므로 이들에게 동기부여를 하기 위해서는 성과에 의한 보상 체계가 강조되기 때문이다(Smith & Watts, 1992). 고성

장 기업들의 경우 성장 기회가 가시화 되기까지는 수년이 걸리는 것이 보통이다. 따라서 경영자와 주주들간의 정보 비대칭이 해소되기까지는 상당한 시간이 걸리기 때문에 규범적으로 볼 때 성과 측정을 위한 기간을 길게 잡아야 하고, 적절한 성과 측정 지표로 회계적인 결과보다는 주가의 상승에 더 많은 비중을 두는 것이 바람직하다(Bizjak, Brickley & Coles, 1993). 스톡 옵션 제도의 경우에도 비슷한 성과의 기업들 중 주가의 변동성이 높을수록 기업에서 발행한 옵션의 가치가 높으므로 고성장, 저배당의 기업이 옵션 제도의 효과를 많이 볼 가능성이 있다. 따라서, 고성장 기업이 저성장 기업에 비해 스톡 옵션 제도의 도입에 더욱 적극적일 것이다.

가설 2. 성장성이 높은 기업일수록 스톡 옵션의 도입에 더욱 적극적일 것이다.

3.3 재무적 유동성

스톡 옵션에 근거한 보상은 임직원에게 주가를 상승시키고자 하는 인센티브를 제공할 뿐만 아니라, 회사 입장에서는 현금의 지출을 최소화시켜주는 중요한 역할을 한다. 스톡 옵션에 의한 현금의 지출은 스톡 옵션을 부여한 시점이 아닌, 권리를 행사하는 시점에 이루어지기 때문이다. 따라서, 유동성(liquidity) 제약으로 인해 어려움을 겪고 있는 회사라 한다면 직접적인 현금의 지출을 수반하는 봉급이나 보너스보다는 스톡 옵션과 같은 장기 보상 제도를 자사의 보상패키지에 더욱 많이 포함시키려 할 것이다.

1984년에서 1991년까지 미국 792개 기업의 최고경영자에게 부여된 보상 내용을 토대로 한 연구 결과에 의하면 내부적 유동성의 제약을 겪고 있는

회사의 경우 최고 경영자의 보상을 봉급이나 보너스와 같은 현금 보상에서 스톡 옵션으로 전환하는 경향을 보이는 것으로 나타났다. 유동성 제약을 겪고 있는 회사의 경우 현금 보상에 비해 스톡 옵션이 전체 보상에서 차지하는 비율이 거의 두 배인 것으로 나타났다(Yermack, 1995).

특히, 잠재적인 성장 가능성은 높으나 설립 초기인 기업의 경우 임직원의 동기부여 정도가 기업의 성패를 크게 좌우할 수 있으므로, 스톡 옵션에 근거한 보상 제도는 매우 유효할 것이다. 스톡 옵션을 통한 직접적인 현금 보상의 감소분을 투자를 위한 재원으로 사용한다면 설립 초기의 기업에게는 큰 힘으로 작용할 것이다. 따라서 스톡 옵션을 도입한 기업들 중에서 창립 초기이거나 기타 이유로 인해 유동성이 부족한 기업들은 우수 인력을 확보하고 능력에 맞는 보상을 하기 위해 보다 적극적으로 스톡 옵션을 도입할 것이다.

가설 3. 재무적 유동성이 부족한 기업일수록 스톡 옵션 도입에 더욱 적극적일 것이다.

우리 나라 자본 시장의 특성을 감안하여 증권 거래소 상장 기업과 코스닥 시장 등록 기업간에 스톡 옵션 부여 패턴 상의 차이를 고려해 볼 수 있다. 우수한 기술력을 갖춘 중소기업들이 쉽게 자금을 조달하고, 이를 다시 연구개발과 투자에 사용하여 경쟁력을 갖춘 우량한 중소기업을 육성하기 위해 96년 7월에 개설된 코스닥 증권 시장의 기업들은 거래소 상장 기업들과는 그 특성상 많은 차이를 보인다. 따라서, 이러한 증권 시장의 차이에 따른 기업적 특성이 스톡 옵션 도입에 유의한 영향을 미칠 것이다. 특히 자금력이 부족한 중소기업과 성장 초기에 있는 첨단 벤처기업이 다수 거래되고 있는 코

스탁 시장의 경우 스톡 옵션 도입에 있어 더욱 적극성을 보일 것이다. 코스닥에 등록된 조사 대상 31개 기업 가운데 5개 업체(동작방송, 삼미정보시스템, 하나로통신, 한국기술투자, 한국개발투자금융)만이 일반 기업이고, 나머지 26개 업체는 전부 벤처기업인 점을 감안한다면 이러한 증권시장의 특성이 벤처기업과 일반기업이 갖는 차이점을 설명해 줄 수 있을 것이다.

3.4 기업의 연혁과 규모

초기에 경영자와 주주간의 대리인 비용을 줄이고 이해 관계의 상충을 회피하기 위해 도입된 스톡 옵션 제도는 미국의 실리콘 밸리를 중심으로 점차 확대되어 이제는 우수 인력을 확보하기 위해 기술과 능력을 갖춘 종업원들로 점점 그 부여 대상이 확대되고 있다. 앞서 제시했듯이 우리 나라의 경우도 조사 대상 업체 중 기업의 임원에게만 부여한 업체는 20개 업체로 전체의 34%에 불과하며 나머지 업체는 임원을 비롯한 일반 종업원들에게도 스톡 옵션을 부여하고 있다.

역사가 오래된 기업일수록 인사·조직적 측면의 체계가 확립되어 있으며, 기업 전체적인 측면에서 최고 경영진과 조직 운영 시스템을 통한 조직 통제와 발전이 가능하다(Bhide, 2000). 따라서, 종업원 개인의 비상한 능력을 통한 회사의 발전 가능성은 낮으며, 스톡 옵션이라는 방법을 통해 종업원들을 동기 부여할 필요성은 줄어들 것이다. 오래된 기업일수록 추가 상승을 포함한 비약적인 성장 가능성 또한 상대적으로 낮기 때문에 추가 연계형 장기 보상 제도인 스톡 옵션을 부여하는 경우는 새롭게 성장·도약하는 신설 기업에 비해 적을 것이다.

스톡 옵션으로부터 가장 큰 효과를 볼 수 있는

기업은 창업 기업들이다. 창업 기업(start-up)은 매출과 수익이 낮고, 단기 유동 자금의 수요가 큰 만큼 종업원의 기본급이 타 경쟁 기업에 비해 낮은 경향이 있다. 따라서, 주로 스톡 옵션과 같은 장기적 보상 제도를 시행함으로써 낮은 급여를 상쇄하고 타 기업과 경쟁할 수 있는 기업의 조직과 체계를 확장하는 데 주력한다(김창수, 2000). 또한, 창립 초기의 회사들은 기업의 성장을 위해서 조직 구성원들의 적극적인 참여와 노력이 필수적이므로 우수한 인력을 확보하고 유지하기 위해서 스톡 옵션을 종업원들에게도 부여하려는 경향이 있을 것이다. 특히 종업원의 수가 적은 기업인 경우 스톡 옵션을 임원에게만 부여한다면, 스톡 옵션에서 소외된 종업원들과의 위화감이 조성될 가능성이 크며, 제도 자체에 대한 수용 정도와 성공 가능성이 낮아질 것이다

가설 4. 신설 기업과 소규모 기업일수록 스톡 옵션 도입에 더욱 적극적일 것이다.

IV. 연구 방법

4.1 자료 수집

본 연구에 사용된 자료는 표본 기업의 5개년간 재무 제표, 금융감독위원회에 제출한 스톡 옵션 부여 관련 서류, 기업 정보, 기타 공시 자료 등을 통해 수집되었다. 도입 기업의 추가적인 특성을 파악하기 위해 실제로 스톡 옵션을 도입한 66개 업체의 스톡 옵션 실무 담당자에게 총 66부의 설문지를 배포하였다. 이 중에서 42부의 설문지(회수율

63.6%)를 분석에 사용하였다.

본 연구는 현재 우리 나라에서 실제로 스톡 옵션을 도입한 기업들의 특성이 스톡 옵션 도입의 적극성 정도와 스톡 옵션 부여 대상에 영향을 미치는가를 알아보기 위한 것이다. 이를 위해 스톡 옵션 제도가 우리 나라에 도입된 이래 도입 전 정관만을 변경한 기업이 아닌 실제로 스톡 옵션을 부여한 66개 업체를 조사 대상 업체로 선정하였다. 증권시장 구분에 따라 거래소 상장 기업(35개 업체)과 코스닥 등록 기업(31개 업체)으로 구분하여 분석을 실시한다.

한편, 실제로 스톡 옵션을 부여한 기업과 도입을 준비중인 기업과의 차이를 살펴보기 위해 정관만을 변경한 기업을 파악하여 연구 대상에 포함시켰다. 거래소 상장 기업의 경우 총 상장 기업 723개 기업 중, 정관만을 변경하여 도입을 준비중인 기업은 총 264개 기업으로 조사되었는데, 12월 결산 법인 201개 기업 중에서 상장한지 5년이 경과하였고, 특수 업종이 아닌 134개 기업만을 연구 대상에 포함시켰다. 코스닥 등록 기업의 경우는 정관만을 변경한 17개 업체를 연구 대상에 포함시켰다. 따라서 이들 두 그룹을 합하면 총 151개 기업이 된다. 또한 정관만을 변경한 이들 기업 151개와 실제로 스톡 옵션을 부여한 기업 66개를 합하면 217개 기업이 된다.

4.2 변수의 측정과 분석

스톡 옵션 도입의 적극성 정도에 영향을 미치는 주요 독립 변수로 기업의 연구개발 투자, 성장성, 재무적 유동성, 기업의 연혁과 규모를 고려하였다. 본 연구의 종속 변수인 스톡 옵션 도입의 적극성 정도는 도입 소요 기간, 부여 주식 비율, 부여 인

원 비율, 부여 대상 등으로 구성되어진다. 스톡 옵션 부여 대상은 크게 임원만 부여하는 경우와 임직원에게 부여하는 경우로 구분하여 분석한다.

먼저 주요 독립 변수로서 개별 기업의 연구개발 투자를 측정하기 위해 본 연구에서는 매출액 대비 R&D 비율(%)을 사용하였다. 94년부터 98년까지 5개년간 기업 재무 제표에 공시된 연구개발비를 매출액으로 나누어 측정하고 이를 평균하여 사용한다.

성장성 측정 척도로 매출액 성장률, 총자산 성장률, 자기자본 성장률 등을 고려할 수 있다. 또는 비상원의 재무위원회(Senate Finance Committee)와 같이 고용 성장률을 측정 할 수도 있다. 그러나 많은 연구에서 전통적으로 매출액 성장률, 총자산 성장률 등을 기업의 성장성 척도로서 사용하여 왔다. 본 연구에서는 제조업과 금융업에 공통적으로 적용될 수 있는 총 자산 증가율과 당기 순이익 증가율로 측정하였다. 94년부터 98년까지 5개년간의 각 기업의 성장성 비율을 평균하여 연평균 성장성 비율을 측정하여 사용한다. 이러한 재무적 수치에 의한 성장성의 측정은 실제적인 면에서 각 기업의 과거의 성장성을 의미하는 것이므로, 각 기업이 지니고 있는 미래의 성장성을 살펴보기 위해 99년 12월 22일 종가를 기준으로 각 기업의 PER(Price Earnings Ratio)를 추가로 측정하였다.

유동성의 척도로는 당좌 비율, 순운전 자본율, 그리고 유동 비율 등이 많이 사용된다. 본 연구에서는 유동자산과 유동부채의 비율인 유동비율을 재무적 유동성의 척도로 사용하였다.

스톡 옵션 도입의 적극성을 나타낼 수 있는 종속 변수로는 스톡 옵션 도입 기간, 부여 주식 수, 부여 인원 수, 그리고 부여 대상의 범위 등을 고려할 수 있다. 여기서 스톡 옵션 도입 기간이란 스톡 옵션의 도입을 가능케 하도록 했던 증권거래법이 개

정된 97년 1월 23일을 기준으로 실제 스톡 옵션을 부여한 날까지의 기간을 일수로 측정하였다. 부여 주식 수는 기업의 자본금 규모를 고려하여 전체 발행 주식 수 대비 부여주식 수(%)로 측정하였다. 부여 인원 수는 기업의 고용 규모를 고려하여 총 재직 인원 수 대비 부여 인원 수(%)로 측정하였다. 부여 대상은 스톡 옵션을 최고 경영진을 포함한 임원진에게만 부여한 경우는 "0", 종업원에게도 부여한 경우는 "1"의 값을 갖도록 하였다. 또한 스톡 옵션 부여 계약서를 작성하고 실제로 부여한 경우는 "1", 정관만을 변경하여 도입을 준비중인 경우는 "0"의 값을 갖도록 하였다.

본 연구 표본의 특성은 종업원 수, 설립 연수, 매출액, 그리고 산업 영역 등에 있어서 다양하게 분포되어 있다. 이러한 다양성은 본 연구의 연구 결과에 다른 영향을 미칠 수도 있기 때문에 이를 통제하여 분석할 필요가 있다. 따라서 가설과 직접적인 관련이 없는 이러한 통제 변수들을 분석에 포함하였다. 산업 섹터는 [표 2]의 업종별 분류를 토대로 금융 및 보험 업종을 기준으로 더미(dummy) 변수화 하여 분석에 포함시켰다. 한편으로 스톡 옵션을 도입한 시점의 주식 시장의 특성을 반영하기 위해 도입 전 3개월간의 평균 주가 지수와 액면가 대비 평균 증가를 분석에 또한 포함시켰다.

V. 결 과

5.1 표본의 특성

연구 표본의 업종별 분류는 앞서 [표 2]에 제시된 바와 같다. [표 4]은 실제로 스톡 옵션을 부여

한 기업들의 매출액 규모별 분포를 나타낸다. 거래소 상장 기업이 코스닥 등록 기업에 비해 매출액이 많으며, 거래소 상장 기업의 경우는 500~2000억원의 매출을 올리는 기업이 가장 많고(37.1%), 코스닥 등록 기업의 경우는 200~500억 원의 매출을 올리는 기업이 전체의 48.4%로 가장 많다. 100억 미만의 기업은 코스닥 등록 기업만 2개 업체가 있으며, 2000억 이상의 매출을 올리는 기업은 거래소 상장 기업만 6개 업체가 있다.

[표 5]는 자본금 규모를 나타내고 있다. 자본금 규모 또한 거래소 상장 기업이 코스닥에 비해 훨씬 큰데, 코스닥 등록 기업의 경우 100억 미만의 기업이 전체의 64.5%를 차지하는 반면 거래소 상장 기업의 경우는 불과 14.5%에 지나지 않는다. 자본금 300억 이상인 기업은 거래소의 경우 15개 업체에 이르나, 코스닥의 경우 2개 업체에 불과하다. 이와 같은 차이는 우수한 기술력을 갖춘 중소기업들이 쉽게 자금을 조달하고, 이를 다시 연구개발과 투자에 사용하여 경쟁력을 갖춘 우량한 중소기업을 육성하기 위해 96년 7월에 개설된 코스닥 시장이 갖는 여러 제도적·환경적 요인에 근거하며, 이러한 차이가 스톡 옵션의 부여와 같은 보상 제도에도 영향을 끼친 것으로 볼 수 있다.

[표 6]에서 보듯이 스톡 옵션을 도입한 기업들의 종업원 규모는 코스닥의 경우 1개 기업을 제외하고는 모든 업체가 300명 미만인 반면, 거래소의 경우는 300명 이상인 경우가 전체의 65.7%로서 300명 미만의 기업들보다 많다. 종업원 규모의 차이는 기업이 여러 인사 제도를 계획하고 시행함에 있어 중요한 고려 요소가 된다. 종업원의 수가 적은 기업인 경우 스톡 옵션을 특정 임직원에게만 부여한다면, 스톡 옵션에서 소외된 종업원들과의 위화감이 조성될 가능성이 크며, 제도 자체에 대한

[표 4] 스톡 옵션 부여 기업의 매출액 규모별 분포

구 분	거래소 상장 기업				코스닥 등록 기업			
	기업수	비율(%)	유효(%)	누적(%)	기업수	비율(%)	유효(%)	누적(%)
100억 미만	0	0.0	0.0	0.0	2	6.5	7.1	7.1
100~200억	1	2.9	4.2	4.2	5	16.1	17.9	25.0
200~500억	4	11.4	16.7	20.8	15	48.4	53.6	78.6
500~2000억	13	37.1	54.2	75.0	6	19.4	21.4	100.0
2000억 이상	6	17.1	25.0	100.0	0	0.0	0.0	
소계	24	68.6	100.0		28	90.3	100.0	
결측치	11	31.4			3	9.7		
계	35	100.0			31	100.0		

[표 5] 스톡 옵션 부여 기업의 자본금 규모별 분포

구 분	거래소 상장 기업			코스닥 등록 기업		
	기업수	비율(%)	누적(%)	기업수	비율(%)	누적(%)
30억 미만	0	0.0	0.0	4	12.9	12.9
30~100억	5	14.3	14.3	16	51.6	64.5
100~300억	15	42.9	57.1	9	29.0	93.5
300~2000억	9	25.7	82.9	1	3.2	96.8
2000억 이상	6	17.1	100.0	1	3.2	100.0
계	35	100.0		31	100.0	

[표 6] 스톡 옵션 부여 기업의 종업원 규모별 분포

구 분	거래소 상장기업			코스닥 등록기업		
	기업수	비율(%)	누적(%)	기업수	비율(%)	누적(%)
50명 미만	0	0.0	0.0	4	12.9	12.9
50~100명	3	8.6	8.6	15	48.4	61.3
100~300명	9	25.7	34.3	11	35.5	96.8
300~1000명	12	34.3	68.6	1	3.2	100.0
1000명 이상	11	31.4	100.0	0	0.0	
계	35	100.0		31	100.0	

수용 정도와 성공 가능성이 낮아질 수 있을 것이다.

회사의 연륜이 오랄수록 회사는 여러 가지 경영 상의 경험을 통해 조직을 진단하고 새로운 체계를

구축해 나가게 된다. 역사가 오래된 기업과 그렇지 않은 기업과 인사·조직적 측면의 체계가 여러 측면 에서 상이한 모습을 띌 수 있다. [표 7]은 스톡 옵션

(표 7) 스톡 옵션 부여 기업의 설립 연도별 분류

구 분	거래소 상장 기업			코스닥 등록 기업		
	기업수	비율(%)	누적(%)	기업수	비율(%)	누적(%)
50년 이전	5	14.3	14.3	0	0.0	0.0
50~70년	11	31.4	45.7	0	0.0	0.0
70~80년	10	28.6	74.3	0	0.0	0.0
80~90년	8	22.9	97.1	13	41.9	41.9
90년 이후	1	2.9	100.0	18	58.1	100.0
계	35	100.0		31	100.0	

(표 8) 각 변수들의 기술 통계치

구 분		N	평균	표준편차	분산	최소값	최대값	범위	
연구 개발 투자	거래소	실제	35	1.53	3.01	9.04	.00	14.64	14.64
		정관	134	0.79	1.41	2.00	.00	7.56	7.56
	코스닥	실제	31	9.75	9.71	94.28	.00	30.90	30.90
		정관	17	1.89	3.21	10.34	.00	9.91	9.91
유동성	거래소	실제	35	140.76	92.50	8557.13	33.26	608.39	575.13
		정관	134	134.80	103.11	10632.12	29.79	1068.16	1038.37
	코스닥	실제	31	493.15	1697.52	2881588.99	5.00	9603.94	9598.94
		정관	17	154.88	126.48	15998.11	68.07	622.60	554.53
성장성	거래소	실제	35	-233.32	1145.79	1312837.17	-6703.38	211.39	6914.77
		정관	134	-115.54	409.51	167701.54	-2975.58	628.93	3604.51
	코스닥	실제	31	-82.41	835.86	698662.70	-4573.45	195.92	4769.37
		정관	17	-47.16	422.83	178782.40	-1596.68	406.94	2003.62
종업원수	거래소	실제	35	1085.17	1680.95	2825606.79	66	8527	8461
		정관	134	2144.99	6454.26	41657430.17	42	51900	51858
	코스닥	실제	31	125.32	116.00	13456.29	23	663	640
		정관	17	194.71	116.70	13618.85	40	477	437
설립 후 경과 기간	거래소	실제	35	11524.60	5588.31	31229204.54	3415	26778	23363
		정관	134	11443.50	3421.20	11704643.56	3801	21918	18117
	코스닥	실제	31	3569.97	1406.65	1978666.83	747	6144	5397
		정관	17	7201.12	3386.40	11467674.74	2426	13944	11518
도입 소요 기간	거래소	35	712.34	201.83	40735.00	136	922	786	
	코스닥	31	676.74	290.30	84274.27	81	998	917	
발행 주식 수 대비 부여 주식 수(%)	거래소	35	4.04	4.02	16.13	.05	18.44	18.39	
	코스닥	31	5.60	3.70	13.71	.07	15.00	14.93	
재직 인원수 대비 부여 인원수(%)	거래소	35	17.01	23.88	570.12	.04	81.10	81.06	
	코스닥	31	37.78	24.03	577.54	.15	100.00	99.85	
부여 대상	거래소	35	0.51	0.51	0.26	0	1	1	
	코스닥	31	0.87	0.34	0.12	0	1	1	

선 부여 기업의 연륜별 분포를 나타내고 있다. 표에서 나타나듯이 거래소와 코스닥 등록 기업간에 설립 연수에 있어 극명한 차이를 보이고 있다. 코스닥의 경우는 90년 이후에 설립된 기업이 전체의 반 이상을 차지하고 있는 반면, 거래소의 경우는 설립된 지 어느 정도 지난 중견 기업이 주류를 이루고 있다.

5.2 자료의 기술 통계치

[표 8]은 가설 검증을 위해 이용될 각 변수들의 기술 통계치를 제시한다. 이는 연구에 포함된 독립 변수와 종속 변수의 기술 통계치를 포함한다. 분석의 편의를 위해 각 변수들을 거래소 상장 기업과 코스닥 등록 기업으로 구분하고, 이를 다시 실제 부여 기업과 정관만 변경한 기업으로 구분하여 기술하였다.

5.3 가설 검증

본 연구는 앞에서 밝힌 바와 같이 우리 나라에서

스톡 옵션 제도를 도입한 기업들의 특성을 분석하고, 이를 토대로 과연 어떠한 특성을 가진 기업들이 스톡 옵션 제도 도입에 더욱 적극적인가를 실증적으로 검증하고자 하는 것이다. 이와 함께 최근 스톡 옵션의 부여 대상이 최고 경영진을 포함한 일부 임원들에서 점차 다수의 종업원들로 확대되고 있는 점에 착안하여 기업의 특성이 스톡 옵션 부여 대상에 미치는 영향을 살펴보고자 한다. 한편, 실제로 스톡 옵션을 도입한 기업과 정관만을 변경하고 도입을 준비중인 기업간의 기업적 특성의 차이를 분석하여 이러한 기업적 특성이 스톡 옵션 도입에 미치는 영향을 함께 분석하고자 한다.

스톡 옵션 도입의 적극성 정도를 측정하기 위한 기존의 연구나 도구가 없는 관계로 본 연구는 부여 시기, 부여 주식 수, 그리고 부여 대상 인원의 상대적 차이를 토대로 도입의 적극성 정도를 파악하였다. 먼저, 기업적 특성과 스톡 옵션 도입의 적극성간의 개략적인 상관관계를 살펴보기 위해 상관관계 분석을 실시하였다. 각 변수들의 요약적 통계치는 [표 9]과 같으며, 변수들간의 상관관계 분석 결

[표 9] 변수들의 요약적 통계치

변 수	N	평균	표준편차
1. 연구개발 투자	66	5.3871	8.0822
2. 재무적 유동성	66	306.2783	1168.6942
3. 총자산 증가율	66	15.5623	25.6943
4. 순이익 증가율	66	-646.2592	3276.9767
5. 종업원 수	66	634.33	1310.43
6. 설립 후 경과 기간	66	7788.33	5766.45
7. 도입 전 3개월 평균 주가 지수	66	89.3283	38.5417
8. 도입 전 3개월 액면가 대비 주가 평균(%)	66	469.7477	363.5380
9. 도입 소요 기간	66	695.62	246.02
10. 발행 주식 수 대비 부여 주식 수(%)	66	4.7735	3.9214
11. 재직 인원 수 대비 부여 인원 수(%)	66	26.7667	25.9602

[표 10] 변수들간의 상관관계

변 수	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
1. 연구개발 투자										
2. 재무적 유동성	-.076									
3. 총자산 증가율	.125	.228+								
4. 순이익 증가율	.055	.046	.204							
5. 종업원 수	-.187	-.017	.012	-.016						
6. 설립 후 경과 기간	-.401**	-.173	-.153	.060	.393**					
7. 도입 전 3개월 평균 주가 지수	.318**	-.029	.141	.127	-.360**	-.431**				
8. 도입 전 3개월 액면 가 대비 주가 평균	.218+	-.106	.081	.202	-.212+	-.300*	.366**			
9. 도입 소요 기간	-.179	.052	-.021	-.020	-.077	-.041	.147	.188		
10. 발행 주식 수 대비 부여 주식 수(%)	.420**	-.138	.130	.078	-.199	-.052	.160	-.035	-.298*	
11. 재직 인원 수 대비 부여 인원 수(%)	.502**	-.108	.074	.137	-.136	-.085	.271*	.154	-.308*	.505**

주: N = 66 + p < 0.1; * p < 0.05; ** p < 0.01

과는 [표 10]와 같다.

[표 10]에서 보는 바와 같이 일차적으로 각 변수들간의 상관관계의 방향성은 가설에서 제시하는 것과 일치하나, 어떠한 요인들이 도입의 적극성 정도에 유의적인 영향력을 미치는지를 명확히 비교·분석하기 위하여 다중 회귀 분석을 시도하였다. 가설에서 제시된 독립 변수와 더불어기업의 일반적 특성으로서 도입의 적극성에 영향을 줄 수 있을 것이라 판단되는 종업원 규모, 설립 연수, 그리고 업종 분류 등을 통제변수로 구성하였다. 또한, 스톡 옵션을 도입한 시점의 주식 시장의 특성을 반영하기 위해 도입 전 3개월간의 평균 주가 지수와 액면가 대비 증가 평균을 회귀식에 포함시켜 이를 각각의 종속 변수에 대해 다중 회귀 분석을 시도하였다. 도입 기간, 부여 주식 수, 그리고 부여 인원 수 등 3개의 종속 변수에 대한 다중 회귀식을 각

각 Model 1~Model 3이라 칭하였다.

회귀 분석에 앞서 독립 변수들의 다중공선성을 진단해본 결과 공차(tolerance)와 상승 변량(variance inflation factor: VIF)이 1에 근접하므로 다중공선성은 없는 것으로 판단된다. 보통 공차가 1에 접근하면 변인간에 다중공선성이 없는 것으로 판단하고, VIF의 경우에도 그 값이 1에 접근할 때 다중공선성이 없는 것으로 판단한다.

[표 11]에서 보듯이 Model 2와 Model 3의 회귀 모형은 각각 유의도 0.021과 0.001로서 유의적으로 나타났다. 가설 1이 제시하는 것과 같이 도입 기업의 연구개발 투자는 발행 주식 수 대비 부여 주식 수를 종속 변수로 했을 때 유의적으로 긍정적인 영향을 미치며(p < .05), 재직 인원 수 대비 부여 인원 수도 역시 긍정적인 영향을 미쳤다(p < .01). 하지만 도입 기간에 있어서는 유의적인 결과가 나타나지 않았다.

[표 11] 스톡 옵션 도입의 적극성에 대한 다중 회귀 분석 결과

독립변수	Model 1		Model 2		Model 3	
	도입 기간		부여 주식 비율		부여 인원 비율	
상수항	665.901**	(155.898)	.711	(2.252)	-5.755	(13.743)
연구개발 투자	-3.157	(4.762)	.168*	(.069)	1.260*	(.420)
재무적 유동성	1.135E-02	(.032)	-5.500E-04	(.000)	-3.873E-03	(.003)
총자산 증가율	.131	(1.276)	1.610E-02	(.018)	-4.553E-03	(.112)
당기순이익 증가율	-8.697E-03	(.010)	7.703E-05	(.000)	6.872E-04	(.001)
종업원수	-1.100E-02	(.027)	-4.494E-04	(.000)	-6.732E-04	(.002)
설립후 경과기간	-6.826E-03	(.008)	1.780E-04	(.000)	1.857E-03**	(.001)
코스닥 시장	-80.372	(161.490)	1.343	(2.333)	43.249**	(14.236)
일반 기업	-108.186	(151.752)	-.877	(2.192)	-23.746*	(13.377)
정보처리/컴퓨터	-121.764	(115.483)	3.397*	(1.668)	15.788	(10.180)
일반제조/전기전자	-58.770	(90.424)	2.708*	(1.306)	6.193	(7.971)
도입전3개월 평균 증가지수	1.668	(1.163)	6.149E-03	(.017)	-6.119E-02	(.102)
도입전3개월 액면가대비 추가평균	.191 ⁺	(.101)	-2.456E-03 ⁺	(.001)	1.286E-03	(.009)
R 제곱	0.196		0.340		0.439	

주: N = 66 괄호 속의 숫자는 표준 오차이다.

⁺ p < 0.1; * p < 0.05; ** p < 0.01

가설 2와 3에서 제시한 성장성과 재무적 유동성은 세 가지 종속 변수 모델 어디에서도 유의적인 영향을 미치지 못하였다. 이러한 결과의 원인으로서는 우리나라 기업들에 있어서 스톡 옵션 제도 자체가 생소하여 그 도입에 있어 합리적인 판단보다는 유행에 쫓으려는 경향, 그리고 본 연구에 포함된 스톡 옵션 부여를 준비하고 있는 기업들간의 상대적인 동질성 등의 원인으로 성장성과 유동성이 기대한 변별력을 가져오지 않았을 수 있다.

한편 가설 4에서 제시한 기업의 규모와 설립 연수에 있어서는 가설 4와의 기대와는 반대로 설립 연수가 부여 인원 비율에 긍정적으로 유의적인 영향을 미쳤다. 또한 기업의 규모가 크고 연혁이 오래더라도 스톡 옵션의 도입 속도나 부여 주식 비율에 있어서는 차이가 없었다. 하지만 Model 3에서

보듯이 통제 변수인 증권 시장 구분과 벤처기업 여부가 종속 변수에 각각 유의도 0.004와 0.082에서 유의한 영향을 미치는 것으로 나타났다. 즉, 코스닥 등록 기업이 거래소 상장 기업에 비해, 그리고 벤처기업이 일반 기업에 비해 부여 인원 비율 면에서 스톡 옵션 도입에 더욱 적극적임을 보여주고 있다. 이러한 결과를 종합적으로 고찰해 볼 때 스톡 옵션의 부여에 있어서 회사의 연혁이나 규모 자체보다는 첨단 기술을 추구하는 벤처기업이라는 위상 자체가 보다 광범위한 종업원들에게 부여하도록 하는 경향을 갖게 한다고 볼 수 있다.

추가적으로 도입 기업의 특성이 스톡 옵션의 부여 대상에 미치는 영향을 로지스틱 회귀 분석을 통해 검증하였다. [표 12]에서 보듯이 로지스틱 회귀 모형에 대한 -2LL(우도의 로그의 -2배) 값은

[표 12] 스톡 옵션의 부여 대상에 대한 로지스틱 회귀 분석 결과

독립 변수	계수	
상수항	-0.1814	(2.434)
연구개발 투자	0.9472*	(0.4898)
재무적 유동성	-0.0003	(0.0005)
총자산 증가율	-0.0022	(0.0212)
당기순이익 증가율	0.0003 ⁺	(0.0001)
종업원수	-0.0007	(0.0006)
설립후 경과기간	8.81E-05	(8.39E-05)
코스닥 시장	1.885	(2.3668)
일반 기업	-0.1546	(2.2181)
정보처리/컴퓨터	7.0114	(30.5735)
일반제조/전기전자	-0.1316	(0.9659)
도입 전 3개월 평균 주가 지수	-0.0058	(0.0234)
도입 전 3개월 액면가 대비 주가 평균	-0.0011	(0.0018)
모델 카이 제곱		39.25
p-값		0.0001
적합도		38.92

주: N = 66 괄호 속의 숫자는 표준 오차이다.

⁺ p < 0.1; * p < 0.05; ** p < 0.01

82.56이고 완성된 모형에 대한 -2LL값은 43.31이다. 따라서, 두 값의 차이인 모델의 카이 제곱은 39.25이고 유의수준도 0.0001이기 때문에 통계적으로 의미가 있는 것으로 나타났다. 가설 1과 2에서 제시하듯이 기업의 연구개발 투자와 성장성 지표 중의 하나인 당기 순이익 증가율은 부여 대상의 범위를 임원에서 직원으로 확대되도록 하는데 긍정적인 영향을 주는 것으로 나타났다. 그러나, 가설 3 및 4와는 달리 재무적 유동성, 설립 연수와 종업원 규모는 그렇지 않은 것으로 나타났다.

지금까지는 스톡 옵션 제도를 도입한 기업을 대상으로 도입 기업의 특성이 부여의 적극성 정도와 부여 대상에 미치는 영향을 분석하였으나, 그와 더불어 그러한 제도를 도입하고 실제로 스톡 옵션을 부여한 기업과 정관만을 변경한 기업을 비교해 볼 필요가 있다. 여기서 실제로 스톡 옵션을 부여하였

다는 점도 스톡 옵션 도입의 적극성을 나타낸다고 볼 수 있다. 이를 위해 종속 변수를 실제로 부여한 경우(1)와 정관만을 변경한 경우(0)로 구분하여 로지스틱 회귀 분석을 실시하였다. [표 13]은 그 결과를 보여 준다. 모델의 카이 제곱은 60.40이고 유의수준은 0.0000으로 통계적으로 의미가 있는 것으로 나타났다. 가설 1에서 제시하듯이 기업의 연구개발 투자가 스톡 옵션의 실제 부여에 긍정적인 영향을 미치는 것으로 나타났다(p < .01). 하지만 다른 변수들은 기대한 바대로 영향을 미치지 못하였다. 특히 총자산 성장률로 본 성장성은 오히려 부정적인 영향을 미치는 것으로 나타났다(p < .05). 이는 척도 자체가 미래 성장정보보다는 과거 성장 실적을 나타내는 것으로 인한 한계일 수 있다.

[표 13] 스톡 옵션의 실제 부여 여부에 대한 로지스틱 회귀 분석 결과

독립 변수	계수	
상수항	-1.0967 ⁺	(0.6253)
연구개발 투자	0.2069 ^{**}	(0.0667)
재무적 유동성	0.0016	(0.0014)
총자산 증가율	-0.0241 [*]	(0.0107)
당기순이익 증가율	-3.00E-05	(9.61E-05)
종업원수	-4.80E-05	(7.04E-05)
설립후 경과기간	-2.70E-05	(4.81E-05)
코스닥 시장	0.3531	(0.741)
일반 기업	1.0711	(0.8739)
모델 카이 제곱		60.40
p-값		0.0000
적합도		39.62

주: N = 217 괄호 속의 숫자는 표준 오차이다.

+ p < 0.1; * p < 0.05; ** p < 0.01

과거 회계치에 의존한 성장성 척도의 한계성과 관련하여 참고적으로 다른 변수들의 영향을 배제한 상태 하에서 개별 기업의 설립 후 경과 기간과 주가/수익 배수(PER: Price Earning Ratio)에 대해 분산 분석을 실시하였다. 이를 통해 국내 스톡 옵션 도입 기업들의 연혁과 미래 성장성을 살펴볼 수 있었다. PER를 기업이 벌어들인 단위당 수익에 대한 시장 가치의 평가라 한다면, 이는 스톡 옵션 도입기업의 미래의 성장성을 반영한 것이라 할 수 있을 것이다.

설립 후 경과 기간과 PER에 대한 분산분석 결과는 [표 14]과 같다. 분산 분석 결과 설립 후 경과 기간은 유의도 0.000하에서 42.038의 F값을 가지며 유의한 결과를 보여 주었다. PER의 경우도 유의도 0.000하에서 13.009의 F값을 가지며 유의한 결과를 나타내었다. 즉, 기업의 성장성을 과거의 재무제표 자료로 측정하지 않고 PER로 측정된 후 도입 여부에 따른 분산분석을 실시해본 결과 스톡 옵션을 도입한 기업들의 PER가 월등히

높게 나타난 것이다. 이는 평균적으로 볼 때 스톡 옵션을 도입한 기업이 상대적으로 역사가 짧은 새롭게 성장하는 기업이 많다는 것을 보여준다.

종합적으로 볼 때 설립 연혁이 짧은 기업이 스톡 옵션의 부여 가능성이 높은 점은 스톡 옵션 부여 기업과 미부여 기업간의 차이를 가설 4에서 기대한 대로 보여 준 것이다. 또한 PER도 가설 2에서 기대한 대로 부여 기업이 보다 높은 것으로 나타난 것이다. 이는 앞서의 회귀 분석의 변수 측정상 도입 기업들만을 모집단으로 밖에 할 수 없었다는 한계점이 있어 가설의 기대에 부합하지 않은 점이 부분적으로 있었다는 것을 시사한다. 즉, 스톡 옵션 제도를 도입하여 실제로 부여할 것인가 말 것인가를 결정함에 있어 모집단을 도입 가능성이 있는 전체 기업으로 놓고 보았을 때는 설립 연수와 미래 성장성의 효과가 추가 분석 방법에서는 지지되는 방향으로 나타난 것이다.

(표 14) 스톡 옵션 도입 여부에 관한 분산 분석 결과

	부여여부	평균	표준편차		제공합	자유도	평균제공	F	Sig.
설립후 경과기간	미부여	10965.88	3662.16	집단-간	463708696.889	1	463708696.889	23.891	.000
	실제부여	7788.33	5766.45	집단-내	4173091906.521	215	19409729.798		
	계	9999.44	4633.21	합계	4636800603.410	216			
PER	미부여	31.6596	81.6925	집단-간	1114331.779	1	1114331.779	13.009	.000
	실제부여	188.9212	506.9364	집단-내	17644983.323	206	85655.259		
	계	81.5599	301.0394	합계	18759315.102	207			

와 일관된 결과를 보여준다.

VI. 토의 및 결론

6.1 연구 결과의 해석

검증된 통계 자료를 토대로 우리 나라에서 스톡 옵션을 도입하는 기업들의 특성에 관한 종합적인 이해와 분석이 가능할 것이다. 먼저, 스톡 옵션 도입의 적극성 정도에 가장 큰 영향을 미치는 변수는 도입 기업의 연구개발 투자인 것으로 나타났다. 본 연구에서는 연구개발 투자를 매출액 대비 연구개발비(%)로 측정하였는 바, 연구개발에 많은 비용을 투자하고 있다는 것은 미래에 그 회사가 다른 회사에 비해 새로운 제품이나 기술을 개발할 가능성이 높다는 것을 의미하며, 이를 통해 기업의 가치가 증대되어 주가가 상승할 가능성이 높아짐을 의미한다. 이는 곧 스톡 옵션 제도가 임직원의 동기 부여의 수단으로 큰 의미를 가질 수 있다는 것이다. 또한, 연구개발에 많은 비용을 투자하는 기업이 소기의 성과를 거두기 위해서는 우수한 인력을 필요로 하며, 이러한 인력을 유치하고 동기 부여하기 위해서도 스톡 옵션에 더욱 적극적일 것이라 판단된다. 스톡 옵션을 실제로 부여한 기업들도 상대적으로 연구개발 투자가 높은 것으로 나타나 이러한 논의

기업의 성장성 또한 미래 주가의 상승 가능성을 의미하므로 같은 원리로 설명될 수 있으나, 부여대상을 제외한 본 연구 전반에서 유의미한 영향을 끼치지 못하는 것으로 나타났다. 연구 시점 상 IMF 경제 위기 하에서의 기업의 전반적인 경영성과 저하의 편의를 방지하기 위해 과거 5년간의 재무적 측정치를 사용하였으나 이러한 재무적 측정치 자체가 과거의 성장성을 의미하는 것이지 미래의 성장성을 의미하지 않기 때문에 기대한 결과가 나타나지 않았을 수 있다. 실제 기업의 성장성을 PER로 측정하여 분산 분석을 실시해본 결과 스톡 옵션을 도입한 기업들의 PER가 그렇지 않은 기업들에 비해 월등히 높은 것으로 나타났는데, 이는 미래 성장성의 영향을 어느 정도 반영한다.

재무적 유동성의 문제는 동일 조건이라면 유동성이 적은 기업이 봉급과 같은 현금에 의한 보상보다는 스톡 옵션과 같은 현금의 지출이 없는 보상을 많이 주려 하겠으나, 실제로 스톡 옵션을 부여하는데 있어서는 큰 영향을 끼치지 않는 것으로 나타났다. 스톡 옵션을 도입한 우리 나라 벤처기업들의 경우 실제 유동성이 상대적으로 나쁜 기업은 그렇게 많지 않았다.

도입 시기의 결정에 있어서는 아무런 영향 요인을 찾지 못하였다. 이는 스톡 옵션이 도입된 지 일

마 되지 않았고, 스톡 옵션 도입 시기를 결정함에 있어 어떠한 특정 요건을 갖춘 기업이 먼저 도입하는 것이 아니라, 전반적 추세에 따르기 때문인 것으로 판단된다. 실제로 스톡 옵션을 도입하기 위한 까다로운 법적 요건이 있지도 않기 때문일 것이다. 우리 나라 증권사들의 경우 경제 위기가 어느 정도 회복되고 주가가 상승하자, 1999년 거의 동일한 시기에 스톡 옵션을 도입한 것을 예를 들 수 있다.

요컨대 스톡 옵션 부여 대상에 영향을 미치는 변수로는 연구개발 투자와 성장성이 검증되었다. 기술 수준이 높은 기업일수록 그러한 기술을 보유한 기술 인력이 존재하며 이러한 기술 인력을 확보하고 유지하기 위해서는 스톡 옵션의 부여 대상을 임원에서 기술 보유 직원으로 확대할 것이다.

추가적 분석을 통해 실제로 스톡 옵션을 도입한 기업들의 설립 연수가 짧으며, 미래의 성장성 지표라 할 수 있는 PER가 높은 기업들임을 알 수 있었다. 이는 실제로 스톡 옵션을 도입한 기업들이 정관만을 변경한 기업에 비해 역사가 짧은 새롭게 성장하는 기업임을 의미한다. 역사가 오래된 기업일수록 인사·조직적 측면의 체계가 확립되어 있으며, 기업 전체적인 측면에서 경영 시스템을 통한 조직 통제가 가능하다. 따라서, 종업원 개인의 능력을 통한 회사의 발전가능성은 낮으며, 스톡 옵션이라는 방법을 통해 종업원들을 동기 부여할 필요성은 줄어들 것이다. 그러나, 창립초기의 회사들은 기업의 성장을 위해서 조직 구성원들의 적극적인 참여와 노력이 필수적이므로 우수한 인력을 확보하고 유지하기 위해서 스톡 옵션을 부여하려는 경향이 있을 것이다.

한편, 코스닥 등록 기업이 거래소 상장 기업에 비해, 그리고 벤처기업이 일반 기업에 비해, 스톡 옵션 도입에 더욱 적극적인 것으로 나타났다. 실제 스톡 옵션을 도입한 코스닥 등록 기업의 경우 5개

기업을 제외하고는 전부 벤처기업인 점을 감안한다면, 자본력은 부족하나 우수한 기술력을 갖춘 벤처 기업들을 중심으로 우수 인력을 확보하고 유지하기 위해 스톡 옵션을 적극적으로 도입하고 있는 것으로 보인다. 벤처기업의 경우 기술과 연구개발의 성공이 회사의 성장 및 발전이라는 등식이 성립될 정도로 연구 인력에 대한 배려가 크므로 인력 유치와 동기 부여를 위해 스톡 옵션 도입에 더욱 적극적일 것이다. 실제로 우수한 기술을 보유한 벤처기업이 일반 기업에 비해 주가의 상승 가능성이 높거나, 그러한 기대가 크기 때문일 것이다. 이러한 결과는 최근 미국의 실리컨 밸리를 중심으로 스톡 옵션이 크게 확산되고 있는 것과 마찬가지로 우리나라에서도 스톡 옵션이 벤처기업의 새로운 보상 수단으로 각광받기 시작할 것임을 암시하는 것이라 할 수 있을 것이다.

결론적으로 현재까지 진행되고 있는 우리나라 기업들의 스톡 옵션 부여의 모습은 상대적으로 연구개발 투자가 높고 역사가 짧은 신규 성장기업들이 도입하고 있으며, 연구개발 투자가 높은 첨단 업종에 종사하는 벤처기업들이 더욱 적극적으로 스톡 옵션을 부여하며, 이들의 부여 대상의 폭 또한 다수의 임직원으로 크게 확대되고 있다고 볼 수 있다.

6.2 연구의 한계

본 연구의 본론 부분은 크게 두 부분으로 구성되어 있다. 전반부는 현재 우리 나라에서 실제로 스톡 옵션을 부여한 기업의 정확한 실태와 다양한 측면에서의 도입 기업의 특성들을 살피는 탐색적 연구였다. 도입 초기이기 때문에 각종 현황과 통계 자료가 미비하였으나, 도입 기업이 금융 감독 위원회에 제출한 스톡 옵션 부여 관련 서류를 기본으로

공시 자료, 재무제표, 각종 관련 문헌, 그리고 스톡 옵션 도입 실무자에 대한 설문문을 통해 스톡 옵션 도입기업의 여러 가지 특성을 분석하였다. 이를 통해 최근에 관심이 증대되고 있는 스톡 옵션의 도입 실태와 한국적 상황하에서의 특징들을 살펴볼 수 있었다.

후반부는 탐험적 연구를 통한 도입기업의 특성에 대한 이해를 바탕으로 스톡 옵션 도입기업의 특성이 도입 여부, 도입의 적극성, 그리고 부여대상에 어떠한 영향을 미치는가를 살피는 실증적 연구였다. 과연 어떠한 특성을 가진 기업들이 스톡 옵션 제도에 더욱 적극적인가를 스톡 옵션의 도입시기, 부여 주식 수, 부여 인원 수, 그리고 부여 대상 등을 통해 실증적으로 검증해 보고, 여타의 기업 특성이 스톡 옵션 부여대상에 미치는 영향 또한 살펴보았다. 추가적으로 스톡 옵션을 실제로 도입한 기업과 정관만을 변경한 기업간의 기업적 특성의 차이를 분석하였다.

본 연구는 최근 들어 많은 기업들이 도입하기 시작하였거나 도입을 준비하고 있는 스톡 옵션 제도의 정확한 실태를 파악하여 이 제도를 도입한 기업들의 특성을 분석하고, 이를 토대로 한국적 상황하에서 과연 어떠한 특성을 가진 기업들이 스톡 옵션 제도를 도입하고 있고, 도입에 더욱 적극적인가를 실증적으로 검증하고자 연구를 진행하였으나, 다음과 같은 한계점을 가지고 있으므로 추후의 연구에서 보완이 되어야 할 것이다.

첫째, 표본 수의 제한이 가장 큰 문제점이라 할 수 있다. 1997년 법제화된 이후로 최근에 관심이 고조되고 있으나 이를 실제로 도입한 기업은 60여 개 업체에 불과하여 실제 도입 기업에 대한 다양한 측면의 접근과 분석이 불가능하였다. 많은 기업들이 정관을 변경 도입을 준비중에 있으므로 추후의

연구에서는 보다 많은 표본을 확보하여 이를 보완할 수 있으리라 생각한다.

둘째, 가설의 수립과 검증이 대부분 재무적 측정치에 의존하고 있다는 점이다. 이러한 변수들은 객관성을 보장해주기는 하나, 기업의 다양하고 실제적인 특성을 반영하지 못할 우려가 있다. 많은 표본이 확보된 시점이라면 도입 기업의 인사·보수 제도나, 유형 등에 따른 추가적인 분석이 필요할 것이다.

셋째, 기업의 성과와 연결시켜볼 필요성이 있다. 기업의 임직원에 대한 인센티브를 높이기 위해 도입한 스톡 옵션 제도의 시행 효과에 대한 연구는 가장 관심 있는 주제이며, 스톡 옵션 제도가 가장 잘 발달된 미국에서 여러 가지 측면의 실증적 연구가 이루어져 왔다. 그러나, 우리 나라의 경우 스톡 옵션 제도가 정식으로 도입된 것은 증권거래법 및 조세감면규제법에 의해 스톡 옵션 부여를 위한 절차와 세제상의 지원장치를 마련한 1997년 3월 이후의 일이고, 특히 1999년에 이 제도를 도입한 기업의 수가 많아 스톡 옵션 도입 기업의 성과를 측정하는 데는 무리가 따른다. 따라서, 시간이 경과함에 따라 시행 효과를 측정할 수 있는 모델을 개발하여 스톡 옵션이라는 보상제도와 기업의 성과를 연결하는 연구가 필요할 것이다.

참고 문헌

- 김창수 (1999), "스톡 옵션의 국내 도입 현황과 과제," 금융, 541, 25.
 김창수 (2000), 스톡 옵션과 보상설계, 서울, 신론사.
 Agrawal, Anup, Anil K. Makhija, & Gershon N. Mandelker (Winter 1991), "Executive Compensation

- tion and Corporate Performance in Electric and Gas Utilities," *Financial Management*, 113-124.
- Agrawal, Anup, & Gershon N. Mmandelker (September 1987), "Managerial Incentives and Corporate Investment and Financing Decision," *Journal of Finance*, 823-837.
- Baird, Michael L. (1997), *Engineering Your Start-up*, Belmont, CA, Professional Publications Inc, 187-188.
- Baron, James N, & David M. Kreps (1999), *Strategic Human Resources: Frameworks for General Managers*, New York, John Wiley & Sons.
- Bhide, Amar V. (2000), *The Origin and Evolution of New Business*, New York, Oxford University Press.
- Bizjak, John M., James A. Brickley, and Jeffrey L. Coles (1993), "Stock-based Incentive Compensation and Investment Behavior," *Journal of Accounting and Economics*, 16, 349-372.
- Brickley, James A., Sanjai Bhagat, and Ronald C. Lease (1985), "The Impact of Long-Range Managerial Compensation Plans on Shareholder Wealth," *Journal of Accounting and Economics*, 7, 115-129.
- Collins, Cary, David Blackwell, and Joseph Sinkey (Autumn 1995), "The Relationship Between Corporate Compensation Politics and Investment Opportunities: Empirical Evidence for Large Bank Holding Companies," *Financial Management*, 24 (3), 40-53.
- Eaton, Jonathan and Harvey S. Rosen (1983), "Agency, Delayed Compensation, and the Structure of Executive Remuneration," *Journal of Finance*, 38, 1489-1505.
- Gaver, Jennifer J. and Kenneth M. Gaver (1993), "Additional Evidence on the Association between the Investment Opportunity set and corporate Financing, Dividend, and Compensation Policies," *Journal of Accounting and Economics*, 16, 125-160.
- Hall, Brian J. (2000), "What You Need to Know about Stock Options," *Harvard Business Review*, March-April, 121-129.
- Haugen, Robert A. and Lemma W. Senbet (1981), "Resolving the Agency Problems of External Capital through Options," *Journal of Finance*, 36, 629-647.
- Jensen, Michael (1986), "Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers," *American Economic Review*, May, 323-329.
- Jensen, Michael C. and Kevin J. Murphy (1990a), "Performance, Pay and Top-management Incentives," *Journal of Political Economy*, 98, 225-264.
- Jensen, Michael C. and Kevin J. Murphy (1990b), "CEO Incentives-It's Not How Much You Pay, But How," *Harvard Business Review*, 3, 138-153.
- Lewellen, Wilbur G., Claudio Loderer and Kenneth Martin (1987), "Executive Compensation and Executive Incentive Problems: An Empirical Analysis," *Journal of Accounting and Economics*, 29, 287-310.
- Matsunaga, Steven R. (1995), "the Effects of Financial Reporting Costs on the Use of Employee Stock Options," *Accounting Review*, 70, 1-26.
- Mehran, Hamid (1995), "Executive Compensation Structure, Ownership, and Firm Performance," *Journal of Financial Economics*, 38, 163-184.
- Murphy, Kevin J. (1985), "Corporate Performance and Managerial Remuneration: An Empirical Analysis," *Journal of Accounting and Economics*, 7, 11-42.
- Smith. Clifford W. Jr. and Ross L. Watts (1992), "The Investment Opportunity Set and Corporate Financing, Dividend, and Compensation Policies," *Journal of Financial Economics*, 32, 263-292.
- Yermack, David (1995), "Do Corporations Award CEO Stock Options Effectively?" *Journal of Financial Economics*, 39, 237-269.

Corporate Patterns in the Adoption of Stock Options

Chung, Seungwha* · Lee, Minsu**

Abstract

Stock options as a long-term pay for performance can reduce agency costs to shareholders, and enhance the motivation of top management and employees by rewarding the future performance in firm value. Whereas larger firms adopt this system to strengthen their employees commitment to organizational goals, start-up firms tend to utilize it to attract skilled, competent people in the short term. This study looks at driving forces and patterns in the adoption of stock options for the Korean public firms under a recent institutionalization of the stock option system for both new venture firms and existing larger firms. Individual firms' technology level, growth potential, and liquidity are hypothesized to influence the adoption of stock options. We test and discuss the hypothesized relationships using archival and survey data.

key words: Stock Option, Compensation, Pay for Performance, Venture Firm

* Associate Professor of Management, Department of Business Administration, Yonsei University.

** Full-Time Lecturer, Department of Business Administration, Korea Military Academy.