

## 경영자에 대한 주식증여 및 스톡옵션부여와 기업가치에 관한 실증연구

본 연구에서는 경영자에 대한 주식보상체계 효과를 살펴보기 위하여, 국내기업이 경영자에 대한 주식증여 및 스톡 옵션부여가 기업가치에 미치는 영향을 분석하였다. 이를 위하여 2002년부터 2006년까지 KOSPI 200 리스트에 2년 이상 연속으로 등재된 기업 중 동 기간 내 상장폐지를 하지 않은 184개 비금융 기업을 선별하여 실증분석을 하였다. 고정효과모형 회귀분석 결과, 경영자에 대한 주식증여가 1년과 2년 단위 Tobin's Q의 변화에 각각 유의적인 정적 영향을 미치는 것으로 나타났고, 스톡옵션부여는 Tobin's Q의 변화에 유의한 영향을 미치지 않은 것으로 나타났다. 이러한 결과를 경영자에 대한 스톡옵션부여보다는 주식을 증여하는 것이 오히려 기업가치 성장에 긍정적인 영향을 미친다고 해석할 수 있을 것이다. 한편, 경영자에 대한 주식증여 및 스톡옵션부여의 기업가치 단기 성과를 알아보기 위한 t-검정 분석을 실행한 결과, 경영자가 임기중 주식을 새로 무상증여 받았을 경우 단기적으로 Tobin's Q 값이 유의하게 증가한 것을 확인할 수 있었다. 그러나 스톡옵션을 부여받은 것은 Tobin's Q값의 변화량과 유의한 관계가 없음을 확인하였다. 한편, 주식증여 및 스톡옵션부여의 기업가치 장기 성과를 알아보기 위한 t-검정 분석 결과, 모두 기업가치의 변화에 유의한 영향을 미치지 못하는 것을 확인할 수 있었다. 이러한 결과를 주식증여와 스톡옵션부여가 기업가치에 미치는 영향은 장기적이기보다는 단기적인 성과를 내는 데에 보다 의미가 있다고 해석할 수 있을 것이다.

**강선우**

서울시 동대문구 청량리2동  
한국과학기술원 경영대학원  
010-9703-7001  
[alofrog@hanmail.net](mailto:alofrog@hanmail.net)

**박광우**

서울시 동대문구 청량리2동  
한국과학기술원 경영대학원  
016-9797-5578  
[kpark3@business.kaist.ac.kr](mailto:kpark3@business.kaist.ac.kr)

**이지환**

서울시 동대문구 청량리2동  
한국과학기술원 경영대학원  
011-740-1489  
[jihwanlee@business.kaist.ac.kr](mailto:jihwanlee@business.kaist.ac.kr)

# I. 서론

## 1.1 연구 배경 및 목적

임원보상에 대한 정책은 능력 있는 경영자를 확보하고 이들이 기업 소유주의 이해에 부합하여 일하려는 동기를 극대화하여 궁극적으로 기업가치를 제고하는데 그 목적이 있다. 임원에 대한 보상에 있어서 가장 기본적으로 쓰이는 정책은 현금을 제공하는 것이다. 그러나 이러한 방법은 소유주와 경영자 사이에 발생하는 대리인 문제를 해결하지 못한다는 근본적인 문제점을 안고 있다. 기업의 소유주가 직접 경영을 하는 경우 주주와 경영자의 이해가 일치하기 때문에 대리인 비용이 발생하지 않지만, 소유와 경영이 분리되었을 때 주주가 경영자의 의사결정을 통제할 수 있는 방편이 필요하다. 따라서 현금보상보다는 주식보상체계가 주주와 경영자 사이의 이해상충을 해결하고 결과적으로 주주의 부를 극대화 할 수 있는 방편인 것이다 (Jensen and Murphy, 1990).

한편, 경영자에게 스톡옵션을 부여하는 것과 주식을 직접 증여하는 것은 같은 주식보상체계라고 할지라도 그 효과에 차이가 있다. 스톡옵션을 부여할 경우 경영실적이 좋지 않아 주가가 하락할 때 경영자가 직접적인 손해를 입지 않지만 반대로 긍정적인 경영 성과로 인한 주가상승 시 막대한 이익을 취할 수 있어 경영자가 위험한 의사결정을 적극적으로 할 유인이 생긴다 (Brookfield and Ormrod, 2000). 반면, 주식을 직접 증여할 경우 주가상승 시 이익을 취할 수 있지만 경영실적이 좋지 못하여 주가가 하락하는 경우 경영자가 직접적인 손해를 입게 되어 의사결정에 있어서 신중한 태도를 보일 수 있다. 스톡옵션 제도의 도입 이후 장기성과에 대한 선행연구는 일관된 결과를 보여주지 못하고 있는데, 이는 스톡옵션의 도입 목적이 다양하고 그 성과에 영향을 미치는 요인이 복잡하기 때문이다 (정재욱, 배길수 2007). 최근 미국기업을 대상으로 한 연구에서 주식의 직접증여를 스톡옵션과 함께 비중있게 고려하여 2000년도 데이터를 이용한 실증분석 결과, 미국 기업의 소유주가 경영자의 인센티브를 갈게 유지하면서 보상비용을 절감할 수 있는 방법은 스톡옵션 부여를 포기하고 주식의 직접증여를 확대하는 것이라는 주장이 있었다 (Dittmann and Maug, 2007). 이는 스톡옵션과 주식증여에 대한 연구들이 제각기 다른 결과를 주장하는 가운데, 최근 과도한 스톡옵션 부여로 인한 위험한 의사결정이 기업의 파산으로 내몰았던 엔론(Enron), 월드컴(WorldCom), 글로벌 크로싱(Global Crossing)의 사태 이후 경영자에 대한 스톡옵션부여의 회의론을 뒷받침 한다는 점에서 시사하는 바가 크다.

자본시장의 역사가 오래된 미국에서는 경영자 보상수단의 하나로 스톡옵션제도가 1920년대에 이미

도입되어 사용되었다. 한편, 우리나라의 경우 비교적 최근인 1997년 4월 증권거래법 개정을 통해 스톡옵션 제도가 처음 도입되었다. 사실상 국내기업을 대상으로 한 경영자에 대한 스톡옵션부여와 그 효과에 대한 연구의 수는 미국기업을 대상으로 한 연구의 수에 비해 매우 적은 편이다. 그 첫째 이유는 스톡옵션 제도의 역사가 짧아 그 동안 경영자에게 스톡옵션을 부여한 기업의 성과나 성과요인에 대한 분석을 하기에 충분한 기간의 확보가 어려웠다는 점이다. 둘째는 경영자에 대한 보수내용을 상세하게 보고하도록 의무를 부여하는 법적 제도가 미흡하다는 것이다. 따라서 상세한 데이터를 기반으로 하는 다양하고 심층적인 연구방법론의 적용이 사실상 쉽지 않다. 더욱이 임원보상 수단으로서의 주식의 직접증여는 스톡옵션에 대한 관심에 밀려 그 성과에 대한 선행연구가 거의 없는 실정이다.

본 연구에서는 경영자에 대한 주식보상체계 효과를 살펴보기 위하여, 국내기업이 경영자에 대한 주식증여 및 스톡옵션부여가 기업가치에 미치는 영향을 분석하였다. 이를 위하여 2002년부터 2006년까지 KOSPI 200 리스트에 2년 이상 연속으로 등재된 기업 중 동 기간 내 상장폐지를 하지 않은 184개 비금융 기업을 선별하여 고정효과모형 회귀분석을 실시하고, 주식증여 및 스톡옵션부여 전후 단기(1년) 및 장기(4년) 기업가치 변화를 살펴보았다.

경영자에 대한 주식증여와 스톡옵션부여의 단기 말 기업가치와의 관계를 알아보기 위한 고정효과모형 회귀분석 결과, 경영자에 대한 주식증여가 1년과 2년 단위 Tobin's Q의 변화에 각각 유의적인 정의 영향을 미치는 것으로 나타났고, 스톡옵션부여는 Tobin's Q의 변화에 유의한 영향을 미치지 않은 것으로 나타났다. 이러한 결과를 경영자에 대한 스톡옵션부여보다는 주식을 증여하는 것이 오히려 기업가치 성장에 긍정적인 영향을 미친다고 해석할 수 있을 것이다. 한편, 경영자에 대한 주식증여 및 스톡옵션부여의 기업가치 단기 성과를 알아보기 위한 t-검정 분석을 실행하였다. 그 결과, 경영자가 임기중 주식을 새로 무상증여 받았을 경우 단기적으로 Tobin's Q 값이 유의하게 증가한 것을 확인할 수 있었다. 그러나 스톡옵션을 부여받은 것은 Tobin's Q값의 변화량과 유의한 관계가 없음을 확인하였다. 한편, 주식증여 및 스톡옵션부여의 기업가치 장기 성과를 알아보기 위한 t-검정 분석 결과, 모두 기업가치의 변화에 유의한 영향을 미치지 못하는 것을 확인할 수 있었다. 이러한 결과를 주식증여와 스톡옵션부여가 기업가치에 미치는 영향은 장기적이기보다는 단기적인 성과를 내는 데에 보다 의미가 있다고 해석할 수 있을 것이다.

본 연구의 의의는 우선 경영자보상으로써의 주식증여를 비중있게 고려하여 기업가치에 미치는 영향에 대해 실증연구를 시도했다는 점이다. 국내기업을 대상으로 하는 기존의 연구는 스톡옵션부여가 자본시장 혹은 기업가치에 미치는 영향에 관한 것이 대부분이었으며 연구결과도 제각각이었다. 그런

가운데 본 연구에서는 경영자에 대한 주식증여가 스톡옵션부여보다 기업가치에 긍정적인 영향을 미친다는 것을 실증적으로 보여주었다. 둘째, 기존의 연구는 1997년 스톡옵션제도의 도입초기부터 2000년대 초반까지의 자료를 바탕으로 한 연구가 많았으나, 본 연구에서는 스톡옵션제도가 정착되었다고 판단되는 시기인 2002년부터 2006년까지의 자료를 바탕으로 분석을 하였다는 점이다. 따라서 보다 최근의 정보를 토대로 의미 있는 결과를 얻었다는 것에 그 의의가 있다.

## 1.2 논문의 구성

본 연구는 다음과 같이 진행된다. 제 2장에서는 주식증여 및 주식매매선택권증여에 대한 선행연구를 고찰하고, 연구가설을 설정하였다. 제 3장에서는 본 연구에서 실시한 방법론을 요약하고 변수의 정의에 대해 설명하였다. 제 4장에서는 주식증여 및 스톡옵션부여 현황, 표본선정 과정 및 표본에 대한 기술통계량을 정리하였다. 제 5장에서는 실증분석 결과를 제시하고, 제 6장에서는 연구의 결론을 기술하였다.

## II. 선행연구 및 연구가설

### 2.1 선행연구 검토

#### 2.1.1 국외연구

미국을 중심으로 국외에서는 국내보다 임원보상에 관한 연구가 더욱 활발히 진행된 편이다. 그 첫째 이유로는 기업의 역사가 오래된 만큼 임원보상에 관한 고찰이 오랜 시간에 걸쳐 이루어진 점을 들 수 있다. 보다 많은 표본을 대상으로 많은 수의 연구자들이 다양한 방법론을 동원하여 지속적으로 분석결과를 보고할 수 있었다. 둘째 이유는 데이터베이스의 접근이 용이하다는 점을 들 수 있다. 미국의 경우 기업이 임원 보상에 대한 자세한 정보를 의무적으로 당국에 보고하도록 하고 있다. 현재는 ExeComp 데이터베이스에 접속하여 임원의 주식증여 및 스톡옵션 증여 그리고 기본연봉을 비롯해 임원 개인의 재산까지도 확인할 수 있어 이러한 구체적인 데이터를 바탕으로 한국과 비교하여 보다 구체적이고 깊이 있는 연구가 가능한 상황이다.

위와 같은 이유로 국외에서는 주식 및 스톡옵션 증여에 관한 활발한 연구가 진행된 상태인데, 그 동안 대부분 주식증여보다는 스톡옵션증여를 긍정적으로 보는 시각이 주를 이루어 왔다. Brookfield and Ormrod (2000)는 스톡옵션 보상이 주가 하락에 따른 위험 부담이 없기 때문에, 위험을 동반하는 의사결정을 적극적으로 수행할 수 있는 인센티브를 경영자에게 제공한다는 점에서 다른 보상계획과 차이가 있다고 주장하였다. Amihud and Lev (1981)는 경영자의 인적 및 재무적 자본이 회사에 묶여져 있는 상황에서 주식에 의한 보상은 오히려 경영자의 위험을 가중시켜 위험을 회피하려는 의사결정을 유도하고 장기적으로 기업가치를 낮추는 결과를 가져올 수 있다고 하였다. 그러므로 스톡옵션을 부여 받은 경영자는 권리 행사 시점에 주가가 행사가격보다 높을 경우에 이익을 취득하면서 주가가 행사가격보다 낮을 경우에는 권리행사를 포기함으로써 주가하락에 따른 보상의 감소 위험을 회피할 수 있다. 따라서 경영자가 과거에 위험한 투자 의사결정을 하였다고 할 때, 투자가 성공하면 경영자가 얻는 보상수준은 높아진 주가와 행사가격의 차이만큼인 반면 실패하였을 때는 옵션프리미엄<sup>1</sup>만큼만 손실을 보게 되므로, 스톡옵션 증여로 인한 경영자의 위험회피성향을 그 만큼 낮출 수 있다 (Haugen and Senbet, 1981). 결과적으로 스톡옵션의 증여가 주식증여보다 주식가격 하락으로 인한 경영자의 보상위험 부담이 상대적으로 적기 때문에, 경영자의 위험을 회피하려는 의사결정을 방지하고 오히려

---

<sup>1</sup> 여기서 옵션 프리미엄은 경영자가 스톡옵션을 증여 받지 않았을 경우 현금과 같은 다른 형태로 받았을 보상, 즉 기회비용이라고 볼 수 있다.

적극적으로 의사결정을 수행하도록 동기를 부여하여 소극적인 의사결정으로 인한 기업가치 하락을 차단할 수 있는 장점이 있다 (Core and Guay, 1999).

그러나 스톡옵션의 증여가 기업 소유주의 입장에서 항상 이로운 보상체계는 아니다. 오히려 스톡옵션은 경영자의 입장에서 주식의 직접증여보다 매력적인 보상이기 때문에 경영자가 보상구조 결정에 영향력을 행사할 경우 적정 수준을 초과하여 스톡옵션이 지급될 수 있다 (Yermack, 1995). 그리고 과도한 양의 스톡옵션을 부여한 경우 경영자에 대한 유인효과가 감소되어 기업가치를 저해하는 결과를 초래할 수 있다 (Hall and Murphy, 2002). 즉, 어느 수준까지는 스톡옵션의 부여량이 기업가치와 정의 관계를 갖지만, 그 수준을 넘어서면 기업가치가 오히려 하락할 수 있는 것이다. 엔론(Enron), 월드컴(WorldCom), 글로벌 크로싱(Global Crossing)을 비롯한 기업의 예에서처럼 스톡옵션의 무분별한 증여가 기업의 경영자로 하여금 지나친 위험을 감수하는 의사결정을 하도록 유도하는 결과를 초래할 수 있다 (Cassidy, 2002; Madrick, 2003). 또한 Hall and Murphy (2002)는 스톡옵션의 경제적가치<sup>2</sup>가 그것을 부여받는 경영자가 주관적으로 인식하는 가치보다 현저히 높을 때 스톡옵션의 부여 효과가 낮고 이런 경우 소유주 입장에서 경영자보상비용이 상대적으로 많이 발생한다고 지적하였다.

소유주와 경영자의 이해상충을 해소하는 가장 근본적인 해결방법은 경영자가 직접 기업의 주주가 되는 것이다. 기업의 주인-대리인 문제는 소유와 경영 분리<sup>3</sup>에서 비롯되기 때문이다. Berle and Means (1932) 및 Jensen and Meckling (1976)은 기업의 소유구조와 기업가치 사이에 연관성이 있음을 지적하였다. Berle and Means (1932)는 기업의 소유와 경영이 분리 되어 있고 소유의 분배가 다수에게 나뉘어 있을수록, 경영자가 기업 자산을 소유주보다는 개인적인 이익을 위해 사용할 유인이 커진다고 하였다. 그리고 Jensen and Meckling (1976)은 주식을 소유하고 있는 경영자가 자신의 지분을 제3자 외부인에게 매각하였을 때<sup>4</sup>, 경영자의 의사결정이 새로운 주주의 이해와 차이를 보일 것이라고 주장하였다. 즉, 대리인 이론이 설명하듯이 주인과 대리인의 이해가 상충할 때, 기업 경영의 의사결정권을 '대리인'이 갖는다면 소유주의 부를 극대화 하려는 '주인'과 갈등을 빚는다. '이해관계의 수렴 가설 (convergence-of-interest hypothesis)'에 의하면 경영자의 지분이 증가할수록 기업의 가치가 상승한다 (Jensen and Meckling, 1976). 즉, 경영자가 주식을 전혀 증여 받지 않았을 때보다는

<sup>2</sup> 스톡옵션을 경영자에게 부여하지 않고 시장에서 외부인에게 팔 때의 가치

<sup>3</sup> '소유와 경영의 분리 (separation of ownership and control)'라는 표현은 주인-대리인 이론을 다루면서 Jensen and Meckling (1976)을 비롯한 다수의 문헌에서 자주 쓰여왔다.

<sup>4</sup> 이 때 Jensen and Meckling (1976)은 모든 이해관계자가 효용극대화자 (utility maximizer)라고 전제하였다.

주식을 증여 받았을 때 기업가치에 긍정적인 영향을 미칠 것을 짐작할 수 있다. 한편, 경영자의 주식보유량이 특정 수준보다 많을 경우 오히려 기업의 가치가 저해될 수 있다는 연구 결과가 있었다. McConnell and Servaes (1990)는 경영자가 소유한 보통주 지분율과 Tobin's Q 사이에 유의한 곡선형 관계가 있다는 것을 밝히고, 지분율이 40-50% 수준에서 Tobin's Q가 가장 높지만 그 수준을 넘어가면서 오히려 기업가치는 하락한다고 주장하였다. 반면 Morck, Shleifer and Vishny (1988)은 Tobin's Q가 0-5% 지분율 구간에서는 상승하지만, 5-25% 구간에서는 하락하고, 25%보다 커지면 0-5% 구간보다는 느린 속도로 Tobin's Q가 증가한다고 밝혔다. 그 외에도 비슷한 다양한 연구가 있지만, 표본의 대상과 시점 그리고 연구방법론에 따라서 경영자가 소유한 지분율과 기업가치 사이의 구체적인 관계에 대한 결과가 다르다.

최근까지 ExeComp 데이터베이스의 방대한 정보를 바탕으로 미국기업의 경영자에 대하여 이들의 노력수준과 임원보상비용에 대하여 그 효율성에 대한 다양한 실증분석 연구가 있었다. 그 중에서도 소유주의 입장에서 같은 비용으로 현금보상, 주식증여, 스톡옵션증여의 비중을 어떻게 맞출 때 경영자의 노력수준이 극대화 되는가에 대한 연구가 주를 이룬다. Lambert, Larcker, and Verrecchia (1991)는 경영자의 효용함수가 CRRA(Constant Relative Risk Aversion)를 따르고 주식가격의 분포가 로그정규함수를 따른다고 가정하고 그 당시 미국기업의 경영자가 받는 보상의 가치를 계산하였다. 이후 경영자의 효용함수와 주식가격의 분포에 대한 이와 같은 가정이 임원보상과 관련한 연구에서 자주 등장하였다 (Hall and Murphy, 2000, 2002; Himmelberg and Hubbard, 2000, Hall and Knox, 2004; Jenter, 2002; Oyer and Schaefer, 2003; Dittmann and Maug, 2007). 이들 연구가 대부분 스톡옵션의 다양한 제약과 기본연봉에 초점을 맞추었으나 Dittmann and Maug (2007)는 주식의 직접증여를 비중있게 고려하여 연구모델에 적용하였으며, 2000년도 데이터를 이용한 실증분석 결과를 토대로 미국 기업의 소유주가 경영자의 노력수준을 같게 유지하면서 보상비용을 절감할 수 있는 방법은 스톡옵션 부여를 포기하고 주식의 직접증여를 확대하는 것이라고 주장하였다. 이와 같은 결론은 최근 마이크로소프트, 애플, 국민은행을 비롯한 다수의 기업이 경영자에 대한 스톡옵션 부여량을 줄이거나 없애고 주식증여의 비중을 늘려온 현상을 설명한다는 점에서 시사하는 바가 크다.

### 2.1.2 국내연구

국내 임원보상에 관한 연구들은 스톡옵션 제도를 도입한 기업의 가치 또는 그 외의 특성에 관한 것이 주를 이룬다. 그러나 국내 기업들을 대상으로 한 연구를 보면 스톡옵션 효과에 대한 실증 연구의 수가

많지 않은데, 이것은 아직까지 스톡옵션제도의 도입이 초기 단계에 있기 때문이다 (이경태, 이상철, 박애영 2005). 김창수 (2002)는 1997년부터 2000년 까지 스톡옵션을 임원보상의 일환으로 제공한 기업을 대상으로 이 제도에 대한 자본시장의 반응을 살펴보고 스톡옵션제도가 자본시장에 긍정적인 영향을 미친다는 결론을 내었다. 반면에 스톡옵션이 항상 긍정적인 효과를 가져오는 것이 아님을 보여주는 연구결과도 있다 (원재환 2001; 김창수 2004).

스톡옵션을 도입하는 가장 큰 이유는 주주와 경영자 사이의 대리인비용을 절감하는 것이다. 배길수 (2002)는 대리인 비용이 큰 기업일수록 스톡옵션을 우선적으로 도입할 것이라고 지적하였다. 특히 소유경영기업보다는 소유와 경영이 분리된 전문경영기업의 경우에 스톡옵션이 대리인 비용을 절감한다는 면에서 그 효과가 더욱 크다 (정재욱, 배길수 2007). 그러나 국내 기업의 경우 소유와 경영이 분리되지 않은 기업이 82%에 이를 정도로 소유경영기업의 수가 월등히 많다<sup>5</sup> (최우석, 이우백 2005). 소유경영기업에서는 지배주주가 곧 경영자이기 때문에 주주와 경영자 사이의 대리인비용은 존재하지 않으며, 우리나라의 경우 소유경영 기업이 주주와 경영자간의 대리인비용을 줄이기 위해 스톡옵션을 부여한다고 보기는 어렵다 (정재욱, 배길수 2006).

## 2.2 연구가설

국내기업을 대상으로 한 스톡옵션 부여의 효과에 대한 연구는 여러 차례 있었지만 주식의 직접증여가 기업가치에 미치는 영향에 대한 연구의 수는 미미한 실정이다. 반면 국외에서는 경영자가 주식을 보유하는 것이 기업가치에 어떠한 영향을 미치는가에 대해서 보다 활발한 연구가 진행된 상태다. 한편, Berle and Means (1932)와 Jensen and Meckling (1976)은 소유와 경영이 분리되었을 때 경영자가 주식을 많이 보유할수록 대리인비용이 감소하고 경영자가 기업 소유주의 이익을 위한 의사결정을 할 인센티브가 커진다고 하였다. 그리고 Dittmann and Maug (2007)는 스톡옵션보다는 주식의 직접 증여가 경영자에 대한 인센티브를 증가시켜 기업가치에 긍정적인 영향을 미친다고 하였다. 따라서 경영자가 임원보상의 차원에서 주식을 직접 증여 받았을 때, 그렇지 않았을 때보다 기존 소유주와의 이해상충 문제가 일정부분 해소되고 경영자에게 더욱 큰 인센티브를 제공하게 되어 기업가치에 긍정적인 영향을 미칠 수 있다고 볼 수 있을 것이다.

*<가설> 경영자에 대한 주식의 직접 증여는 기업가치에 정의영향을 미친다.*

<sup>5</sup> 최우석, 이우백 (2005)은 지배주주 또는 그의 친인척이 해당 기업의 상임임원인 경우 소유경영기업으로 보고, 그렇지 않은 경우 전문경영기업으로 보았다.



### III. 연구방법과 변수의 측정

#### 3.1 연구방법

본 연구에서는 경영자에 대한 주식보상체계 효과를 살펴보기 위하여, 패널자료<sup>6</sup>를 사용하여 고정효과모형<sup>7</sup>을 이용한 회귀분석을 실시하고, 주식증여 및 스톡옵션부여 전후 단기(1년) 및 장기(4년) 기업가치 변화를 살펴보았다.

##### 3.1.1 고정효과모형 회귀분석

먼저 주식증여 및 스톡옵션부여와 기업가치와의 상관관계를 알아보기 위하여 종단면 횡단면 정보를 동시에 가지고 있는 패널자료를 이용하여 고정효과모형 회귀분석을 하였다. 고정효과모형의 기본형태는 다음의 식(3.1)과 같다.

$$Y_{it} = \mu_i + v_t + \beta'X_{it} + \varepsilon_{it} \quad (3.1)$$

식(3.1)에서  $\mu_i$ <sup>8</sup>는 각 기업의 개별효과(individual specific effect)를 의미하며,  $v_t$ 는 시간적효과(time-specific effect)를 나타낸다.  $X_{it}$ 는 설명변수이고,  $\varepsilon_{it}$ 는 오차항이며  $E(\varepsilon_{it}) = 0$  과  $Var(\varepsilon_{it}) = \sigma^2$ 를 가정한다. 이를 바탕으로 본 연구에서는 Tobin's Q를 종속변수로 하는 회귀분석모형을 구성하였다.

<회귀분석모형 1>

$$\begin{aligned} Q_{t+1} - Q_t = & \mu + \beta_1 \text{주식증여(더미)} + \beta_2 \text{옵션증여(더미)} + \beta_3 (\text{경영자지분율}_t - \text{경영자지분율}_{t-1}) + \\ & \beta_4 \ln(\text{경영자 현금보수}) + \beta_5 \ln(\text{기업규모}) + \beta_6 \text{총자본수익률} + \beta_7 \text{배당성향} + \\ & \beta_8 \text{현금흐름} + \beta_9 \text{부채비율} + \beta_{10} \text{연구개발비} + \beta_{11} \text{광고비} + \beta_{12} \text{종업원수} + \\ & \sum_{j=1}^7 \beta_j \text{산업더미} + \varepsilon \end{aligned} \quad (3.2)$$

<회귀분석모형 1>의 종속변수는 기업가치변화의 대응치로서 Tobin's Q의 1년 단위 증가량을

<sup>6</sup> 2002년부터 2006년까지 KOSPI 200 리스트에 2년 이상 연속으로 등재된 비금융 상장기업 중 동 기간 내 상장 폐지를 하지 않은 184개 기업을 선별하여 패널자료(panel data)를 구성하였다.

<sup>7</sup> 일반 회귀분석을 할 경우 관측되지 않은 개개의 특성(individual characteristics)로 인해 잘못된 분석결과가 산출될 수 있다는 단점에 비해 고정효과모형은 이러한 문제를 통제할 수 있기 때문에 더욱 정교한 결과를 얻을 수 있다는 장점이 있다. 패널 회귀분석을 위해 사용되는 고정효과 모형은 시간의 효과 고려여부에 따라 단방향 고정효과모형(one-way fixed effect model)과 양방향 고정효과모형(two-way fixed effect)이 있다. 그 차이는 시간적 효과(time-specific effect)의 고려 여부에 있는데, 본 연구에서는 이러한 시간적 효과를 고려하는 양방향 고정효과모형 회귀분석을 하였다.

<sup>8</sup>  $\mu_i$ 가 각 기업의 개별효과를 의미하므로 n개의 기업이 있다고 할 때, 식(3.1)은 다음의 식(3.1')과 같이 전개될 수 있다.  $Y_{it} = a_1 d_{1t} + a_2 d_{2t} + \dots + a_n d_{nt} + v_t + \beta'X_{it} + \varepsilon_{it}$  (3.1')

사용하였고, 독립변수로 주식증여여부와 스톡옵션부여여부를 분석에 활용하였다. 통제변수는 기업가치에 영향을 미치는 경영자지분율(증가량), 경영자 현금보수, 기업규모, 총자본수익률, 배당성향, 현금흐름, 부채비율, 연구개발비, 광고비, 종업원수, 산업더미를 포함하였다.

한편, 주식증여 및 스톡옵션부여 효과의 지속기간을 살펴보기 위한 방편으로 Tobin's Q의 1년 단위 증가량 이외에 2년 증가량을 종속변수로 두고 회귀분석을 실행하였다. 이에 대한 모형은 다음의 <회귀분석모형 2>와 같다.

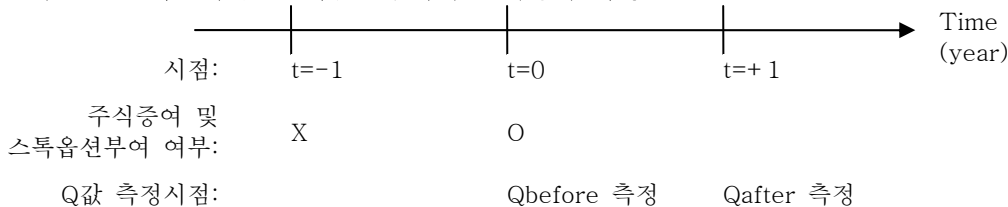
<회귀분석모형 2>

$$Q_{t+2} - Q_t = \mu + \beta_1 \text{주식증여(더미)} + \beta_2 \text{옵션증여(더미)} + \beta_3 (\text{경영자지분율}_t - \text{경영자지분율}_{t-1}) + \beta_4 \ln(\text{경영자 현금보수}) + \beta_5 \ln(\text{기업규모}) + \beta_6 \text{총자본수익률} + \beta_7 \text{배당성향} + \beta_8 \text{현금흐름} + \beta_9 \text{부채비율} + \beta_{10} \text{연구개발비} + \beta_{11} \text{광고비} + \beta_{12} \text{종업원수} + \sum_{j=1}^7 \beta_j \text{산업더미} + \varepsilon \quad (3.3)$$

### 3.1.2 주식증여 및 스톡옵션부여의 단기성과 분석

한편, 주식증여 및 스톡옵션부여의 단기 성과를 알아보기 위하여 아래 <그림1>과 같은 모형을 설정하였다. 특정연도(t=0)를 기준으로 전년도(t=-1)에 경영자에 대한 주식증여를 하지 않았고 당해년도(t=0)에 주식증여를 실시한 경우를 선별하여, 그 해(t=0)와 이듬해(t=+1)의 기업가치 차이를 두고 t-검정 및 Wilcoxon Z 검정 분석을 하였다. 그리고 스톡옵션부여에 따른 기업가치의 변화 역시 같은 절차를 따라 분석을 하였다. 기업가치를 알기 위해서 앞에서 정의한 Tobin's Q 값을 측정하였으며, 아울러 강건성 확인(robustness check)을 위하여 같은 방법으로 수익률 값의 변화를 t-검정 및 Wilcoxon Z 검정 분석을 하였다.

<그림 1> 주식증여 및 스톡옵션부여의 단기성과 측정모형

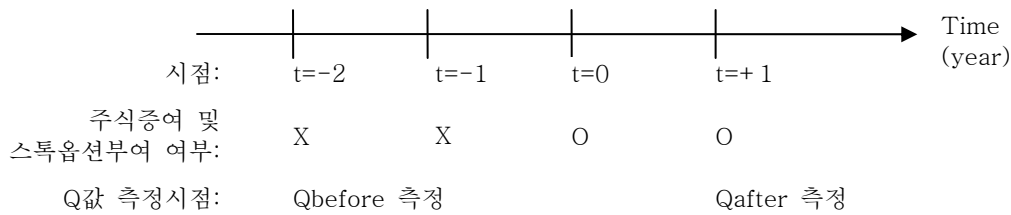


### 3.1.3 주식증여 및 스톡옵션부여의 장기성과 분석

한편, 경영자에 대한 주식증여 및 스톡옵션부여의 장기 성과를 알아보기 위해서는 아래 <그림2>과

같은 모형을 설정하였다. 특정연도(t=0)를 기준으로 과거 2년 연속 주식증여를 하지 않았고 이후 2년 연속 주식증여를 실시하였을 때, 2년 전(t=-2)과 2년 후(t=+1) Tobin's Q 값의 차이를 두고 t-검정 및 Wilcoxon Z 검정 분석을 하였다. 그리고 스톡옵션부여에 따른 기업가치의 변화 역시 같은 절차를 따라 분석을 하였다. 기업가치를 알기 위해서 앞에서 정의한 Tobin's Q 값을 측정하였으며, 아울러 강건성 확인(robustness check)을 위하여 같은 방법으로 수익률 값의 변화를 t-검정 및 Wilcoxon Z 검정 분석을 하였다.

<그림 2> 주식증여 및 스톡옵션부여의 장기성과 측정모형



### 3.2 변수의 정의 및 측정

#### 3.2.1 Tobin's Q

본 연구에서는 기업가치를 나타내는 대리변수(proxy variable)로서 Tobin's Q를 사용하였다. 기업이 보유한 자산을 효율적으로 활용하여 정의 순현재가치를 갖는 투자기회를 보유하거나, 미래 성장성이 높은 연구 개발에 투자를 하는 경우, 그리고 브랜드, 기술력, 우수한 경영진 보유 등과 같은 경쟁력 있는 무형자산을 다량 보유하였을 때, 기업의 시장가치가 자산의 대체원가에 비해 높을 수 있으며, 이때 Tobin's Q의 측정값이 높아진다 (이경태, 이상철, 박애영 2005). 본 연구에서는 아래와 같이 Tobin's Q를 정의했으며, 그 계산식은 다음과 같다<sup>9</sup>.

$$\text{Tobin's Q} = [\text{보통주의 시장가치} + \text{우선주의 장부가치} + \text{부채총계}] / \text{자산의 장부가액} \quad (3.4)$$

#### 3.2.2 수익률 (earnings rate)

본 연구에서 실시한 모든 분석에서는 Tobin's Q를 대신하여 수익률을 이용한 강건성 확인

<sup>9</sup> 이경태, 이상철, 박애영 (2005)은 Tobin's Q를 보통주 시가, 우선주 시가, 부채의 장부가액의 합을 자산의 장부가치를 나눈 값으로 정의한 바 있다. 한편, 본 연구에서 정의한 Tobin's Q는 국내기업을 대상으로 연구한 Black, Jang, Kim (2006)의 연구에서 사용한 Tobin's Q의 정의를 참조하였다. 그리고 위 식의 우변에 열거된 각 항목은 모두 2002년부터 2006년까지의 각 연도 말(12월 31일)의 종가로 평가한 것이다.

(robustness check)을 하였다. Tobin's Q가 기업가치를 나타내는 대리변수(proxy variable)였다면 수익률은 기업의 수익성을 나타내는 지표라고 할 수 있다. 수익률은 기업이 소유한 자산을 얼마나 효과적으로 활용하였는가를 나타내는 지표로써, 경영자가 기업이 가진 자원을 활용하여 이익창출을 하는 능력을 평가하는 근거가 될 수 있다. 본 연구에서 수익률의 계산은 이자와 세 전 이익(EBIT)을 자산의 장부가액으로 나눈 값으로 설정하였으며, 그 계산식은 다음과 같다<sup>10</sup>.

$$\text{수익률} = \text{EBIT} / \text{자산의 장부가액} \quad (3.5)$$

### 3.2.3 주식증여의 정의

기업이 경영자에 대한 주식보상체계의 일환으로 주식증여를 하였는지 판단하기 위해서는 그 여부에 대한 정확한 정의가 필요하다. 기업의 사정에 따라 그 형태와 목적이 다양하기 때문이다. 본 연구에서는 경영자<sup>11</sup>가 임기중에 단순 증여, 상속, 주식배당 등 그 명목과 형식과 관계없이 무상으로 보통주를 취득한 경우 주식증여를 받았다고 판단하였다<sup>12</sup>. 본 연구에서 실시한 고정효과모형을 이용한 회귀분석과 t-검정분석에서 이와 같이 주식증여를 정의하고 ‘주식증여더미’ 값을 설정하였다.

### 3.2.4 스톡옵션부여의 정의

본 연구에서는 고정효과모형 회귀분석과 t-검정분석에서 모두 스톡옵션부여더미<sup>13</sup>가 사용되었다. 이때, 경영자가 특정 연도에 그 행사여부와 관계없이 ‘주식매수선택권’을 부여받은 경우 스톡옵션을 부여 받았다고 판단하였다.

<sup>10</sup> 위 식의 우변에 열거된 각 항목은 모두 2002년부터 2006년까지의 각 연도 말(12월 31일)의 증가로 평가한 것이다.

<sup>11</sup> 본 연구에서는 감사를 제외한 동기임원을 경영자로 보았다.

<sup>12</sup> 주식증여 여부를 판단하기 위해 금융감독원 전자공시시스템(dart.fss.or.kr)에 공시된 각 기업의 ‘임원·주요주주소유주식보고서’를 참조하였다. 또한 동 보고서의 보고내용을 통해 경영자가 주식을 이미 보유한 상태에서 동기임원으로 취임하였는지에 대한 여부를 판단하였다.

<sup>13</sup> 스톡옵션 부여 여부를 알기 위해 금융감독원 전자공시시스템(dart.fss.or.kr)에 공시된 각 기업의 연도 말(12월 31일자) 사업보고서의 ‘주식매수선택권 부여 현황’ 항목을 참조하였다.

## IV. 장 표본선정 및 기술통계량

### 4.1 표본선정

본 연구에서는 2002년부터 2006년까지 KOSPI 200 리스트에 2년 이상 연속으로 등재된 비금융 상장기업 중 동 기간 내 상장폐지를 한 번도 하지 않은 184개 기업을 표본으로 선정하였다. 산업별로는 문화서비스업 2기업, 사업서비스업 7기업, 건설업 6기업, 유통업 7기업, 전기·가스서비스업 2기업, 통신서비스업 3기업, 운수업 3기업, 제조업 154기업이 표본에 포함되었다. 한편, 전체 184개 기업에 대한 각 연도별 Tobin's Q 및 수익률의 기술통계량을 정리하면 각각 아래의 <표 1>과 <표 2>와 같다. 한편, 3.2.1절과 3.2.2절에서 언급한 Tobin's Q 및 수익률의 계산에 필요한 각 항목에 대한 정보<sup>14</sup>는 한국신용평가정보에서 제공하는 데이터 서비스 KISVALUE를 통해 구하였다.

<표 1> Tobin's Q 기술통계량

연도	관측 수	평균	First Quartile	중간값	Third Quartile
2002	184	0.9138	0.6749	0.8216	1.0416
2003	184	1.0268	0.7356	0.9072	1.2248
2004	184	1.0057	0.7341	0.9021	1.1757
2005	184	1.3231	0.8431	1.1168	1.4633
2006	184	1.2395	0.8504	1.0642	1.4545
표본전체	920	1.1018	0.7532	0.9535	1.2740

<표 2> 수익률 기술통계량

연도	관측 수	평균	First Quartile	중간값	Third Quartile
2002	184	0.0707	0.0425	0.0770	0.1169
2003	184	0.0764	0.0453	0.0764	0.1123
2004	184	0.0922	0.0579	0.0811	0.1276
2005	184	0.0776	0.0443	0.0754	0.1092
2006	184	0.0601	0.0356	0.0764	0.1047
표본전체	920	0.0755	0.0452	0.0776	0.1137

### 4.2 주식증여 및 스톡옵션 부여 현황

표본으로 선정된 기업의 각 연도별 주식 및 스톡옵션 부여 현황을 정리하면 아래의 <표 3>과 같다. 주식증여 여부를 판단하기 위해 금융감독원 전자공시시스템 (dart.fss.or.kr)에 공시된 각 기업의 '임원·주요주주소유주식보고서'를 참고하였다. 그리고 각 기업의 연도 말(12월 31일자) 사업보고서의 '주식매수선택권 부여 현황' 항목을 참고하여 스톡옵션부여 여부를 판단하였다.

<sup>14</sup> 해당하는 항목은 각 기업의 보통주의 시장가치, 우선주의 장부가치, 부채의 장부가치, 자산 총계, EBIT의 연도 말의 값이다.

<표 3> 주식 및 스톡옵션 부여 현황

연도	주식증여	스톡옵션부여	관측 수
2002	36 (19.6%)	54 (29.4%)	184 (100%)
2003	32 (17.4%)	57 (31.0%)	184 (100%)
2004	47 (25.5%)	60 (32.6%)	184 (100%)
2005	26 (14.1%)	60 (32.6%)	184 (100%)
2006	11 (5.98%)	60 (32.6%)	184 (100%)
표본전체	152 (16.5%)	291 (31.6%)	920 (100%)

\* 괄호 안은 관측 수에 대한 비율

### 4.3 고정효과모형 회귀분석의 설명변수

본 연구에서는 고정효과모형을 이용한 회귀분석의 설명변수로서 주식증여더미, 스톡옵션부여더미, 경영자보수, 경영자보유지분(변화량), 기업규모, 부채비율, 총자본수익률, 현금흐름, 배당성향, 종업원수, 순운전자본, 연구개발비, 광고비를 설정하였다. 주식증여더미의 값은 ‘임원,주요주주소유주식보고서’를 참고하였으며, 옵션증여더미와 경영자평균연봉 및 소유지분율은 각 기업의 12월 31일자 ‘사업보고서’를 참고하였다. 기타 통제변수의 값은 한국신용평가정보에서 제공하는 데이터 서비스 KISVALUE를 통해 구하였다. 이들 변수에 대한 기술통계량은 다음의 <표 4>와 같다.

<표 4> 회귀분석 설명변수의 기술통계량

	평균	1 <sup>st</sup> quartile	중간값	3 <sup>rd</sup> quartile	분산	표준편차
주식증여더미	0.1652	0	0	0	0.1381	0.3716
옵션증여더미	0.3000	0	0	1	0.2102	0.4585
경영자보수 (억원)	3.122	1.081	1.754	3.250	33.151	3.122
경영자보유지분 (%)	10.53	0.02	5.35	18.67	154	12.43
기업규모 (조원)	2.7370	0.2906	0.7324	2.4681	42.1868	6.4951
부채비율	0.4466	0.2928	0.4533	0.5903	0.0399	0.1998
총자본수익률	5.337	2.358	5.575	8.723	75.10	8.6661
현금흐름 (백만원)	13.171	-4.521	0.867	10.255	1.48*10 <sup>10</sup>	122.07
배당성향	2.381	0.768	1.880	3.322	9.111	3.0184
종업원 수	3470	582.5	1155	2900	63531796	7970.7
연구개발비(백만원)	6750	0	0	583	4.4*10 <sup>9</sup>	66300
광고비 (백만원)	21000	213	1500	12300	8.14*10 <sup>9</sup>	90200

여기서, 주식증여더미 = 감사를 제외한 등기임원이 주식을 증여받았으면 1, 아니면 0; 옵션증여더미 = 감사를 제외한 등기임원이 스톡옵션을 부여받았으면 1, 아니면 0; 경영자보수 = 감사를 제외한 등기임원의 평균연봉; 경영자보유지분 = 감사를 제외한 등기임원의 총 보유지분율; 기업규모 = 해당연도 기말의 자산총계; 부채비율 = 해당연도 기말의 부채총계/자산총계; 총자본수익률 = 순이익/자본총계; 현금흐름 = 기말의 현금 - 기초의 현금; 배당성향 = 배당금/순이익; 연구개발비 = 해당연도의 연구개발비 지출; 광고비 = 해당연도의 광고비 지출; 종업원 수 = 해당연도 기말 기준 정규직 종업원 수

## V. 실증 분석결과

### 5.1 고정효과모형 회귀분석 결과

#### 5.1.1 피어슨 상관관계 분석

본 연구에서는 주식증여 및 스톡옵션부여와 기업가치와의 상관관계를 알아보기 위하여 종단면 횡단면 정보를 동시에 가지고 있는 패널데이터를 이용하여 고정효과모형 회귀분석을 하였다. 패널 회귀식을 분석하기 전에 설명변수간의 피어슨 상관관계를 <표 5>에 정리하였다.

주요 상관관계는 다음과 같다. Tobin's Q 값이 높을 경우 수익률 또한 높은 경향을 보여주었다. 한편 Tobin's Q 값이 주식증여와는 상관관계를 보이지 않는 반면, 스톡옵션부여와는 유의한 정의 상관관계를 보여주었다. 이러한 결과를 주식증여 대신 스톡옵션부여가 기업가치에 영향을 준다고 판단하기보다는 기업가치가 높은 기업일수록 당기에 스톡옵션을 부여하는 경향이 있었음을 설명한다고 해석할 수 있을 것이다. 한편 기업가치가 높은 기업일수록 총자본수익률이 높다는 것을 확인할 수 있었으며, 반면에 배당수익률은 오히려 감소한다는 것을 확인할 수 있었다. 또한 주식증여와 스톡옵션부여 사이에는 유의한 상관관계를 발견할 수 없었다.

<표 5> 피어슨 상관계수

변수	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
1 Tobin's Q	1													
2 수익률	0.205*	1												
3 주식증여더미	-0.003	0.047	1											
4 옵션증여더미	0.165*	-0.044	-0.057	1										
5 Ln 경영자평균연봉	0.225*	0.187*	0.002	0.327*	1									
6 경영자보유지분	-0.043	0.076*	0.086*	-0.112*	-0.124*	1								
7 Ln 기업규모	0.022	0.167*	-0.018	0.199*	0.537*	-0.395*	1							
8 부채비율	0.021	-0.133*	-0.011	0.138*	0.050	-0.302*	0.351*	1						
9 총자본수익률	0.190*	0.867*	0.039	-0.072*	0.147*	0.071*	0.106*	-0.296*	1					
10 현금흐름	0.013	0.045	0.015	0.029	0.071*	-0.043	0.137*	0.039	0.093*	1				
11 배당성향	-0.177*	0.158*	0.086*	-0.114*	-0.023	0.049	-0.036	-0.109*	0.133*	-0.005	1			
12 종업원 수	0.081*	0.081*	-0.032	0.244*	0.418*	-0.204*	0.587*	0.082*	0.085*	0.062	-0.061	1		
13 연구개발비	0.058	0.063	-0.006	0.096*	0.189*	-0.064	0.190*	-0.022	0.071*	0.069*	-0.015	0.383*	1	
14 광고비	0.157*	0.158*	-0.025	0.163*	0.371*	-0.091*	0.349*	-0.036	0.148*	0.004	-0.043	0.665*	0.478*	1

별표로 표시한 값은 5% 유의수준에서 유의함



### 5.1.2 회귀분석 결과

고정효과모형 회귀분석 결과를 <표 6>에 제시하였다. <표 6>에서는 Tobin's Q의 1년 및 2년 단위 증가율을 종속변수로 하고 경영자 지분율 혹은 그 증가율을 통제변수로 포함한 분석결과를 각각 구분하여 정리하였다. 그 결과, 경영자 지분율 혹은 그 증가율의 구별과 관계없이 경영자에 대한 주식증여가 Tobin's Q의 변화에 유의적인 정의 영향을 미치는 것으로 나타났고, 스톡옵션의 부여는 Tobin's Q에 유의한 영향을 미치지 않은 것으로 나타났다. R-square값은 Tobin's Q의 1년 단위 증가량을 종속변수로 했을 때는 29%, 2년 단위 증가량을 종속변수로 했을 때는 85% 수준으로 나타나 결과의 신방성을 뒷받침 하고 있다. 이러한 결과를 경영자에 대한 스톡옵션부여보다는 주식을 증여하는 것이 오히려 1~2년 단위 기업가치 성장에 긍정적인 영향을 미친다고 해석할 수 있을 것이다.

<표 6> 고정효과모형 회귀분석 결과 (Tobin's Q)

<회귀분석모형1>

$$Q_{t+n} - Q_t = \mu + \beta_1 \text{주식증여(더미)} + \beta_2 \text{옵션증여(더미)} + \beta_3 (\text{경영자지분율}_t - \text{경영자지분율}_{t-1}) + \beta_4 \ln(\text{경영자 현금보수}) + \beta_5 \ln(\text{기업규모}) + \beta_6 \text{총자본수익률} + \beta_7 \text{배당성향} + \beta_8 \text{현금흐름} + \beta_9 \text{부채비율} + \beta_{10} \text{연구개발비} + \beta_{11} \text{광고비} + \beta_{12} \text{종업원수} + \sum_{j=1}^7 \beta_j \text{산업더미} + \varepsilon$$

변수	종속변수: Tobin's Q의 변화량			
	Qt+1 - Qt	Qt+1 - Qt	Qt+2 - Qt	Qt+2 - Qt
상수	12.179* (1.72)	13.106* (1.87)	-9.0867 (-1.18)	-9.7453 (-1.28)
주식증여더미	0.1374* (1.70)	0.1435* (1.78)	0.1658** (2.40)	0.1608** (2.34)
스톡옵션증여더미	0.2037 (1.13)	0.2022 (1.12)	-0.0606 (-0.34)	-0.0626 (-0.35)
경영자보유지분율	-1.205 (-1.24)		0.9746 (0.95)	
경영자보유지분율증가량		-0.4893 (-0.75)		0.5723 (0.90)
LN 경영자평균연봉	0.0502 (0.67)	0.0405 (0.54)	0.0865 (1.32)	0.0944 (1.43)
LN 기업규모	-0.4445* (-1.83)	-0.4696* (-1.94)	0.2320 (0.86)	0.2496 (0.93)
총자본수익률	0.0010 (0.16)	0.0017 (0.29)	-0.0140*** (-2.97)	-0.0146*** (-3.13)
배당성향	0.0098 (0.57)	0.0085 (0.50)	0.0053 (0.37)	0.0052 (0.36)
현금흐름	0.0000 (0.26)	0.0000 (0.29)	-0.0000 (-0.20)	-0.0000 (-0.23)
부채비율	-0.0812 (-0.15)	-0.0953 (-0.17)	1.3771*** (2.86)	1.3819*** (2.86)
연구개발비	-0.0000 (-0.89)	-0.0000 (-0.88)	-0.0000 (-0.11)	-0.0000 (-0.11)
광고비	-0.0000 (-1.14)	-0.0000 (-1.12)	-0.0000 (-0.25)	-0.0000 (-0.24)
종업원수	-0.0000 (-0.47)	-0.0000 (-1.12)	0.0000 (0.45)	0.0000 (0.45)
산업 더미	yes	yes	yes	yes
R-square	0.2910	0.2892	0.8482	0.8481
F-value	0.70	0.71	4.34	4.41

주: \*는 10% 유의수준, \*\*는 5% 유의수준, \*\*\*는 1% 유의수준에서 유의함을 의미

여기서, 주식증여더미 = 감사를 제외한 등기임원이 주식을 증여받았으면 1, 아니면 0; 옵션증여더미 = 감사를 제외한 등기임원이 스톡옵션을 부여받았으면 1, 아니면 0; 경영자보수 = 감사를 제외한 등기임원의 평균연봉; 경영자보유지분 = 감사를 제외한 등기임원의 총 보유지분율; 기업규모 = 해당연도 기말의 자산총계; 부채비율 = 해당연도 기말의 부채총계/자산총계; 총자본수익률 = 순이익/자본총계; 현금흐름 = 기말의 현금 - 기초의 현금; 배당성향 = 배당금/순이익; 연구개발비 = 해당연도의 연구개발비 지출; 광고비 = 해당연도의 광고비 지출; 종업원 수 = 해당연도 기말 기준 정규직 종업원 수

## 5.2 주식증여 및 스톡옵션부여의 단기성과 분석

주식증여의 단기 성과를 알아보기 위하여 3.1.2절에서 소개한 <그림1>과 같은 모형을 설정하였다. 특정연도(t=0)를 기준으로 전년도(t=-1)에 경영자에 대한 주식증여를 하지 않았고 당해년도(t=0)에 주식증여를 실시한 경우를 선별하여, 그 해(t=0)와 이듬해(t=+1)의 기업가치 차이를 두고 t-검정 및 Wilcoxon Z 검정 분석을 하였다. 분석 결과를 <표 7>에 제시하였다.

**<표 7> 주식증여 및 스톡옵션부여의 단기성과 (Tobin's Q)**

	관측수	T=0 시점의 값		T=+1 시점의 값		차이값		T-test		Wilcoxon Z test
		(1)		(2)		(1)-(2)		t-statistic	p-value	
		평균	중간값	평균	중간값	평균	중간값			
주식증여	58	1.0278	0.8724	1.2809	1.0325	0.2531	0.1622	1.74	0.0852	0.0786
옵션증여	12	1.0087	0.9006	1.1738	1.0603	0.1651	0.0874	0.95	0.3547	0.3408

분석결과, <표 7>에서 보듯이 경영자가 임기중 주식을 새로 무상증여 받았을 경우 Tobin's Q 값의 변화량이 유의하게 증가한 것을 확인할 수 있었다. 이 때의 유의수준은 10%이다. 한편 스톡옵션을 부여받은 것은 Tobin's Q값의 변화량과 유의한 관계가 없음을 확인하였다.

**<표 8> 주식증여 및 스톡옵션부여의 단기성과 (수익률)**

	관측수	T=0 시점의 값		T=+1 시점의 값		차이값		T-test		Wilcoxon Z test
		(1)		(2)		(1)-(2)		t-statistic	p-value	
		평균	중간값	평균	중간값	평균	중간값			
주식증여	58	0.0772	0.0759	0.0769	0.0739	-0.0003	-0.0038	-0.02	0.9825	0.9626
옵션증여	12	0.0998	0.0769	0.0998	0.0829	0.0158	-0.0015	0.76	0.4539	0.6441

한편, 강건성확인을 위하여 수익률의 변화량을 두고 같은 방법으로 T-test 및 Wilcoxon Z 테스트를 실행한 결과, 주식증여 및 옵션증여 모두 수익률의 변화에 유의한 영향을 미치지 못하는 것으로 나타났다.

## 5.3 주식증여 및 스톡옵션부여의 장기성과 분석

경영자에 대한 주식증여의 장기 성과를 알아보기 위해서는 3.1.3절의 <그림2>과 같은 모형을 설정하였다. 특정연도(t=0)를 기준으로 과거 2년 연속 주식증여를 하지 않았고 이후 2년 연속 주식증여를 실시하였을 때, 2년 전(t=-2)과 2년 후(t=+1) 사이 Tobin's Q 값의 변화를 두고 t-검정 및 Wilcoxon Z 검정 분석을 하였다.

**<표 9> 주식증여 및 스톡옵션부여의 장기성과 (Tobin's Q)**

	관측수	증여 2년전의 값		증여 2년후의 값		차이값		T-test		Wilcoxon Z test
		(1)		(2)		(1)-(2)		t-statistic	p-value	
		평균	중간값	평균	중간값	평균	중간값			
주식증여	6	0.9114	0.8244	1.2337	1.0171	0.3222	0.1927	1.11	0.2948	0.2980
옵션증여	8	0.9507	0.8873	1.1887	1.0592	0.2380	0.1110	0.99	0.3440	0.2701

**<표 10> 주식증여 및 스톡옵션부여의 장기성과 (수익률)**

	관측수	증여 2년전의 값		증여 2년후의 값		차이값		T-test		Wilcoxon Z test
		(1)	(2)	(1)	(2)	(1)-(2)	(1)-(2)	t-statistic	p-value	
		<u>평균</u>	<u>중간값</u>	<u>평균</u>	<u>중간값</u>	<u>평균</u>	<u>중간값</u>			
주식증여	6	0.0536	0.0525	0.0796	0.0849	0.0260	0.0443	1.14	0.2795	0.4712
옵션증여	8	0.0657	0.0860	0.0776	0.0742	0.0119	-0.0059	0.36	0.7207	0.7929

<표 9>과 <표 10>에서 확인할 수 있듯이 주식증여와 스톡옵션부여가 기업가치 및 수익률의 장기성과에 유의한 영향을 미치지 못하는 것을 확인할 수 있었다. 이러한 결과를 주식증여와 스톡옵션부여가 기업가치에 미치는 영향은 장기적이기보다는 단기적인 성과를 내는 데에 보다 의미가 있다고 해석할 수 있을 것이다.

## VI. 결론 및 향후 연구과제

본 연구에서는 경영자에 대한 주식보상체계 효과를 살펴보기 위하여, 국내기업이 경영자에 대한 주식증여 또는 스톡옵션부여를 실시하였을 때 각각이 기업가치에 미치는 영향을 분석하였다. 이를 위하여 2002년부터 2006년까지 KOSPI 200 리스트에 2년 이상 연속으로 등재된 기업 중 동 기간 내 상장폐지를 하지 않은 184개 비금융 기업을 선별하여 고정효과모형 회귀분석을 실시하고, 주식증여 및 스톡옵션부여 전후 단기(1년) 및 장기(4년) 기업가치 변화를 살펴보았다.

경영자에 대한 주식증여와 스톡옵션이 단기 말의 기업가치에 미치는 영향을 알아보기 위하여 고정효과모형 회귀분석을 하였는데, 이러한 연구방법은 기업의 개별특성(individual effect)과 시간적효과(time-specific effect)를 통제하기 때문에 주식증여 및 스톡옵션부여에 대한 보다 정교한 결과를 얻을 수 있다는 장점을 이용한 것이다. 분석결과, 경영자에 대한 주식증여가 1~2년 단위 Tobin's Q의 변화에 유의적인 정의 영향을 미치는 것으로 나타났고, 스톡옵션의 부여는 Tobin's Q의 변화에 유의한 영향을 미치지 않은 것으로 나타났다. 이러한 결과를 경영자에 대한 스톡옵션부여보다는 주식을 증여하는 것이 오히려 1~2년 단위 기업가치 성장에 긍정적인 영향을 미친다고 해석할 수 있을 것이다.

한편, 주식증여의 단기 성과를 알아보기 위하여 3.1.2절에서 소개한 <그림1>과 같은 모형을 설정하고 분석하였다. 그 결과, 경영자가 임기중 주식을 새로 무상증여 받았을 경우 Tobin's Q 값의 변화량이 유의하게 증가한 것을 확인할 수 있었다. 이 때의 유의수준은 10%이다. 한편 스톡옵션을 부여받은 것은 Tobin's Q값의 단기 변화량과 유의한 관계가 없음을 확인하였다. 경영자에 대한 주식증여의 장기 성과를 알아보기 위해서는 3.1.3절의 <그림2>과 같은 모형을 설정하고 분석하였다. 그 결과, 주식증여 및 스톡옵션의 부여가 기업가치 및 수익률의 장기성과에 유의한 영향을 미치지 못하는 것으로 나타났다. 이러한 결과를 주식증여와 스톡옵션부여가 기업가치에 미치는 영향은 장기적이기보다는 단기적인 성과를 내는 데에 보다 의미가 있다고 해석할 수 있을 것이다.

본 연구의 의의는 우선 경영자보상으로써의 주식증여를 비중있게 고려하여 기업가치에 미치는 영향에 대해 실증연구를 실행하고 주식증여의 타당성을 보여주었다는 것이다. 국내기업을 대상으로 하는 기존의 연구는 스톡옵션부여가 자본시장 혹은 기업가치에 미치는 영향에 관한 것이 대부분이었다. 둘째, 기존의 연구는 1997년 스톡옵션제도의 도입초기부터 2000년대 초반까지의 자료를 바탕으로 한 연구가 많았으나, 본 연구에서는 스톡옵션제도가 정착되었다고 판단되는 시기인 2002년부터 2006년까지의

자료를 바탕으로 실증분석을 하였다는 점이다. 따라서 보다 최근의 정보를 토대로 의미 있는 결과를 얻었다는 것에 그 의의가 있다.

본 연구의 한계는 소유경영기업과 전문경영기업을 분명하게 구분하지 않았다는 점이다. 특히 소유경영기업보다는 소유와 경영이 분리된 전문경영기업의 경우에 스톡옵션이 대리인 비용을 절감한다는 면에서 그 효과가 더욱 크다 (정재욱, 배길수 2007). 그렇기 때문에 본 연구의 표본에서 전문경영기업을 별도로 선별하여 분석한다면 경영자가 스톡옵션을 증여 받았을 경우 기업가치에 미치는 영향이 더욱 클 것이라고 예상할 수 있다. 또한, 소유경영기업의 경우 주식의 무상취득이 단순히 경영자보상이 아닌 경영권을 위한 목적으로 사용될 수 있기 때문에 이러한 경우를 구분하였을 때, 주식증여가 기업가치에 미치는 영향에 대해 보다 정확한 분석이 가능할 것이다. 따라서 향후 경영자에 대한 주식보상체계의 효과를 알아보기 위한 연구에서는 이러한 점을 극복해야 할 것으로 판단된다.

## 참고문헌

- [1] 김창수 (2002), “스톡옵션의 공시효과와 기업 특성,” **재무연구**, 제 15 권. 제 2 호, 1-42.
- [2] \_\_\_\_\_ (2004), “스톡옵션과 기업지배구조,” **재무연구**, 제 17 권, 제 1 호. 1-40.
- [3] 김희석, 김동철 (2002), “스톡옵션의 도입공시와 주가반응,” **한국증권학회 2002 년 1 차 학술발표회발표논문집**.
- [4] 배길수 (2002), “스톡옵션 도입에 대한 주가반응 및 스톡옵션을 도입한 기업의 특성: 대리인 비용을 중심으로,” **회계학연구**, 제 27 권, 1-26.
- [5] 원재한 (2001), “스톡옵션제도의 공시효과와 위험에 관한 연구,” **증권학회지**, 제 28 집, 579-623.
- [6] 이경태, 이상철, 박애영 (2005), “경영자 스톡옵션 보상과 기업가치: 선형 및 비선형 관계분석,” **경영학연구** 제 34 권 제 6 호, 1637-1665.
- [7] 정재욱, 배길수 (2007), “소유경영기업과 전문경영기업의 스톡옵션 부여 후 장기성과 결정요인,” **재무관리연구**, 제 24 권, 149-182.
- [8] 최우석, 이우백 (2005), “오너경영과 기업성과에 관한 실증연구,” **재무연구**, 제18권 제1호, 121-155.
- [9] Amihud, Y. and B. Lev (1981), “Risk Reduction as a Managerial Motives for Conglomerate Mergers,” *Bell Journal of Economics*, 12, 605-547.
- [10] Black, B., H. Jang, W. Kim (2006), “Predicting Firms’ Corporate Governance Choices: Evidence from Korea,” *Journal of Corporate Finance*, 12, 660-691.
- [11] Brookfield, D. and P. Ormrod (2000), “Executive Stock Options: Volatility, Managerial Decisions and Agency Costs,” *Journal of Multinational Financial Management*, 10, 275-295.
- [12] Berle and G. Means (1932), “The Modern Corporation and Private Property,” New York: Macmillan.
- [13] Cassidy, John (2002), “The Greed Cycle,” *New Yorker*, September 23, pp. 64-77.
- [14] Core, J. R. and W. Guay (1999), “The Use of Equity Grants to Manage Optimal Equity Incentive Levels,” *Journal of Accounting and Economics*, 28, 151-184.
- [15] Dittmann, I. and E. Maug (2007), “Lower Salaries and No Options? On the Optimal Structure of Executive Pay,” *Journal of Finance*, 60, 303-343.

- [16] Hall, B. J. and T. A. Knox (2004), “Underwater Options and the Dynamics of Executive Pay-To-Performance Sensitivities, *Journal of Accounting Research*, 42, 365-412.
- [17] Hall, B. J. and K. J. Murphy (2000), “Optimal Exercise Prices for Executive Stock Options,” *American Economic Review* 90, 209-214.
- [18] Hall, B. J. and K. J. Murphy (2002), “The Trouble with Stock Options,” *Journal of Economic Perspectives*, 17, 49-70.
- [19] Haugen, R. A. and L. W. Senbet (1981), “Resolving the Agency Problems of External Capital through Options,” *Journal of Finance*, 36, 629-648.
- [20] Himmelbert, C. P. and R. G. Hubbard (2000), „Incentive Pay And The Market For CEOs: An Analysis of Pay-For-Performance Sensitivity, mimeo, Columbia University.
- [21] Jensen, M. C. and K. J. Murphy (1990), “Performance Pay and Top Management Incentives,” *Journal of Political Economy*, 98, 225-264.
- [22] Jensen, M. C. and W. H. Meckling (1976), “Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Cost and Ownership Structure,” *Journal of Financial Economics*, 3, 305-360.
- [23] Jenter, D. C. (2002), “Executive Compensation, Incentives, and Risk,” Working paper, MIT Sloan.
- [24] Lambert, R. A., D. F. Larcker, R. Verrecchia (1991), “Portfolio considerations in valuing executive compensation,” *Journal of Accounting Research* 29, 129-149.
- [25] Madrick, Jeff (2003). “A Theory on Corporate Greed” *New York Times*. February 20, C2.
- [26] McConnell and H. Servaes (1990), “Additional Evidence On Equity Ownership and Corporate Value,” *Journal of Financial Economics*, 27, 595-612.
- [27] Morck, A. Shleifer and R. Vishny (1988), “Management Ownership and Market Valuation: an Empirical Analysis,” *Journal of Financial Economics*, 20, 293-315.
- [28] Oyer, Paul, and S. Schaefer (2003), A Comparison of Options, Restricted Stock, and Cash for Employee Compensation, mimeo, Stanford University.
- [29] Yermack, D. (1995), “Do Corporations Award CEO Stock Options Effectively?,” *Journal of Financial Economics*, 39, 237-269.