

소유구조가 스톡옵션행사와 이익조정 간의 관계에 미치는 효과*

- 최대주주와 외국인투자자 지분율을 중심으로 -

김유찬**·변윤정***

〈요 약〉

스톡옵션 보상제도는 장기적 수준의 경영의사결정을 유도하고, 기업가치 증진에 도움을 줄 수 있는 유용한 수단으로 평가받고 있다. 하지만, 경영자의 노력 혹은 경영성과와 무관할 수 있는 주가와 연동성 때문에, 스톡옵션은 경영자의 기회주의적 행동 도구로 활용될 수 있다는 비판을 지속적으로 받아왔다. 이러한 비판은 스톡옵션 보상제도 자체를 부정하는데 초점이 맞추어져 있다기보다는, 스톡옵션행사와 관련된 경영자 이익조정 유인에 대하여 발전된 논의가 필요함을 시사하는 것이다. 이러한 맥락에서, 본 연구는 최대주주 지분과 외국인투자자 지분이 스톡옵션행사와 이익조정 간의 관계에 미치는 효과를 실증적으로 검정하였다. 실증분석결과, 최대주주지분은 스톡옵션행사와 이익조정의 관계에 통계적으로 유의한 양(+)의 영향을 미치는 것으로 나타났다. 하지만, 외국인투자자지분의 경우 통계적으로 유의미한 결과를 보여주지 못했다. 소유경영자 집단과 전문경영자 집단의 구분에 기초한 분석결과는 스톡옵션행사와 관련된 이익조정행태가 소유경영자 집단 보다는 전문경영자 집단에서 명확히 나타난다는 것을 확인시켜주었다. 즉, 우리나라의 경우 스톡옵션행사와 이익조정의 문제에 있어, 최대주주는 경영자의 사적이익추구 행위를 감시·통제하는 역할을 수행하기보다, 자신의 사적이익추구를 위해 경영자의 기회주의적 행위에 편승하여 소액주주의 이익을 침해하는 경향이 높은 것으로 판단된다. 본 연구는 최대주주의 지분을 중심으로 한 소유구조변수가 스톡옵션과 관련된 경영자의 이익조정 행태에 체계적인 영향을 미칠 수 있다는 점을 실증적으로 검정함으로써, 최대주주지분을 중심으로 한 소유구조가 스톡옵션 보상제도에 있어 중요한 고려사항이 될 수 있다는 시사점을 제공하고 있다.

한글색인어 : 스톡옵션보상제도, 스톡옵션행사, 이익조정, 재량적 발생액, 소유구조.

최초접수일 : 2010. 4

게재확정일 : 2010. 8

* 이 논문은 2010년도 중소기업청지원 한양대학교 컨설팅대학원사업지원으로 연구되었음

** 한양대학교 경상대학 경영학부 조교수 (제 1 저자) (e-mail : [REDACTED]).

*** 농협중앙회 반월공단기업금융 계장 (교신저자) (e-mail : [REDACTED])

I. 서론

스톡옵션은 장기적 관점에서 주주-경영자 간에 야기될 수 있는 대리인 문제를 개선하기 위해 제안된 유인보상계약이다. 스톡옵션이 갖는 비대칭적 보상구조(asymmetric payoffs)는 경영자에게 주가변동성을 높이려는 유인을 제공하기 때문에, 경영자는 위험부담을 적극적으로 부담함으로써 주주가치에 기여할 수 있는 의사결정을 수행하게 된다(DeFusco et al. 1990). 이러한 스톡옵션은 일반적으로 장기적 수준의 경영자 행동을 이끌어내며(박애영 외 공동연구 1996), 긍정적인 시장반응을 유도하는 것으로 받아들여지고 있다(Brickley et al. 1985 : 배길수 2002).¹⁾

스톡옵션의 효과에 관한 "직관적" 타당성에도 불구하고, 스톡옵션이 경영자의 기회주의적 행동도구로 활용될 수 있다는 비판이 지속적으로 제기되고 있다는 점은 흥미로운 일이 아닐 수 없다. 비판적 견해를 요약해보면, 스톡옵션은 본질적으로 경영자의 노력이나 경영성과를 완전히 대변하지 못하는 주가와 연동되어있기 때문에, 경영자는 사적정보를 이용하여 스톡 옵션의 부여·행사관련 시점을 조정하거나, 부여·행사일 주변에 의도된 정보를 공시한다는 주장이 그것이다(Bartov and Mohanram 2004). 물론, 지금껏 스톡옵션과 기회주의적 경영자 행동의 관련성이 이론적 수준에서 검토된 바는 거의 없었던 것으로 판단된다. 하지만, 아래의 인용문과 같은 성격의 글들은 스톡옵션행사와 경영자의 기회주의적 행동에 관한 정황적 증거를 시사하고 있다고 하겠다.

JP 모간체이스의 대표 제이미 다이먼이 스톡옵션행사를 통해 229만달러의 세전순익을 올렸다 다이먼의 이번 주식매각은 JP모간의 2분기 실적발표 다음 날 전격적으로 이뤄졌다. JP모간은 예상치를 36% 웃도는 어닝서프라이즈를 기록했다. 다이먼 뿐만 아니라 JP모간의 다른 경영진도 실적발표 직후인 17일 스톡옵션을 행사한 것으로 확인됐다.

- 이데일리 2009년 07월 22일 -

..... 회사에 대한 공헌과는 무관하게 경영진이 황제하는 경우가 발생하고, 단순히 주가 상승에 따른 문제점도 노정됐다. 2002년과 2003년 미국을 떠들썩하게 했던 엔론과 월드컴 등의 기업 부정사건의 경우, 경영진이 실적에 연계된 스톡옵션을

1) 스톡옵션제도 도입의 시장반응에 대한 회의적 견해도 존재한다. 비록 스톡옵션의 도입 초기에 이루어진 분석이라는 점에서 연구결과의 해석에 주의가 요구되나, 박상수(2000)는 스톡옵션이 경영성과나 주가상승에 크게 기여하지 못하고 있다고 분석한 바가 있다.

받기 위해 회계부정을 했던 사실이 밝혀진 적도 있었다.

- 매일경제 2009년 04월 15일 -

이러한 맥락에서, 여러 회계문헌들은 스톡옵션과 관련된 경영자의 기회주의적 행동을 보고이익의 질(earnings quality)과 관련지어 고찰하는 경우가 많았다. 특히 스톡옵션의 행사시점을 중심으로 이루어진 국내·외 선행연구들을 살펴보면, 스톡옵션의 행사가 이익조정에 유의한 영향력을 행사하는 것으로 주장되고 있음을 알 수 있다. 예를 들어, 대다수의 연구들은 스톡옵션행사 직전에 양(+의) 재량적 발생액이 관찰되고 있음을 보고하고 있으며(Bartov and Mohanram 2004 : 고대영외 공동연구 2007 : 김창범외 공동연구 2007), 유사한 맥락에서 일부 연구는 스톡옵션행사와 보수주의회계 간의 통계적 관련성을 보고하고 있다(백원선과 신세나 2005).

스톡옵션에 관한 논의가 꾸준히 이루어지고 있는 최근의 추세를 고려한다면, 스톡옵션의 행사와 이익조정 간의 관계를 실증적으로 규명하고 있는 이상의 연구결과는 그 의미가 크다고 할 수 있다. 하지만, 선행연구의 결과는 다음의 사항을 바탕으로 보다 진보된 논의로 이어질 필요가 있을 것으로 판단된다.

첫째, 스톡옵션의 행사와 이익조정 간의 관계에 있어, 소유구조의 역할을 고찰해보는 작업이 필요해 보인다. 스톡옵션의 행사와 이익조정에 관한 선행연구의 결과는 스톡옵션 보상제도 자체를 부정하고 있다기보다, 스톡옵션 보상제도가 모든 상황에서 일률적으로 적용될 사항이 아님을 확인시켜준 것이라고 볼 수 있다. 즉, 스톡옵션을 일률적으로 도입하는 것 자체가 중요한 것이 아니라, 스톡옵션을 둘러싼 경영자의 이익조정 유인을 이해하고 이러한 유인에 영향을 미칠 수 있는 요인에 대한 논의가 필요함을 시사하는 것이라고 하겠다. 스톡옵션 제도의 성공여부는 기업에 따라 차별적 성격을 보인다는 점, 여전히 스톡옵션은 이해일치의 관점에서 지속적 성장을 촉진할 수 있는 가장 효과적 수단으로 인식되고 있다는 점, 그리고 문제의 핵심은 스톡옵션 자체에 있는 것이 아니라 보상제도의 개선에 있다는 점 등의 견해는 경영자 유인에 관한 발전된 논의가 필요함을 시사하고 있다(최병권 2004). 소유구조는 스톡옵션행사와 이익조정 간의 관계에 있어 경영자 유인의 문제와 밀접한 관련을 갖는 요소라고 할 수 있다. 따라서 이들 관계에 있어 소유구조의 역할을 검정해보는 작업은 필요해 보인다. 소유구조의 역할에 대한 실증적 증거는 스톡옵션 보상제도의 도입·운영에 시사하는 바가 클 것이다.

둘째, 스톡옵션행사와 이익조정의 관련성을 분석함에 있어, 재량적 발생액은 수준(level)보다는 변화량(change)에 기초하여 측정될 필요성이 있다고 본다. 왜냐하면, 수준에 기초하여 재량적 발생액을 분석하는 것은 스톡옵션행사와 관련된 이익조정행위를 평가하는데 어려움을 줄 수 있기 때문이다. 예를 들어, 수준 변수를 이용한다고 가정하면, 직전 연도에 음(-)의

재량적 발생액을 발생시킨 기업은 당해 연도에 스톡옵션을 행사하지 않을 것으로 예측될 것이다. 하지만, 이러한 예측은 재량적 발생액 변화량의 성격에 따라 달라질 가능성이 높다. 즉, 음(-)의 재량적 발생액 수준이 음(-)의 재량적 발생액 변화량에 의해 발생한 것이라면 예측은 동일할 가능성이 높다. 하지만, 만약 음(-)의 재량적 발생액 수준이 양(+)의 재량적 발생액 변화량에 의해 발생한 것이라면, 해당 기업은 스톡옵션을 행사할 것이라고 예측하는 것이 타당할 것이다. 스톡옵션행사와 관련한 이익조정행위는 주가반응의 측면에서 평가될 필요가 있을 것이다. 스톡옵션행사관련 선행연구들은 어닝서프라이즈(earnings surprises)와 초과수익률의 실증적 관계를 토대로(Ball and Brown 1968), 재량적 발생액이 주식의 가치평가(pricing)에 반영된다는 것을 전제하고 있다. 따라서 재량적 발생액의 변화량은 이러한 점을 반영하는데 도움을 줄 수 있을 것으로 판단된다. 또한 재량적 발생액은 기업의 고유 효과를 갖고 있을 가능성이 높는데, 주가반응의 측면에서 변화량은 이러한 효과를 제거하는데 도움을 줄 수 있을 것으로 판단된다. 이러한 점을 고려해볼 때, 스톡옵션의 행사와 재량적 발생액의 관련성 분석은 재량적 발생액의 변화량에 기초하여 이루어지는 것이 타당할 것으로 판단된다. 비록 스톡옵션행사와 이익조정에 관한 여러 선행연구가 존재하지만 재량적 발생액의 변화량을 바탕으로, 관련 가설을 재검정 해보는 작업이 필요할 것으로 판단된다.

이상의 논의에 기초하여, 본 연구는 다음과 같은 두 가지 연구목적을 제안한다. 첫째, 재량적 발생액 변화량에 기초하여, 스톡옵션의 행사와 이익조정의 관계를 재검정하고자 한다. 둘째, 소유구조 관련 변수가 스톡옵션의 행사와 이익조정 간의 관계에 미치는 효과를 검정하고자 한다. 나아가 전문경영자 집단과 소유경영자 집단에 따른 효과를 분석에 반영하고자 한다. 본 논문은 다음과 같이 구성되었다. 제 2 장에서는 이론적 배경을 토대로 가설이 수립되며, 제 3 장에서는 연구모형, 변수에 관한 설명과 자료수집과정이 제시된다. 제 4 장에서는 실증분석의 결과가 제시되며, 제 5 장에서는 결론과 시사점이 논의된다.

II. 이론적 배경 및 가설설정

2.1. 이익조정과 주가의 관련성

스톡옵션 보상제도와 이익조정에 관한 연구는 그 시점에 따라, (1) 부여시점에서의 이익조정 문제와 (2) 행사시점에서의 이익조정 문제로 양분될 수 있다. 본 연구에서는 논의의 중심을 스톡옵션의 행사시점에 맞추기로 한다. 스톡옵션행사와 이익조정에 관한 선행연구를 살펴보면, 경영자는 스톡옵션을 행사하기 이전에 회계이익을 상향조정함으로써 자신의 보상을 극대화하려는 경향이 높은 것으로 되어있다. 그런데 여기에는 이익조정과 주가의 관련성에