

# 스톡옵션 부여 공시와 주가

## The Announcement of the Stock Options and Stock Price

양 성 국\*  
(Yang, Sung-Kuk)

### 목 차

- I. 서론
- II. 이론적 고찰 및 선행연구
- III. 실증분석
- VI. 결론

## I. 서 론

급격한 환경변화에 한국의 기업들이 적응하기 위해서는 경영패러다임의 변화가 필요하다. 이러한 새로운 환경에 적절하게 적응할 수 있는 방법중의 하나가 보상시스템이다. 경영자 및 임직원에게 대한 적절한 보상은 자신들의 능력을 최대한 발휘하도록 하는 자극제 역할을 하기 때문에 장기적으로 기업 가치를 극대화할 수 있는 좋은 방안으로 볼 수 있다.

경영자 및 임직원에게 대한 장기적인 보상제도로서 시행되고 있는 것이 스톡옵션제도이다. 스톡 옵션제도는 과거의 보상제도와는 달리 인적자원의 능력을 적극 개발하고 활용하며, 그들이 주인 의식을 갖고 장기적인 안목으로 조직의 목표를 달성하는데 기여할 수 있도록 동기를 부여한다

\* 제주대학교 경상대학 경제학과 조교수

는 측면에서 주목받고 있다.

우리 나라에서는 1996년 12월 스톡옵션(주식매수선택권)제도가 법제화되면서 벤처기업들을 중심으로 도입을 시도하기 시작해 빠르게 확산되어 왔다. 그러나 아직까지 각 기업 실정에 맞는 제도적인 설계 및 운영에 있어 많은 문제점들을 안고 있다. 그리고 이 제도가 과연 의도했던 바대로 임직원의 사기를 진작시키고 주인의식을 고취하며, 우수한 인재를 확보하여 기업의 가치를 향상시킬 수 있는 보상시스템인지에 대해 부정적인 반응들도 제기되고 있다.

한편, 스톡옵션 제도를 일찍 도입했던 미국의 경우도 스톡옵션이 기업의 성과에 미치는 영향에 대한 평가가 엇갈리고 있다. 단기적인 관점에서는 주주의 부에 긍정적인 영향을 준다는 연구 결과가 많이 보고되는 반면, 장기적으로는 별 영향을 미치지 못하였거나 오히려 성과가 악화되었다는 지적도 있다.

본 연구에서는 기업 임직원에 대한 스톡옵션 부여가 주가에 어떤 영향을 미치는지를 분석하고자 한다. 즉, 투자자들이 스톡옵션제도의 도입을 어떻게 평가하고 있는지 스톡옵션 부여 공시일을 기준으로 부여공시가 주가에 미치는 영향을 분석하고자 한다.

본 연구의 목적을 달성하기 위하여 스톡옵션제도 도입 공시일 전후 누적평균주식수익률을 이용한 사건연구를 이용하고자 한다. 즉, 스톡옵션을 부여한 시기를 전후로 하여 기업의 가치를 주가로 분석하여 스톡옵션제도의 시행이 주가에 미치는 영향을 검증하고자 한다.

스톡옵션에 대한 자료가 충분히 확보되면 스톡옵션제도의 장기적 성과를 평가할 필요가 있지만, 현 시점에서는 스톡옵션제도 부여 공시가 주가에 미치는 영향을 분석하는 것도 의미를 가질 것으로 생각한다. 이렇게 스톡옵션제도의 도입과 공시효과가 그 기업의 경영성과에 미치는 영향을 분석함으로써 과연 우리 나라에서 스톡옵션이 기업의 경영성과를 높일 수 있는 수단으로 활용될 수 있는가를 파악하는데 연구의 목적이 있다.

## Ⅱ. 이론적 고찰 및 선행연구

### 2.1 스톡옵션의 개념

스톡옵션이란 임직원이 자기 회사 주식을 미리 약정한 가격으로, 일정한 수량을, 일정 기간 내에 매수할 수 있는 권리를 말한다. 기업의 입장에서 성과 달성에 따라 지급하는 성과급적 측면의 보수제도라고 할 수 있으며, 임직원의 입장에서 시장에서 주가가 행사가격보다 높아지

면 그 권리를 행사하여 차액을 남길 수 있는 일종의 장기 인센티브 제도로 볼 수 있다.

현재 국내의 스톡옵션제도는 증권거래법 제 189조의 4에 주식매입선택권이라는 명칭으로 도입되어 있다. 이에 따르면 주식매입선택권이란 '법인의 설립과 경영, 기술혁신 등에 기여하였거나 기여할 능력을 갖춘 당해 법인의 임직원에게 특별히 유리한 가격으로 신주교부 기타 대통령이 정하는 방법에 따라 당해 법인의 주식을 매입할 수 있는 권리' 라고 정의하고 있다.

이러한 스톡옵션은 보통 권리의 부여, 권리의 행사, 주식매각이라는 흐름을 거치는데 스톡옵션을 제공받은 임직원은 회사가 미리 정한 일정기간이 경과하여야만 옵션을 행사할 수 있다.

## 2.2 스톡옵션의 종류

스톡옵션은 크게 고정부 스톡옵션, 할증 스톡옵션, 성과연동 스톡옵션으로 크게 나눌 수 있으며, 성과연동 스톡옵션은 주가지수 연동 스톡옵션, 경영지표 연동 스톡옵션 그리고 혼합형으로 구분할 수 있다.

### 2.2.1 고정부 스톡옵션

고정부 스톡옵션이란 스톡옵션 부여시점에서 행사가격, 부여수량 등이 고정되어 있는 스톡옵션이다. 현재 우리 나라에서 도입되어 활용되고 있는 스톡옵션의 대부분이 여기에 속한다.

이처럼 고정부스톡옵션은 부여시점에서 행사가격, 행사가능수량 등이 확정되기 때문에 이해하기 쉽고 관리하기 용이하다. 그러나 스톡옵션의 설계가 단순하여 스톡옵션자체에 주주이익이나 성과를 보장하는 장치가 부족한 만큼 경영자보상위원회 등을 통한 객관적이고 투명한 스톡옵션 부여가 더욱 요구된다.

또한 스톡옵션을 부여받은 사람의 능력과 무관한 주가 상승분까지 스톡옵션을 부여받은 임직원이 향유한다는 문제점이 존재할 수 있다. 왜냐하면 고정부 스톡옵션의 경우에는 전반적인 경기상승과 같이 자신의 능력과 관계없는 요인에 의한 주가상승분을 향유할 수 있기 때문이다. 따라서 고정부 스톡옵션의 틀 속에서 최대한 성과와 연계시키고 장기보유를 유도할 수 있는 설계가 필요하다 하겠다.

### 2.2.2 할증 스톡옵션

할증 스톡옵션이란 부여시점의 현재 주가를 기준으로 일정비율 또는 일정금액 이상 주가가 상승해야 가치가 발생하는 옵션을 의미한다. 즉, 행사가격을 부여시점의 시가보다 높게 결정하는 스톡옵션을 말한다. 예를 들어 현재의 주가가 100,000원이라면 주가가 150,000원 이상 되어야

(50% 이상 상승해야) 비로소 경영자가 스톡옵션을 행사하는 것이 가능한 경우이다. 이때 일정 기간(대개의 경우 경영자의 계약기간)동안 주가가 150,000원에 이르지 못하면 할증 스톡옵션의 만기가 종료된다.

할증 스톡옵션은 단순하여 활용하기 편리하며 경영자가 스톡옵션의 행사를 통해 이익을 얻기 위해서는 이의 전제조건으로 주주들에게 상당한 수준의 이익을 보장해야 하기 때문에 스톡옵션의 기본적인 취지에도 부합된다. 또한 특정한 주가수준을 목표로 정해놓고 경영자로 하여금 이를 달성하기 위해 지속적인 노력을 기울일 유인을 제공한다. 그러나 이론적 근거가 미약하다는 문제점이 있다.

### 2.2.3 성과연동 스톡옵션

성과연동 스톡옵션이란 경영자의 성과에 연동하여 행사가격, 효력발생수량, 효력발생기간이 조정되는 스톡옵션을 의미한다. 즉 경영자의 성과가 우수할수록 스톡옵션행사로부터 보다 많은 이익을 향유할 수 있도록 행사가격, 효력발생수량, 효력발생기간이 조정된다.

성과연동 스톡옵션의 효율적 활용을 위해서는 스톡옵션 부여대상자에 적합한 성과측정방법이 전제되어야 하는데 성과측정치는 크게 시장에서 결정되는 주가와 기업자체에서 설정한 경영지표로 구분된다.

성과측정치가 선정되었으면 이를 성과연동 스톡옵션 설계에 반영하는 방법을 결정해야 한다. 성과측정치를 성과연동 스톡옵션 설계에 반영하는 방법은 크게 행사가격을 조정하는 방법, 효력발생수량을 조정하는 방법, 효력발생기간을 조정하는 방법 등으로 구분된다.

### 2.2.4 지수연동 스톡옵션

지수연동 스톡옵션이란 스톡옵션의 행사가격, 행사수량, 행사시기 등이 기준지수 또는 기준지표(benchmark index)에 일정한 방식으로 연동되어 매년 재 설정되는 스톡옵션을 의미하는데 일반적으로 행사가격이 조정되는 스톡옵션을 주로 의미한다.

지수연동 스톡옵션에서는 적절한 지수의 선정이 중요한데 기준지표로는 경쟁기업의 주가, 특정 산업의 평균적인 성과를 나타내는 동일업종 주가지수, 시장전체의 평균적인 성과를 나타내는 지수 등이 활용된다. 지수연동 스톡옵션은 상대평가의 원리를 적용한 스톡옵션 설계방식이다. 이 경우에는 행사가격이 고정되어 있는 것이 아니라 매년 특정 기준지표에 연동되어 변화한다.

따라서 경영자의 능력이나 성과와 관계없는 주가 상승분을 경영자가 향유하는 것을 방지할 수 있다. 지수연동 스톡옵션을 부여받은 최고경영자는 그 기업의 주가가 기준지표를 초과하여 상승했을 경우에만 보상받을 수 있다. 주가가 상승하였을 경우에도 경쟁자 또는 산업평균보다 적게 상승하였을 경우에는 보상을 받지 못하는 것이다.

## 2.3 선행연구

스톡옵션 개념이 등장한 이후 지금까지 다양한 관점에서 많은 연구가 진행되었다. 기존 연구는 크게 1)스톡옵션 부여 기업 및 그 기업이 속한 산업이 가지는 특성 분석, 2)스톡옵션 부여 공시에 따른 주식시장의 반응, 3)스톡옵션 부여 이후 경영자의 의사결정 성향 변화, 4)스톡옵션 도입 후의 장기성과 등으로 나눌 수 있다. 이 외에도 스톡옵션 도입 직전 행사가격을 낮추기 위한 경영자의 개입 여부(Aboody & Kasznik, 2000; Chauvin & Shenoy, 2001), 스톡옵션 행사조건 변경(Acharya et al., 2000; Brenner et al., 2000), 스톡옵션 행사가능 기간 중 내부 정보를 이용한 행사시점 선택, 스톡옵션이 가지는 비용 평가(Carpenter, 1998; Meulbroek, 2001), 스톡옵션 행사에 대한 대응방식 비교(박상수·박원규, 2002) 등의 연구가 있다.

스톡옵션에 대해 오랜 역사를 가지고 있는 미국의 경우 스톡옵션에 관한 많은 연구가 직·간접적으로 ‘스톡옵션의 도입과 기업 성과와의 관계’에 관한 것이다. 스톡옵션 도입의 주가에 대한 정의 공시효과는 스톡옵션제도가 경영진의 가치경영 동기를 증가시킨다는 사실과 일치한다고 볼 수 있다.

한편 기업의 스톡옵션부여 공시가 주가에 어떤 영향을 미치는가에 대한 연구에서는 대개 정(+ )의 초과수익률을 보고하고 있다. Brickley et al.(1985)는 1979년부터 1982년까지 뉴욕증권거래소에 상장된 주식 중 장기 경영자 보상계획을 발표한 83개 기업을 대상으로 연구한 결과 유의적인 정(+ )의 누적초과수익률이 나타남을 제시하고 있다.

Yermack(1997)도 1992년부터 1994년까지 Fortune 500기업의 최고경영자에 대한 620건의 스톡옵션 부여를 분석한 결과 스톡옵션 부여 이후 15일부터 120일까지 비정상적인 누적초과수익률이 나타난다는 결과를 제시하고 있다.

우리 나라는 스톡옵션제도를 도입한 기간이 짧기 때문에 스톡옵션에 대한 연구가 부족한 실정에 있다. 그 중에서도 자료의 확보가 연구에 걸림돌이 되고 있지만, 국내의 연구에서도 외국 연구와 동일한 연구결과들이 제시되고 있다.

원재환(2001)은 2000년 2-3월에 스톡옵션 부여를 공시한 13개 은행과 57개 일반 기업을 대상으로 연구한 결과, 일반 기업들의 스톡옵션 공시는 주주의 부에 긍정적인 영향을 미친다는 결과를 제시하고 있다. 김희석·김동철(2002)도 스톡옵션 부여 공시는 주주이득에 정(+ )의 영향을 미친다는 결과를 제시하였다. 김창수(2002)는 스톡옵션을 부여한 77개 상장기업이 스톡옵션을 부여하지 않은 경쟁기업 포트폴리오에 비하여 어떤 특성을 보이고 있는지를 분석하였다.

스톡옵션 부여 공시가 주식시장에서 긍정적으로 평가받는 이유에 대해서는 명확히 결론 내리기 어렵다. 일반적으로 스톡옵션 부여에서 기대하는 효과는 주주와 경영자간의 대리인 문제를 완화하는데 있기 때문에 주식시장에서 비정상적인 수익률이 나타난다고 이해하고 있다.

또한 경영자가 스톡옵션 부여시점이 자신에게 유리하게 결정되도록 영향력을 행사하거나, 행사가격을 낮추기 위해 개입하기 때문에 스톡옵션 부여 이후에 초과수익률을 얻는다는 주장도 제기되고 있다.

이러한 연구 이외에는 아직 연구가 부족하다고 평가할 수 있다. 따라서 향후 자료가 확보되면 스톡옵션과 관련된 다양한 측면의 연구가 이루어질 것으로 판단된다.

### Ⅲ. 실증분석

#### 3.1 분석방법

스톡옵션의 도입공시가 주가에 어떤 영향을 미치는지 알아보기 위해 먼저 공시일을 전후하여 비정상수익률이 존재하는지를 사건연구방법을 이용하여 검정한다. 일반적으로 사건연구를 위한 연구대상 기간은 사건을 전후하여 사건의 영향을 고려하기 위한 사건창(event window)기간과 특별한 사건이 없을 경우에 시장에서의 정상수익률을 계산하기 위한 추정창(estimation window)기간으로 나눌 수 있다.

사건창을 결정하기 위해서는 사건을 무엇으로 할 것인지 결정해야 한다. 스톡옵션제도를 도입하기 위한 일반적인 절차가 이사회결, 금융감독기관공시, 주주총회결 등으로 이루어진 점을 감안하여 시장에서 일반 투자자에게 노출되는 시점을 언제로 할 것인지 결정하여야 한다.

Lambert and Larcker(1985), Larcker(1983)의 경우 사건일을 증권감독기구(SEC)에 공시한 날 혹은 이사회 결 후 사업계획서를 공개한 날로 한 반면, Brickley et. al.(1985)는 이사회결부터 증권감독기구 공시까지의 전기간을 사건일로 하였으며, Defusco et. al.(1990)의 경우에는 증권감독기구 공시일로 하였다.

따라서 본 연구에서는 선행연구의 공통기간인 금융감독기구(금융감독원)에 공시한 날을 사건일( $t=0$ )로 하여 분석하였다. 사건일이 결정되면 사건창을 결정해야 하는데 본 연구에서는 사건일 기준으로  $\pm 30$ (거래일 기준)을 사건창으로 하였다.

분석을 위해서 비정상수익률(AR: abnormal rate of return) 혹은 초과수익률 측정모형을 결정해야 하는데, 이는 주식가격에 영향을 줄 수 있는 사건이 공시되었을 때 개별 주식의 수익률에 비정상적인 초과수익률이 발생했는지 여부를 확인하기 위한 모형이다. 비정상수익률을 측정하는 방법은 매우 다양하며 어떤 방법을 사용했는가에 따라 실증연구에 대한 결과도 다르게 나타날

수 있다.

본 연구에서는 비정상수익률을 구하기 위하여 시장조정수익률모형을 사용하였는데, 다음 식 (1)을 이용하여 계산하였다. 그리고 본 연구에서 시장지수는 종합주가지수(KOSPI)를 이용하였다.

$$AR_{i,t} = R_{i,t} - (\alpha_t + \beta_t \times R_{M,t}) \quad (1)$$

여기서,  $\alpha_t$ 와  $\beta_t$ 는 추정장에서 OLS에 의해 추정된 회귀계수

$$t = -30, -29, \dots, -2, -1, 0, +1, +2, \dots, +29, +30.$$

사건장에서 표본들의 평균비정상수익률(AAR : average abnormal return)과 누적 평균비정상 수익률(CAR : cumulative average abnormal return)은 식 (2)와 (3)을 이용하여 계산하였다.

$$AAR_t = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N AR_{i,t} \quad (2)$$

$$CAR_{t \sim t+k} = \sum_{k=0}^m AAR_{t+k} \quad (3)$$

여기서, N = 표본 수

k = 공시효과의 예상 발생구간 = 0, 1, 2, , m;

$$t = -30, -29, \dots, -2, -1, 0, +1, +2, \dots, +29, +30.$$

$CAR_{t \sim t+k}$  = t부터 (t+k)까지의 누적 평균비정상수익률

식을 이용하여 구한 비정상수익률(AAR)들이 통계적으로 유의한지를 판단하기 위해서 식 (4)의 t-통계량을 이용하였다. 그리고 공시일을 전후하여 누적 평균비정상수익률(CAR)이 통계적으로 유의한 의미를 갖는지를 판단하기 위해서 식 (5)의 t-통계량을 이용하였다.

$$t = \frac{AAR_t}{\sigma(AAR)} \quad (4)$$

$$t = \frac{CAR_{t \sim t+k}}{\sigma(AAR)/\sqrt{n}} \quad (5)$$

$$\sigma(AAR) = \sqrt{\frac{\sum_{t=-30}^{+30} (AAR_t - \mu(AAR))^2}{60}}$$

= 추정기간의 평균일별 AARt의 표준편차;

$\mu(AAR)$  = 추정기간에 표본 기업들의 AAR평균

n = 표본에서 t일부터 (t+k)까지의 일수

### 3.2 분석결과

본 연구에서는 거래소에 상장된 기업들과 코스닥에 등록된 기업들을 모집단으로 하여 1999년 1월 1일부터 2000년 12월 31일까지 스톡옵션부여를 공시한 기업 중 스톡옵션의 부여취소나 변경한 사실이 없는 기업, 합병이나 관리대상 종목으로 지정되지 않은 기업, 분석대상 기간 중 재무자료 이용이 가능한 기업의 기준을 적용하여 표본을 선정하였다.

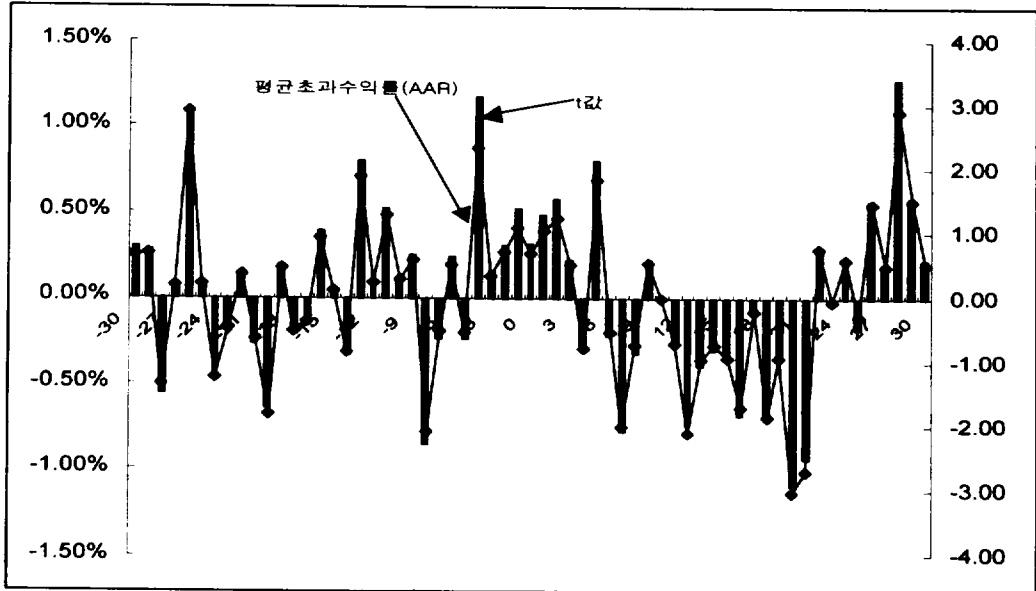
스톡옵션 부여 공시일을 전후하여 표본기업의 주가 반응을 살펴본 결과는 <그림 1>, <그림 2>와 같다. <그림 1>에서와 같이 평균초과수익률은 (-)4일에서 (+)5일까지의 구간에서 대부분 유의적인 정의 결과를 나타내고 있다. 이것은 스톡옵션 부여 공시에 따라 거래소 상장기업의 주가가 비정상적으로 상승하였음을 의미하는 것으로 볼 수 있다. 또한 이러한 결과는 기업의 경우 스톡옵션 부여의 궁극적 목적인 기업가치 제고에 대한 기대가 투자자들에 의해 긍정적으로 평가되고 있다는 것으로도 해석할 수 있다.

<그림 2>에서 누적초과수익률의 움직임을 보면 스톡옵션 도입공시 정보에 관한 사전적 누출 효과는 거의 없었음을 알 수 있다. 이에 반해 스톡옵션부여에 관한 정보가 공시된 이후 누적초과수익률은 공시후 (+)2일까지 증가하였다. 이처럼 누적초과수익률이 유의적인 정(+)의 값을 보여주는 것은, 스톡옵션이 직원들이 열심히 일할 수 있도록 동기부여 시키고 궁극적으로 기업가치에 영향을 주므로 주가에 정(+)의 영향을 미친다는 것으로 해석할 수 있다. 이러한 결과는 기업들이 스톡옵션 제도를 잘 활용하면 기업의 가치를 높일 수 있음을 의미하는 것으로 볼 수 있다.

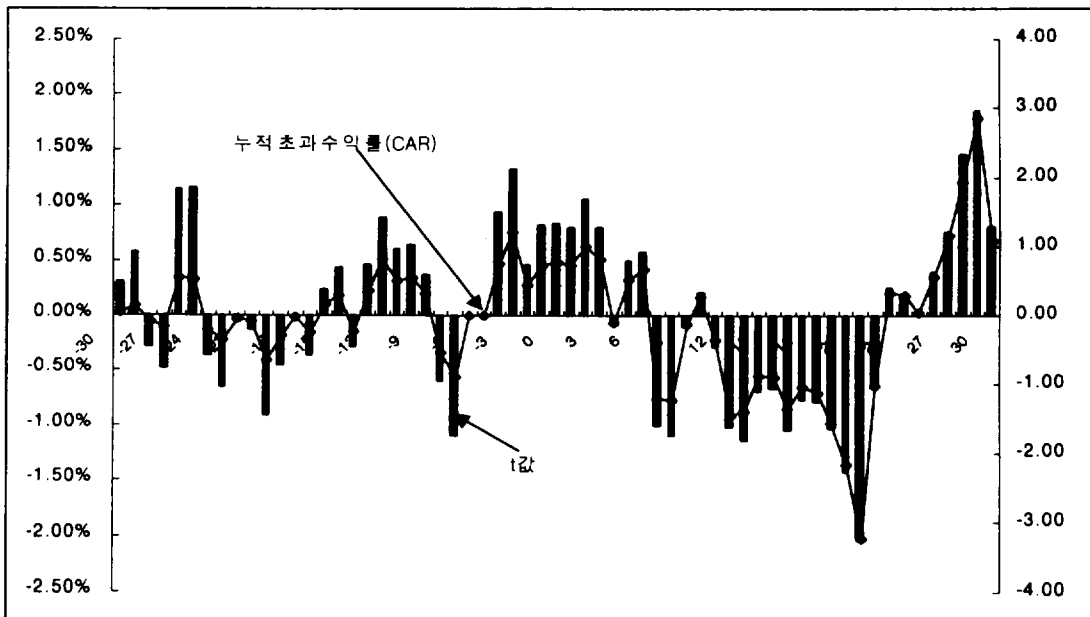
<표 1>에서 (-1 ~ 0)으로 표시된 것은 공시직전일과 공시일 사이에 공시효과가 있는지를 검증하는 것이고, (-1 ~ 1)로 표시된 것은 공시직전일과 직후일 사이에 공시효과가 있는지를, (0 ~ 1)로 표시된 것은 공시일과 공시 직후일 사이에 공시효과가 있는지를 분석하는 것이다. 표에서 보면 공통적으로 모든 경우에 통계적으로 유의한 공시효과가 나타난다는 것을 알 수 있다.



<그림 1> 스톡옵션 부여공시가 주가에 미치는 영향(AAR)



<그림 2> 스톡옵션 부여공시가 주가에 미치는 영향(CAR)



<표 1> 공시 전·후 기간의 누적초과수익률

공시 전·후 기간	누적초과수익률(CAR)	t
( -1 ~0 )	0.83%	8.05***
( -1 ~1 )	1.31%	20.71***
( 0 ~1 )	0.79%	11.62***

\* : 10%에서 유의함. \*\* : 5%에서 유의함. \*\*\* : 1%에서 유의함.

한편, 스톡옵션을 부여한 기업을 금융업과 비금융업으로 구분하여 업종에 따른 주가반응 차이를 분석한 결과는 <그림 3>, <그림 4>와 같다. <그림 3>에서 비금융업의 경우 평균초과수익률은 공시전 (-)4일부터 공시후 (+)3일까지 부분적으로 정의 초과수익률을 보였고, 금융업의 경우 평균초과수익률은 공시전 (-)4일부터 공시후 (+)1일까지 지속적인 정의 초과수익률을 보였다.

또한, 누적 초과수익률의 경우 <그림 4>와 같이 비금융업의 경우 공시전 (-)4일부터 공시후 (+)3일까지 누적초과수익률이 상승하였고, 금융업의 경우 공시전 (-)4일부터 공시후 (+)2일까지 누적초과수익률이 상승하였음을 알 수 있다.

특히, 공시일 전·후 기간의 누적초과수익률을 살펴보면 기간(0~1)의 경우 비금융업의 누적초과수익률보다 금융업의 누적초과수익률이 높음을 알 수 있다. 이와 같은 현상은 기간(-1~0), 기간(-1~+1)에서도 동일하게 나타난다.

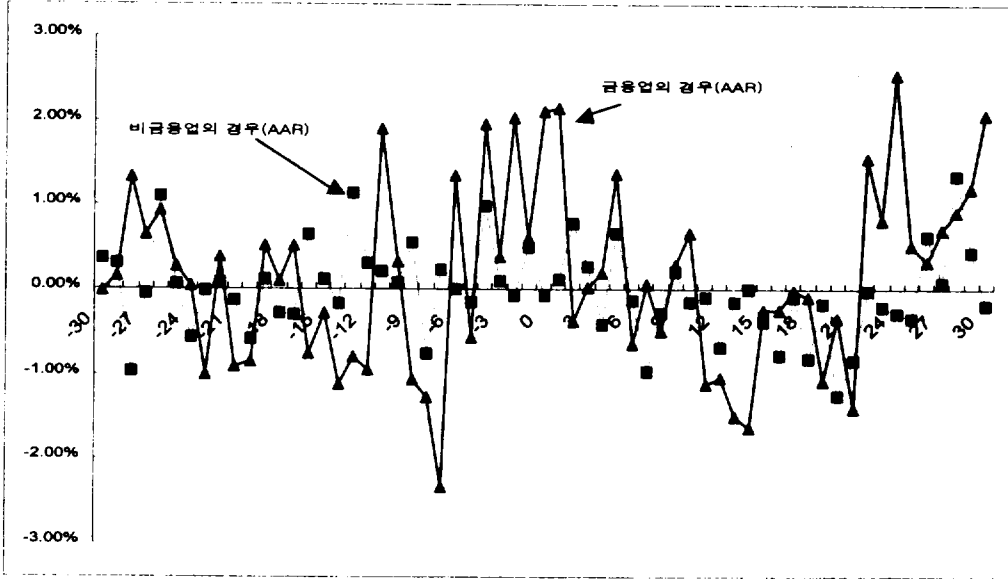
이것은 규제가 심한 금융업에 있어 동기부여 차원에서 부여되는 스톡옵션이 주가에 긍정적 영향을 미친다는 것으로 해석할 수 있다. 이러한 결과는 표본에 포함된 스톡옵션을 부여한 금융업종에 속한 기업의 경우 대부분 BIS자기자본비율이 높은 우량기업들이기 때문에 나타난 것으로 생각된다.

<표 2> 공시 전·후 기간의 누적초과수익률

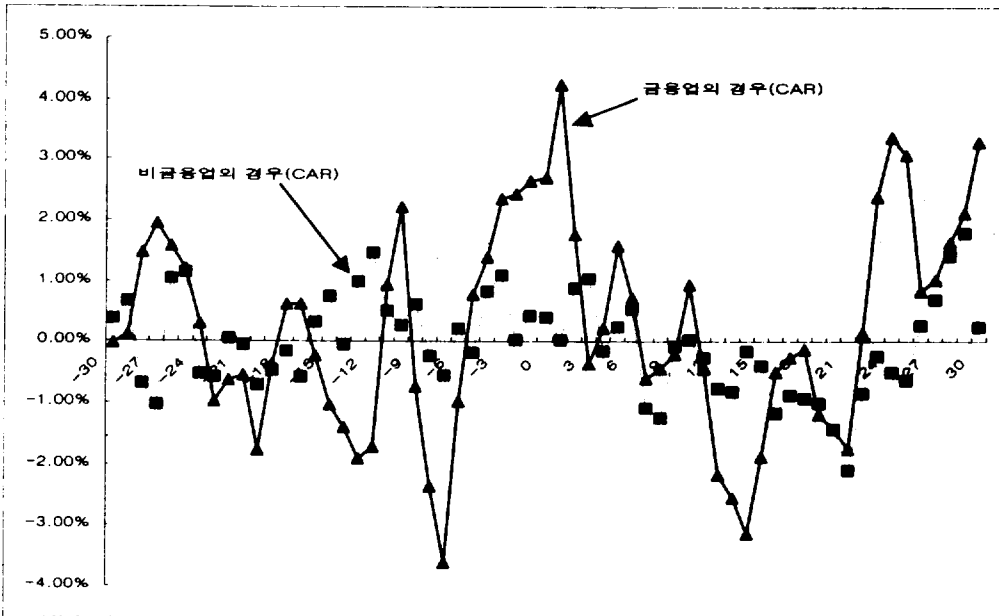
공시 전·후 기간	비금융업		금융업	
	CAR	t	CAR	t
( -1 ~0 )	0.41%	1.42*	2.70%	13.12***
( -1 ~1 )	0.52%	2.49**	4.85%	32.65***
( 0 ~1 )	0.02%	0.25	4.24%	62.12***

\* : 10%에서 유의함. \*\* : 5%에서 유의함. \*\*\* : 1%에서 유의함.

<그림 3> 업종에 따른 주가반응 차이분석 결과(AAR)



<그림 4> 업종에 따른 주가반응 차이분석 결과(CAR)



## IV. 결 론

기업의 임직원에 대한 장기적인 보상제도와 기업가치를 효과적으로 제고할 수 있는 방안인 스톡옵션제도가 국내에서는 이제 자리를 잡아가는 단계에 있다고 생각된다. 스톡옵션제도는 기업과 임직원간의 이해상충문제를 해결하고 모두의 이익을 극대화하기 위한 목적으로 도입된 제도이므로 효율적인 운영을 위한 기반을 마련하기 위한 지속적인 개선이 필요하다. 그러나 이러한 제도에 대한 연구가 부족한 상태이므로 보다 합리적이고 정확한 분석이 필요한 시점이라 하겠다.

본 연구는 적극적으로 스톡옵션을 도입하고 있는 기업들을 대상으로 이러한 제도의 도입이 주가에 어떤 영향을 미치는지를 분석하여, 우리 나라의 실정에 맞는 합리적인 제도의 변화를 모색하는데 도움을 주고자 하는 것이다.

스톡옵션에 대한 자료가 충분히 확보되면 스톡옵션제도의 장기적 성과를 평가할 필요가 있지만, 현 시점에서는 스톡옵션제도 부여 공시가 주가에 미치는 영향을 분석하는 것도 의미를 가질 것으로 생각한다. 이렇게 스톡옵션제도의 도입과 공시효과가 그 기업의 경영성과에 미치는 영향을 분석함으로써 과연 우리 나라에서 스톡옵션이 기업의 경영성과를 높일 수 있는 수단으로 활용될 수 있는가를 파악하는데 연구의 목적이 있다.

본 연구의 결과는 다음과 같이 요약할 수 있다. 스톡옵션 부여 공시일을 전후하여 표본기업의 주가 반응을 살펴본 결과 평균초과수익률은 (-)4일에서 (+)5일까지의 구간에서 대부분 유의적인 정의 결과를 나타내고 있다. 이것은 스톡옵션 부여 공시에 따라 거래소 상장기업의 주가가 비정상적으로 상승하였음을 의미하는 것으로 볼 수 있다. 그리고 스톡옵션부여에 관한 정보가 공시된 이후 누적초과수익률은 공시후 (+)2일까지 증가하였다. 이처럼 누적초과 수익률이 유의적인 정(+)의 값을 나타내는 결과는 기업들이 스톡옵션 제도를 잘 활용하면 기업의 가치를 높일 수 있음을 의미하는 것으로 볼 수 있다.

한편, 스톡옵션을 부여하는 기업의 업종에 따른 주가반응 차이분석을 한 결과 비금융업의 경우 평균초과수익률은 공시전 (-)4일부터 공시후 (+)3일까지 부분적으로 정의 초과수익률을 보였고, 금융업의 경우 평균초과수익률은 공시전 (-)4일부터 공시후 (+)1일까지 지속적인 정의 초과수익률을 보였다.

참고문헌

- 김희석, 김동철, (2002) “스톡옵션 도입공시와 주가반응” 『한국증권학회 2002년 1차 학술발표회 발표논문집』 .
- 김창수, (2002) “스톡옵션의 공시효과와 기업 특성” 재무연구, 제15권 제2호, pp. 1-42.
- 박상수, 박원규, (2002) “스톡옵션 행사 대응방식에 관한 소고” 『2002년 5개 학회 춘계학술발표회 발표논문집』 .
- 원재환, (2001) “스톡옵션제도의 공시효과와 위협에 관한 연구” 증권학회지, 제 28호, pp. 579-623.
- Aboody, D. and R. Kasznik(2000), “CEO stock option awards and the timing of corporate voluntary disclosures,” *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 29, pp. 73-100.
- Acharya, V. V., K. John, and R. K. Sundaram(2000), “On the optimality of resetting executive stock options,” *Journal of Financial Economics*, Vol. 57, pp. 65-101.
- Brenner, M., R. K. Sundaram, and D. Yermack(2000), “Altering the terms of executive stock options,” *Journal of Financial Economics*, Vol. 57, pp. 103-128.
- Brickley, J. A., S. Bhagat, and R. C. Lease(1985), “The impact of long-range managerial compensation plans in shareholder wealth,” *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 7, pp. 115-129.
- Carpenter, J. N.(1998), “The exercise and valuation of executive stock options” *Journal of Financial Economics*, Vol. 48, pp. 127-158.
- Chauvin K. W. and C. Shenoy(2001), “Stock price decreases prior to executive stock option grants,” *Journal of Corporate Finance*, Vol. 7, pp. 53-76.
- Defusco, R. A., R. R. Johnson, and T. S. Zorn(1990), “The effect of executive stock option plans on stockholders and bondholders”, *Journal of Finance*, Vol. 45, pp. 617-627.
- Lacker, David F.(1983), “The association between performance plan adoption and corporate capital investment”, *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 5, pp. 3-30.
- Lambert, Richard A. and David F. Lacker, (1985) “An analysis of the use of accounting and market measures of performance in executive compensation contracts”, *Journal of Accounting Research*, Vol. 25, pp. 85-125.
- Meulbroek, L. K.(2001), “The efficiency of equity-linked compensation: understanding the full cost of awarding executive stock options,” *Financial Management*, Vol. 30, pp. 5-44.
- Yermack, D.(1997), “Good timing : CEO stock option awards and company news announcements,” *Journal of Finance*, Vol. 52, pp. 449-476.