

경영자 보유 스톡옵션 가치가 기업의 배당정책에 미치는 영향[†]

신성욱*

<요 약>

본 연구는 국내 상장 제조기업을 대상으로 경영자가 보유하고 있는 스톡옵션 가치에 따라 배당정책이 어떻게 달라지는지를 분석하는데 있다. 구체적으로 본 연구에서는 기존의 선행연구와 달리 경영자에게 지급된 스톡옵션 보상의 크기를 블랙-숄츠 모형을 통해 그 가치를 측정하고 이들이 기업의 배당정책에 어떤 영향을 미치는지를 규명하고자 하였다.

2006년부터 2008년까지 184개 상장기업 자료를 바탕으로 이상에서 제시한 연구목적에 실증분석한 결과를 요약하면 다음과 같다. 첫째, 경영자 보유 스톡옵션 블랙-숄츠 가치와 자사주매입 비중 사이에 양(+)의 관련성이 있는 것으로 나타났다. 이는 경영자 보유 스톡옵션의 가치가 클수록 현금배당 보다는 자사주 매입 의사결정을 보다 선호한다는 데 대한 실증적 증거라 할 수 있다.

둘째, 주가가 1% 증감에 따른 경영자 스톡옵션 블랙-숄츠 가치 변화(델타)를 블랙-숄츠 모형을 주가가격으로 편미분 하여 측정하고, 그 크기가 기업의 배당정책에 어떠한 영향을 미치는지를 분석한 결과, 앞의 결과와 동일하게 자사주매입 비중과 통계적으로 유의한 양(+)의 관련성을 발견할 수 있었다.

이상의 연구결과는 경영자에게 부여된 스톡옵션 보상이 기업 전체의 대리 비용을 줄이고, 주주와 경영자 간의 이해관계를 일치시킬 수 있는 효율적 관리통제 도구로 활용될 수 있지만, 역으로 경영자가 스톡옵션 보상 크기를 극대화 시키기 위해 자신에게 유리한 배당정책을 추구할 수도 있음을 간접적으로 시사하는 결과라 할 수 있다.

핵심주제어 : 대리인 문제, 배당정책, 스톡옵션 보상

논문접수일: 2011년 09월 06일 수정일: 2011년 9월 21일 게재확정일: 2011년 09월 23일

[†] 본 연구는 2010년도 부산가톨릭대학교 교내학술연구비 지원에 의하여 수행된 것임

* 부산가톨릭대학교 경영학부 조교수, shinsw@cup.ac.kr

I. 서 론

기업은 주주와 경영자의 이해관계 불일치에서 오는 대리인 문제를 완화시키기 위한 수단으로 다양한 제도적 장치를 고안하여 시행하고 있다. 소유구조 분산을 통한 기관투자자와 외국인들의 경영자에 대한 직접적인 감시통제, 이사회 내 사외이사를 통한 경영진의 감시통제 등 사내 지배구조 장치를 통한 경영자 감시통제 장치 뿐만 아니라 적대적 기업인수합병, 경영자 노동시장, 제품시장을 통한 사후적인 경영자 견제장치도 경영진이 기업가치 및 주주부의 증가를 위해 노력할 수 있도록 유도하는 외부 통제 장치이다(정진필 등 2000).

이런 내, 외부 지배구조 장치도 경영진의 대리문제를 통제하는데 효율적인 도구로서의 역할을 수행하나, 경영진의 이해관계를 주주와 일치하도록 유도하는 차원의 경영자 보상제도의 효율적 시행으로도 경영진의 대리문제를 완화시킬 수 있다. 최근 많은 관리회계 선행연구에서는 대리인 문제를 완화시키기 위한 수단으로 성과평가 및 보상시스템의 효율적 구축에 많은 관심을 가져왔는데, 경영진을 그 대상으로 하는 보상제도의 효율적 운영의 핵심은 자신의 효익 극대화를 추구할 유인이 있는 경영자를 기업가치 극대화를 위해 보다 많은 노력을 투입할 수 있도록 유도하는데 있고, 그 중심에 경영자 스톡옵션 보상제도가 있다(Core and Guay 1999; Ittner et al. 2003).

스톡옵션 보상이 다른 어떤 종류의 보상형태 보다도 위험회피적인 경영자에게 주주가치 극대화 의사결정을 유도할 수 있는 강력한 유인을 제공한다는 측면에서 많은 기업에서 스톡옵션 보상제도를 도입하여 운영하고 있고, 우리나라도 IMF 관리경제체제 이후에 스톡옵션 보상제도가 도입되어, 그 관행이 확산되고 있는 실정이다(김창수 2000; 설원식과 김수정 2003). 그러나 실제 스톡옵션 보상제도의 운영에 따른 그 효과성에 관한 많은 선행연구들은 경영자를 대상으로 하는 스톡옵션 보상제도가 실제 도입 취지에 맞게 적절히 잘 운영되고 있다고 주장하는 연구들도 있으나(Anderson et al. 2000; Sesil et al. 2002; Hanlon et al. 2003; 원재환 2001; 배길수 2002; 정재엽과 박제련 2004 등), 최근 스톡옵션 보상제도의 실효성에 관하여 의문을 가지고 스톡옵션을 부여받은 경영자가 기업가치 극대화 의사결정을 추구하기 보다는 스톡옵션 부여시점과 행사시점의 조정, 이익조정 등을 통해 경영자 자신에게 보다 유리하도록 스톡옵션 보상제도를 악용하고 있다는 주장들도 제기되면서 경영자 스톡옵션 보상제도가 기업이 대리문제 완화에 효과적이지에 대한 회의적인 시각도 많아지고 있다(Yermack

1997; Aboody and Kasznik 2000; Brenner et al. 2000; 설원식과 김수정 2003).

경영자 스톡옵션 보상제도의 운영과 그 효과에 대한 상반된 주장이 대립되는 시점에서 본 연구는 경영자에게 지급되는 스톡옵션 보상이 기업 운영과 관련된 중대한 의사결정 중의 하나인 배당정책에 어떠한 영향을 미치는지에 대해 살펴 보고자 한다.

기업의 배당정책에 있어서 현금배당과 자사주매입은 모두 기업이 주주에게 투자한 대가를 지급하는 주요 수단 중의 하나이다. 그러나 현금배당은 완전자본 시장 하에서 주당 배당액만큼 시장주가가 하락하는 결과를 가져오지만, 반면에 자사주 매입은 시장에 유통되고 있는 자사주를 매입하는 것으로 유통보통 주식 수를 감소시키지만 시장주가에는 영향을 미치지 않는다. 그러므로 경영자가 주주에게 어떤 형태로 배당을 지급할 것인지를 결정할 때, 스톡옵션을 보유하고 있는 경영자는 그렇지 않은 경영자에 비해 현금배당보다는 자사주매입을 더 선호할 유인이 존재하게 된다. 특히, 자사주 매입을 선호할 유인은 경영자가 보유하고 있는 스톡옵션의 가치가 클수록, 주가가 변화에 대한 경영자 보유 스톡 옵션 가치변화가 클수록 더하다. 경영자에게 지급된 스톡옵션 보상과 배당정책과의 관련성을 분석한 연구들은 다수 존재한다. 그러나 이들 연구들은 기업이 경영자 스톡옵션 보상제도를 운영하고 있는지의 여부, 혹은 경영자에게 부여된 스톡옵션 수량에 초점을 맞추어 부여된 스톡옵션 수와 기업의 배당정책 사이의 관련성을 분석하였다.

따라서 본 연구에서는 경영자가 보유하고 있는 스톡옵션의 공정가치를 측정하여, 경영자 보유 스톡옵션 공정가치의 크기가 기업의 배당정책에 미치는 영향을 분석하고자 한다. 아울러 주가가 1% 변화에 대해 경영자 보유 스톡옵션 가치가 얼마만큼 변화할 것인지를 측정하여 이 크기에 따라 기업의 배당정책이 어떻게 달라지는지도 분석해 보고자 한다.

본 논문의 구성은 다음과 같다. 2장에서는 선행연구 및 이를 바탕으로 연구가설을 설정하고, 3장에서는 설정한 연구가설을 검증하기 위한 연구모형, 변수의 조작적 정의, 표본에 대해 기술하였다. 4장에서는 실증분석 결과를 제시하고, 마지막 5장에서는 연구결과 및 본 연구의 한계점 및 미래 연구방향에 대해 제시하였다.

II. 선행연구 및 연구가설

소유와 경영의 분리는 전문적인 지식을 가지고 있는 전문경영인에 의해 기업이 경영되므로 효율적인 측면에서 다양한 장점을 지니는 반면, 경영자 자신이 주주의 부(wealth)를 증가시키기 위한 의사결정이 아닌 자신의 효익을 적극적으로 추구함으로써 대리문제를 야기시킬 수 있다. 주주와 경영자 사이의 이해관계 불일치에서 오는 다양한 대리문제를 야기시킨다.

이러한 주주와 경영자 사이의 대리문제를 통제하고, 경영자가 보다 기업가치 극대화를 위해 노력할 수 있도록 하는 제도적 장치 중의 하나가 바로 경영자를 그 대상으로 하는 스톡옵션 보상제도이다(DeFusco et al. 1990). 경영자에게 스톡옵션 보상을 지급하는 궁극적인 목적은 경영자로 하여금 기업가치 극대화 의사결정을 유도함으로써 궁극적으로는 주주의 이익을 극대화시키는 것이며, 동시에 스톡옵션을 부여 받은 경영자는 주가의 상승과정에서 자신의 부를 증대시킬 수 있게 되는 것이다.

그러나 최근 스톡옵션 보상제도의 실효성에 관하여 의문을 제기되면서, 스톡옵션을 부여받은 경영자가 기업가치 극대화 의사결정을 추구하기 보다는 경영자 자신에게 보다 유리한 의사결정을 수행하여 오히려 최적 의사결정을 저해시킬 수 있다는 주장이 제기되었는데, 이런 연구들은 스톡옵션 부여를 통한 기업가치 증가는 찾아보기 힘들며 오히려 경영자는 스톡옵션 보상제도를 통해 자신의 사적 효익을 높이는데 초점을 맞추어 의사결정을 수행한다고 주장하였다(Yermack 1997; Aboody and Kasznik 2000; Brenner et al. 2000; 설원식과 김수정 2003).

스톡옵션 보상제도의 운영으로 인한 경영자 자신의 효익을 증가시키는 대표적인 사례로 제기된 것이 배당정책의 선택이다. 기업은 잉여 현금이 발생했을 경우 채투자에 필요한 부분을 제외하고 나머지 현금을 주주에게 배분하게 되는데 대표적으로 현금배당(dividends)과 자사주 매입(stock repurchase)을 들 수 있다.

주주에게 현금을 돌려주기 위한 주요 수단인 현금 배당과 자사주매입은 여러 측면에서 유사하지만, 현금 배당은 주주에게 현금자체를 주는 것이지만, 자사주매입은 주가의 상승으로 인한 자본이득(capital gain) 형태로 수익을 가져다 준다는 측면에서 양자 간의 차이가 있다. 즉, 투자자 입장에서 볼 때 현금배당은 즉각적이고 직접적인 소득의 실현인 반면, 자사주의 매입은 시차적으로 간격을

가지고 주가가 상승을 통해 간접적으로 소득이 실현이 실현된다는 측면에서 차이가 있는 것이다.(설원식과 김수정 2003).

이와 같은 상황에서 경영자가 기업의 배당정책을 선택할 때 경영자가 스톡옵션을 보유하고 있는지의 여부가 영향을 미칠 수 있다. 기업의 경우 경영자에게 부여된 스톡옵션 보상제도는 주주와 경영자 사이에 이해관계를 일치(incentive alignment)시킬 수 있다는 측면에서 긍정적인 효과가 있지만, 경영자의 경우 최대의 스톡옵션으로 인한 자신의 효용을 극대화 시킬 유인이 존재하기 때문에 기업의 다양한 경영의사결정을 자신의 효용을 극대화 시킬 수 있는 방향으로 조정할 것이다. 즉, 기업의 배당정책을 선택함에 있어서도 스톡옵션을 부여받은 경영자들은 자신의 부를 증가시키는 방향으로 의사결정할 가능성이 높고, 결국 기업의 미래 성장가능성에 대한 투자를 방해하고, 주가의 배당락을 초래하는 현금 배당보다는 자사주 매입을 선호할 수 있다.

Bartov et al.(1998)은 주식이 저평가되어 있거나 경영자 보상에 스톡옵션이 포함되어 있는 기업은 자사주 매입과 스톡옵션 보상 사이에 양(+의 상관관계) 있음을 발견하였다. 이들 연구에서는 경영자가 스톡옵션을 보다 많이 보유하는 기업의 경우 배당정책의 선택에 있어 현금배당 보다는 자사주매입을 선호한다는 것이다. Murphy(1999)의 연구에서도 경영자에게 지급하는 보상 형태가 배당정책의 선택에 영향을 미칠 수 있다고 주장하면서, 경영자에게 스톡옵션 보상을 보다 많이 지급하면 현금배당 대신 자사주 매입을 보다 많이 선호할 수도 있음을 주장하였다.

비슷한 맥락으로 Guy and Hartford(2000)의 연구에서는 기업이 현금배당을 실시하여 주가가 떨어질 수 있다는 부정적인 신호를 주는 대신, 자사주 매입 의사결정을 통해 경영자 자신의 스톡옵션 가치를 증가시킨다고 주장하였고, Weisbenner(2000)의 연구에서도 경영자에게 스톡옵션을 보다 많이 지급하는 것이 기업의 배당 정책에 어떠한 영향을 미치는 지를 분석한 결과, 희석 효과를 방지하기 위하여 자사주 매입을 선호한다고 주장하였고, 특히 스톡옵션을 많이 부여하는 기업일수록 보다 많은 이익잉여금을 유보하며 현금배당을 감소시킨다는 결과를 제시하였다.

Jagannathan et al.(2000)의 연구, Fenn and Liang(2001)의 연구에서도 현금배당의 지급은 임직원이 보유한 스톡옵션 가치를 떨어뜨리기 때문에 현금배당 보다는 자사주매입에 대한 유인을 증가시킨다고 주장하였고, 실증분석 결과에서도 경영자 스톡옵션 수와 자사주매입 사이에 양(+의 상관관계)를 가진다고 보고하였다.

Cuny et al.(2007)의 연구에서는 스톡옵션과 배당정책 사이의 관계를 분석한 결과 스톡옵션의 비중이 높을수록 기업의 총 배당은 낮아지며, 자사주 매입을 증가시킨다고 주장하였다.

전상경과 김태수(2005)의 연구에서는 1998년부터 2003년까지의 상장기업 자료를 바탕으로 경영진의 스톡옵션 보유가 배당정책의 선택에 미치는 영향을 분석한 결과, 경영자가 스톡옵션을 보다 많이 소유할수록 다른 조건이 동일한 경우 현금배당보다는 자사주 매입을 보다 선호한다는 실증결과를 제시하였다.

원재환(2004)의 연구에서도 스톡옵션의 성격상 스톡옵션을 부여받은 경영자들이 합리적이라면 자신들의 옵션가치를 보호하기 위해 가급적 현금배당을 줄이고, 자사주매입을 통하여 이익유보 및 잉여현금흐름을 주주에게 지급하는 방식을 선호한다고 주장하였다.

이상의 선행연구들은 경영자에게 스톡옵션 보상을 지급할 경우 경영자의 배당정책을 어떻게 선택하는지에 대한 관계를 경영자 사적효익 극대화 측면에서 제시하였으나, 경영자에게 부여된 스톡옵션 보상과 배당정책 사이의 관련성을 분석하면서 단순히 경영자가 소유한 스톡옵션의 수, 혹은 스톡옵션 제도를 운영하고 있는지의 여부만을 측정하여 분석모형에 사용하였다. 이들 변수는 단순히 양적인 측면에 불과하므로 스톡옵션의 성격을 모두 반영할 수 없다. 경영자가 스톡옵션 보유가 배당정책의 선택에 미치는 영향을 분석하기 위해서는 경영자가 보유하고 있는 스톡옵션 가치를 정확하게 측정하거나, 주가가격의 변화에 대해 경영자가 보유하고 있는 스톡옵션의 가치가 어떻게 달라지는지를 측정하여 경영자가 자사주 매입을 선호할 유인이 더욱 높은지를 파악할 필요가 있다.

따라서 본 연구에서는 기존의 선행연구에서 제시하였던 연구의 한계점을 보완하여, 경영자에게 지급된 스톡옵션 보상가치를 블랙-숄즈 모형으로 측정하였으며, 배당정책과의 관련성을 분석하였다. 구체적인 연구가설은 다음과 같다.

[가설 1] 경영자가 소유한 스톡옵션의 가치가 클수록 현금배당보다는 자사주 매입을 선호할 것이다.

스톡옵션 보상으로 인해 경영자가 받게 되는 유인은 크게 가격유인과 위험유인으로 나눌 수 있다(김두억 등 2005). 가격유인은 주가가격의 변동에 따른 스톡옵션 보상가치의 변동으로 흔히 델타(delta)라 부르며, 위험효과는 주가가격 변동성 크기로 인한 스톡옵션 보상가치의 변동을 말한다(이를 베가(vega)라 부름). 따라서 스톡옵션을 부여 받은 경영자는 주가가격을 증가시킬 유인이 존재

함과 동시에 주가가격의 변동성을 증가시키기 위한 고위험 투자의사결정을 빈번히 수행할 유인도 존재하게 된다.

스톡옵션을 부여 받은 경영자가 가지는 델타의 크기는 기업, 경영자 개인별로도 다양하다. 델타는 스톡옵션을 부여 받은 시점의 다양한 조건, 평가일 현재의 주가가격 등에 큰 영향을 받게 되는데 일반적으로 델타의 크기가 크다는 것은 그 만큼 주가가격 1% 증감에 따른 경영자 보유 스톡옵션 가치변화가 크다는 것을 의미하고, 경영자가 주가가격을 높이고자 하는 유인이 델타의 크기가 상대적으로 작은 경영자에 비해 크다고 볼 수 있다. 배당정책의 선택에 있어서도 델타의 크기가 상대적으로 큰 기업의 경영자는 현금배당보다는 자사주 매입을 보다 선호할 것으로 판단된다. 따라서 다음과 같은 가설설정이 가능하다.

[가설 2] 델타가 클수록 현금배당보다는 자사주 매입을 선호할 것이다.

Ⅲ. 연구설계

1. 소매서비스업

본 연구에서는 기업의 경영자가 소유한 스톡옵션이 기업의 이익배당정책에 어떠한 영향을 미치는가를 회귀분석을 통하여 각각의 설명변수들이 종속변수에 미치는 유의적인 영향을 알아보고자 한다. 제반 가설들을 검증하기 위한 회귀분석 모형은 다음과 같다.

<가설 1>의 회귀분석 모형

$$RShare_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \ln(SO_{i,t}) + \beta_2 FCF_{i,t} + \beta_3 MVBV_{i,t} + \beta_4 \ln(TA_{i,t}) + \beta_5 Leverage_{i,t} + \beta_6 EVolatility_{i,t} + \beta_7 MS_{i,t} \dots\dots\dots <식 1>$$

<가설 2>의 회귀분석 모형

$$RShare_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \ln(SOS_{i,t}) + \beta_2 FCF_{i,t} + \beta_3 MVBV_{i,t} + \beta_4 \ln(TA_{i,t}) + \beta_5 Leverage_{i,t} + \beta_6 EVolatility_{i,t} + \beta_7 MS_{i,t} \dots\dots\dots <식 2>$$

위의 회귀분석 모형에 사용된 각 변수의 조작적 정의는 다음 절에서 구체적으로 설명하기로 한다.

한편 본 연구에서 고려한 종속변수(자사주매입비중)의 값들이 0이상의 연속적인 값을 가질 것으로 예상되어 0에서 좌측 절단된 값을 가진다. 따라서 추정계수들의 편의(bias)를 완화하기 위하여 세 종속변수에 대해 통상최소자승법(ordinary least square method : OLS 모형) 외에 추가적으로 Tobit 모형으로도 분석을 실행하였다.

2. 변수의 조작적 정의

2.1 종속 변수

경영자가 보유한 스톡옵션이 기업의 현금배당 및 자사주매입에 미치는 영향을 분석하기 위하여 본 연구에서는 기존의 선행연구들을 바탕으로 자사주매입비중을 배당정책에 대리변수로 고려하였다(Fenn and Liang 2001; 전상경, 김태수 2005 등). 자사주매입비중은 자사주매입금액을 현금배당금액과 자사주매입금액의 합으로 나눈 값으로 자사주매입금액이 차지하는 비중이다. 변수에 대한 구체적인 정의는 다음과 같다.

$$RShare : \text{자사주매입금액} / (\text{현금배당금} + \text{자사주매입금액})$$

2.2 설명변수

경영자에게 부여한 스톡옵션 가치를 측정하기 위해 본 연구에서는 블랙-숄츠(Black-Scholes) 옵션가치 측정모형에서 Merton(1973)이 제시한 기대배당을 고려한 조정된 식을 사용하여 단위당 스톡옵션가치를 구한 후 각 연도 말 현재 경영자가 보유하고 있는 미행사 스톡옵션수량을 곱하여 계산하였다(Core and Guay 1999; Rajgopal and Shevlin 2002 등). 이렇게 계산한 총 스톡옵션 가치를 각 기업별로 경영자의 수(상근, 등기임원)로 나누어 경영자 1인당 스톡옵션의 가치를 측정하였다.

경영자 1인당 스톡옵션 가치를 측정하기 위한 과정은 다음과 같다.

$$BSV = S e^{-\delta T} N(d_1) - X e^{-r T} N(d_2)$$

여기서 BSV : 스톡옵션의 블랙-숄츠(Black-Scholes)가치

S : 평가일의 주당 주식가격
 δ : 옵션보유기간 동안의 연간 기대 배당수익률
 T : 행사만료일까지의 기간(연)
 N : 정규분포의 누적확률밀도함수,
 X : 스톡옵션 행사가격, r : 무위험수익률
 $d1 : [\log (S/X) + (r - \delta + \sigma^2/2) T] / \sigma \sqrt{T}$, $d2 : d1 - \sigma \sqrt{T}$,
 σ : 옵션 보유기간동안 주식수익률의 기대 변동성(표준편차)

위의 식에서 옵션보유기간동안의 연간 기대 배당수익률(δ)은 옵션부여연도의 현금배당금을 연도 말 주식가격으로 나누어 측정하였고, 무위험 수익률은 평가 시점의 10년 만기 국고채 수익률을 한국은행의 공시자료를 이용하여 사용하였다(Core and Guay 1999). 또한 옵션 보유기간동안의 주식수익률의 기대변동성은 옵션이 부여된 회계연도 말 이전 120일 간의 기업별 일일 주식수익률의 표준편차를 이용하였다(Rajgopal and Shevlin 2002). 나머지 변수들은 전자공시시스템의 사업보고서의 주식매수선택권의 부여현황에 제시된 자료를 이용하여 측정하였다. 아울러 측정된 옵션 가치가 기업마다 편차가 커 자연로그를 취하여 분석에 사용하였다. 변수의 구체적인 정의는 다음과 같다.

$\ln(SO)$: 경영자 보유 스톡옵션 가치의 자연대수 값

한편 본 연구에서는 Core and Guay(1999), Rajgopal and Shevlin(2002)에서 사용한 방법을 원용하여 델타(주식가격 1% 변화에 대한 경영자 스톡옵션 가치 변화 민감도)를 측정하였다. 델타를 측정하기 위해 먼저 위에서 제시한 스톡옵션 가치측정 식을 주식가격으로 편미분한 후 주식가격과 0.01을 각각 곱하여 계산하고, 이렇게 구한 민감도에 대해 연도의 경영자가 보유한 스톡옵션 수량을 곱한 후, 경영자 수로 나누어 측정하였다. 이 변수 또한 측정값의 편차를 줄이기 위해 자연로그를 취하여 사용하였다. 변수에 대한 구체적인 정의는 다음과 같다.

$$\partial(BSV)/\partial(price) = e^{-dT}N(d_1)$$

$$\text{주식가격 1\% 변화에 대한 스톡옵션 가치변화(델타)} = e^{-dT}N(d_1) \times (price/100)$$

$$\ln(SOS) = \ln\left(\frac{\text{경영자 보유 스톡옵션 수량} \times \text{델타}}{\text{경영자의 수}}\right)$$

2.3 통제 변수

경영자가 보유한 스톡옵션이 기업의 이익배당정책에 미치는 영향을 분석하기 위하여, 배당정책의 선택에 영향을 미치는 다양한 기업특성변수들을 분석에 추가함으로써 이러한 변수들이 기업의 이익배당정책에 미치는 영향을 통제하고자 하였다. 분석에 사용한 통제변수는 잉여현금흐름, 자산의 시장가치/장부가치 비율, 기업규모, 부채비율, 이익변동성, 경영자지분율을 사용하였다. 이러한 통제변수들은 기존의 Fenn and Liang(2001), 전상경, 김태수(2005)의 연구에서 사용한 통제변수들을 참고하였다.

2.3.1 잉여현금흐름

Easterbrook(1984), Jensen(1986) 등은 잉여현금흐름의 문제가 경영자와 주주들 사이의 가장 심각한 대리인 문제 중의 하나라고 지적하면서 대리인 비용을 최소화 하는 시점에서 배당의 수준이 결정된다고 하였다. 따라서 잉여현금의 보유 정도는 기업의 배당에 영향을 미치는 요인으로 보아 통제변수로 설정하였다. 기존의 선행연구에 근거한 잉여현금흐름의 구체적 변수정의는 다음과 같다.

$$FCF : \text{잉여현금흐름} = (\text{법인세 및 감가상각비 차감 전 영업이익} - \text{투자지출}) / \text{총자산}$$

여기서, 투자지출 = 투자활동으로 인한 현금유출액 - 투자활동으로 인한 현금유입액

2.3.2 성장가능성

높은 성장기회를 가진 기업들은 기업의 장기적 성장을 위해 연구개발과 같은 성장기회를 보다 확대할 수 있는 방안에 보다 많은 투자를 하는 성향이 있다. 이를 위해 성장기회가 큰 기업의 경우 현금배당과 같은 현금지불을 감소시키려는 유인이 상대적으로 강하다(Smith and Watts 1992 등). 이런 기업의 성장기회가 이익배당정책에 미치는 영향을 통제하기 위해 기업의 성장가능성을 통제변수로 고려하여 분석하였다. 변수에 대한 구체적인 정의는 다음과 같다.

$$MVBV : \text{성장가능성(자산의 장부가치 대비 자산의 시장가치 비율)}$$

2.3.3 기업규모

일반적으로 규모가 큰 기업인 경우에 소규모 기업에 비해 안정적인 배당을

행한다(Smith and Watts 1992; Opler and Titman 1993). 이는 기업규모에 따라 기업이 사용하는 배당정책이 차이가 있다는 것을 의미한다. 본 연구에서는 기업 규모가 배당정책에 미치는 영향을 통제하기 위해 기업규모 변수를 통제변수로 고려하였다. 변수에 대한 구체적 정의는 다음과 같다.

$\ln(TA)$: 총자산의 자연대수 값

2.3.4 부채비율(leverage)

부채비율의 증가는 기업의 자금조달에 영향을 미칠 수 있다. 부채비율이 보다 높은 기업의 경우 채권자에 대한 안정적인 이자 및 원금지급, 미래 자금조달을 보다 용이하게 하기 위해 배당을 통한 자금의 유출보다는 내부에 유보시킬 가능성이 높다(Jensen 1986). 이런 부채비율이 기업의 배당정책에 미치는 영향을 통제하기 위해 본 연구에서는 부채비율을 통제변수로 고려하여 분석모형에 포함시켰다. 변수에 대한 구체적 정의는 다음과 같다.

Leverage : 총부채 / 총자산

2.3.5 이익변동성

많은 선행연구에서 기업의 현금흐름에 대한 불확실성을 대변하는 변수로 영업이익의 변동성을 고려하여 분석하고 있다(Fenn and Liang 2001; 전상경과 김태수 2005 등). 기업 내부적으로 영업이익의 변동성이 큰 기업은 현금보유를 증가시키려는 유인이 클 것이므로 기업의 배당정책에 영향을 미칠 수 있다. 표본기간의 한계로 인해 영업이익의 변동성은 분기별 영업이익(법인세 및 감가상각 차감전 영업이익)을 이용하여 분석하였고 이를 영업이익의 평균으로 나누어 기업규모에 따른 효과를 통제하였다. 변수의 구체적 정의는 다음과 같다.

EVolatility : 이익변동성 = 4분기 EBITDA 표준편차 / 4분기 EBITDA 평균

여기서, EBITDA = 법인세와 감가상각 차감 전 영업이익

2.3.6 경영자 지분율

경영자가 보유하고 있는 자사의 주식은 다양한 경로로 기업의 배당정책에 영

향을 미칠 수 있다(Fenn and Liang 2001). 경영자 보유지분이 기업의 배당정책의 선택에 미치는 영향을 통제하기 위해 분석모형에 통제변수로 포함시켰다.

$$MS : \text{경영자 지분율} = \text{경영자 보유 주식수} / \text{유통보통주식 총수}$$

3. 표본선정 및 자료수집

본 연구의 목적은 경영자 보유 스톡옵션 보상의 크기가 기업의 배당정책 선택에 미치는 영향에 대해 분석하는 것이다. 이를 위해 본 연구는 표본 대상을 경영자에게 스톡옵션을 부여한 상장 제조기업으로 한정하였으며, 회계정책의 큰 변화가 있었던 2006년 이후 기업을 대상으로 분석하였다. 12월 결산 제조기업으로 한정 한 이유는 자료의 동질성과 정확성을 확보하기 위함이며, 실제 경영자를 대상으로 한 스톡옵션 제도는 금융업에서도 활발히 사용하고 있으나 제조기업과의 직접적인 비교분석이 사실상 용이하지 않아 표본에서 제외하였다.

실증분석을 위해 사용한 표본기업은 2006년부터 2008년까지 한국거래소(Korea Exchange, KRX)에 상장된 12월 결산 제조기업 중 경영자에게 스톡옵션을 부여했거나 당해 부여한 후, 각 연도 말 현재 경영자가 스톡옵션 미행사분을 가지고 있는 기업을 대상으로 하였다.

<표 3-1> 연도별 경영자 스톡옵션 보유현황

	기업 수
스톡옵션제도 도입 기업	249개(기업-연도)
경영자 스톡옵션 미도입 기업	(65개)
자사주 혹은 현금배당을 전혀하지 않은 기업	(47개)
최종표본	137개(기업-연도)

<표 3-1>에 제시한 바와 같이 임직원을 대상으로 스톡옵션 보상제도를 도입하고 있는 기업은 총 249개(기업-연도자료)로 나타났다. 이 중 경영자 스톡옵션 보상제도를 도입하고 있지 않은 기업 65개 기업과 본 연구의 주된 종속변수인 자사주와 현금배당을 둘 다 지급하지 않은 47개 기업을 제외하고, 최종적으로 137개 기업-연도 자료를 이용하여 실증분석에 사용하였다.

기업의 주가 및 재무자료는 (주)한국신용정보에서 제공하는 Kis-value를 이용하였고, 경영자 스톡옵션과 관련된 자료는 금융감독원 전자공시시스템에 제시된

사업보고서와 한국은행 보고자료 등을 각각 이용하였다.

IV. 실증분석결과

1. 기초통계량 및 상관관계분석

이상에서 제시하였던 본 연구의 제반 가설을 실증분석하기에 앞서 본 연구 모형에 사용된 변수들의 기초통계량을 <표 4-1>에 제시하였다. 먼저 패널 A에서는 종속변수의 요약통계량을 제시하였고, 패널 B에서는 독립변수 및 통제변수에 대한 요약통계량을 제시하였다.

<표 4-1> 변수의 기초통계량

패널 A : 종속변수 기초통계량				
	최소값	최대값	평균값	표준편차
<i>RShare</i>	0.0000	1.0000	0.5206	0.4972
패널 B : 독립 및 통제변수 기초통계량				
	최소값	최대값	평균값	표준편차
$\ln(SO)$	-45.1103	24.7640	13.1889	13.2876
$\ln(SOS)$	-103.4305	20.8215	8.4117	19.1181
<i>FCF</i>	-0.9466	0.5468	-0.0340	0.1633
<i>MVBV</i>	0.4475	4.0159	1.3604	0.5831
$\ln(TA)$	16.2409	25.0071	20.2430	1.8915
<i>Leverage</i>	0.0173	0.9170	0.3071	0.8976
<i>EVolatility</i>	-333.4409	178.1136	1.2016	29.0670
<i>MS</i>	0.0000	0.8474	0.0919	0.1431

주) 1) *RShare* : 자사주 매입비중, $\ln(SO)$: 경영자 스톡옵션 BS 가치, $\ln(SOS)$: 주식 가격 변화에 따른 스톡옵션 BS 가치변화의 민감도(델타), *FCF* : 잉여 현금흐름, *MVBV* : 장부가치 대비 시장가치 비율, $\ln(TA)$: 기업규모(총자산의 자연대수값), *Leverage* : 부채비율, *EVolatility* : 이익변동성, *MS* : 경영자 지분율

먼저 종속변수인 자사주매입비중의 경우 평균값이 약 52%로 나타났는데, 이는 표본 기업 내에서 현금배당과 자사주매입의 비중이 거의 비슷하다는 것을 의미한다. 아울러 앞의 연구모형에서 제시한 바와 같이 종속변수가 0 이상의 연속적인 값을 갖고 있으므로 OLS 모형뿐만 아니라 Tobit 모형을 추가하여 분석하였다.

경영자 보유 스톡옵션 가치와 주가가 변화에 대한 스톡옵션 가격변화 민감도는 최대값과 최소값에 다소 차이를 보이고 있는 것으로 나타났다. 또한 잉여현금흐름의 경우 평균값이 음(-)으로 제시되어, 표본기업들의 총자산 대비 잉여현금흐름이 평균적으로 좋지 않음을 알 수 있다.

장부가치 대비 시장가치의 비중의 경우 전반적으로 우리나라 기업의 가치가 시장에서 저평가되어 있다고 보고한 기존의 선행연구들과는 달리 본 연구의 표본기업의 경우 장부가치 대비 시장가치의 비중이 평균적으로 1.3배 높은 것으로 나타났다. 표본기업의 평균 부채비율은 총자산 대비 약 30% 수준인 것으로 나타났고, 경영자 지분율의 경우 표본기업의 평균이 약 9.2% 나타났다.

한편 <표 4-2>에서는 분석에 사용된 변수들에 대한 피어슨 상관관계를 제시하였다.

<표 4-2> 상관관계 분석

	①	②	③	④	⑤	⑥	⑦	⑧	⑨
①	1								
②	0.019	1							
③	0.068	0.464**	1						
④	-0.116	0.096	0.102	1					
⑤	0.039	0.288**	0.121	0.034	1				
⑥	-0.046	0.382**	0.124	0.142	0.062	1			
⑦	0.054	0.049	-0.113	-0.283**	0.049	-0.003	1		
⑧	0.061	-0.006	-0.006	-0.074	-0.028	0.041	-0.023	1	
⑨	0.054	-0.080	0.067	0.067	-0.060	-0.249	-0.100	-0.218**	1

주) 1) ① *RShare* : 자사주 매입비중, ② $\ln(SO)$: 경영자 스톡옵션 가치, ③ $\ln(SOS)$: 주가가 변화에 따른 스톡옵션 가치변화의 민감도, ④ *FCF* : 잉여현금흐름, ⑤ *MVBV* : 장부가치 대비 시장가치 비율, ⑥ $\ln(TA)$: 기업규모(총자산의 자연대수 값), ⑦ *Leverage* : 부채비율, ⑧ *EVolatility* : 이익변동성, ⑨ *MS* : 경영자 지분율

2) *, ** 는 각각 유의수준 0.05, 0.01에서 유의적임.

분석에 사용된 변수들에 대한 피어슨 상관관계수들을 살펴보면, 주된 설명변수인 경영자 보유 스톡옵션 BS 가치와 델타 모두 자사주 매입비중과 정(+)의 상관관계를 가지고 있지만, 통계적인 유의성은 발견되지 않았다. 경영자 스톡옵션 BS 가치의 경우 우선 델타(스톡옵션 가치변화 민감도)와 매우 유의적인 양(+)의 관련성을 발견할 수 있었고(이들 설명변수는 상관관계가 높아 동일 회귀 모

형에 함께 고려하지 않음), 통제변수인 장부가치 대비 시장가치 비율, 기업규모와 유의적인 양(+)의 관계를 보이는 것으로 나타났다. 상관관계 분석 결과 일부 설명 및 통제변수 간에 다소 높은 수치의 상관관계가 존재하여 변수들 사이의 다중공선성의 존재를 확인하기 위해 VIF(variance inflation factor: 분산팽창요인) 검증을 실시하였고, 분석결과 모두 2이하의 값이 제시되어 다중공선성에 큰 문제가 없는 것으로 판단된다.

2. 가설 검증결과

경영자에게 부여한 스톡옵션 보상이 기업의 배당정책에 어떠한 영향을 미치는지를 분석한 결과를 <표 4-3>에서부터 <표 4-6>까지 제시하였다. 우선 <표 4-3>과 <표 4-4>는 경영자 보유 스톡옵션 가치에 따라 기업의 배당정책(자사주매입비중)이 어떻게 달라지는지를 각각 통상최소자승법(OLS)과 토빗(Tobit)모형을 이용하여 분석한 결과이고, <표 4-5>과 <표 4-6>은 주식가격 1% 변화에 따른 경영자 보유 스톡옵션 가치변화 민감도(델타)와 기업의 배당정책 사이의 관계에 대한 OLS와 토빗 분석결과이다.

<표 4-3> 경영자 스톡옵션 가치가 배당정책에 미치는 영향 : OLS 분석결과

독립변수	종속변수
	<i>RShare</i>
상수	-0.159(-0.307)
$\ln(SO)$	0.010(2.136)**
<i>FCF</i>	0.477(1.503)
<i>MVBV</i>	0.022(0.309)
$\ln(TA)$	0.026(1.022)
<i>Leverage</i>	-0.034(-0.742)
<i>EVolatility</i>	0.002(0.778)
<i>MS</i>	0.056(0.179)
F-값	2.610**
결정계수	0.077

주) 1) *RShare* : 자사주 매입비중, $\ln(SO)$: 경영자 스톡옵션 가치, *FCF* : 잉여 현금흐름, *MVBV* : 장부가치 대비 시장가치 비율, $\ln(TA)$: 기업규모(총자산의 자연대수 값), *Leverage* : 부채비율, *EVolatility* : 이익변동성, *MS* : 경영자 지분율

2) *, **, *** 는 각각 유의수준 0.1, 0.05, 0.01에서 유의적임. ()안의 값은 t 통계량.

<표 4-4> 경영자 스톡옵션 가치가 배당정책에 미치는 영향 : Tobit 분석결과

독립변수	종속변수
	<i>RShare</i>
상수	-1.2589(-1.3377)
$\ln(SO)$	0.0351(2.8792) ^{***}
<i>FCF</i>	1.1519(1.8176) [*]
<i>MVBV</i>	0.0063(0.0508)
$\ln(TA)$	0.0568(1.2832)
<i>Leverage</i>	-0.2518(-1.9382) [*]
<i>EVolatility</i>	0.0022(0.5313)
<i>MS</i>	0.0417(0.0756)
관측치 수	137
Log Likelihood	-129.1561

주) 1) *RShare* : 자사주 매입비중, $\ln(SO)$: 경영자 스톡옵션 가치, *FCF* : 잉여현금 흐름, *MVBV* : 장부가치 대비 시장가치 비율, $\ln(TA)$: 기업규모(총자산의 자연대수 값), *Leverage* : 부채비율, *EVolatility* : 이익변동성, *MS* : 경영자 지분율.
2) *, **, *** 는 각각 유의수준 0.1, 0.05, 0.01에서 유의적임. ()안의 값은 t 통계량.

먼저 <표 4-3>와 <표 4-4>의 분석결과를 살펴보면 경영자 보유 스톡옵션 가치와 자사주 매입비중 사이에 양(+)의 관련성이 있는 것으로 분석되었다. 이는 경영자 스톡옵션 가치가 클수록 자사주 매입비중이 높다는 것으로 경영자 자신이 보유하고 있는 스톡옵션의 가치가 큰 기업일수록 현금배당 보다는 자사주 매입을 통한 배당정책을 보다 선호한다고 해석할 수 있다. 선행연구를 바탕으로 배당정책에 영향을 미칠 것이라 판단되어 고려한 통제변수 중 일부변수를 제외하고는 통계적인 유의성이 발견되지 않았고, 배당정책과의 관련성에도 일관된 방향을 보여주지 못했다.

아울러 <표 4-4>에 제시된 Tobit모형에서도 OLS 모형의 분석결과와 동일하게 나타났는데, 경영자가 보유한 스톡옵션 BS 가치가 클수록 현금배당 보다는 자사주 매입을 보다 선호하는 것으로 나타났다(1% 수준에서 유의적임). 다른 통제변수들도 앞의 OLS 분석결과와 비슷한 결과를 보여주었다.

한편 주시가격 1% 변화에 대한 경영자 보유 스톡옵션 가치변화 민감도(델타)가 기업의 배당정책(자사주매입비중)에 미치는 영향을 분석한 결과를 <표 4-5>과 <표 4-6>에 제시하였다.

<표 4-5> 경영자 스톡옵션 가치변화 민감도가 배당정책에 미치는 영향
: OLS 분석결과

독립변수	종속변수
	<i>RShare</i>
상수	-0.1100(-0.219)
$\ln(SOS)$	0.0180(3.674)***
<i>FCF</i>	0.3870(1.258)
<i>MVBV</i>	0.0220(0.314)
$\ln(TA)$	0.0190(0.802)
<i>Leverage</i>	-0.0210(-0.493)
<i>EVolatility</i>	0.0020(0.810)
<i>MS</i>	0.004(0.015)
F-값	0.001***
결정계수	0.134

주) 1) *RShare* : 자사주 매입비중, $\ln(SOS)$: 주식가격 변화에 따른 스톡옵션 가치변화의 민감도, *FCF* : 잉여현금흐름, *MVBV* : 장부가치 대비 시장가치 비율, $\ln(TA)$: 기업규모(총자산의 자연대수 값), *Leverage* : 부채비율, *EVolatility* : 이익변동성, *MS* : 경영자 지분율.
2) *, **, *** 는 각각 유의수준 0.1, 0.05, 0.01에서 유의적임. ()안의 값은 t 통계량.

<표 4-6> 경영자 스톡옵션 가치변화 민감도가 배당정책에 미치는 영향
: Tobit 분석결과

독립변수	종속변수
	<i>RShare</i>
상수	-2.1011**(-2.2695)
$\ln(SOS)$	0.1071***(4.1447)
<i>FCF</i>	1.1163*(1.8906)
<i>MVBV</i>	-0.0259(-0.2228)
$\ln(TA)$	0.0553(1.3520)
<i>Leverage</i>	-0.2343*(-1.9358)
<i>EVolatility</i>	0.0019(0.5133)
<i>MS</i>	0.1327(0.2568)
관측치 수	137
Log Likelihood	-116.9604

주) 1) *RShare* : 자사주 매입비중, $\ln(SOS)$: 주식가격 변화에 따른 스톡옵션 가치변화의 민감도, *FCF* : 잉여현금흐름, *MVBV* : 장부가치 대비 시장가치 비율, $\ln(TA)$: 기업규모(총자산의 자연대수 값), *Leverage* : 부채비율, *EVolatility* :

이익변동성, MS : 경영자 지분율.

2) *, **, *** 는 각각 유의수준 0.1, 0.05, 0.01에서 유의적임. ()안의 값은 t 통계량.

앞의 결과와 유사하게 델타의 크기가 클수록 현금배당 보다는 자사주 매입을 선호하는 것으로 나타났다(가설 2 지지). 이것은 주식가격 변화에 따른 스톡옵션 가치변화의 민감도가 클수록 주주에게 현금배당을 지급하여 주식가격을 하락시킬 이유가 없으므로, 자신이 보유하고 있는 스톡옵션 가치의 증가를 위해 주식가격이 높아질 가능성이 있는 자사주 매입을 보다 선호한다고 해석할 수 있다. 통제변수의 경우도 앞의 표들과 유사하게 대부분 통계적인 유의성이 발견되지 않았다.

아울러 토빗 분석 결과(표 4-6)에서도 OLS 분석결과와 유사하게 델타와 자사주매입비중 사이에 양(+의) 관련성이 있는 것으로 분석되었고 1% 이하 수준에서 유의성이 있는 것으로 나타났다.

이상의 분석결과는 주주-경영자 사이의 이해관계 일치를 통해 경영자가 보다 주주부(shareholders' wealth)의 극대화를 위해 노력하도록 유도하기 위해 지급된 스톡옵션 보상이 기업가치 극대화 보다는 오히려 경영자 자신의 부의 극대화하는 차원에서 의사결정을 할 수 있다는 가능성을 제시한 것으로, 스톡옵션 보상제도가 올바르게 정착되기 위해서는 경영자의 기회주의적 행동을 방지할 다양한 제도적 장치가 필요함을 보여주는 결과라 할 수 있다.

V. 결 론

본 연구는 국내 상장 제조기업을 대상으로 경영자에게 지급된 스톡옵션 보상이 기업의 배당정책에 미치는 영향을 분석하는데 있다. 구체적으로 본 연구에서는 기존의 선행연구와 달리 경영자에게 지급된 스톡옵션 보상의 가치를 블랙-숄츠 모형을 통해 측정하였고, 기업의 주식가격 1% 증감에 따른 스톡옵션 블랙-숄츠 가치 변화 민감도를 측정하여, 이들이 기업의 배당정책에 어떤 영향을 미치는지를 규명하고자 하였다.

2006년부터 2008년까지 137개 상장기업 자료를 바탕으로 이상에서 제시한 연구목적을 실증분석한 결과를 요약하면 다음과 같다.

첫째, 경영자 보유 스톡옵션 가치가 클수록 현금배당 보다는 자사주 매입 의사결정을 보다 많이 하는 것으로 나타났다. 구체적으로 경영자 보유 스톡옵션

가치와 자사주 매입비중 사이에 통계적으로 유의한 양(+)의 관련성이 확인되었다.

둘째, 주가가 1% 증감에 따른 경영자 스톡옵션 BS 가치변화 민감도(델타)를 측정하여, 그 크기가 기업의 배당정책에 어떠한 영향을 미치는지를 분석한 결과, 앞의 결과와 동일하게 자사주매입 비중과 통계적으로 유의한 양(+)의 관련성을 발견할 수 있었다.

이상의 연구결과는 경영자에게 부여된 스톡옵션 보상이 기업 전체의 대리 비용을 줄이고, 주주와 경영자 간의 이해관계를 일치시킬 수 있는 효율적 관리통제 도구로 활용될 수 있지만, 역으로 경영자가 보유하고 있는 스톡옵션 보상 크기를 극대화 시키기 위해 자신에게 유리한 배당정책을 추구할 수 있음을 시사한다고 볼 수 있다. 본 연구의 결과를 다소 확대하면, 결국 경영자로 하여금 주주와의 이해관계 일치를 유도하기 위해 도입된 스톡옵션 보상제도가 제도도입 및 운영과 관련된 본연의 역할을 충실히 수행하는데 문제가 없는지를 심도있게 검토할 필요가 있고, 스톡옵션을 도입하여 시행하고 있는 기업의 경우 경영자 자신의 부를 극대화하기 위한 기회주의적 의사결정을 제한할 수 있는 제도적 보완책 마련이 중요하다고 판단된다.

한편 본 연구는 이론적, 실무적 시사점에 비해 다음과 같은 연구의 한계점을 가지고 있다. 우선 본 연구에서는 연구기간이 3년으로 비교적 짧은 기간을 대상으로 경영자의 스톡옵션이 기업의 이익배당정책에 미치는 영향을 살펴보았다. 이는 2006년 회계기준 변화의 영향을 최소화시키기 위함이지만 대상기간이 짧아 표본의 수가 많지 않다는 점에 그 한계가 있다. 또한 경영자를 등기임원에 한정시켜 분석하였는데, 물론 이들이 기업의 주된 의사결정자임은 부인할 수 없지만 이들 외에도 기업의 임원들에게 많은 양의 스톡옵션 보상이 지급되었다는 점을 감안하면 임원 전체를 경영자로 하여 스톡옵션 가치 및 민감도를 측정하여 분석에 사용하는 것이 보다 타당할 것으로 판단된다. 마지막으로 경영자가 배당정책을 선택함에 있어 자사주 매입이 경영자 자신에게 유리하고 기업 전체로 볼 때 비효율적 의사결정이라 단정하고 연구결과를 기술하였는데, 경영자가 스톡옵션을 보유하고 있는지의 여부와는 관련없이 현금배당 보다는 자사주 매입이 오히려 기업가치 극대화 측면에서 보다 효율적인 의사결정일 수 있다는 가능성을 무시하였다. 만약 표본기간이 확보되고, 현금배당과 자사주 매입 선택에 영향을 미칠 수 있는 다양한 통제변수들이 규명되어 모형의 보완이 수행된다면 보다 의미있는 결과를 도출할 수 있을 것으로 기대된다.

참고문헌

1. 김두억 · 신성욱 · 지성권(2005), “경영자 스톡옵션 위험유인강도의 결정요인과 위험유인효과,” 회계학연구, 제30권, 제3호, pp.71-112.
2. 김창수(2000), “스톡옵션제도 도입 기업의 특성,” 재무연구, 제13권, 제2호, pp.135-179.
3. 배길수(2002), “스톡옵션의 도입에 대한 주가반응 및 스톡옵션을 도입한 기업의 특성: 대리인 비용을 중심으로,” 회계학연구, 제27권, 제2호, pp.1-25.
4. 설원식 · 김수정(2003), “스톡옵션 부여 기업의 장기성과에 관한 연구,” 증권학회지, 제32권, 제1호, pp.173-217.
5. 원재환(2001), “스톡옵션제도의 공시효과와 위험에 관한 연구,” 증권학회지, 제28권, pp.579-623.
6. 원재환(2004), “스톡옵션제도의 도입이 배당정책에 미치는 영향,” 경영학연구, 제33권, 제4호, pp.1073-1096.
7. 전상경 · 김태수(2005), “경영자의 스톡옵션 소유가 자사주매입과 배당금지불의 선택에 미치는 영향,” 증권학회지, 제34권, 제1호, pp.35-61.
8. 정재엽 · 박제련(2004), “스톡옵션과 코스닥 기업가치의 관계에 관한 실증적 연구,” 벤처경영연구, 제7권, 제1호, pp.211-235.
9. 정진필 · 김일태 · 유동국(2000), “기업이론 : 조직의 경제학적 접근방식,” 전남대학교 출판부.
10. Aboody, D. and R. Kasznik(2000), “CEO stock option awards and the timing of corporate voluntary disclosures” *Journal of Accounting and Economics*, 29, pp.211-241.
11. Anderson, M., R. Banker., and S. Ravindran(2000), “Executive compensation in the information technology industry,” *Management Science*, 46, pp.530-547.
12. Bartov, E., I. Krinsky, and J. Lee(1998), “Evidence on how companies choose between dividend and open-market stock repurchases,” *Journal of Applied Corporate Finance*, 2, pp.89-96.
13. Brenner, M., R. K. Sundaram, and D. Yermack(2000), “Altering the terms of executive stock options” *Journal of Financial Economics*, 57, pp.103-128.
14. Cuny, Martin, and Puthenpurackal(2007), “Stock options and total payout”,

Journal of Financial quantitative analysis, forthcoming.

15. Core, J. E. and W. Guay(1999), "The Use of Equity Grants to Manage Optimal Equity Incentive Levels," *Journal of Accounting and Economics*, 28, pp.151-184.
16. 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*, 55, pp.617-627.
17. Easterbrook, F.(1984), "Two agency-Cost Explanations of Dividends," *American Economics Review*, Vol 74, No 4, pp.650-659.
18. Fenn, G. and N. Liang(2001), "Corporate payout policy and managerial stock incentives," *Journal of Financial Economics*, 60, pp.45-72.
19. Hanlon, M., S. Rajgopal., and T. Shevlin(2003), "Are executive stock option associated with future earnings?. *Journal of Accounting and Economics*, 36, pp.3-43.
20. Ittner, C. D., R. A. Lambert, and D. F. Larcker(2003), "The structure and performance consequences of equity grants to employees of new economy firms," *Journal of Accounting and Economics*, 34, pp.89-127.
21. Jensen, Michael C(1986), "Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers," *American Economic Review*, 76, pp.323-329.
22. Jagannathan, M., C. P. Stepphens, and M. S. Weisbach(2000), "Financial flexibility and the choice between dividends and stock repurchase," *Journal of Financial Economics*, 57, pp.355-384.
23. Guy, W. and J. Hartford(2000), "The Cash Flow Permanence and Information Content of Dividend Increases vs. Repurchases," *Journal of Financial Economics*, 57, pp.385-416.
24. Merton, R.(1973), "Theory of rational option pricing.", *Bell Journal of Economics and Management Science*, 4, pp.141-183.
25. Murphy(1999), "Executive Compensation", In Handbook of Economics, Vol.3, A.Orley and C. David, eds. North Holland, Amsterdam, The Netherlands.
26. Opler, T. and S. Titman(1993), "The determinants of corporate borrowing," *Journal of Finance*, 48, pp.1985-1999.
27. Rajgopal, S. and Shevlin, T., 2002, "Empirical evidence on the Relation between stock option compensation and risk taking", *Journal of Accounting*

- and Economics, 33, pp.145-171
28. Sesil, J., M. Kroumova., J. Blasi, and D. Kruse(2002), "Broad-based employee stock options in U.S new economy firms," *British Journal of Industrial Relations*, 40, pp.273-294.
 29. Smith, C. W. and R. L. Watts(1992), "The investment opportunity set and corporate financing, dividend, and compensation policies," *Journal of Financial Economics*, 32, pp.263-292.
 30. Weisbenner(2000), "Corporate share repurchases in the 1990s: what role do stock options play?," Federal Reserve Board Finance and Economics working paper.
 31. Yermack, D.(1997), "Good Timing: CEO Stock Option Awards and Company News Announcement," *Journal of Finance*, 52, pp.449-476.

Abstract

The effects of managers' stock-option value on corporate payout
polish

Shin, Sung-Wook*

The paper explores how corporate payout polish depends on managers' stock-option value. Specifically, this paper examine the relationship between managers' stock-option value and the ratio of stock repurchase, and analyze the relationship between price-incentive intensity of managers' stock-option and the ratio of stock repurchase.

The hypotheses mentioned above are empirically tested using 137 firms listed on the Korean Exchange(KRX). OLS and Tobit regression method are used to above hypotheses.

The results of this paper are as follows: First, as managers' stock option value increases, future the ratio of stock repurchase increase. Second, as the price-incentives intensity of managers' stock option increases, the patio of stock repurchase also increase.

Overall, The above results imply that managers with stock option prefer stock repurchase over cash dividends to increase private benefits.

Key Words : Cash dividends, Stock-option value, Stock repurchase

* Assistant Professor of Division of Business Administration, Catholic University of Pusan