

스톡옵션을 활용한 경영자
보상설계의 신조류

1999. 3

김 형 태

한국증권연구원

목 차

I. 경영자 보상설계와 스톡옵션	1
1. 경영자 보상설계의 의의와 목적	1
2. 전통적 스톡옵션의 한계와 스톡옵션의 혁신	3
3. 스톡옵션 활용의 전제조건	6
4. 스톡옵션 설계의 기본요소	13
5. 스톡옵션 관련제도	16
6. 주식을 활용한 인센티브 메카니즘	31
II. 스톡옵션 설계의 신조류	38
1. 경로종속옵션과 초과성과옵션을 활용한 설계	38
2. 재충전옵션(Reload Option)을 활용한 스톡옵션의 설계	43
3. 할증옵션(Premium Option)을 활용한 스톡옵션의 설계	46
4. 경영자 주식스왑(Executive Equity Swap)	48
5. 재무구조, 지배구조, 자산구조와 스톡옵션의 연관성	51

Ⅲ. 스톡옵션 신조류의 시사점과 활성화 방안	59
1. 스톡옵션 도입의 필요성 판단기준	59
2. 스톡옵션 평가의 전문성 제고	61
3. 스톡옵션 설계의 전문성과 통합성 제고	61
4. 스톡옵션관련 인프라의 구축	63
5. 스톡옵션관련 규제와 규정의 재정비	65
참 고 문 헌	67

표목차

<표 I-1> Forbes 상위 20 CEO의 보상	22
<표 I-2> CEO, CFO, COO의 보상체계 비교	24
<표 I-3> 스톡옵션 사례(소수임직원에게 부여한 경우)	29

그림목차

<그림 I-1> 스톡옵션 설계의 결정요인	12
<그림 I-2> 스톡옵션과 관련된 주요시점과 기간(미국)	15
<그림 I-3> 미국 스톡옵션제도의 체계	21
<그림 I-4> 스톡옵션과 관련된 주요시점과 기간(한국)	28
<그림 II-1> 경영자 주식스왑의 메카니즘	48

I. 경영자 보상설계와 스톡옵션

1. 경영자 보상설계의 의의와 목적

○ 경영자 보상체계 설계의 목적

— 주주와 경영자간에는 이해상충(conflict of interest)이 존재하기 때문에, 경영자가 주주들을 위한 의사결정을 하기 위해서는, 그 같은 의사결정이 경영자에게도 유인일치적(incentive compatible)이어야 함

- 주주를 위한 의사결정이란 주가의 극대화를 추구하는 의사결정을 의미함

— 이를 위해서는 경영자의 보상체계가 어떠한 형태로든 자신이 경영하는 기업의 성과와 연계되어 있어야 함

— 경영자 보상체계의 효율성은, 경영자 행동과 성과지표간의 직접적 관련성 정도에 따라 결정됨

- 기업의 성과를 나타내는 대표적인 지표로는 주가, EVA, ROE, ROA 등이 있음
- 스톡옵션은, 성과지표중 주가를 이용한 보상설계 방법임

○ 경영자보상의 기업성과에 대한 민감도(Pay-Performance Sensitivity:PPS)

— 경영자보상의 기업성과에 대한 민감도란, 경영자의 보상이 기업성과에 어느 정도 밀접하게 연계되어 있느냐를 나타냄

- 이 민감도는 무조건 클수록 바람직한 것은 아님. 최적의 민감도는 기업의 특성과 외부환경에 의해 내생적으로 결정됨

- 이사회는 효율성, 주주권한행사의 효율성, 적대적 M&A에 의한 위협 등과 같은 경영자 감시기능(monitoring)이 활발한 기업일수록 경영자보상의 최적민감도는 낮아도 됨
- 최적의 민감도가 결정되면 이사회는 다양한 수단을 활용하여 최적의 민감도를 달성할 수 있는 경영자 보상체계를 설계함. 스톡옵션은 그 자체가 목적이 아니라 최적의 경영자 보상체계 설계에 활용되는 하나의 수단임
 - 미국의 경우 경영자보상은 대개 보상위원회(compensation committee)가 별도로 구성되어 결정되는 것이 일반적인데, 보상의 설계에 전문적인 지식이 요구되기 때문에 전문컨설턴트를 통해 설계하는 것이 일반적임

○ 경영자보상 설계상의 상충관계(trade-off)

- 경영자 보상계약을 설계함에 있어서는, 경영자에 대한 인센티브 제공이란 목표와 위험회피적인 경영자의 위험노출을 제한해 주어야 한다는 목표간에 필연적인 상충관계 존재
- 주주입장에서는 경영자로 하여금 주식을 많이 보유하게 하는 것이 주주의 부와 경영자 부의 상관관계를 증대시켜 경영자의 일탈행위를 극소화할 수 있으나, 경영자 입장에서는 지나치게 많은 동일기업 주식의 보유가 자산의 위험노출 정도를 증대시킴
- 따라서 위험회피적인 경영자는 지나친 주식보유를 꺼리고, 보유하게 된 경우라도 경영자주식스왑(Executive Equity Swap) 등의 방법을 통해 과도한 주식보유로 인해 예상되는 위험을 헷지하려 함

○ 스톡옵션의 의의

- 스톡옵션이란 성과에 연계된 경영자 보상설계에 활용되는 대표적 수단으로, 일정조건이 만족되면, 일정가격으로 기업주식의 일정부분을 경영자가 취득할 수 있는 옵션을 의미함

○ 스톡옵션의 중요성

- 경영자가 주주를 위한 의사결정을 할 수 있게 해 주는 제도적 장치
- 외국인 주주의 증대와 국제적 정합성
- 기업지배구조와 스톡옵션
- 기업재무구조와 스톡옵션

2. 전통적 스톡옵션의 한계와 스톡옵션의 혁신

가. 전통적 스톡옵션의 문제점

○ 경영자능력과 무관한 주가변화분의 비분리

- 주가의 변화분중, 경영자의 능력을 반영하는 부분과 경영자의 입장에서 통제불가능한 부분을 구분하지 못함
 - 경제여건이 좋아지면 경영자의 능력에 관계없이, 스톡옵션을 단순히 보유하고 있다가 판매하면 이익발생

○ 기업지배구조와 재무구조의 영향 무시

- 기업지배구조(corporate governance)나 재무구조(financial structure)와

- 의 연관성이 고려되지 못하고 스톡옵션만 개별적으로 설계됨
- 스톡옵션 이외의 다양한 보상메카니즘들과의 통합적인 운용 부족

○ 경영자의 스톡옵션 행사를 위한 자금조달 문제 비고려

- 다수의 스톡옵션을 매입하고 행사하기 위해서는 자금이 필요한데 이를 위한 유동성 확보문제를 고려 않음

○ 경영자 보유주식의 효율적 처리메카니즘 부재

- 스톡옵션 행사를 통해 보유하게 된 주식의 판매메카니즘이 단순함
 - 스톡옵션 보유로 인해 경영자 부(wealth)의 대부분이 하나의 주식에 투자되었을 경우, 위험회피적 경영자는 어떠한 형태로든 이 같은 위험노출을 감소시키려 함.
 - 주주와 경영자간의 이해상충문제를 해결하기 위해 스톡옵션을 활용하는 것이 필수적으로 요구된다면, 경영자로 하여금 스톡옵션 계약을 체결할 유인(incenive)을 증대시키기 경영자 보유주식의 효율적 처리메카니즘이 필요함

나. 스톡옵션 설계의 혁신

○ 스톡옵션 혁신의 배경

- 1990년대에 들어와서 주주행동주의(shareholder activism)의 일환으로 전통적인 스톡옵션제도에 대한 비판이 제기됨
- 주주와 경영자의 이해관계를 보다 효율적으로 일치시킬 수 있는 정교한 스톡옵션이 설계되어 활용됨

○ 스톡옵션 설계의 신조류

- 경영자능력과 무관한 주가변화분의 분리
 - 초과성과 스톡옵션(outperformance option), 상관 스톡옵션(correlation option)
- 주가의 조작가능성 배제
 - 경로종속 스톡옵션(path-dependent option)
- 제공가격과 효력발생조건의 다양화
 - 행사지연 스톡옵션(deferred start option)
 - 할증 스톡옵션(premium option)
 - 할인 스톡옵션(discount option)
- 유능한 경영자의 이탈방지
 - 복합옵션(reload option)
- 스톡옵션 행사를 위한 경영자 자금조달의 원활화
 - 주가상승향유권(stock appreciation right)
- 경영자 보유주식의 효율적 처리메카니즘
 - 경영자 주식스왑(executive equity swap)
- 스톡옵션외의 주식관련 인센티브 제도와의 통합적 운영
 - 주식재구입(stock purchase), 제한부주식(restricted stock), 주가상승향유권 (stock appreciation right), 유령주식(phantom stock),
- 기업지배구조와 재무구조의 영향고려
 - 스톡옵션의 설계과정에서 기업의 특성이 반영됨. 특히 스톡옵션만 독립적으로 설계되는 것이 아니라 기업의 지배구조나 재무구조와의 관련성이 고려된 총체적인 인센티브 메카니즘이 설계됨

3. 스톡옵션 활용의 전제조건

가. 스톡옵션의 평가모형(Valuation Model)과 평가능력

○ 스톡옵션 평가의 중요성

- 스톡옵션계약의 활성화를 위해서는, 스톡옵션을 통해 경영자에게 제공된 가치는 얼마이며 기업에 남아있는 가치는 얼마인가를 계약 당사자인 기업과 경영자가 파악할 수 있어야 함
- 재무제표의 작성과 과세대상 수익의 결정을 위해 필요
- 경영자의 인센티브와 위험노출정도가 평가함수(valuation function)의 구조나 헷지비율 등에 의해 결정되므로, 이의 조정을 통해 경영자에 적합한 인센티브의 설계 가능

○ 스톡옵션의 평가능력

- 기업 스스로 스톡옵션을 설계하거나 평가할 능력이 없는 경우에는 전문기관에 의뢰하는 것이 바람직
 - 미국의 경우는 투자은행 등의 전문 설계 · 평가기관을 활용

나. 보상위원회(Compensation Committee)의 효율적 운영

- 이사회에 소속된 보상위원회가 스톡옵션을 비롯한 경영자보상관련 정책을 통합적으로 수립하고 그 이행여부를 점검해야 함
 - 경영자보상의 성과에 대한 민감도(PPS)는 가장 중요한 정책변수로서

이사회에서 결정해야 할 사항임

다. 경영자보상의 성과에 대한 민감도(PPS) 결정

- 스톡옵션은 그 자체가 목적이 아니고 주주와 경영자간의 이해상충을 해소하여 경영자로 하여금 주주를 위한 의사결정을 하게끔 유도하는 수단 의 하나임

- 경영자보상체계를 설계함에 있어서는 기업의 재무구조, 자산구조, 지배구조 등 기업의 특성을 고려하여 기업의 목적에 적합한 ‘경영자보상의 성과에 대한 민감도(PPS)를 결정해야 함
 - 결정된 PPS를 달성하기 위해 성과에 연계된 보상방법을 활용하게 되는데, 성과지표로 주가를 활용하는 방법을 주식에 기초한 보상방법 (equity-based incentive scheme)이라 함
 - 스톡옵션은 주식공여, 주식재구입, 주가상승향유권, 가상주식, 제한부 주식 등과 더불어 주식에 기초한 보상방법의 하나임

라. 스톡옵션 결정요인의 파악

- 기업재무구조와 스톡옵션
 - 스톡옵션과 주주·채권자간의 이해상충
 - 스톡옵션등 주식을 활용한 보상체계의 적용은 주주와 경영자간의 이해상충을 감소시켜 주주와 경영자간의 대리인비용을 감소시키는 효과가 있으나 주주와 채권자간의 이해상충을 심화시킬 가능성

— 재무구조의 조정과 최적 PPS의 결정

- 한가지 방법은, 현재의 재무구조를 전제로 최적의 PPS 도출
- 다른 방법은, 부채비율을 낮추는 등의 재무구조조정을 통해 최적 PPS를 증대시키는 것임

○ 기업자산구조와 스톡옵션

— 자산의 특성이 주주와 경영자간의 대리인 문제에 영향을 미치므로 스톡옵션 설계시 자산특성의 분석이 전제되어야 함

- 성장기업일수록 정보비대칭의 정도가 심하므로 스톡옵션의 비율을 높이고 스톡옵션설계시 상대덕으로 긴 행사기간과 보유기간 설정
- 현금흐름의 변동성이 클수록 위험투자선택유인이 커지므로 스톡옵션의 비율을 증대시키는 것이 바람직 함

— 자산의 특성이 스톡옵션에 영향을 미칠 뿐 아니라 스톡옵션의 설계가 경영자의 투자안 선택에 영향을 미칠 수 있음

- 경영자로 하여금 기업의 목적에 적합한 투자안을 선택토록 스톡옵션의 설계 가능

○ 기업지배구조와 스톡옵션

— 경영자 감시메카니즘이 효율적이지 못할 경우에는, 스톡옵션을 비롯한 주식을 활용한 보상체계의 비중이 증대하여 최적 PPS가 증대되는 것이 바람직 함

— 이사회的高效적 운영, 기관투자자의 감시기능 활발, M&A시장의 활성화 등과 같은 조건이 갖추어져 있으면 스톡옵션을 비롯한 주식연계 보상의 비율이 상대적으로 낮아도 됨

마. 스톡옵션과 주식의 유동성

○ 주식 유동성의 중요성

- 스톡옵션 사용의 가장 중요한 전제는, 주가가 경영자의 성과를 나타내는 정확한 지표이어야 한다는 것임
- 주가가 기업성과에 대한 정확한 지표이기 위해서는 주가가 기업관련 정보를 효율적으로 흡수·반영할 수 있어야 함
- 이를 위해서는 주식의 유동성이 필요

○ 주식 유동성의 결정요인

- 기업의 규모
 - 대규모기업이 발행한 주식일수록 유동성이 큼
- 공개된 정보의 양
 - 공개된 정보의 양이 많고 질이 높을수록 유동성이 큼
- 기업소유구조
 - 주식소유가 소수에 집중되어 있는 집중된 소유구조의 경우에는 주식의 거래가 활발치 않고 유동성이 떨어짐
 - 주식의 소유가 다수에게 분산되어 있는 분산된 소유구조의 경우에는 거래가 활발하고 유동성이 높음
- 거래비용
 - 세금, 주식매매수수료 등의 거래비용이 작을수록 유동성이 큼
- 주식거래 관련 규제
 - 공매 등 주식거래 관련규제가 적을수록 유동성이 큼

— 시장체결시스템(경매시장 vs 딜러시장)

- 딜러가 호가제시를 통해 매매체결을 보장하는 딜러시장의 유동성이 큼. 또한 딜러의 호가가 정보전달의 기능을 수행하므로 정보비대칭으로 인한 유동성거래자의 손실이 작음

마. 스톡옵션과 기업분할¹⁾

○ 기업가치 평가의 용이성

- 여러사업을 수행하는 모기업에 비해 특정한 사업에 특화된 분할회사의 경우에는 정보의 양과 질이 증대되기 때문에 투자자의 입장에서 기업가치평가가 용이함
- 투자분석가들이 기업가치를 분석하기 용이하기 때문에 주식시장에서 보다 많은 주목을 받을 수 있음. 시장을 통한 감시기능 강화

○ 스톡옵션의 인센티브 효과 증대

- 분할회사의 경우에는 특정한 분야에 특화된 기업이기 때문에 성과와 주가와의 관계가 보다 명확해지고 경영자의 능력이 보다 정확히 주가에 반영됨
- 예를 들어, 메모리칩 분야와 비메모리칩 분야의 사업을 동시에 수행하는 기업의 경우, 이 기업의 주가는 양분야의 평균적인 성과를 반영.
 - 고로 메모리칩 분야가 침체되어 비메모리칩 분야의 성과가 월등

1) 주식시장과 기업분할제도 그리고 그 활용전략에 대한 구체적인 연구로는 다음을 참조바람.
김형태·박용서, “주식시장을 활용한 기업분할제도,” 조사보고서 99-02, 한국증권연구원, 1999.2

한 경우 스톡옵션의 부여는 인센티브효과 상실. 왜냐하면 메모리 칩 경영자는 성과를 과대평가받고 비메모리칩 경영자는 성과를 과소평가 받기 때문

- 기업분할이 이루어질 경우 이 같은 문제가 발생하지 않아 스톡옵션의 인센티브 효과 증대
- 어떠한 형태의 기업분할이든 기업분할이 이루어질 경우에는 분할기업의 경영자에게 스톡옵션이 주어지는 것이 일반적임

○ 독립형기업분할과 스톡옵션

- 분사화라고 표현되는 종속형 기업분할의 경우에는, 특정사업부문이 분리된 후에도 계속 사내에 존재하거나(사내분할), 계열기업화 하더라도 모기업이 100% 지분을 보유(사외분할)하기 때문에 위에서 언급한 기업분할을 통한 스톡옵션의 효율성 증대 효과를 얻기 힘들
- 사업부주식(target stock), 자회사상장(equity carve-out), 배당형분할(spin-off), 주식상환형분할(split-off), 모회사청산형분할(split-up)과 같은 독립형 기업분할의 경우에 스톡옵션의 효율성 증대
- 미국의 예를 들면, 자회사상장의 95% 이상의 경우에 스톡옵션을 비롯한 주식활용 인센티브제도를 사용함

<그림 1-1> 스톡옵션 설계의 결정요인



4. 스톡옵션 설계의 기본요소

○ 스톡옵션의 효력발생(Vesting) 조건

- 스톡옵션을 설계함에 있어서 가장 중요한 요소 중의 하나는 언제 또는 어떤 조건이 만족되어야 경영자가 스톡옵션을 행사할 수 있는가를 결정하는 것임
- 스톡옵션의 효력발생은 ‘신속한 효력발생’(cliff vest)과 ‘점진적 효력발생’(gradual vest)으로 구분됨
 - 신속한 효력발생이란 한번에 모든 스톡옵션의 효력이 발생하는 것이고 점진적 효력발생은 일정기간에 일정부분씩(예: 1년에 20%씩) 효력이 발생함

○ 행사기간(Exercise Period)

- 스톡옵션의 행사기간이란 스톡옵션 만기까지의 기간을 의미함. 즉 스톡옵션의 효력발생 이후 최대 몇 년까지 스톡옵션을 행사할 권리가 부여되는가를 결정하는 것임
 - 미국의 경우는 대개의 경우 10년임
- 행사기간이 길수록 경영자는 장기의 주가에 관심을 갖고 행사기간이 짧을수록 단기의 주가상승을 추구
- 경영자가 회사를 떠나게 되는 경우, 떠나기 이전에 모든 스톡옵션을 행사하도록 규정하는 것이 일반적임

○ 보유기간(Holding Period)

- 보유기간이란 스톡옵션의 행사를 금지하는 일정한 기간을 의미

- 보유기간은, 기업의 성장속도가 빠른 벤처기업 등의 스톡옵션 설계에 많이 이용됨
 - 벤처기업 등의 경우에는 설립초기에 많은 자금이 필요하기 때문에, 봉급 등과 같은 현금의 지출없이 유능한 경영자를 유치하기 위해 스톡옵션을 이용하고 일정기간 동안 행사를 금지

○ 제공가격(Grant Price of Option)

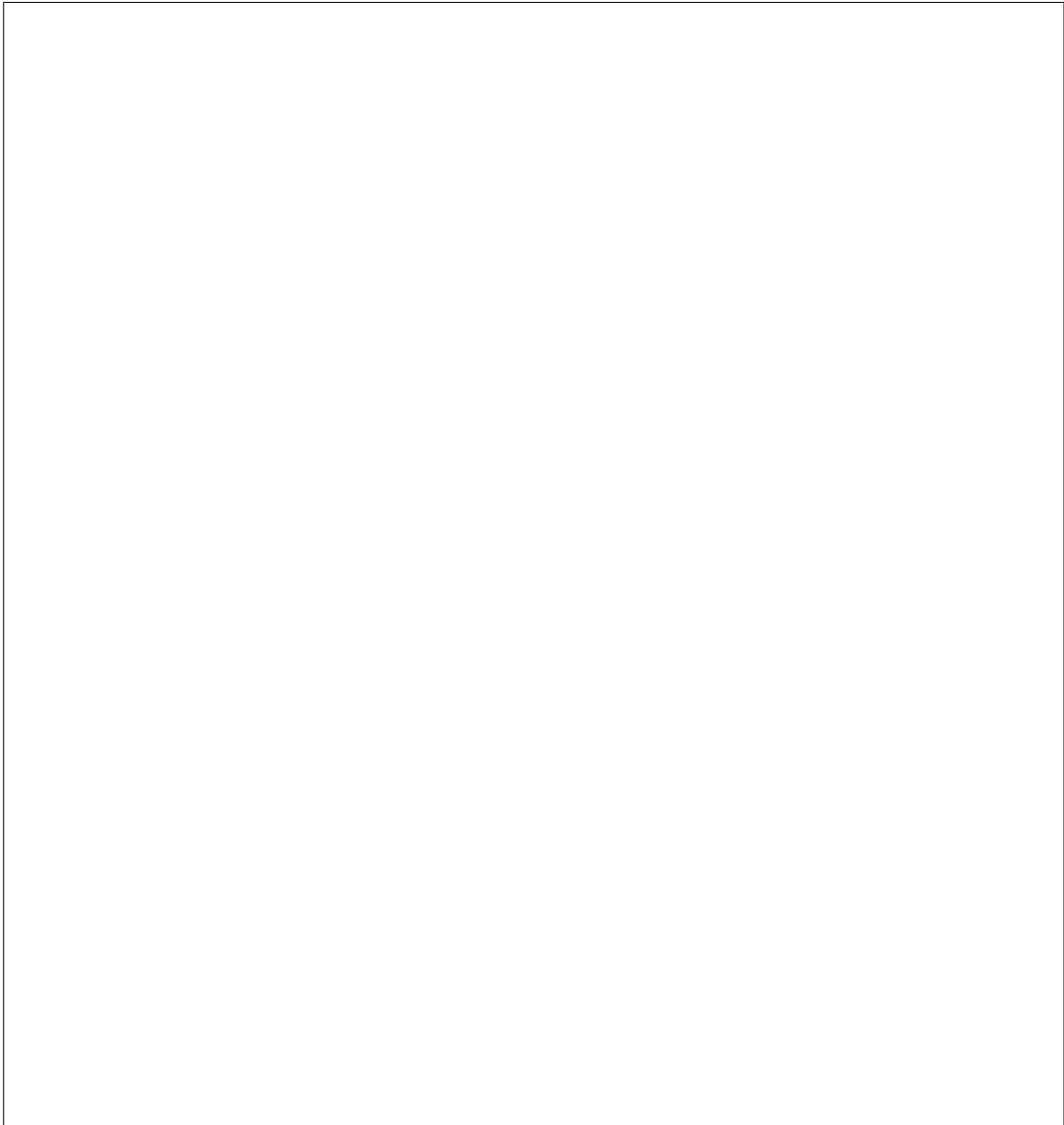
- 스톡옵션의 제공가격이란 경영자에게 제공된 스톡옵션의 매입가격을 의미함
- 공정한 시장가격(fair market value)을 제공가격으로 하는 것이 일반적이지만, 설계목적에 따라 공정한 시장가격 보다 낮은 가격으로 구입할 수 있는 스톡옵션(discount option)이나 높은 가격으로 구입해야 하는 스톡옵션(premium option)의 설계도 가능
 - 미국의 예를 들면, 인센티브 스톡옵션의 경우에는 제공가격이 공정한 시장가격 보다 낮을 수 없고 특히 경영자가 의결권 있는 주식의 10% 이상을 보유하고 있을 경우에는 제공가격이 공정한 시장가격의 110% 보다 작을 수 없음
- 공정한 시장가격 보다 높은 제공가격을 설정하는 것은, 주가가 그 만큼 높아져야 옵션의 가치가 발생한다는 점에서 할증옵션을 활용하는 것과 마찬가지로 효과

○ 옵션행사시의 주식취득 방법

- 경영자가 스톡옵션을 행사했을 경우에 기업이 경영자에게 주식을 제공하는 방법은 크게 두가지 존재

- 새로운 주식의 발행
- 공개시장에서 매입하여 경영자에게 판매

<그림 1-2> 스톡옵션과 관련된 주요시점과 기간(미국)



5. 스톡옵션 관련제도

가. 미국의 제도와 현황

1) Nonqualified Stock Options(NSO)

○ 의의

- NSO란, 미국 소득세법(Internal Revenue Code)에 의한 세제혜택을 받지 못하는 모든 스톡옵션을 의미
- 스톡옵션설계시 아무런 제약조건이 없음

○ 특성

- 옵션의 제공가격은 보통 시장가격으로 결정되는 것이 일반적이지만 할인스톡옵션이나 할증스톡옵션이 활용되기도 함
- 효력발생은 신속한 효력발생과 점진적 효력발생이 모두 이용됨
- 행사기간은 보통 10년 이지만 5-7년으로 단축되는 경우도 있음
- 스톡옵션의 구입방법
 - 현금구입
 - stock swap exercise
 - 'sell to cover' transaction
- 스톡옵션 보유자는 행사가격(exercise price)과 제공가격(grant price) 간의 차액에 대해 개인소득세를 지불해야 하고, 옵션행사 후 주식을 보유하여 시세차익이 발생한 경우에는 자본이득세도 지불해야 함

2) Incentive Stock Options(ISO)

○ 의의

- 미국세법에 의해 세제혜택을 받을 수 있도록 규정된 스톡옵션

○ ISO 적용을 위한 필요조건

- 스톡옵션 소유자는 행사일로 부터 1년 이상, 옵션제공일로 부터 2년 이상 주식을 보유해야함
 - 우리나라의 경우에는 옵션제공일(주총결의일)로부터 3년간의 보유 기간만을 규정. 고로 옵션행사일 직후에 주식매각이 가능
- 각 연도에 행사가능한 최대 스톡옵션액은 \$100,000
- 스톡옵션의 행사가격은 최소한 옵션제공일의 시가와 동일해야 함
- 종업원만이 ISO를 적용받을 수 있음
- 발행가능한 최대주식 수와 적용대상임직원의 범위 등에 대해 주주로 부터 승인을 받아야 함
- 스톡옵션의 행사기간은 제공일로 부터 10년
- 한사람이 제공일 당시 의결권 있는 발행주식총수의 10% 이상을 보유 할 수 없음 단, 행사가격이 제공일 현재 시장가격의 110% 이상이고 제공일로 부터 5년간 옵션행사가 불가능하다는 전제하에 10% 이상 보유 가능

○ 특성

- 최고경영자만이 적용대상임
- 옵션에 대한 과세의 시점을, 옵션행사일로 부터 옵션의 기초가 되는

주식의 매각일로 연기

- 옵션행사일의 가격차이에 대해 일반소득세율이 아닌 자본이득세율을 적용
- ISO하에서는 기업이 세금공제를 받지 못하기 때문에, ISO의 잇점은 스톡옵션보유자의 개인소득세가 자본이득세 보다 훨씬 높다는 사실에 기인함
 - 자본이득세율: 28% (단 18개월 이상 증권보유시는 20%)
 - 개인소득세: 39%(top rate)
- 따라서 20%의 자본이득세를 적용받기 위해서는 ISO에서 요구하는 1년 보다 6개월이 긴 1년 6개월을 보유해야 함
- 스톡옵션 보유자가 ISO에 의해 요구되는 기간 이전에 옵션을 행사하고 주식을 매각할 경우에는 차액에 대해 일반 소득세가 적용됨

3) Stock Purchase Plans(SPP)

○ 의의

- 미국의 세법 ‘section 423’의 조건을 만족할 경우, section 421(a)에 규정된 세금혜택을 받을 수 있는 스톡옵션
- ‘section 423 plan’이라고 불리기도 함

○ 특성

- ISO가 주로 CEO를 그 적용대상으로 하는데 반해 SPP는 일반적인 임직원을 그 적용대상으로 함
- 종업원은 자사주식을 최대 15% 할인된 가격으로 구입가능

— 스톡옵션이라기 보다 주식매입(stock purchase)에 가까움

○ 적용조건

— SPP를 보조해 주는 기업과 그 기업의 모회사 또는 자회사의 임직원에게만 적용됨

— 세금혜택을 받기 위해서는, 피고용인은 고용인 보유주식의 5%내에서만 주식 보유가능

— SPP계획이 채택되는 시점을 기준으로 그 이전 1년 이내나 그 이후 1년내에 주주총회의 승인을 얻어야 함

— SPP의 대상이 되는 주식은 고용인이 보유하고있는 주식이어야 함

— 모든 피고용인이 적용대상이 되어함. 단 다음의 경우는 제외 가능

- 고용기간이 2년 미만, 주당근무시간 20시간미만, 연간고용기간 5개월 미만, 세법 section414(q)에 규정된 보상수준이 높은 피고용인

— 옵션제공가격을 비롯한 모든 조건이 모든 피고용인에게 동일해야 함. 단 다음의 예외가 인정됨

- SPP에 의해 행사가능한 옵션의 상한 규정 가능
- 총보상이나 기본봉급과의 몇 %로 옵션부여의 상한 규정 가능

— 피고용인은 고용인으로 부터 매년 \$25,000 이상의 주식 구입불가능

— 행사가격은 제공시점을 기준으로 최소한 시장가격의 85% 이상

— 행사가격이 시가의 85% 이상이라는 규정이 포함되어 있는 경우의 행사기간은 최대 5년이고 그 이외의 경우는 27개월임

— SPP에 의한 옵션은 이전불가능(non-transferable)이어서 본인에 의해서만 행사 가능

- 단, 유언이나 상속법에 의한 이전 가능

○ 장점

— SPP의 장점은 ISO의 장점과 유사

- 옵션의 제공이나 행사 때 세금부과 없음
- 스톡옵션 보유자는 기초 주식을 매각할 때 까지 비과세
- 주식매각시에도 자본이득세로 과세
- 고용인은 현금이나 유동자산의 투입없이 인센티브 제공 가능

— 스톡옵션의 행사가격은 시가의 15% 까지 할인 가능

- ISO에서는 행사가격이 시가와 동일해야 함

<그림 1-3> 미국 스톡옵션제도의 체계



4) 현황

<표 1-1> Forbes 상위 20 CEO의 보상

순 위	회사명/CEO 성명	봉급	봉급 비율	연간 총보상	5년간 총보상
1	Travelers Group /Sanford I Weill	5,329	10.75%	49,555	199,673
2	Compaq Computer /Eckhard Pfeiffer	3,625	20.87%	17,368	42,459
3	General Electric /John F Welch Jr	5,250	37.50%	13,997	45,401
4	Coca-Cola /Roberto C Goizueta	4,880	37.29%	13,086	59,585
5	PepsiCo /Roger A Enrico	1,556	12.01%	12,946	NA
6	Citicorp /John S Reed	4,300	35.60%	12,076	25,184
7	Morgan Stanley /Richard B Fisher	4,664	42.01%	11,101	34,973
8	American Intl Group /Maurice R Greenberg	4,150	37.75%	10,991	38,613
9	Motorola /Gary L Tooker	2,020	18.55%	10,888	19,286
10	Alcoa /Paul H O'Neill	2,000	18.55%	10,778	18,987
11	Texas Instruments /Jerry R Junkins	2,542	23.68%	10,731	19,734
12	Lockheed Martin /Norman R Augustine	2,284	21.61%	10,565	24,050
13	AlliedSignal /Lawrence A Bossidy	4,350	44.65%	9,741	35,237
14	American Express /Harvey Golub	2,737	29.48%	9,284	22,640
15	Pfizer /William C Steere Jr	3,090	34.62%	8,924	18,480
16	Walt Disney /Michael D Eisner	8,775	99.92%	8,782	232,746
17	Intel /Andrew S Grove	2,757	32.63%	8,448	20,607
18	Ford Motor /Alex J Trotman	4,500	58.97%	7,630	20,731
19	NationsBank /Hugh L McColl Jr	3,500	51.04%	6,857	24,747
20	Merrill Lynch /Daniel P Tully	5,144	77.30%	6,654	39,483

○ CEO에 부여된 스톡옵션 현황('97년 말 기준)

- Travelers Group의 Sanford I. Weil은, 총성과급 \$230.5 million중 \$220.2million을 스톡옵션 행사로부터 획득
- Morgan stanley Dean Witter & Co의 Philip J. Purcell은, 총성과급 \$50million중 \$36.1million을 스톡옵션으로부터, \$3.1million을 제한부주식으로 부터 획득
- Monsanto Co의 R. Shapiro은, 총성과급 \$49.3million중 \$46.7million을 스톡옵션으로부터 획득
- General Electric Co의 J. Welch는 \$31.8million을 스톡옵션 행사로부터 획득
- American Express의 H. Golub는 \$27.1million을 스톡옵션 행사로부터 획득
- Bristol-Myers의 C. Heimbold Jr.는 \$25.3million을 스톡옵션 행사로부터 획득

○ CEO, CFO, COO의 보상체계 비교

- 총보상액 중에서, 스톡옵션을 포함한 인센티브 보상의 비율은 CEO가 가장 높고 CFO가 가장 낮음

<표 1-2> CEO, CFO, COO의 보상체계 비교

	기본봉급	인센티브	총보상액
CEO*	\$587,100	\$629,800	\$1,049,400
COO**	\$327,800	\$253,100	\$605,300
CFO***	\$246,800	\$163,400	\$362,100

* : Chief Executive Officer

** : Chief Operating Officer

*** : Chief Financial Officer

나. 한국의 제도와 현황

1) 증권거래법

○ 스톡옵션의 대상법인과 제공대상자

— 주권상장법인, 협회등록법인, 벤처기업

- 중소기업창업업무규정 제2조에 의한 창업자와 신기술사업금융지원
에 관한 법률 제2조에 의한 신기술사업자

— 스톡옵션의 대상자는 위 법인의 설립, 경영, 기술혁신에 기여하였거나
기여할 능력을 갖춘 임직원

— 스톡옵션 대상자의 제한

- 주요주주, 최대주주 및 그 특수관계인

- 조감법에서는 다음의 경우에도 세제혜택 박탈
 - 스톡옵션 제공 후 발행주식총수의 10%를 초과 보유하는 자
 - 연간 행사가격 총액이 5,000만원을 초과하는 경우 그 초과분
 - 전 임직원을 대상으로 하는 경우

○ 스톡옵션 대상주식의 한도

- 상장법인이나 협회등록법인은 발행주식총수의 15%
- 벤처기업은 발행주식총수의 50%

○ 스톡옵션의 제공방식

- 신주발행방식
 - 신주를 발행하여 행사가격으로 제공하는 방법
- 자기주식매입방식
 - 기업이 자사주식을 취득하여 행사가격으로 제공하는 방법
- 추가상승향유권방식(Stock Appreciation Right)
 - 시가와 행사가격의 차이를 현금이나 주식으로 제공하는 방법

○ 행사기간

- 스톡옵션 관련사항을 의결한 주주총회 특별결의일로부터 3년이 경과한 시점부터 정관으로 정한 시점까지가 행사기간임
 - 정관에서 행사만료일을 임직원 퇴직일로 정한 경우에는, 귀책사유 이외의 사유로 퇴직한 경우에 한하여 3개월 이상의 추가적 기간을 행사기간에 첨가

- 주주명부폐쇄기간중에 스톡옵션행사로 신주가 발행되는 경우에는 그 기간 중 의결권이 제한됨

2) 조세특례제한법

○ 세제지원대상 스톡옵션

- 신주발행방식, 자사주매입방식, 주가상승향유권(SAR)방식

○ 세제지원대상 스톡옵션의 세제지원 내용

- 스톡옵션 제공시에는 과세문제 없음

- 스톡옵션 행사시

- 세제지원대상 스톡옵션이 아닌 경우에는 시가와 행사가격의 차액에 대해 소득세가 과세되나 지원대상 스톡옵션의 경우에는 비과세
- 자기주식에 관하여, 세제지원대상 스톡옵션이 아닌 경우에는 법인세가 과세되나 세제지원대상 스톡옵션의 경우에는 법인세 비과세

- 주식양도시

- 상장주식의 경우에는 양도가격과 행사가격의 차액에 대해 비과세되나 비상장주식의 경우에는 과세

○ 세제지원 요건

- 상장법인, 협회등록법인, 중소기업창업지원법에 의해 창업투자회사가 투자가능한 업종을 영위하는 중소기업, 벤처기업육성에 관한 특별조치법에 의한 벤처기업을 대상으로 함

- 스톡옵션 관련사항을 주주총회의 특별결의를 거쳐 정관에 기재하고

- 금감위와 증권거래소(또는 한국증권업협회나 중소기업청장)에 신고
- 스톡옵션 제공대상자와의 약정체결
 - 스톡옵션의 제공대상자는 당해기업의 임직원에 국한되는 것이 일반적이나 벤처기업의 경우에는 교수, 연구원 등 임직원 이외의 자도 포함
 - 옵션제공일 현재의 시가 이상을 주식매입가액으로 함. 상속세 및 증여세법상 시가평가방법은 다음과 같음
 - 상장주식과 등록주식의 경우에는 옵션제공일전 3개월간의 실거래종가평균을 시가로 함
 - 비상장주식의 경우에는 (순자산가치+ 순손익가치)/2 를 시가로 함.
 - 순자산가치 = 순자산가액/발행주식총수
 - 순손익가치 = 1주당 최근 3년간 순손익의 가중평균/15%
 - 연간옵션행사가액 5,000만원까지 세제지원
 - 스톡옵션은 타인에게 양도불가능하며 제공일로부터 3년 경과후 부터 행사가능. 옵션행사 후 일정기간 동안 주식을 보유해야 한다는 규정이 없기 때문에 옵션행사로 취득한 주식을 즉시 매각 가능

<그림 1-4> 스톡옵션과 관련된 주요시점과 기간(한국)



3) 현황

<표 1-3> 스톡옵션 사례(소수임직원에게 부여한 경우)

회사명	부여할 주식의 종류와 수(비율)	부여방법	부여대상자	행사가격	행사기간	부여결의일	공시일	비고
(주)봉신	기명식보통주식 20,000주(1.12%)	신주발행	환경사업부 방용철 부장	부여일 전 3개월간의 평균종가	1년	'97.8.19	'97.8.19	
(주)데이콤	기명식 보통주식 30,000주	신주발행	대표이사 곽치영	65,066원/1 주	5년	'98.3.20	'98.4.1	
(주)세우포 리머	기명식 보통주식 60,600주(2.419%)	신주발행	임원 3명 직원 21명	부여일 전 3개월간의 평균종가	1년	'98.3.27 주총	'98.3.11	'98.3.10 이사회 결의
(주)제일엔 지니어링	기명식 보통주식 423,360주(12.5%)	신부발행을 원칙으로 하되 자기주식이 있는 경우 자기주식	임원 5명 직원 22명	부여일 전 3개월간의 평균종가	7년	'98.4.1 주총	'98.3.7	
쌍용투자재 권(주)	기명식 보통주식 4,469,850주	신주발행을 원칙으로 하되 불가능한 경우 SAR	티모시 매카시, 김석동, 도기권	부여일 전 3개월간의 평균종가	7년	'99.2.4 주총	'99.1.29	'99.1.29 이사회 결의
동원증권 (주)	기명식 보통주식 50,000주(0.14%)	신주발행, 자기주식 교부, SAR	대표이사 김정태	6,500원	7년	'98.5.30 주총	'98.5.29	'98.5.29 이사회 결의
동아건설산 업(주)	기명식 보통주식 100,000주(0.24%)	자기주식 교부	회장 고병우	부여일 전 3개월간의 평균종가	7년	'98.7.10 주총	'98.6.25	'98.6.25 이사회 결의
(주)신성이 엔지	기명식 보통주식 274,000주(14.958 %)	신주발행	부사장 원문희 외 30명	부여일 전 3개월간의 평균종가	1년	'98.7.29	'98.6.18	주주총회 에서 부결됨
	기명식 보통주식 100,000주(4%)	신부발행, 자기주식 교부, SAR	김주현 외 40명	부여일 전 3개월간의 평균종가	1년	'99.3.19 주총	'99.2.23	'99.2.22 이사회 결의

회사명	부여할 주식의 종류와 수(비율)	부여방법	부여대상자	행사가격	행사기간	부여결의일	공시일	비고
(주)한국주택은행	기명식 보통주식 30만주(10만주 추가 가능)	신주발행, 자기주식 교부, SAR	은행장 김정태	부여일 전 3개월간의 평균종가	3년	'98.10.31 주총	'98.10.26	'98.10.26 이사회 결의
	기명식 보통주식	신주발행, 자기주식 교부, SAR	감사, 담당부행장, 집행부행장	부여일 전 3개월간의 평균종가	3년	'99.2.27 주총	'99.2.11	'99.2.10 이사회 결의
(주)금양	기명식 보통주식 50,000주(2.94%)	신주발행	양기출, 황수정, 이성민	부여일 전 3개월간의 평균종가	7년	'99.3.11 주총	'99.2.11	'99.2.11 이사회 결의
(주)케이씨텍	기명식 보통주식 280,000주(1.93%)	신주발행, 자기주식 교부, SAR	한익수외 15명	부여일 전 3개월간의 평균종가	1년		'99.2.22	'99.2.20 이사회 결의
SK(주)	기명식 보통주식 35,000주(0.05%)	신주발행	김한경외 5명	20,000	2년	주총 예정	'99.2.24	'99.2.23 이사회 결의
대한페인트(주)	기명식 보통주식 50,000주(3.28%)	신주발행	최광균외 8명	부여일 전 3개월간의 평균종가	7년	'99.2.27 주총 예정	'99.2.26	'99.2.26 이사회 결의

※자료 : 스톡옵션제도 도입을 위한 특별연수, 한국상장회사협의회, 1999. 3. 4

6. 주식을 활용한 인센티브 메카니즘

가. 주식재구입옵션(Stock Purchase Plan)

○ 의의

- 미국의 세법 ‘section 423’의 조건을 만족할 경우, section 421(a)에 규정된 세금혜택을 받을 수 있는 스톡옵션
- ‘section 423 plan’이라고 불리기도 함

나. 제한부주식(Restricted Stock)

○ 의의

- 주식이나 스톡옵션 제공의 전제조건으로 다양한 제약이 첨가된 형태
- 제약이 첨가되면 스톡옵션의 보유자는 몰수(forfeiture)위험과 이전불가능(nontransferability)위험에 노출됨
 - 몰수위험과 이전불가능위험이 클 경우에는, 다른 스톡옵션과는 달리 옵션의 제공이나 행사시에 비과세
 - 제약이 적용되는 기간이 경과한 후에야 과세됨

○ 제한부주식 관련 세금문제

- 기본원칙은 제약이 없어질 때까지 과세가 지연된다는 것
- 과세가 지연되기 위한 필요조건은 ‘상당한 수준의 몰수위험

(substantial risk of forfeiture)’과 ‘이전불가능(nontransferability)’

- 상당한 수준의 몰수위험: 스톡옵션에 대한 권한이 스톡옵션보유자의 상당한 성과에 의존하는 경우
- 이전불가능: 스톡옵션을 원래 제공받은 자만이 권리를 행사할 수 있는 경우

○ 강제회수 제한부주식(Restricted Stock with Mandatory Buyback)

- CEO를 비롯한 핵심 임직원에게, 퇴사시나 사망시에 기업에 환매함을 전제로 부여되는 의결권 없는 주식을 지칭
- 강제회수메카니즘은 기업주식이 임직원 외의 외부인에게 이전되는 것을 방지
- 과세의 측면에서 보면, 주식이 부여되는 시점에서 소득세가 부과되고 기업입장에서는 동일 금액이 세금공제 대상
- 장점
 - 기업입장에서는 임직원에게 주식을 제공하기 위한 지출 불필요
 - 임직원은 기업성과 연계된 인센티브 부여받음
 - 대개의 경우 기업은 이 계약을 위해 필요한 자금을 임직원의 생명보험 구입을 통해 조달. 임직원 사망으로 받는 보험금은 최저세율인 15%가 적용됨

○ 가속 제한부주식(Time-Accelerated Restricted Stock)

- 스톡옵션의 제약조건으로 성과기준을 적용하는 제한부주식
- 성과기준은 보상자체에 영향을 미치지 않지만 제약이 제거되는 시점에 영향

- 전통적인 제한부주식에서는 일정한 율로 일정기간 경과 후에 제약이 제거되지만 가속 제한부주식에서는 성과에 따라 제약의 제거시점이 달라짐. 예를 들어 성과가 좋으면 제약이 빨리 제거됨

— 장점

- 성과의 정도와 제약의 제거시점이 연계되기 때문에 인센티브 효과가 매우 큼

○ 성과연계 제한부주식(Restricted Stock Performance Plan)

— 특정한 성과목표를 달성하지 못한 경우에는 주식을 몰수당하는 형태의 제한부주식

- 가속제한부주식의 경우에는 성과에 따라 제약의 제거시점이 상이할 뿐 주식이 몰수되지는 않음

다. 주가상승향유권(Stock Appreciation Rights: SAR)

○ 의의

— 주가상승향유권(SAR)이란, 고용기업 주가 상승분에 해당하는 가치를, 현금이나 주식의 형태로 일정기간 동안 획득할 수 있는 계약상의 권리를 의미

— 이론적으로는 스톡옵션에 대한 옵션(option on option)으로 이해할 수 있음

○ 장점

- 자본의 투하없이 미래의 기업가치 상승으로 인한 이익을 향유 가능
- 주식재구입옵션(stock purchase plan option)과 연계되어 활용될 경우에는 현금지출 없이 옵션의 행사가 가능

○ SAR과 ISO의 결합

- SAR이 다음의 조건을 만족할 경우에는, ISO와 SAR 중에서 한가지 옵션의 행사가 다른 하나의 옵션행사에 영향을 미치지도록 SAR과 ISO의 결합설계가 가능
 - SAR의 만기가 ISO의 만기보다 길어서는 안됨
 - SAR의 기초가 되는 ISO의 매입가격 보다 작아야함
 - ISO가 이전가능한 경우에 한하여 그리고 동일한 조건하에서 이전 가능
 - ISO가 행사가능한 경우에 한하여 SAR도 행사가능 하도록 설계
 - 주식의 시장가격이 ISO의 행사가격을 초과하는 경우에 한하여 SAR의 행사가 가능하도록 설계가능

○ SAR와 비법률상 스톡옵션과의 결합

- SAR는, 비법률상 스톡옵션을 사용할 경우에 발생하는 비유동성(illiquidity)문제 즉 옵션행사를 위한 자금조달 문제를 감소시키기 위해 사용되는경우가 많음
- SAR이 현금부족문제를 야기시키는 경우
 - 비법률상의 스톡옵션은 옵션소유자에게 현금유입 없이 소득세를 유발시키는 경우 발생(미국세법 section 83(a))

- ISO의 경우와 마찬가지로, 스톡옵션소유자는 비법률상의 옵션을 행사하기 위해 자금필요.

— 양자의 결합방법

- 스톡옵션의 갯수나 SAR의 갯수를 연계시킴 없이 동시에 제공
- SAR의 행사가 활용가능한 스톡옵션의 개수를 감소시키도록 또는 반대로 설계. 제공하고자 하는 보상의 크기나 성격에 따라 다양한 방법 설계 가능

○ SAR관련 세금문제

- SAR의 부여시점이 아닌 SAR의 행사시점에서 세금이 부과됨
- SAR보유자가 가치상승을 현금으로 받기 원할 경우 이 현금은 소득세의 대상됨. 주식으로 받기 원할 경우 주식매입가격과 공정한 시가간의 차이에 대해 과세됨(미국세법 section 83(a))

라. 가상주식(Phantom Stock)

○ 의의

- 가상주식이란, 피고용인이 실제로 주식을 보유한 주주가 아님에도 불구하고 이에 상응하는 혜택을 부여하는 계약을 의미함
- 가상주식은 진정한 의미에서의 주식은 아니고 지연된 보상(deferred compensation)의 일종으로서, 기업의 주가와 배당에 근거하여 결정되는 보너스와 같은 성격의 보상
- 주가상승향유권(SAR)은 배당이 없는 가상주식으로 이해가능

- 증권설계의 관점에서 보면, 가상주식은 주식의 성과를 기초자산으로 하는 파생상품임

○ 가상주식의 유용성

- 성과에 연계한 보상제공 가능.
 - 주식소유의 경우와 같이 주가상승으로 인한 이익을 향유할 수 있고 주식보유로부터 발생가능한 위험부담 회피가능
- 유능한 경영자의 기업이탈 방지
 - 주식제공과는 달리 고용자의 경영권이나 투표권에 영향을 미치지 않고 위의 효과 달성가능
- 세금측면의 잇점
 - 고용주의 입장에서 볼 때, 주식에 대한 배당과는 달리 가상주식에 대한 배당은 소득공제 대상임
- 하이테크(high-technology) 산업의 관행
 - 바이오 테크, 소프트웨어 설계, 전자통신 산업에서는 임직원에게 일정 주식지분을 제공하는 것이 산업의 관례임. 만일 벤처캐피탈이 기업에게 자금을 제공한 경우에는 임직원에게 제공할 주식의 충분치 않은 것이 일반적인데 이 경우 가상주식 활용가능

○ 가상주식과 주식의 차이

- 가상주식은 보상수단이지 소유권을 수반하지 않음. 자본의 투하나 투표권은 관심사가 아님
- 주식판매와는 달리 가상주식은 기업에 자금유입 없음. 즉 자금조달 수단이 아님

- 가상주식을 통해서 MBO등의 수행 불가능
- 현금형태의 가상주식은 스톡옵션의 행사를 위한 자금조달 수단으로 활용가능
 - 이를 위해 가상주식은 종종 스톡옵션과 동시에 제공되기도 하고, 가상주식과 관련된 지불시점이 옵션행사시점과 연계되어 설계됨

○ 가상주식의 장·단점

- 유연성 있는 다양한 설계가능
- 세금측면의 장점
- 주식제공으로 인한 경영권상실 가능성 감소
- 가상주식 보유의 경우에는 보유자가 실제로 부담하는 위험이 없기 때문에 주식제공에 비해 인센티브 효과 감소

II. 스톡옵션 설계의 신조류

1. 경로종속옵션과 초과성과옵션을 활용한 설계

가. 경로종속 스톡옵션(Path-dependent Stock Option)

○ 의의

- 경로종속 평균가격 스톡옵션이란, 스톡옵션의 수익이 일정시점의 주가가 아닌 계약기간 전체의 평균적인 주가에 의해 결정되는 스톡옵션
 - 평균의 계산은 산술평균, 기하평균 등 다양한 방법에 의해 결정됨
- ‘경로종속’의 의미는, 주가가 움직인 경로에 따라 스톡옵션의 수익이 달라진다는 의미임

○ 평균가격 콜옵션(아시안 콜옵션)

- $\text{MAX}[0, \bar{S} - X]$
 - \bar{S} : 계약기간 동안의 주가평균
 - X : 행사가격

나. 초과성과 스톡옵션(Outperformance Stock Option)

○ 의의

- 초과성과 스톡옵션이란, 두개 또는 다수의 기초자산 중에서 큰 값을

간은 기초자산의 가격에 의해 스톡옵션의 가치가 결정되는 스톡옵션을 의미

- 예를 들어, 투자자가 1년 후에 특정주식과 KSE주가지수 중에서 가치가 큰 것을 선택할 수 있는 옵션

— 초과성과 스톡옵션은 특별한 형태의 상관옵션(correlation option)임

- 상관옵션이란 상태변수(state variable)가 둘 이상이어서 이들간의 상관관계에 의해 옵션의 수익과 위험이 결정됨
- 장기이자율과 단기이자율의 차이에 의해 수익이 결정되는 spread option도 초과성과 옵션의 일종임

다. 경로종속 옵션과 초과성과 옵션의 결합

○ 양자를 결합한 스톡옵션의 설계

— $MAX [0, \bar{S} - \bar{M}]$

- \bar{S} : 경영자 계약기간(t) 동안의 주가의 기하평균
- \bar{M} : 경영자 계약기간(t) 동안의 기준지표의 기하평균

○ 기준지표

— 경영자 성과평가의 기준이 되는 지표로는 간단히 종합주가지수, 산업 평균주가 등을 생각할 수 있고 이 외에 산업내의 경쟁자, 유사한 규모의 산업내 경쟁자, 유사한 체계적위험(베타)을 갖는 기업 등 설계목적에 맞는 다양한 기준지표를 이용할 수 있음

— 주가 중에서 경영자의 성과와 관련된 부분을 파악하기 위해 다수의

기준지표를 이용할 수도 있음

- 기업의 주가와 기준지표는 동일한 규모로 표준화되어야 함
- 위에서 설계된 스톡옵션은, 만기이전에 옵션의 행사가 불가능한 유러피언 옵션의 성격 보유
 - 실제로 많이 이용되는 행사지연 스톡옵션(deferred start option)으로 쉽게 확장가능

○ 새로운 스톡옵션모형의 장점

- 경로종속(path-dependent) 스톡옵션의 성격을 갖기 때문에, 경영자의 보상이 특정일 하루의 주가가 아닌 일정기간 동안의 전반적인 주가에 의존
 - 전통적인 스톡옵션모형에서는 계약기간 말일과 같은 특정일 하루의 주가에 의해 경영자보상이 결정됨
 - 투자자들은 주기적으로 포트폴리오를 재조정하므로 특정일이 아닌 일정기간 동안의 주가에 더 많은 관심
 - 경영자의 보상이 특정일에만 의존할 경우에 발생하는 문제점, 즉 경영자가 자신에게 유리하게 주가상승과 하락의 시점을 조작하는 현상이 감소함
- 초과성과(outperformance) 스톡옵션의 성격 때문에, 특정한 기준지표와의 비교를 통해 경영자보상이 결정됨
 - 경영자의 입장에서 통제가능변수와 통제불능변수의 구분 가능
 - 주가가 상승해도 비교기준 보다 덜 상승하면 보상이 줄고, 주가가 하락해도 비교기준 보다 덜 하락하면 보상 증대

○ 개선된 스톡옵션의 가격결정모형

$$C = S_i \cdot N(d_1) - X \cdot e^{rT} \cdot N(d_2)$$

C : 스톡옵션의 가격

S_i : 스톡옵션을 제공하는 기업 i 의 주식가치

X : N 개의 기업으로 구성된 비교기준 시장인덱스의 가치

r : 무위험 이자율

T : 스톡옵션이 만기

σ_i : 기업 i 주가의 표준편차

$N(\cdot)$: 누적표준정규분포함수

$$d_2 = d_1 - \sigma_i \cdot \sqrt{T}$$

$$d_1 = \frac{\ln\left(\frac{S_i}{X}\right) + \left(r + \frac{\sigma_i^2}{2}\right) \cdot T}{\sigma_i \cdot \sqrt{T}}$$

$$S_i = S_i \cdot e^{-\left[\left(\frac{r}{2}\right) + \left(\frac{\sigma_i^2}{12}\right)\right] \cdot T}$$

$$X = \prod_{i=1}^N S_i^{\frac{1}{N}} \cdot e^{\left[-\frac{r}{2} - \frac{Y}{4} + \frac{Z}{6}\right] \cdot T}$$

Where

$$Y = \frac{\sum_{i=1}^N \sigma_i^2}{N}$$

$$Z = \left(\frac{1}{N^2}\right) \sum_{i=1}^N \sum_{j=1}^N \rho_{ij} \sigma_i \sigma_j$$

$$r = 0$$

$$\sigma^2 = \frac{\sigma_i^2}{3} + \frac{Z}{3} - Z \cdot \rho_{i,N} \cdot \frac{\sigma_i \sqrt{Z}}{3}$$

Where
$$\rho_{i,N} = \frac{\sum_{k=1}^N \rho_{i,k} \cdot \sigma_k}{N \sqrt{Z}}$$

○ 비교기준 시장인덱스가 하나의 기업으로 구성된 경우

— 예를 들어, 주택은행이 한미은행을 비교기준으로 하여 스톡옵션을 설계하는 경우

$$X = S_j \cdot e^{-\left[\frac{r}{2} + \frac{\sigma_j^2}{12}\right] \cdot T}$$

$$\sigma^2 = \frac{\sigma_i^2}{3} + \frac{\sigma_j^2}{3} - 2r_{ij} \cdot \frac{\sigma_i \sigma_j}{3}$$

라. 행사지연 스톡옵션의 결합

○ 행사지연 스톡옵션의 가치는, 행사지연 스톡옵션과 동일한 만기를 갖는 일반옵션의 가치와 동일함

— 다만 현재시점에서 행사가 가능한 시점까지 배당이 존재할 경우, 이에 대한 고려가 필요

— 기대배당률을 q , 스톡옵션의 행사가능 시점을 t_1 이라하면, 경로종속 옵션과 초과성과옵션에 행사지연옵션이 결합된 경우의 스톡옵션의 가치는 $C \cdot e^{-q t_1}$

2. 재충전옵션(Reload Option)을 활용한 스톡옵션의 설계

가. 재충전옵션(Reload Option)의 의미

○ 의미

- 재충전옵션이란, 옵션이 행사되면 행사자에게 자동적으로 새로운 옵션이 부여되는 콜옵션을 의미함
- 일반적인 스톡옵션의 경우에는 경영자가 옵션을 한번 행사하면 그 옵션이 없어지지만 재충전옵션의 경우에는 옵션을 행사하면 자동적으로 다른 옵션이 경영자에게 부여됨
 - 재충전옵션의 경우에는, 주가가 상승할 때마다 경영자가 옵션을 여러번 행사할 수 있음

○ 재충전옵션의 사용 기업

- Travelers Group, Toys "R" Us, Sara Lee, Bell Atlantic, McGraw-Hill

○ 재충전옵션의 장점

- 기업입장에서는 유능한 경영자를 계속 해당기업에 머물게 할 수 있음
- 경영자입장에서는 세금을 줄이고 세후이익을 증대시킬 수 있음
 - 옵션행사를 통해 주식을 취득하게 되면 주가상승분에 대해 소득세를 지불해야 함
 - 재충전옵션의 경우에는 주가 시세차익이 실현되지 않고 미래로 이

연되므로 훨씬 적은 자본이득세가 부과됨

○ 재충전옵션과 관련된 논란

- 경영자가 자기가 원하는 시점에서 옵션을 행사하고 또 새 옵션을 받을 수 있기 때문에, 경영자보상의 설계를 통한 이사회 경영자 통제가 불가능해 진다는 비판도 있음

나. 재충전옵션을 활용한 설계

○ 설계요인

- 재충전(reload)의 횟수: 일회 vs 다수
- 효력발생기간(vesting period)
- 옵션가격의 하한(lower bound)과 상한(upper bound)
 - 아메리칸 콜옵션의 가치가 유용한 하한 중의 하나임
 - 기초자산인 주식의 가격이 유용한 상한 중의 하나임

○ 재충전옵션의 상한 결정

- 재충전(reload)의 횟수가 아무리 많고 만기가 아무리 길더라도 재충전 옵션의 가치에는 상한이 존재
 - 재충전의 횟수에 제한이 없거나 만기에 제한이 없으면, 발행기업이 발행되는 옵션의 수와 주식의 수를 통제할 수 없다는 주장은 틀림
- 기호의 정의
 - K : 재충전옵션의 행사가격

- S_i : i 번째 재충전옵션 행사시의 주가

— 첫 번째 재충전옵션 행사시

- 경영자는 재충전옵션 한 개당 $(1 - K/S_1)$ 개의 주식과 (K/S_1) 개의 새로운 재충전옵션을 획득하게 됨
- 새로운 재충전옵션의 행사가격은, 첫 번째 재충전옵션 행사시의 시가인 S_1 임

— 두 번째 재충전옵션 행사시

- 경영자는 $(K/S_1)(1 - K/S_2)$ 개의 주식을 추가로 획득하여 총주식이 $(1 - K/S_2)$ 개가 됨
- 경영자는 (K/S_2) 개의 새로운 재충전옵션을 획득하는데 이의 행사가격은 두 번째 재충전옵션 행사시의 시가인 S_2 임

— ' i ' 번째 재충전옵션 행사시

- 경영자 소유 총주식은 $(1 - K/S_i)$ 개
- 행사가격 S_i 의 새로운 재충전옵션을 (K/S_i) 개 획득

— 분석결과

- 주가가 아무리 상승하더라도 경영자는 최초의 재충전옵션 한 개당 한 개 미만의 주식을 갖게 됨
- 또한 경영자는 주식의 초기배당을 받지 못하기 때문에 그 만큼 가치 감소
- 따라서 경영자는 주식 한 개를 갖고 모든 시점에서의 배당을 수취하는 것이 재충전옵션을 한 개 보유하는 것 보다 유리함
- 결국 재충전옵션의 기초자산인 주식의 가치가 재충전옵션 가치의 상한이 됨

3. 할증옵션(Premium Option)을 활용한 스톡옵션의 설계

가. 할증스톡옵션의 의미

○ 의미

- 할증스톡옵션이란 현재의 주가를 기준으로 일정비율 또는 일정금액 이상 주가가 상승해야 가치가 발생하는 옵션을 의미
- 예를 들어, 현재의 주가가 10,000원이라면 주가가 15,000원 이상되어야 (50%이상 상승해야) 비로소 경영자는 스톡옵션을 행사할 수 있음
- 일정기간(대개의 경우 경영자의 계약기간) 동안 주가가 15,000원에 이르지 못하면 할증옵션의 만기가 종료됨

○ 할증스톡옵션의 장점

- 경영자가 스톡옵션의 행사를 통해 이익을 보기 위해서는 이의 전제조건으로 주주들에게 상당한 수준의 이익을 보장해야 함
- 특정한 주가수준을 목표로 정해 놓고 경영자로 하여금 이를 달성하기 위해 지속적인 노력을 기울일 유인 제공

나. 할증스톡옵션의 평가모형

○ 방벽옵션(Barrier Option)으로서의 할증스톡옵션

- 방벽옵션이란, 주가가 일정기간(barrier period:방벽기간) 동안 일정수준(barrier level:방벽수준)에 도달하는 경우에 한하여 그 가치가 발효

되는 옵션을 의미

- 방벽옵션은 촉발옵션(trigger option)이라 부르기도 함
- 주가가 일정수준에 도달했을 때 비로소 가치가 발효되는 방벽옵션을 knock-in option이라 하고, 주가가 일정수준에 도달하면 그 가치가 없어지는 방벽옵션을 knock-out option이라 함
- 일반적인 할증스톡옵션은, 방벽기간 동안 주가가 방벽수준에 도달해야 그 가치가 발생하는 knock-in option의 일종임

○ 할증스톡옵션의 평가

$$Se^{-qT}(B/S)^{2\lambda} N(y) - Xe^{rT}(B/S)^{2\lambda-2} N(y - \sigma\sqrt{T})$$

$$\lambda = \frac{r - r_f + \sigma^2/2}{\sigma^2}$$

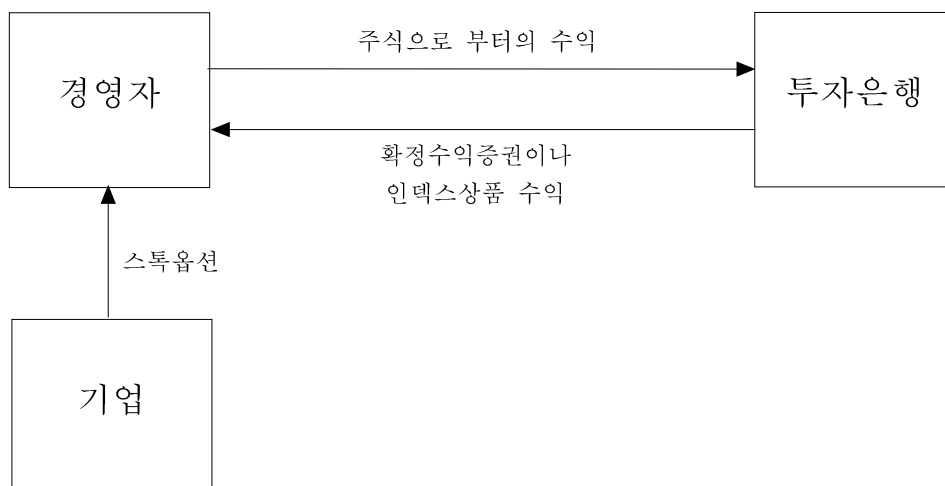
$$y = \frac{\ln [B^2/(SX)]}{\sigma\sqrt{T}} + \lambda\sigma\sqrt{T}$$

4. 경영자 주식스왑(Executive Equity Swap)

○ 경영자 주식스왑의 의의

- 경영자가 보유하고 있는 주식을 다른 투자안과 스왑하는 계약
 - 현금흐름은 교환되지만 소유권이 교환되지는 않음
- 스톡옵션 등의 행사로 인해 경영자가 보유하게 된 주식을 투자은행(investment bank)에 예치하여, 주식으로부터 발생하는 수익을 투자은행이 향유하게 하고 그 대가로 경영자는 대체적인 투자로부터의 수익을 획득하게 되는 스왑계약
 - 대체적인 투자란, 주로 확정수익증권(fixed income security)이나 시장인덱스(market index) 관련 상품을 의미
- 경영자는 주식가격의 변동위험을 회피할 수 있음

<그림 II-1> 경영자 주식스왑의 메카니즘



○ 경영자 주식스왑의 장점

- 신호전달효과와 과도한 위험부담간의 상호상충문제 해결가능
 - 정보비대칭 상황에서 소유주나 경영자는 자신의 기업이 우량기업임을 시장에 알리기 위해 과도한 주식지분을 보유해야함
 - 과도한 주식보유는 경영자의 위험노출을 증대시킴.
 - 보유한 주식을 스왑함으로써 위의 두가지 문제 모두 해결가능
- 주식의 진정한 매각이 아니기 때문에 자본이득세 부과를 지연가능
- 경영자는 정기적인 이자나 배당획득을 통해 유동성 확보가능
- 공매(short-sale)와 동일한 효과

○ 경영자 주식스왑의 단점

- 경영자 주식스왑은 현금흐름의 교환을 의미하지 주식소유권의 교환을 의미하지는 않기 때문에 경영자와 주주간의 대리인 문제 재발생 가능
- 기업내부자가 공매제한이나 공시의무를 회피하는 수단으로 이용가능

○ 경영자 주식스왑 관련규제

- 1994. 9 이전까지 SEC는 경영자 주식스왑을 시장거래가 아닌 사적인 거래로 간주하였으나 그 이후로는 주식매각으로 간주
 - SEC Form 4에 따라 보고해야 함
- SEC는 경영자 주식스왑을 SAR매각과 SDR매입이 동시에 이루어진 거래로 간주
- SEC Rule 144에 의하면 제한부주식은 2년간 재판매가 금지되나 주식스왑형태로의 판매는 허용됨

- 그 이유는, SEC가 경영자 주식스왑을 판매로 인식하기는 하지만 소유권 이전을 포함하는 진정한 의미의 판매가 아니기 때문에 Rule 144가 위배되지 않은 것으로 간주

○ 경영자 주식스왑의 가격결정

— 기호의 정의

t_0 : 스왑계약체결시점

N : 계약기간 (t_1, t_2, \dots, t_N)

d_i : i 기의 배당(주식의 시장가치당), $i=1, 2, \dots, N$

L_i : i 기의 LIBOR 이자율, $i=0, 1, \dots, N-1$

Q : 스왑대상 주식의 개수

S_0 : t_0 시점에서 주식의 시가

$Q \cdot S_0$: 기준액

- 각 결제일 t_i 에 딜러는 경영자에게 $Q \cdot S_0 \cdot L_{i-1}$ 을 지불하고 $Q \cdot S_0 \cdot d_i$ 를 받음
- 스왑계약기간 종료시점인 t_N 에 딜러는 추가로 시세차익 $Q(S_N - S_0)$ 을 획득
- 경영자 주식스왑으로 부터의 현금흐름은, 액면 $Q \cdot S_0$ 의 변동이자부채권을 발행하고 이 매각대금으로 Q 개의 주식을 매입함으로써 복제가능

5. 재무구조, 지배구조, 자산구조와 스톡옵션의 연관성

가. 스톡옵션 설계와 재무구조의 연관성

1) 스톡옵션과 주주·채권자간의 이해상충

○ 스톡옵션의 역할

- 스톡옵션은 주주와 경영자간의 이해상충을 가능성을 감소시킴으로써 주식의 대리인비용을 감소시키는 역할을 수행
- 경영자는 주주를 위한 의사결정을 하므로, 경영자보상의 성과에 대한 민감도(PPS)가 지나치게 높을 경우 채권자의 이익을 해할 가능성이 높음
- 고로 스톡옵션을 설계함에 있어서는, 주주와 경영자간의 이해상충 뿐만 아니라 주주와 채권자간의 이해상충 문제도 고려해야 함
 - 스톡옵션의 설계와 증권설계는 서로간에 영향을 미침

○ 스톡옵션과 부채비율

- 부채사용으로 인한 대리인비용 때문에, 부채비율이 높은 기업일수록 부채비율이 낮은 기업에 비해 스톡옵션의 사용정도가 작음
 - 보다 일반적으로 표현하면, 부채비율이 높은 기업일수록 경영자보상의 성과에 대한 민감도를 낮게 설정하는 것이 합리적 설계방안임. 스톡옵션의 사용비중도 감소시키는 것이 합리적임
- 전환사채의 경우에는 부채의 대리인비용이 작기 때문에 일반사채 받

행기업에 비해 스톡옵션의 사용정도를 증대시키는 것이 합리적 설계 방안임

○ 스톡옵션과 채권가격

- 기업의 경영자에 대한 스톡옵션 제공은 기업발행채권의 가격을 감소시킴(DeFusco, Johnson, and Zorn(1990))
- 경영자의 주식보유지분이 클수록 채권의 위험프리미움이 증가함(Milonas, Saunders, Strock, and Travlos(1991))
- 경영자보상의 기업성과에 관한 민감도(PPS)가 클수록 채권의 위험프리미움이 높아질 가능성이 존재

2) 은행 CEO의 보상설계와 스톡옵션

- 은행은 사업의 특성상 부채비율이 매우 높아 경영자의 위험투자선택유인(risk incentive)이 매우 큼
 - 미국의 경우, 예금보험공사법의 개정에 의해 보험료 프리미엄이 은행자산의 위험을 반영하여 결정되기는 하지만 위험투자유인 등의 도덕적 해이 문제를 해결하는 데는 한계 존재
- 은행의 경우에는 경영자보상의 기업성과에 대한 민감도(PPS)를 감소시키는 방향으로 경영자의 보상체계를 설계하는 것이 합리적임
 - 예금보험의 할인율도 PPS와 연계되어 설계되어야 함
 - 은행경영자의 PPS는 매우 낮음(Pi and Timme(1990))
 - 다른 산업의 경영자보상과 비교할 때, 은행경영자의 보상설계에 있어

서는 스톡옵션이나 주식관련 보상이 차지하는 비중이 작음(Houston and James(1993))

3) 재무적 곤경에 처한 기업경영자의 보상설계

○ 워크아웃 과정에 있는 기업 등과 같이 재무적 곤경에 처한 기업의 경우에는 부채비율이 매우 높은 것이 일반적이므로 PPS를 지극히 작게 설계하는 것이 합리적인 설계방안임

— 또한 부채구조조정을 수행한다 해도 경영자의 이해관계는 주주이 이해관계와 일치되도록 설계되어야 함

○ Gilson과 Vetsuypens의 연구(1993)

— 재무적곤경에 처한 기업 경영자의 PPS는 지극히 낮음

— 재무구조의 조정이 성공적으로 수행되었을 경우, PPS는 급격히 증가

— 재무구조의 조정 후 기업재무구조에서 주식이나 전환사채 등의 비중이 높아질수록, 경영자보상에서 스톡옵션이나 주식이 차지하는 비중이 높아짐

나. 스톡옵션 설계와 기업지배구조의 연관성

1) 스톡옵션과 기업지배구조

○ 스톡옵션과 경영자감시(monitoring) 메카니즘

- 주주와 경영자간의 이해상충문제는, 경영자 감시와 경영자보상설계의 두가지 방법을 통해 해결 가능
 - 경영자감시 메카니즘- 이사회, M&A시장, 기관투자자의 감시활동, 주주권한 행사의 증대
 - 경영자보상의 설계- 스톡옵션 등을 통한 PPS의 증대
- 경영자 감시메카니즘이 효율적이지 못할 경우에는, 스톡옵션을 비롯한 주식을 활용한 보상체계의 비중이 증대하여 최적 PPS가 증대되는 것이 바람직 함

○ 기관투자자의 비중과 스톡옵션

- 기관투자자들이 적극적인 감시활동을 수행할 경우에는 최적의 PPS는 작아도 됨.
- Mehran(1995)의 연구에 의하면 기관투자자의 비중이 높은 기업일수록 경영자의 보상 중 스톡옵션을 비롯한 주식에 기초한 보상의 비중이 작음
 - 이는 주주와 경영자간의 이해상충을 해결하는 메카니즘으로서 기관투자자에 의한 감시(monitoring)와 경영자보상설계(compensation design)가 대체적인(substitute) 관계에 있음을 시사함

○ 이사회와 구성과 스톡옵션

- Weisbach(1988)의 연구에 의하면 사외이사의 비중과 기업내부자의 지분보유비율간에는 (-)의 상관관계 존재
 - 사외이사의 감독과 기업내부자의 감독은 대리비용을 감소시키는 데에 대체적인(substitute) 관계에 있음을 의미

- Mehran(1995)의 연구에 의하면 사외이사의 비중이 높은 기업일수록 스톡옵션 등 주식에 기초한 보상의 비중이 높음
- 오늘날 미국에서는 이사회 효율성을 증대시키기 위해 사외이사들에게 스톡옵션을 부여하는 기업이 증가하고 있음

2) 주식분산과 주가의 효율성

○ 소유구조의 중요성

- 좁은 의미의 지배구조 즉 소유구조는 주식의 분산정도를 나타내는데 이는 주식의 유동성이나 정보반영도와 같은 주가의 효율성에 영향

○ 소유구조의 결정요인

- 기업이익의 변동성, 기업의 성장성, 유동성, 경영자 부의 한계, 경영자의 위험회피 등
 - 기업이익의 변동성이 크면, 경영자 감시가 곤란해지므로 경영자의 자발적 노력을 유도하기 위해 경영자가 많은 지분을 보유하는 것이 바람직함. 다른 한편으로는 기업에 특수한 위험의 증대가 위험회피적 경영자의 높은 지분보유를 제한함
 - 성장기업의 경우에는 기업가치의 증대가 예상되므로 경영자는 기업주식을 많이 보유할 유인 존재
 - 기업의 유동성 정도는 투자수준에 영향을 미치고 궁극적으로 기업가치에 영향을 미침
 - 위험회피의 정도가 높은 경영자는 특정 기업주식을 과도하게 보유

하는 것을 회피함

○ 주식분산정도와 주식의 유동성

- 보다 분산된 소유구조(diffused ownership)를 갖는 기업의 주식일수록 유동성이 큼
- 유동성이 클수록 주가의 정보반영도가 큼. 즉 주가가 기업관련정보를 보다 완전하게 나타냄(fully revealing)
- 성과지표로서 주가의 유용성 증대
- 스톡옵션을 통한 인센티브 시스템의 유용성 증가

○ 주식분산정도와 주가의 정보반영도

- 주식의 분산정도가 클수록 주식의 유동성이 증대되고 주가의 조작가능성(manipulability)이 감소되어 주가가 다양한 정보를 보다 정확히 반영(fully revealing)할 수 있음

다. 스톡옵션 설계와 자산구조의 연관성

○ 투자안의 특성과 보상설계

- 경영자 보상체계를 결정하는 주요 요인 중의 하나는 기업이 보유하고 있는 자산이나 투자안의 특성임
 - 그 이유는 투자안의 특성이 주주와 경영자간의 대리인 문제에 영향을 미치기 때문

○ 기업성장기회(growth opportunity)와 보상설계

- 성장속도가 빠르고 투자기회가 많은 기업일수록 경영자와 주주간의 정보비대칭 정도가 심함
- 이 경우 주주와 경영자간의 정보비대칭으로 인한 대리인 문제를 감소시키기 위해 스톡옵션, 추가상승항유권, 제한부주식 등과 같은 장기적인 인센티브보상의 비중을 크게 하는 것이 바람직함
- 성장기업일수록 스톡옵션을 설계함에 있어서 장기적인 성과평가 기간을 사용함
 - 상대적으로 긴 행사기간
 - 상대적으로 긴 강제보유기간(제한부 주식)

○ 현금흐름의 변동성과 보상설계

- 현금흐름의 변동성이 높은 자산 즉 위험이 높은 자산에 투자할 경우에는 위험투자선택유인(risk incentive)이 커지므로 성과와 보상간의 연계성정도가 증대되어야 함
- 경영자보상의 설계에도 위험-수익간의 trade-off 관계가 적용되므로, 다른 조건이 일정하다면, 위험이 높은 기업 경영자의 보상수준은 위험이 낮은 기업 경영자의 보상수준 보다 높아야 함

○ 무형자산(intangible asset)과 보상설계

- 전문적인 노우하우와 같은 무형자산의 비율이 높을수록 다른 감시체계에 의한 감시가 불가능하므로 보상설계에 의한 대리인 문제 해결을 모색하는 것이 효율적임
 - 기업성과와 경영자보상간의 연계성 증대

○ 규제와 보상설계

- 규제가 심한 산업의 경우에는 경영자의 자유재량권이 제약을 받으므로 인센티브보상이 차지하는 비중이 작아야 하고 규제가 완화될수록 경영자가 통제가능한 변수가 증대되므로 성과와 연계된 보상의 비중이 증가
 - 예: 금융기관의 규제완화와 경영자 보상

○ 보상정책과 투자정책의 관련성

- 기업의 자산구성이나 투자기회집합이 기업의 보상정책에 영향을 주기도 하지만 역으로 보상정책이 투자기회집합에 영향을 주기도 함

Ⅲ. 스톡옵션 신조류의 시사점과 활성화 방안

1. 스톡옵션 도입의 필요성 판단기준

○ 경영자의 도덕적해이(moral hazard) 가능성 정도

- 금융기관의 자산포트폴리오 구성과 같이, 자산과 관련된 의사결정이 수시로 행하여지는 경우에는 효율적인 감독이 어렵기 때문에 스톡옵션을 통한 이해상충 해소가 바람직함
 - 금융기관의 자산선택 경우에는, 신속한 의사결정이 중요하기 때문에 지나친 감독이나 간섭은 경영효율성을 저해함
- 독점적인 지위 때문에 시장의 견제를 받지 않는 기업의 경우에는 방만한 경영의 가능성이 높음
 - 우리나라 대부분의 공기업, 정부투자기관, 정부채투자기관

○ 경영자 감시(monitoring) 메카니즘의 효율성 정도

- 이사회가 효율적으로 운영되거나 발달된 M&A시장이 존재하는 경우에는 이를 통한 경영자감시가 가능하므로 스톡옵션의 상대적 중요성이 감소
- 우리나라와 같이 이사회가 효율적으로 운영되지 못하고 발달된 M&A시장이 존재하지 않는 경우에는 주주와 경영자의 이해관계를 일치시키는 수단으로서 스톡옵션의 상대적 중요성이 증대
- 미국에서는 이사들에게도 스톡옵션이 부여되는 경우가 많아, 스톡옵션이 이사회 효율성을 증대시키기 위한 수단으로 이용됨

○ 주식의 유동성(liquidity) 정도

- 스톡옵션의 성공적 도입과 활용을 위해서는, 주가가 경영자의 성과를 나타내는 정확한 지표라는 전제조건이 충족되어야 함
- 이를 위해서는 주식의 거래가 활발하고 유동성이 풍부하여 주가가 기업관련 정보를 정확하고 신속하게 반영할 수 있어야 함
 - 거래량이 많고 유동성이 풍부한 블루칩종목

○ 주식소유의 분산정도

- 주식소유의 분산정도가 클수록, 주가의 조작가능성이 감소되고 유동성도 증대되어 주가의 효율성이 증대됨

○ 사업의 전문성

- 기업분할이나 벤처기업의 경우에서와 같이 한가지 종류의 사업에만 특화된 기업은 평가가 용이하고 경영자 성과와 주가와와의 관련성이 직접적이기 때문에 스톡옵션의 효과도 증가

○ 경영자와 주주간의 정보비대칭(information asymmetry) 정도

- 벤처기업과 같이 성장속도가 빠른 기업, 통신산업 등과 같이 기술혁신이 급속히 진행되는 기업, 새로이 민영화된 기업 등은 미래에 대한 불확실성이 높음
- 이 같은 유형의 기업의 경영자는 자신이 보유하고 있는 정보를 신뢰가능하게 신호전달하기 위해 일정수준 이상의 지분을 보유해야 함
- 불확실성이 큰 기업의 경영자에게 스톡옵션을 제공하면 인센티브효과와 함께 신호전달효과(signaling effect)도 달성 가능

2. 스톡옵션 평가의 전문성 제고

○ 스톡옵션의 평가모형(Valuation Model) 구축

- 스톡옵션의 성공적 운영과 활성화를 위해 가장 필요한 조건은 합리적인 평가모형을 구성하는 것임
- 스톡옵션을 통해 경영자에게 부여되는 가치가 얼마인가를 파악하는 것은 계약당사자인 경영자와 기업 뿐만 아니라 투자자들에게도 매우 중요한 투자정보임
- 평가함수(Valuation Function)의 분석을 통해 경영자의 인센티브 정도나 위험노출 정도를 체계적으로 파악할 수 있고 목적에 맞게 조정가능

3. 스톡옵션 설계의 전문성과 통합성 제고

○ 스톡옵션 설계에 영향을 미치는 요인 파악(종속변수로서의 스톡옵션)

- 기업의 특정한 재무구조, 지배구조, 자산구조에 적합한 스톡옵션 설계
- 특히 기업의 증권설계와 스톡옵션 등의 경영자보상설계는 상호연관성이 크므로 통합적인 차원에서 설계되어야 함

○ 스톡옵션 도입의 영향 파악(독립변수로서의 스톡옵션)

- 주주와 경영자간의 이해상충은 감소하지만, 경영자의 위험투자유인이 증대되어 주주와 채권자간의 이해상충관계는 증대됨
 - 미국의 경우 특정 기업이 스톡옵션을 도입하면 그 기업발행 채권의 가치 하락. 즉 위험프리미엄 증대

- 기업의 입장에서 우호지분이 증대되어 적대적 M&A에 대한 방어수단으로 활용될 수 있음. 비효율적 기업이 사용하면 기업의 가치를 증대시킬 수 있는 M&A가 수행되기 힘들
- 경영자보상의 통합적 설계
 - 먼저 경영자보상의 성과에 대한 민감도 결정
 - 결정된 민감도를 달성할 수 있는 방안 즉 스톡옵션과 그 대체안 검토
- 스톡옵션설계시 경영자능력과 무관한 가치변화를 분리
 - 기업가치의 변화분 중 경영자의 능력을 반영하는 부분과 통제불가능한 부분이 구분되게 스톡옵션이 설계되어야 함
 - 초과성과스톡옵션(outperformance stock option)이나 상관스톡옵션(correlation stock option)의 활용
- 스톡옵션의 기능과 한계의 명확한 이해
 - 스톡옵션은 그 자체가 목적이 아니라 경영자보상설계에 활용될 수 있는 하나의 수단임
 - 스톡옵션의 설계에 앞서 경영자보상설계의 목적과 정책이 명확히 수립되어야 함
 - 스톡옵션외의 주식관련 인센티브제도에 대해서도 명확한 이해가 선행되어야 각 제도의 장단점, 통합적 운영방안, 그리고 적용가능 상황 등에 대한 합리적인 판단이 가능

4. 스톡옵션관련 인프라의 구축

○ 경영자보상위원회(Compensation Committee)의 활성화

- 미국의 경우와 같이 이사회에 소속된 보상위원회를 구성하여, 경영자 보상의 성과에 대한 민감도(PPS)와 같은 정책적 결정을 수행하도록 하는 것이 바람직함
- 구체적인 스톡옵션의 설계나 평가모형의 구축은 전문컨설턴트에게 위임하는 것이 효율적임. 보상위원회는 전문컨설턴트와의 토의를 통해 자사의 정책방향이 스톡옵션 설계에 적절히 반영되는가를 수시로 점검할 필요

○ 경영자 보유주식의 효율적 처리메카니즘 구축

- 스톡옵션의 행사 등을 통해 기업주식을 과다하게 보유한 경영자는 과도한 보유주식을 처리하여 위험노출을 감소시키려는 유인 존재.
- 이 같은 사후적 처리메카니즘이 존재하면 사전적으로도 스톡옵션 도입과 운영에 유연성을 확보할 수 있음
- 경영자 보유주식의 처리메카니즘으로는 Bankers Trust에서 개발한 경영자 주식스왑(Executive Equity Swap)을 고려해 볼 필요

○ 체계적인 스톡옵션 사후관리를 위한 조직과 절차의 정비

- 스톡옵션의 도입목적을 달성하기 위해서는 사전적인 관점에서 스톡옵션의 설계도 중요하지만 체계적인 운영과 사후관리도 중요
- 스톡옵션제공일, 효력발생일, 만기일, 보유기간, 행사기간 등을 체계적으로 관리하고 스톡옵션의 행사나 주식매각이 주가에 미치는 영향을

면밀히 파악하고 대비할 수 있어야 함

○ 스톡옵션 등 성과연계보상체계를 수용하는 기업문화 조성

— 스톡옵션 등 성과에 연계된 보상을 수용할 수 있는 기업문화와 인프라 구축

- 이 문제가 충족되지 않을 경우 스톡옵션을 부여받지 못한 임직원의 의욕상실, 조직구성원간의 갈등 심화, 장·단기 인센티브간의 불균형과 같은 문제 발생

— 종속형 기업분할이든 독립형 기업분할이든 기업분할은 스톡옵션의 활성화를 위한 중요한 조건임

○ 스톡옵션에 대한 교육과 홍보

— 스톡옵션 설계에 영향을 미치는 요인에 대한 이해

— 스톡옵션의 도입이 기존 주주나 채권자 등의 투자자들에게 어떠한 영향을 미치는가에 대한 이해

○ 스톡옵션과 증권사의 사업기회

— 미국의 투자은행과 같이 우리나라의 증권회사들도 스톡옵션을 새로운 수익원으로 활용할 수 있는 능력배양 필요

- 스톡옵션 등의 설계분야
- 스톡옵션의 평가분야
- 경영자 주식스왑(Executive Equity Swap) 분야

5. 스톡옵션관련 규제와 규정의 재정비

○ 부채비율과 소유구조에 연계된 스톡옵션규제

— 부채비율이 높을수록, 스톡옵션 사용으로 인해 채권자의 이익이 침해당할 가능성이 높으므로 스톡옵션대상 주식비율을 부채비율과 연계하여 규제하는 것이 바람직함

- 현행 규정: 상장법인이나 협회등록법인은 발행주식 총수의 15%, 벤처기업은 발행주식 총수의 50%

— 주식의 분산정도가 낮을수록 주식의 유동성이 감소되고 주가의 정보반영도가 감소하여 성과지표로서의 주가의 효율성이 감소되므로 스톡옵션의 과대사용은 규제되어야 함

○ 경영자 주식스왑(Executive Equity Swap) 관련 규제의 정비

— 경영자 주식스왑을 사적인 거래로 볼 것인가 주식매각으로 간주할 것인가에 대한 규정 정비 필요

○ 재충전옵션(Reload Option)

— 재충전의 횟수가 증대될 경우 시세차익이 실현되지 않고 미래로 지연되므로 과세시점에 대한 규정 필요

○ 세제지원의 확대

— 세제지원금액이 연간 옵션행사액 5,000만원 이하로 규정되어 있기 때문에 자본금 규모가 큰 대기업의 경우와 같이 부여되는 스톡옵션의 수가 많을 경우 인센티브 효과 감소

○ 스톡옵션관련 회계규정과 공시 문제

- 현행 기업회계기준 예규에 의하면 스톡옵션의 회계처리는 스톡옵션부여시에는 회계처리를 하지 않고 행사기간 동안 매기말 시가와 행사가격의 차이를 안분하여 비용인 급여로 인식토록 규정
 - 스톡옵션으로 인해 발행할 주식의 총수, 부여방법, 행사가격, 행사기간 등을 주석으로 공시
- 조세특례제한법에서는 소득세나 법인세가 비과세되나 기업회계기준에서는 비용으로 인식되어 기업에게 큰 부담으로 작용

○ 행사가격 조정규정의 확립

- 유상증자 등으로 인해 행사가격을 조정해야 하는 경우, 증권거래법에 강제규정이 없기 때문에 기업별로 임의로 조정방법 결정
- 현재 일반적으로 사용되고있는 행사가격 조정방법은 행사가격의 하향조정은 이루어지지 않고 유상증자 조정후 상향조정되는 경향이 있어 스톡옵션보유자에게 불리하게 작용할 가능성이 큼
- 행사가격 조정규정에 대해 구체적인 조정산식은 아니더라도 기본적인 지침은 규정할 필요

참 고 문 헌

김 형 태, “강제전환증권(Mandatory Convertible)을 활용한 재무구조 조정방
안,” *Issue Paper 99-01*, 한국증권연구원

김 형 태, “증권설계와 스톡옵션설계의 연계성 분석,” *Mimeo*, 한국증권연구
원, 1999.1

김 형 태, 「Financial Contract Theory」, 박사과정용 강의안, 서울대학교,
1994 가을학기

김 형 태 · 박 용 서, “증권설계(Security Design)에 관한 연구,” *연구보고서*,
한국증권연구원, 1999.6 예정

한국상장회사협의회, 「스톡옵션제도 도입을 위한 특별연수 자료」, 1999.3.4

Collins M., Blackwell D. and J. Sinkey, "The Relationship Between
Corporate Compensation Policies and Investment Opportunities :
Empirical Evidence for Large Bank Holding Companies,"
Financial Management vol 24, No 3, Autumn 1995, pp40-53

- DeFusco R.A., R.R. Johnson, and T.S. Zorn, "The effect of executive stock option plans on stockholders and bondholders," *Journal of Finance* 45, 1990, pp617-627
- Gaver J. and M. Gaver, "Compensation Policy and Investment Opportunity Set," *Financial Management* vol 24, No 1, Spring 1995, pp19-32
- Gilson s. and M. Vetsuypens, "CEO compensation in financially distressed firms: An empirical analysis," *Journal of Finance* 48, pp425-458
- Houston J., and C. James, "Managerial compensation, turnover and risk-taking in banking," *Working paper*, 1993, *University of Florida*,
- Hull J. C., *Options, Futures, and Other Derivative Securities*, 2nd ed., Prentice Hall, 1993
- Jensen M. and K. Murphy, "Performance pay and top-management incentives," *Journal of Political Economy* 98, pp225-264
- Kim H.T., "Equity Structure as a Determinat of Debt Structure," *Mimeo*, Wharton School, Univ. of Pennsylvania, 1997
- Kim H.T., "Optimal Contract Design with Reload Option," *Mimeo*, Wharton School, Univ. of Pennsylvania, 1996

Lippert R. and W. Moore, "Monitoring vs. Bonding: Shareholder Right and Management Compensation," *Financial Management* vol 24, No 3, Autumn 1995, pp54-62

McConaughy L. and S. Mishra, "Debt, Performance-Based Incentives, and Firm Performance," *Financial Management* vol 25, No 2, Summer 1996, pp37-51

Mehra H., "Executive compensation structure, ownership, and firm performance," *Journal of Financial Economics* 38, 1995, pp163-184

Milons N.t., A. Saunders, E. Strock, and N.G. Travlos, "Managers, owners, and the pricing of risky Debt: An empirical analysis," *Working paper*, 1991, *NewYork University*

Stulz R.M., "Options on the Minimum or Maximum of Two Risky Assets," *Journal of Financial Economics* 10, 1982, pp162-185

The Stock Options Book, Edited by S.S. Rodrick, The National Center for Employee Ownership, 1998

Weisbach M.S., "Outside directors and CEO turnover," *Journal of Financial Economics* 20, pp 431-460