



상장기업 스톡옵션 활용과 개선방안

자본시장연구원
연구위원 김민기

목 차

1

분석 개요

2

상장기업 스톡옵션 부여 현황 및 효과 분석

3

상장기업 스톡옵션 행사 현황 및 영향 분석

4

상장기업 스톡옵션 개선방안

1

분석 개요

스톡옵션 개요

- 주식매수선택권(이하 ‘스톡옵션’) 제도는 장기 주주가치 제고 및 경영활력을 고취하기 위해 1997년 국내에 도입된 보상 수단
 - › 舊 증권거래법 개정(‘97)으로 상장기업 스톡옵션 제도 입법화
 - › 미리 정해진 조건(가격, 행사가능기간, 수량 등)에 주식을 살 권리를 부여 받는 것
 - 거래되지 않는다는 점(non-tradable)을 제외하면 흡사 만기가 긴 콜옵션(call option)과 유사
- 보상체계 관점에서 스톡옵션은 보상과 주가 상승(주주이익)을 직접적으로 연계(directly link)할 수 있으므로, 경영진과 주주간의 대리인 비용을 줄일 수 있는 장기성과 보상 수단 (Murphy, 1998)
 - › 이 외 고정비용(임금)을 줄여 자본력이 부족한 기업(예: 벤처기업)도 적절한 보상을 통해 우수인재를 확보할 수 있게 하는 장점도 존재
- 반면 스톡옵션은 주식 소유(stock ownership)에 따른 인센티브와 정확히 일치하는 것은 아님
 - › 행사가능시점이 짧을 경우 발생할 수 있는 단기실적주의(short-termism)에 따른 역기능도 존재
 - › 변동성 증가에 따른 옵션가치 상승으로 보다 위험한 투자를 집행할 유인 발생, 그로 인한 기업가치의 변동성 증가(예: Defusco et al. 1990; Hirshleifer & Suh, 1992)
 - 콜옵션과 유사하여 주가 하락에 대한 위험 부담이 없어 과도한 위험을 동반하는 의사결정 유인 ↑
 - › 단순 주가 상승에 바탕을 둔 보상이라는 측면에서 주주환원(배당)이 감소할 가능성(예: Lewellen et al., 1987; Lambert et al., 1989)
 - › 스톡옵션 부여 및 행사시점에 대한 전략적 선택(내부 정보 이용, 백데이팅 이슈 등)에 따른 사적 이익 추구(주주 이익 침해) 가능성 (예: Yermack, 1997; Huddart & Lang, 2003; Bhaliwal et al., 2009)

스톡옵션 관련 제도 현황

- 90년대 말 우리나라에 처음으로 도입된 스톡옵션 제도는 이후 표준모델 구축, 공시 강화, 벤처기업 과세특례 등 다양한 제도 변화와 함께 발전해왔음
 - 스톡옵션 활용의 장점을 극대화하고 주주의 이익을 보호하는 방향
 - 최근 신규 상장기업 투자자 보호를 위해 신규 상장기업의 주식 의무보유(lock-up) 강화: 스톡옵션 포함
- 스톡옵션은 회사에 기여를 한 자에 부여할 수 있으며, 부여 받은 자는 2년 이상 재임(또는 재직)해야 스톡옵션 행사가 가능

스톡옵션 도입 및 제도 변화 연혁

연도	주요 내용
1997~99	'97 상장기업 스톡옵션 제도 도입 (구 증권거래법 개정) 벤처기업('98 벤처특별법 개정), 일반기업('99 상법 개정) 확대
2000	민간 주도로 스톡옵션 표준모델 마련 스톡옵션 부여 개인 및 법인에 대한 세제혜택 확대
2003	스톡옵션 부여 및 행사내용에 대한 공시 강화 등 스톡옵션제도 개선방안 추진
2006	스톡옵션 세제혜택 폐지 (제도 정착의 목적 달성)
2008	정기보고서 상의 스톡옵션 잔여 내역 공시 강화
2013~14	벤처기업 스톡옵션 행사이익 납부특례 허용(조특법 개정) 벤처기업을 위한 한국형 인센티브 스톡옵션(적격주식매수선택권) 도입, 스톡옵션(신주발행형) 손금산입 허용
2018~22	벤처기업 스톡옵션 비과세 제도 재도입 및 한도 확대
2022	신규 상장기업 임원 등이 부여 받은 스톡옵션 의무보유 확대

자료: 관련 부처 보도자료

스톡옵션 관련 주요 제도

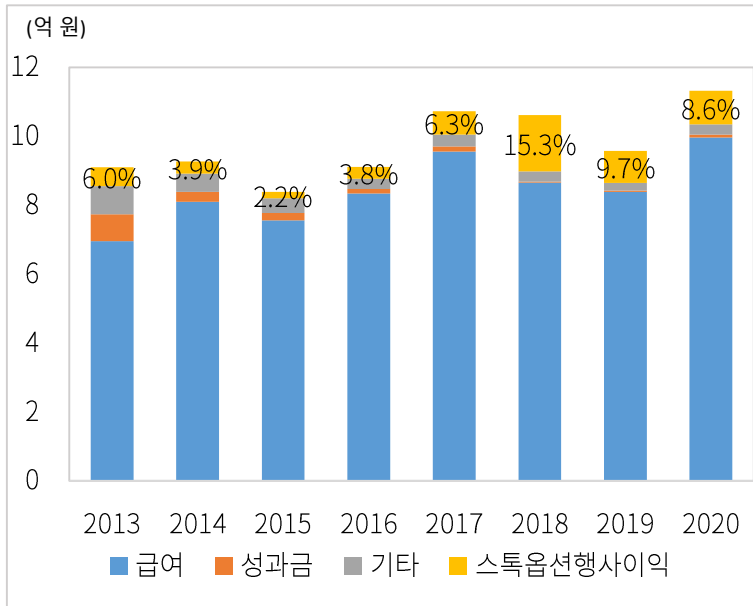
스톡옵션 부여	(부여 절차) 주총 특별결의 또는 이사회 결의를 통해 부여 (부여 형태) 1) 신주교부, 2) 자기주식교부, 3) 차액보상 (상법상 부여 제한) 발행주식 10% 이상의 보유 주주, 회사의 주요 경영사항에 사실상의 영향력을 행사하는 자 및 이들의 배우자/직계존비속 (벤처특별법 특례) 벤처기업의 경우 기술 및 경영 혁신에 기여한 외부전문가에게도 부여 가능 (상장기업 부여 공시) 스톡옵션을 부여한 상장법인은 주총 결의 후 금융위원회와 거래소에 그 사실을 즉시 신고
스톡옵션 행사	(행사 기간) 결의일부터 2년 이상 재임 또는 재직 해야 이를 행사할 수 있음 (상장기업 행사 공시) 코스닥기업의 경우, 주식매수선택권 행사주식수 누계(기신고된 행사주식 수 제외)가 발행주식총수의 1% 이상일 때 주요경영사항 신고 (벤처기업 세제 특례) 행사이익 5천만원 이하 비과세 및 납부특례(분할납부) 등 스톡옵션 행사 특례

자료: 상법, 자본시장법, 벤처특별법, 한국거래소 공시규정

분석 배경①: 경영진 주식연계 보상의 중요성 증대

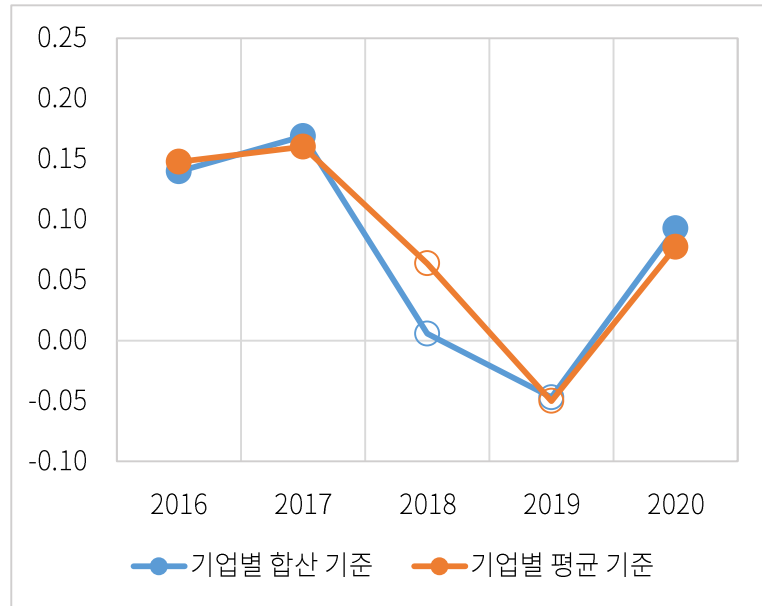
- 상장기업 경영진(임원) 보수 중 스톡옵션 행사이익 비중 증대
 - › ('16) 3.8% → ('18) 15.3% → ('20) 8.6%
- 현금(급여+성과급) 보수와 주주이익(자본이득+배당)과의 민감도(Pay-Performance Sensitivity) 감소
 - › 2020년 다소 반등했으나 2018~19년 경영진의 현금보수와 주주이익간 민감도는 통계적으로 0 또는 음(-)

상장기업 경영진(임원) 평균 보수 추이



주 1) 사업보고서 상에 기재된 5억원 이상의 보수를 수령하는 임원 기준
 주 2) 스톡옵션행사이익비중의 증가는 CEO/CEO외, 등기/미등기임원 전반적으로 확인됨
 자료: 자본시장연구원, TS2000

경영진(임원) 현금 보수 - 주주이익 민감도 추이



주 1) 현금보수(급여,상여,성과급)의 로그차분과 주주이익(연간배당포함 주식 수익률)의 관계를 연도별 횡단면 회귀분석을 토대로 산출 (예: Murphy, 1986; Kaplan, 1994)
 주 2) 통제변수로 보유지분율, ROE, 매출액 증가율, 기업 고정효과 사용
 주 3) 빈(empty) 표식('18~19)은 통계적으로 유의하지 않음을 의미
 자료: 자본시장연구원, TS2000, DataGuide

분석 배경②: 카카오페이 사례

○ 작년 말 카카오페이 경영진의 대규모 스톡옵션 행사 후 차익 실현에 대한 논란 제기

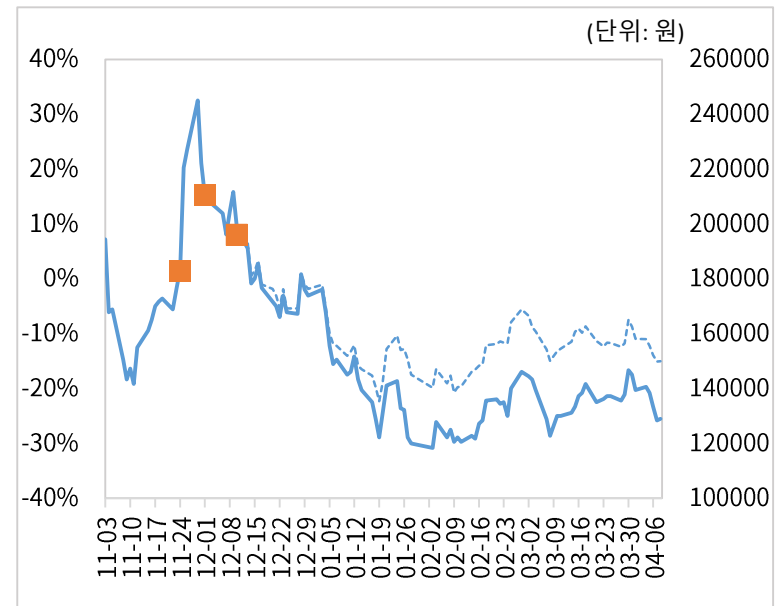
- 작년 11월 유가증권시장에 신규 상장한 카카오페이 경영진 8인은 상장 전 부여 받은 스톡옵션을 상장 후 3주 만에 행사하여, 약 2주 뒤 전량 매각한 사례
- 상장 후 5년 내 행사 가능한 스톡옵션으로 행사, 매도에 있어 위법적 요소는 없었으나, 경영진의 신중하지 못한 판단과 도적적 해이에 대한 시장의 평가는 냉혹했음
 - 매도 당일(12/10)은 코스피 200지수 편입 첫날 및 금요일로 전략적으로 매도 시점을 정했다는 논란도 제시되었음
- 결과적으로 주주의 이익을 위하여 도입된 스톡옵션의 본래 취지와 다른 결과를 초래

카카오페이 사례 timeline

시점	주요 내용
11/3	신규상장(유가증권시장)
11/24	CEO, CFO 등 주요 경영진 8인 상장 전 부여 받은 스톡옵션 행사 (약 44만주) 행사가격 = 5,000원
12/1	스톡옵션 행사내역 공시 (지분공시)
12/10	행사한 스톡옵션 전량 매각(시간외매매) (약 878억원의 차익 실현) 매도가격 = 204,017원
	매도내역 공시 (지분공시)
12/20	CEO 등 3인의 경영진 사퇴, 잔류 경영진 5인은 주식 재매입 결정

자료: 관련 뉴스 및 공시자료

카카오페이 상장 이후 누적 수익률 추이



주 1) 상장(21.11.03) 이후 카카오페이 누적수익률[좌] 및 종가[우], 경영진 주식 매도 이후 누적초과수익률[좌](점선) 표시, 초과수익률은 주식시장 대비 수익률로 산출

주 2) 네모 표시는 각각 경영진 스톡옵션 행사(11.24), 행사 공시(12.1), 주식 매각(12.10)

자료: DataGuide

분석 목적

- 상장기업의 스톡옵션 부여 현황을 조사하고 스톡옵션의 부여 효과를 분석
 - › 상장기업이 부여하는 스톡옵션의 특징
 - 성과 연동 여부, 행사기간 등
 - › 스톡옵션을 부여하는 기업의 특징
 - › 스톡옵션 부여 이후 변화: 재무지표, 주식 수익률
- 상장기업 경영진(임원)의 스톡옵션 행사 특징과 영향을 분석
 - › 스톡옵션 행사 시점, 행사 후 매도 현황
 - › 스톡옵션 행사(또는 매도) 시점의 전략적 선택 관련 주식 수익률 변화 분석
- 최근 상장기업의 상장 전 스톡옵션 부여 현황과 상장 후 행사 현황 분석
 - › 카카오페이 유사 사례 검토

분석 자료

○ 금융감독원 전자공시시스템(DART) 공시자료를 추출하여 상장기업 스톡옵션 부여, 행사, 행사 후 매도 자료 구축

- › 분석기간: 2015~2021 중 부여된 스톡옵션 (상장기업), 2019~2021 중 신규 상장한 기업(상장 전 부여)
 - 스톡옵션 부여공시(정정포함, '15~21) 3,625건(685개 기업), 스톡옵션 행사공시(정정포함, '17~) 399건(213개 기업), 임원 등 지분변동공시(정정포함, '17~) 23,276건(1,110개 기업)의 자료를 토대로 데이터 구축
 - 신규 상장기업의 상장 전 부여내역의 경우 증권신고서, 투자설명서 자료를 참고
- › 그 외 미행사 스톡옵션 내역, 주가, 재무제표 등의 자료는 DataGuide, TS2000 통해 확보

실증분석 표본

A. 상장기업 스톡옵션 자료		임직원 스톡옵션 부여		경영진(임원) 스톡옵션 부여		경영진 스톡옵션 행사		행사 후 매도	
부여 연도	기업 수	부여 수 (부여일 기준)	기업 수	임원 수	기업 수	임원 수	기업 수	임원 수	
2015	123	145	112	483	40	114	26	70	
2016	151	199	129	532	41	110	20	52	
2017	170	215	153	602	51	107	25	37	
2018	201	259	178	724	36	79	16	24	
2019	207	265	174	708	31	88	17	30	
2020	229	304	186	760	3	9			
2021	236	328	177	552					

B. 신규 상장기업 스톡옵션 자료		상장 전 임직원 스톡옵션 부여		상장 전 경영진(임원) 스톡옵션 부여		상장 후 경영진 스톡옵션 행사		행사 후 매도	
상장 연도	기업 수	부여 수 (부여일 기준)	기업 수	임원 수	기업 수	임원 수	기업 수	임원 수	
2020	41	126	40	297	31	137	13	25	
2021	66	179	61	417	21	68	8	17	

주 1) 유가증권시장, 코스닥 상장기업을 대상으로 자료 구축 (SPAC, 외국상장기업제외)

주 2) 임원의 퇴임 등으로 스톡옵션 행사, 행사 후 매도 자료 확보가 어려운 표본은 제외

자료: 공시자료 저자 집계

2

상장기업 스톡옵션 부여 현황 및 효과 분석

상장기업의 스톡옵션 활용 빈도 증가

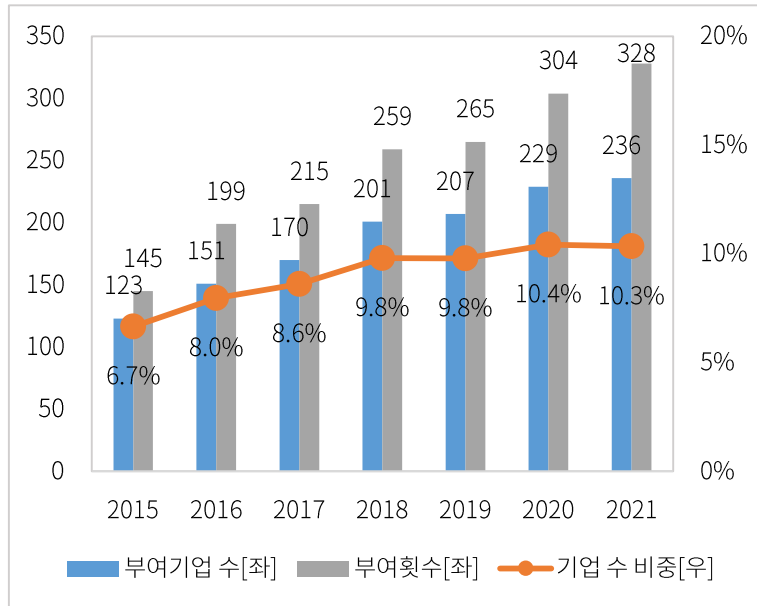
○ 상장기업의 스톡옵션 활용도는 지속적으로 증가하는 추세

- 부여 건수: ('15) 145 → ('17) 215 → ('19) 265 → ('21) 328 (2.3배 증가)
- 상장기업 중 스톡옵션 부여 기업 비중: ('15) 6.7% → ('21) 10.3% (3.6%p 증가)

○ 2021년 부여된 스톡옵션의 규모(부여수량×행사가격)는 약 2.3조원으로 전년 대비 71% 증가

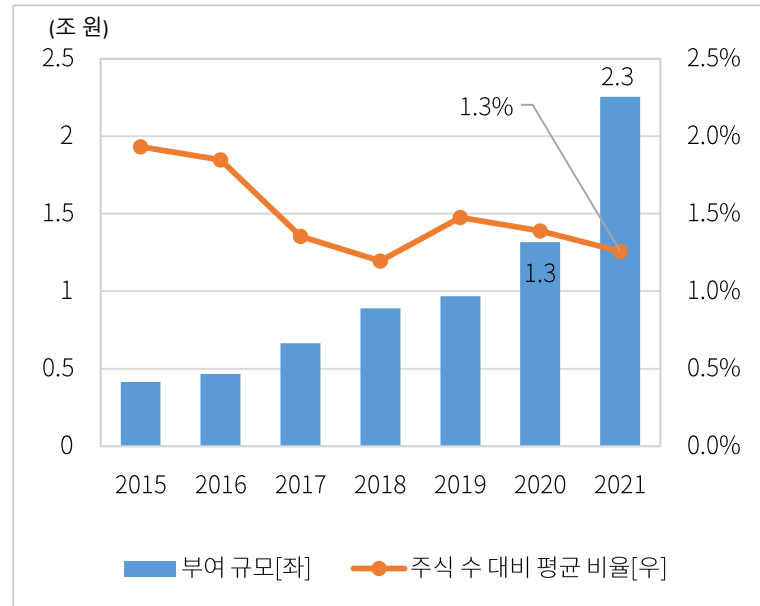
- 발행주식 수 대비 비중은 1~1.5% 수준으로 감소 (대형 기업의 스톡옵션 부여 비중 증가)

상장기업 스톡옵션 부여 추이



주 : 부여횟수는 공시 기준(정정공시 등 중복 제외)
자료: 공시자료 집계, DataGuide

상장기업 스톡옵션 부여 규모 및 비중



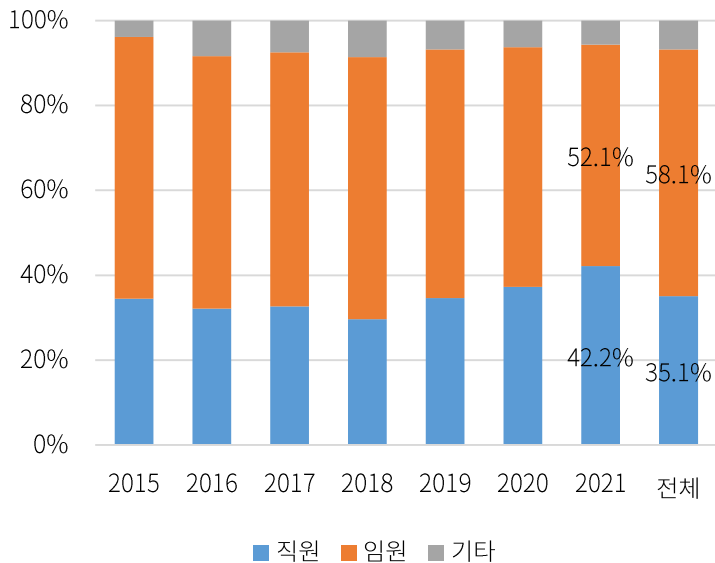
주 1) 부여 규모 = 부여 수량 × 행사가격
주 2) 실선은 합산 발행주식 수 대비 비중(%)을 표시
자료: 공시자료 집계, DataGuide

스톡옵션 부여 대상

○ 상장기업의 스톡옵션 부여 대상은 임원(58.1%), 직원(35.1%), 기타(6.8%)

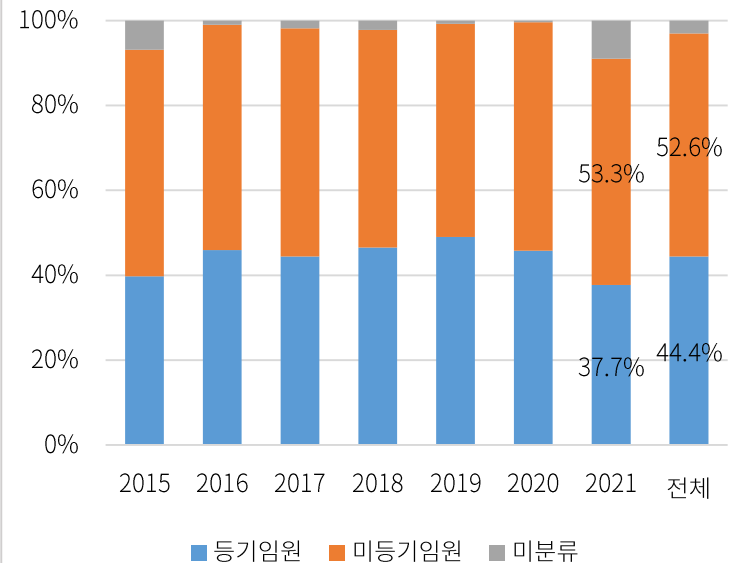
- › 부여 건수가 임원이 많으나 합산 부여금액은 직원이 52.7% 임원이 44%로 직원의 비중이 더 높으며, 직원에게 부여하는 스톡옵션의 비중이 증가하는 추세
- › 임원 내에서는 미등기임원의 부여 건수가 소폭 많으나, 부여금액은 등기임원의 비중이 소폭 큰 경향
 - 금액기준(전체기간): 등기임원(51.1%), 미등기임원(45.2%)

스톡옵션 부여 대상: 전체



주 1) 부여 건수(공시) 기준
 주 2) '기타' 유형은 주로 계열회사 임직원, 외부전문가 등이 포함됨
 자료: 공시자료 집계

스톡옵션 부여 대상: 임원



주 : 부여 건수(공시) 기준
 자료: 공시자료 집계

(참고) 스톡옵션 유형

○ 상장기업 스톡옵션 표준 모델 상의 유형 분류

- › 고정부 vs. 변동부 스톡옵션: 장기 보유를 유도하거나, 성과가 연동된 스톡옵션이 바람직함
 - 부여시점에 수량, 행사가격, 행사시점 등의 고정 여부로 판단
- › 할증 vs. 할인 스톡옵션: 부여 시점의 시가(주식가격)보다 높게 행사가격이 설정되는 경우가 바람직함

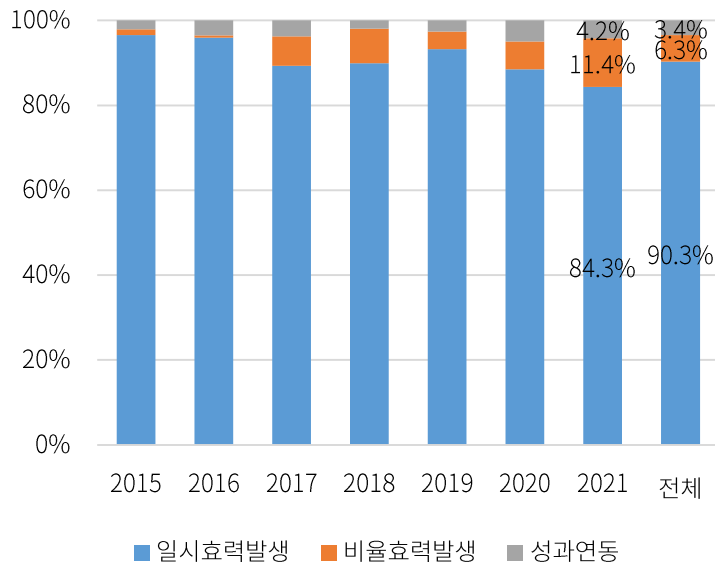
유형	분류		국내 상장기업 부여 사례	
고정부 스톡옵션	1.일시효력발생		(통상) 행사가능시점(부여 후 최소 2년) 이후 전체 행사 가능	분할 행사에 따른 장기 보유 유도
	2.비율효력발생	일정비율	부여일로부터 2, 3, 4, 5년이 경과한 시점에서 각각 부여수량의 25%, 50%, 75%, 100%까지 누적 행사 가능	
		변동비율	부여일로부터 2, 3, 4년이 경과한 시점에서 부여수량의 각각 30%, 70%, 100%까지 행사	
	3.성과연동효력발생 (성과: 재무성과 또는 주식 수익률 등)			행사가능기간 동안 행사가능일 또는 그 이후 매월 말일을 기준으로 산정한 평균주가가 행사가격의 150% 이상을 기록한 경우 행사 가능
변동부 스톡옵션 (성과연동)	4. 경영지표 연동		행사가능기간 동안 매년 부여주식 1/3한도 내에서 사업목표 달성도 평가에 기초하여 이사회 결정에 따라 행사가능 주식 수가 결정됨 (행사가능기간: 3년)	
	5. 주가지수 연동			
	6. 경영지표 & 주가지수 동시 연동			

주 : 각 유형별 사례는 부여 공시 내역을 바탕으로 요약
 자료: 스톡옵션 표준 모델(상장사협의회, 2000), 임자영(2019), 공시자료 집계

스톡옵션 유형별 부여 현황

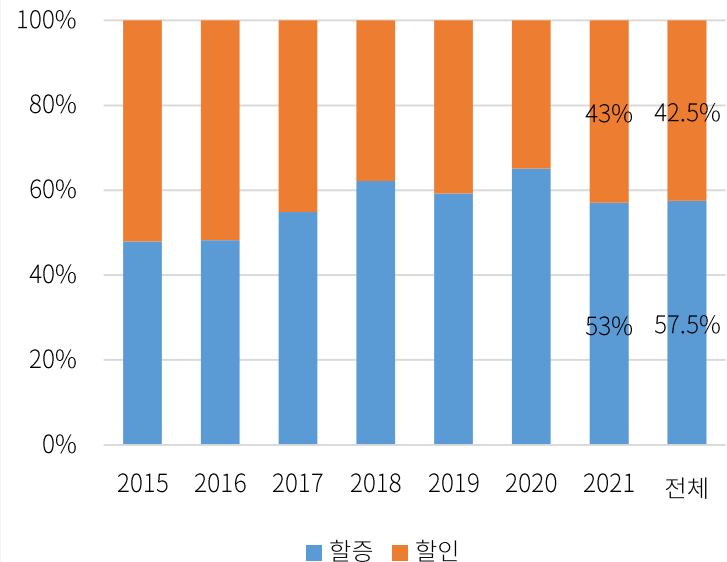
- 상장기업이 주로 부여하는 스톡옵션은 일시효력발생(cliff) 스톡옵션 (부여 건수 기준 90.3%)
 - › 분할하여 행사할 수 있는 스톡옵션(비율효력발생)과 성과와 연동된 스톡옵션의 비중은 상대적으로 낮은 편
- 부여 당시 주식의 증가와 비교했을 때 42.5%는 할인(discount)되어 부여
 - › 할증된 스톡옵션의 비중이 높으나, 할인되어 부여되는 스톡옵션의 비중도 유의미한 편
 - 과거 거래량가중평균가격(VWAP)을 활용할 경우 일정 부분 할인될 수 있는 것으로 판단됨
 - › 다만 행사가격의 할증(또는 할인)률의 중앙값은 약 1.3%로 부여 당시 증가와 대체로 유사한 편

상장기업 스톡옵션 부여 유형: 종류



주 : 부여 건수(공시) 기준
자료: 공시자료 집계

상장기업 스톡옵션 부여 당시 할증/할인 여부



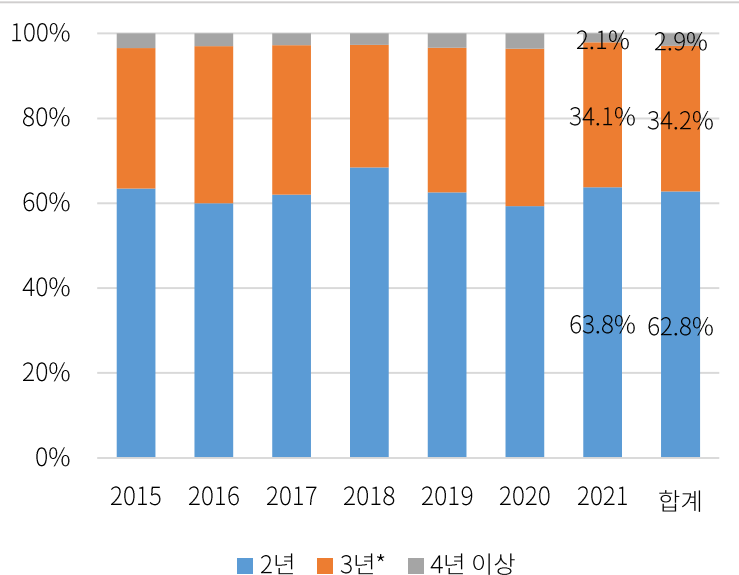
주 1) 부여 건수(공시) 기준
주 2) 부여일 기준 증가와의 비교를 통해 할증(premium), 할인(discount) 여부 판단
자료: 공시자료 집계, DataGuide

스톡옵션 행사기간별 부여 현황

- 다수의 스톡옵션은 부여 이후 2~3년 내 행사가능하며, 행사가능 시점이 도래한 이후 2~5년 동안 행사가 가능
 - ▶ 약 63%(금액 기준 44%)의 스톡옵션이 부여 이후 법정최소기한(상법 제340조의4)인 2년이 지난 시점에 바로 행사가 가능

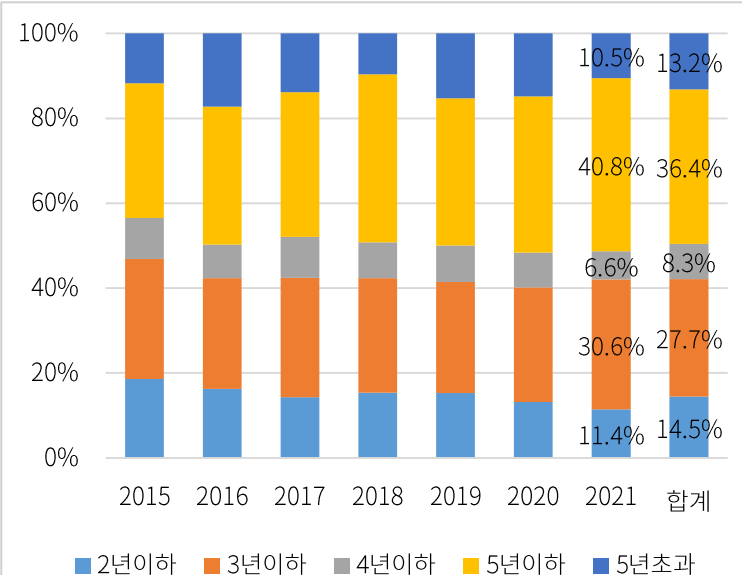


상장기업 스톡옵션 행사기간: 부여 - 시작일



주 1) 부여 건수(공시) 기준
 주 2) 3년* 내에는 2년 초과~3년 미만인 표본도 소량 포함되어 있음
 자료: 공시자료 집계

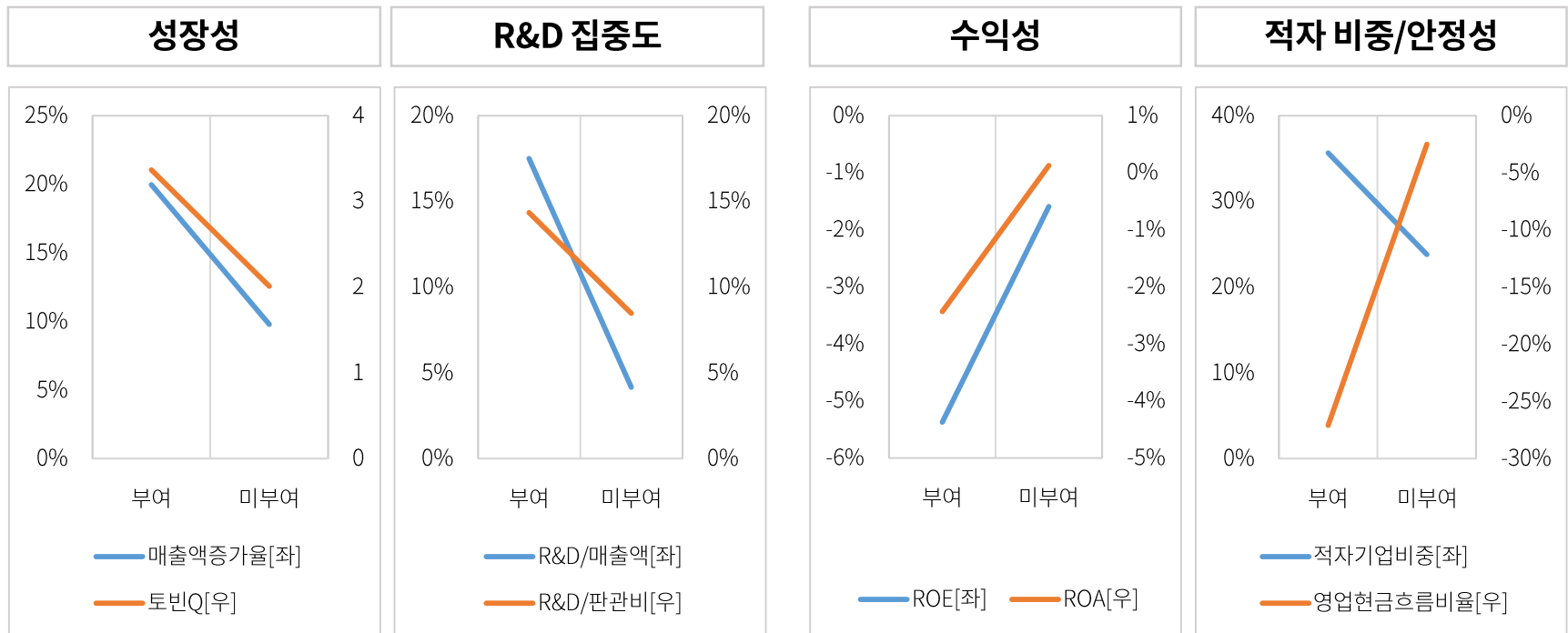
상장기업 스톡옵션 행사기간: 시작 - 종료일



주 : 부여 건수(공시) 기준
 자료: 공시자료 집계

스톡옵션을 부여한 기업의 특징(1)

- 경영진에 스톡옵션을 부여한 기업은 성장성이 높고 R&D투자가 많은 기업인 반면,
 - ▶ 수익성과 현금지불여력이 작은 기업으로 나타남
- 전반적으로 현재 고정비용(임금) 지불여력이 부족하나 향후 성장 잠재력이 높은 기업에서 주로 활용하는 보상체계

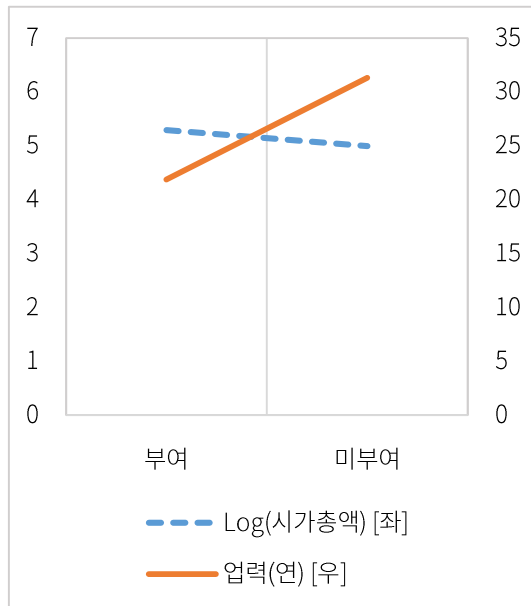


주 1) 연도별 부여기업과 미부여기업 간의 재무지표 특징 차이를 정량적으로 산출
 주 2) 실선은 두 집단간의 차이가 통계적으로 유의함을 나타냄
 주 3) 토빈Q = 시가총액/지배주주지분, 영업현금흐름비율 = 영업활동현금흐름/매출액
 자료: 공시자료 집계, DataGuide

스톡옵션을 부여한 기업의 특징(2)

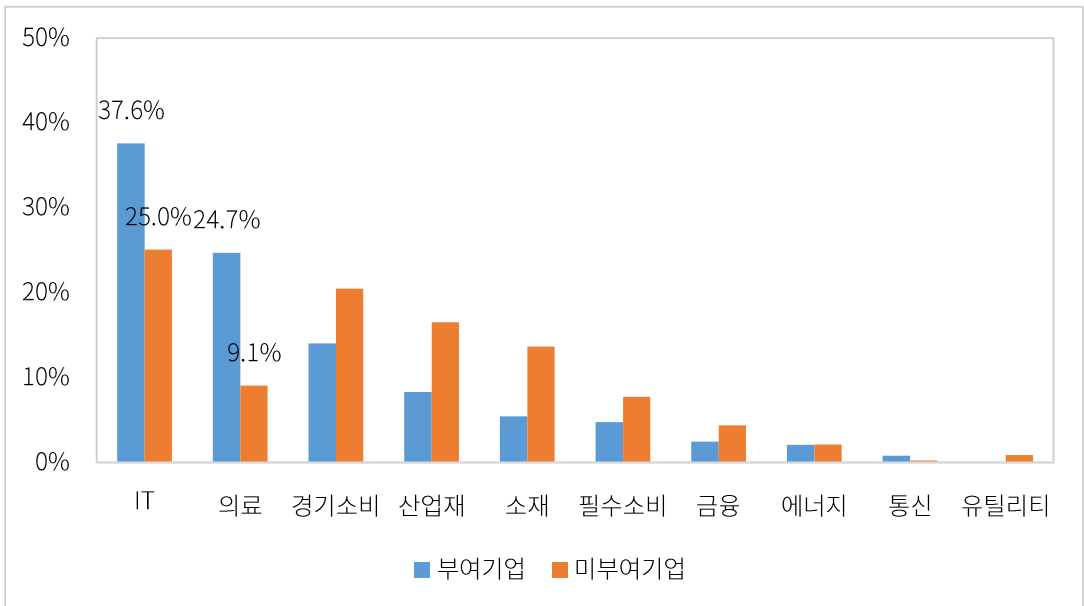
- 경영진에 스톡옵션을 부여한 기업의 규모가 상대적으로 크게 나타나나 유의미한 차이는 없음
- 스톡옵션을 부여한 기업이 상대적으로 업력이 짧고, IT/의료 섹터 비중이 높음
 - › (IT 섹터) 37.6% (부여) vs. 25.0% (미부여)
 - › (의료 섹터) 24.7% (부여) vs. 9.1% (미부여)

규모 및 업력



주 1) 부여 건수(공시) 기준
 주 2) 업력은 설립일 이후 각 연도말일과의 차이로 산출
 주 3) 실선은 두 집단간의 차이가 통계적으로 유의함을 나타냄
 자료: 공시자료 집계, DataGuide

업종별 비중 분포

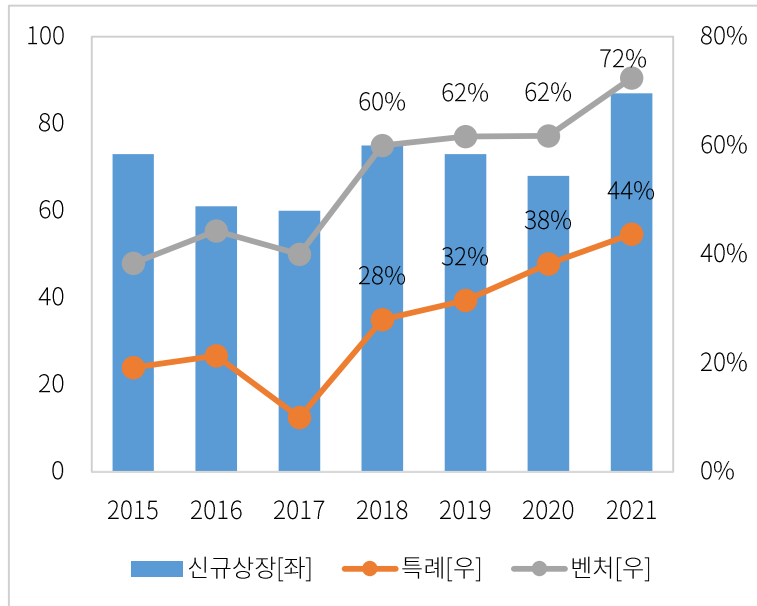


주 1)부여 건수(공시) 기준
 주 2) FnGuide 섹터(sector) 분류 기준 사용
 자료: 공시자료 집계, DataGuide

신규 상장기업의 상장 전 스톡옵션 부여 현황

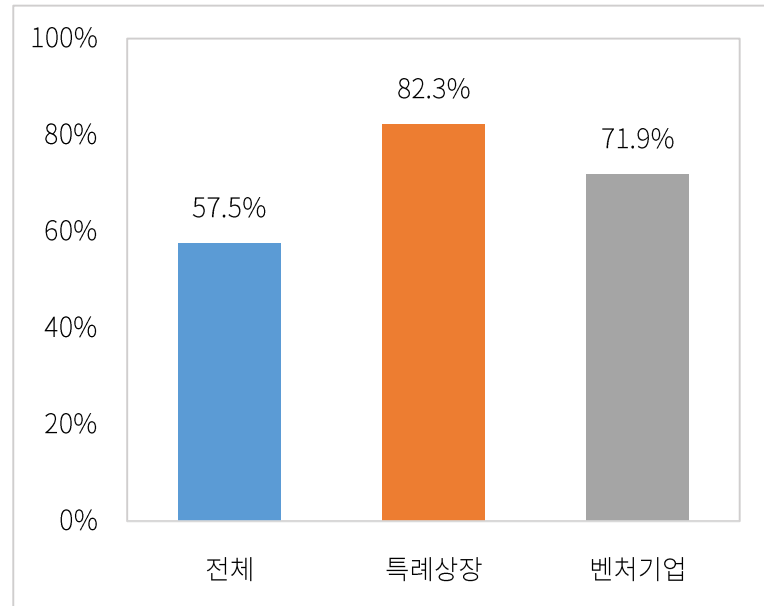
- 카카오페이 사례와 관련하여 2015년 이후 IPO를 실시한 기업 중 ‘상장 전’ 스톡옵션을 부여한 기업은 57.5%이며, 벤처기업 및 특례상장기업의 경우 스톡옵션 부여 비중이 높음
 - › 특례상장(기술성장) 및 벤처기업의 IPO 증가로 상장 전 스톡옵션을 부여한 기업의 비중은 지속 증가
 - (‘15) 46.6% → (‘17) 56.7% → (‘19) 60.3% → (‘21) 75.9%
 - › 앞선 스톡옵션을 부여한 기업의 특징과 유사하게, 현재 가시적인 성과는 부족하나 성장 가능성이 높은 벤처/혁신기업에서 주로 활용하는 보상체계
 - › 상장 전 스톡옵션 부여 대상, 행사기간 등은 상장기업의 스톡옵션 부여 현황과 전반적으로 유사함

신규 상장기업 내 특례상장, 벤처기업 비중 추이



주 : 외국상장기업, SPAC, 재상장, 이전상장(코스닥→코스피) 제외
자료: 증권신고서, 공시자료 집계, KIND

신규 상장기업의 상장 전 스톡옵션 부여 비중

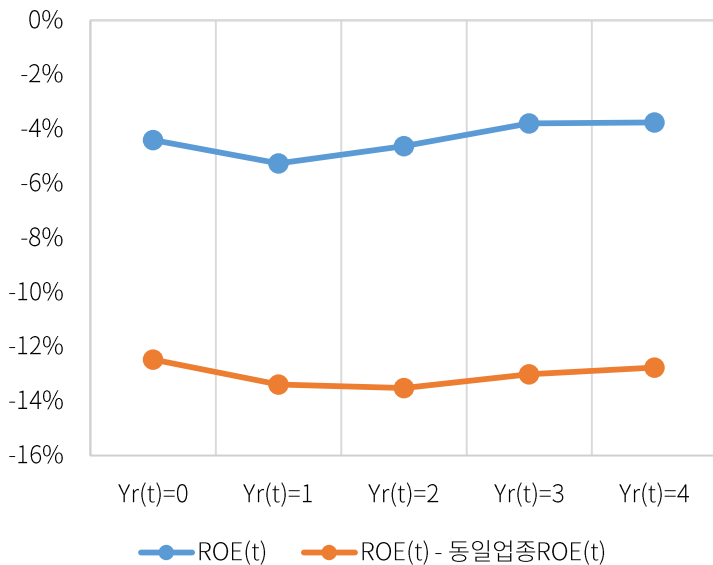


주 1) 2015~2021년 각 연도별 비중의 차이도 유사하게 관찰됨
주 2) 상장 전 스톡옵션 부여 여부는 증권신고서(또는 투자설명서) 상의 내용을 토대로 확인
자료: 증권신고서, 공시자료 집계, KIND

스톡옵션 부여 효과(1): 수익성

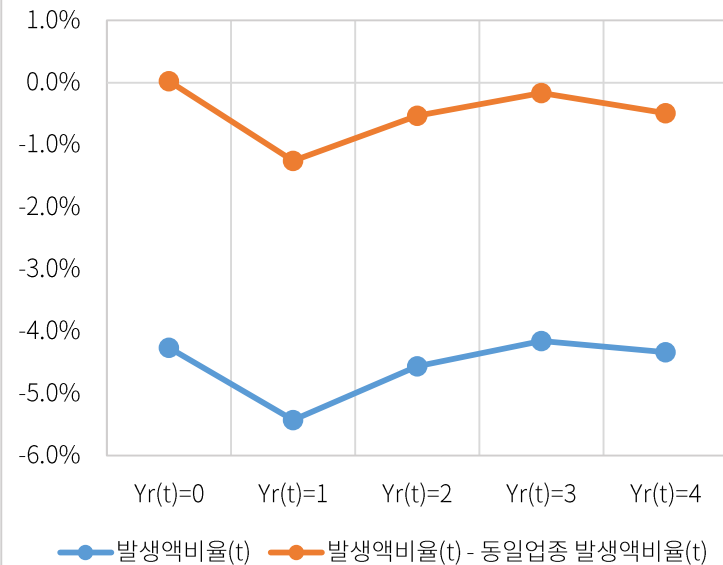
- 경영진(임원) 스톡옵션 부여 이후 4년 동안의 수익성 지표(ROE)의 큰 변화는 없음
 - › 동일 업종 대비 낮은 수익성이 지속
- 발생액(accrual) 비율의 평균이 음(-)으로 이익의 질(quality) 또한 낮은 편

스톡옵션 부여 이후 수익성 변화



주 1) 경영진에 부여한 연도 이후 4년 동안의 ROE 평균 추이
 주 2) 업종별 지표는 각 업종 내 합산 재무지표를 토대로 산출
 자료: 공시자료 집계, DataGuide

스톡옵션 부여 이후 발생액 비율 변화

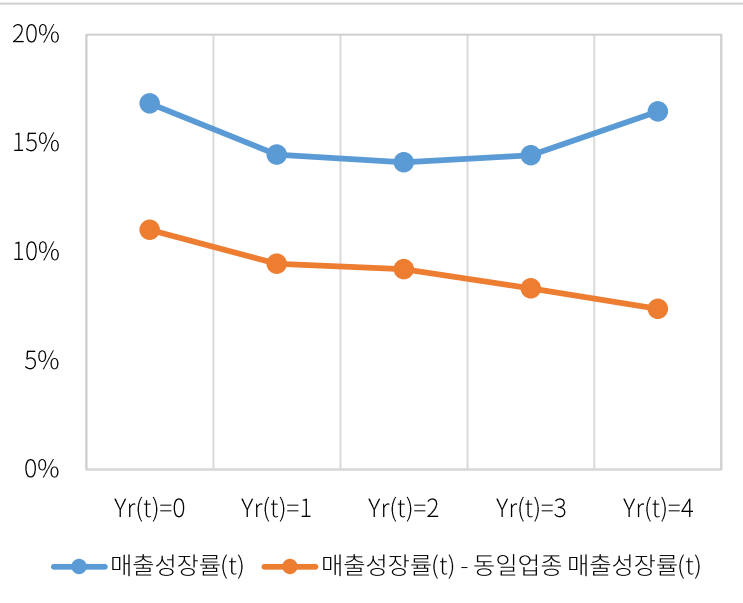


주 1) 경영진에 부여한 연도 이후 4년 동안의 발생액(당기순이익-영업활동현금흐름) 비율(총 자산으로 나눠 표준화함) 평균 추이
 주 2) 업종별 지표는 각 업종 내 합산 재무지표를 토대로 산출
 자료: 공시자료 집계, DataGuide

스톡옵션 부여 효과(2): 성장성

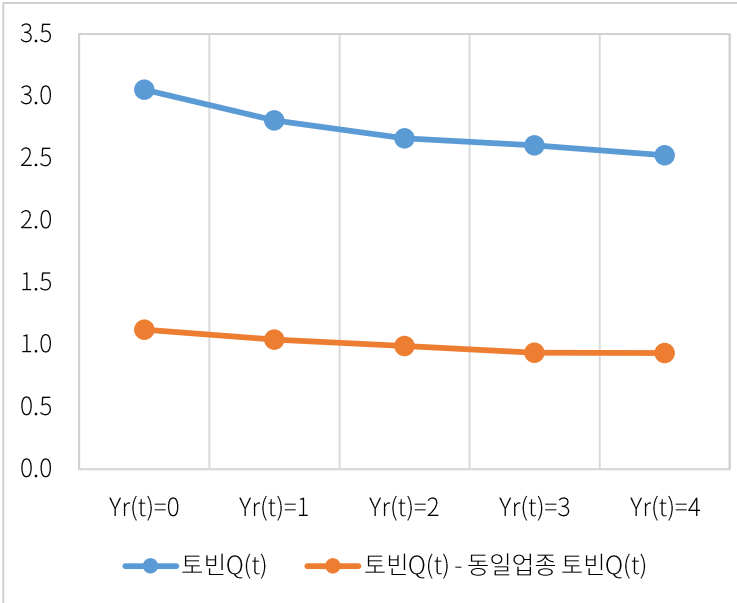
- 스톡옵션 부여 이후 4년 동안의 매출액의 증가가 관찰되나, 성장세는 다소 둔화되는 경향
 - › 동일업종 내 매출액성장률을 감안할 경우 성장률이 지속 감소
- 토빈Q가 감소하는 경향이 있어 전반적인 성장성과 벨류에이션(valuation)은 줄어듦

스톡옵션 부여 이후 매출액증가율 변화



주 1) 경영진에 부여한 연도 이후 4년 동안의 연간 매출액 성장률 평균 추이
주 2) 업종별 지표는 각 업종 내 합산 재무지표를 토대로 산출
자료: 공시자료 집계, DataGuide

스톡옵션 부여 이후 토빈Q 변화

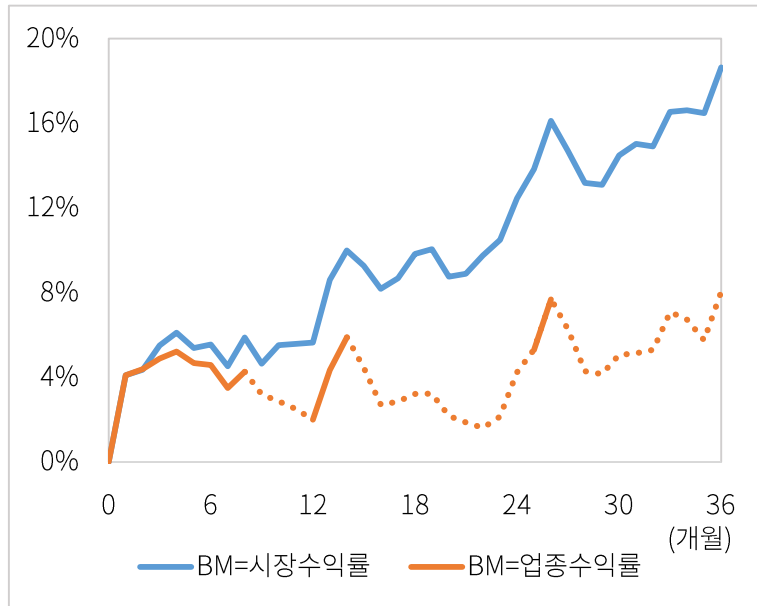


주 1) 경영진에 부여한 연도 이후 4년 동안의 평균 토빈Q 변화 추이
주 2) 토빈Q는 시가총액과 지배주주지분(book)의 비율로 산출함
자료: 공시자료 집계, DataGuide

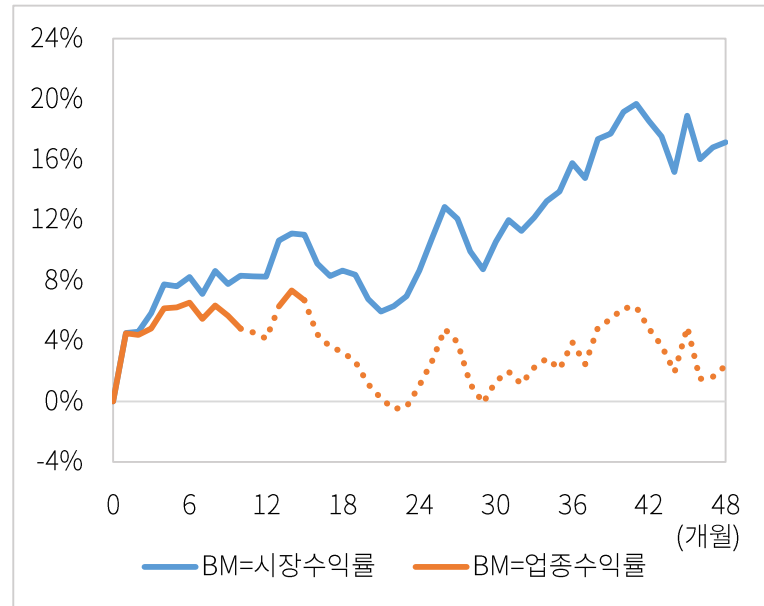
스톡옵션 부여 효과(3): 주식 수익률

- 경영진(임원) 스톡옵션 부여 이후 4년 동안 누적 보유수익률은 주식시장 대비 증가했으나,
- 업종 수익률을 벤치마크로 삼을 경우 보유초과수익률은 통계적으로 유의하지 않음
 - › 이는 분석기간(2015~) 동안 의료(+172%) 및 IT(+119%) 섹터의 수익률이 타 섹터에 비해 높고, 스톡옵션을 부여한 기업 내 IT/의료 섹터 기업의 비중이 높기 때문
 - › 동종 업종 수익률 대비 유의미한 양(+)의 초과수익률을 시현했다고 보기 어려움

스톡옵션 부여 이후 보유초과수익률: 3년



스톡옵션 부여 이후 누적 초과수익률: 4년



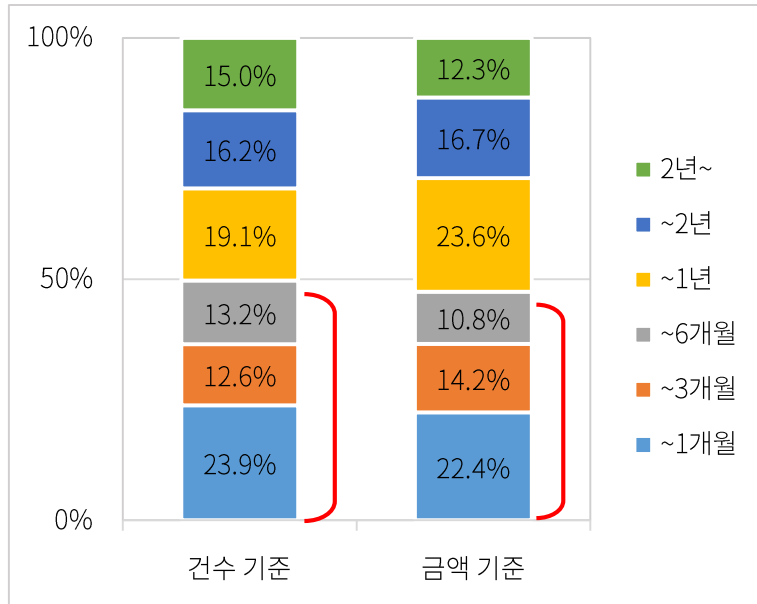
3

상장기업 스톡옵션 행사 현황 및 영향 분석

스톡옵션 행사 시점

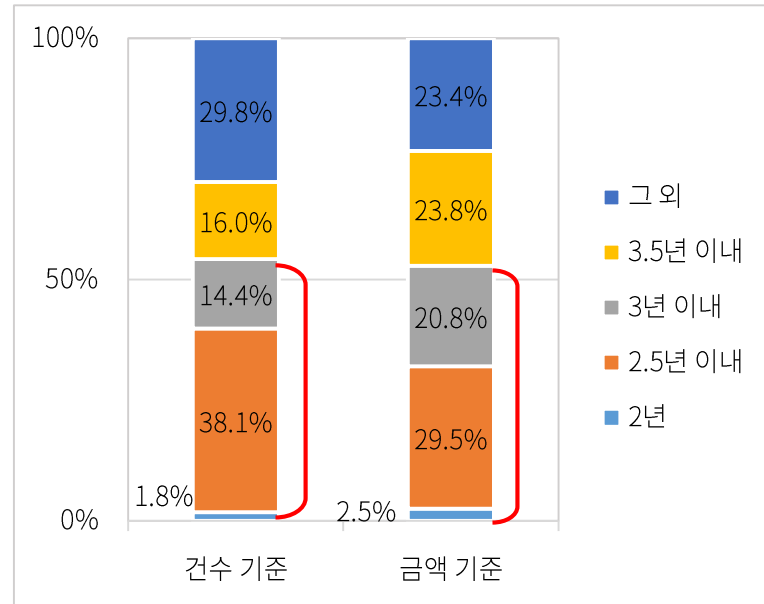
- 분석기간('15~21) 임원에 부여된 스톡옵션 중 행사가 확인된 경우를 살펴본 결과, 약 50%는 주로 행사가능기간(2년~) 도래 이후 6개월 내 행사되는 것으로 파악
 - › 행사가능기간 내 약 70%는 1년 내 행사
 - › 스톡옵션의 주된 행사가능 시점인 부여 후 2~3년 내 주로 행사되어, 행사가능기간(2~5년) 내 초기에 주로 행사되는 것으로 보임
 - 다만 퇴직, 임기 만료 등의 영향으로 매도할 가능성도 존재함

스톡옵션 행사 시점: 행사가능기간 도래 이후



주 1) 공시 건 수 기준(정정공시 등 중복 제외), 금액의 경우 행사금액 기준
 주 2) 임원에 부여된 스톡옵션 중 행사여부가 파악된 표본을 대상으로 산출
 자료: 공시자료 집계

스톡옵션 행사 시점: 부여 이후

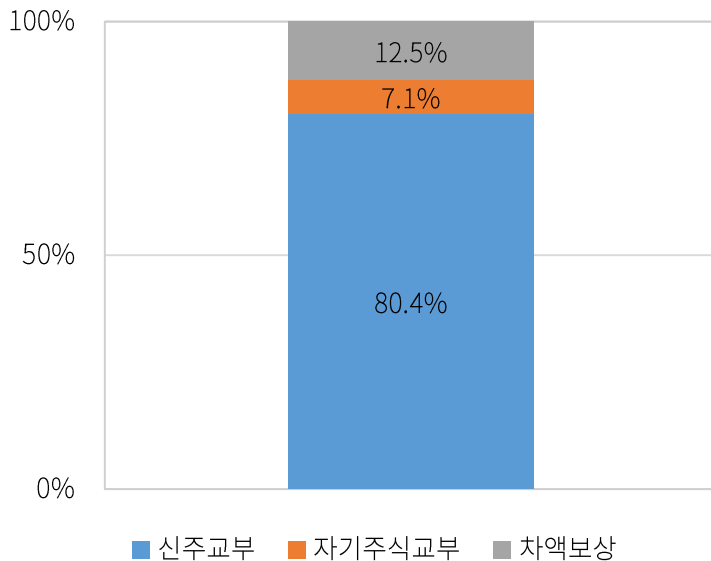


주 1) 공시 건 수 기준(정정공시 등 중복 제외), 금액의 경우 행사금액 기준
 주 2) 임원에 부여된 스톡옵션 중 행사여부가 파악된 표본을 대상으로 산출
 자료: 공시자료 집계

스톡옵션 행사 방법 및 수익률

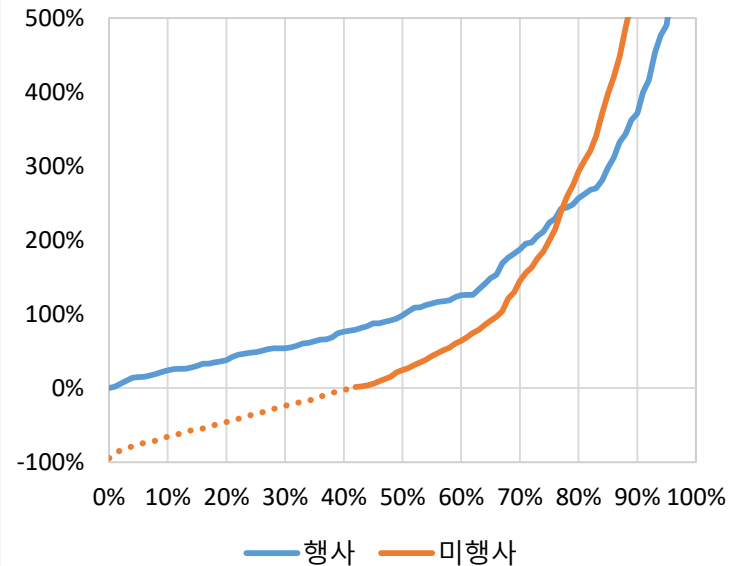
- 스톡옵션은 주로 주식교부(신주 또는 자사주) 방식으로 행사되며,
- 행사가격을 기준으로 수익(gain) 구간에서 행사됨
 - › 연간 사업보고서 상 미행사된 스톡옵션의 미실현수익률을 비교한 결과, 미행사된 스톡옵션 중 약 40%는 손실(loss) 구간으로 나타남
 - › 결과적으로 경영진(임원)은 행사가능기간 조기에, 수익 구간에서 매도하는 것으로 요약할 수 있음

스톡옵션 행사 방법 비중



주 1) 행사방법의 경우 정확한 추적이 어려워 실제 비중과 다를 수 있음
주 2) 임원에 부여된 스톡옵션 중 행사여부가 파악된 표본을 대상으로 산출
자료: 공시자료 집계

스톡옵션 행사 vs. 미행사 수익률 분포

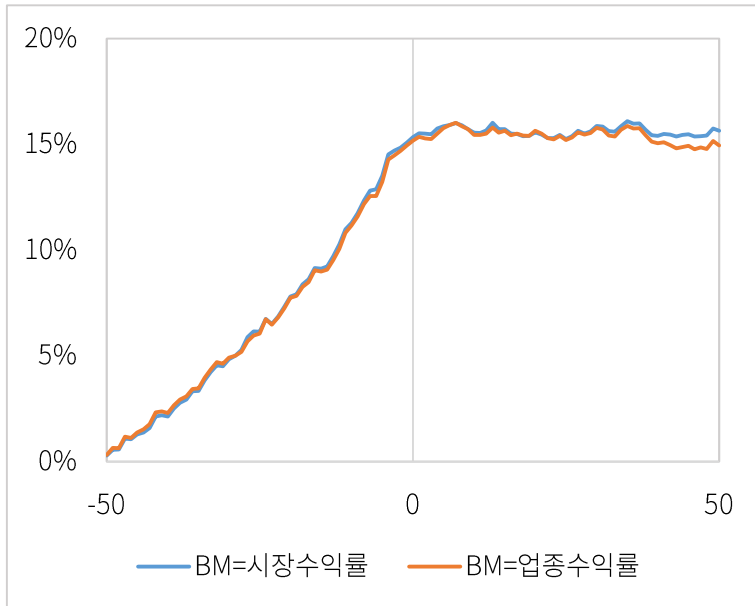


주 1) 임원에 부여된 스톡옵션 중 행사여부가 파악된 표본을 대상으로 행사가와 행사일 기준 종가를 비교하여 수익률 분포를 그림
주 2) 미행사된 스톡옵션은 분석기간 중 연말 사업보고서 상 미행사수량이 파악되는 표본을 대상으로 연말 종가와 비교를 토대로 수익률을 산출
자료: 공시자료 집계, DataGuide

스톡옵션 행사 전후 누적초과수익률(CAR)

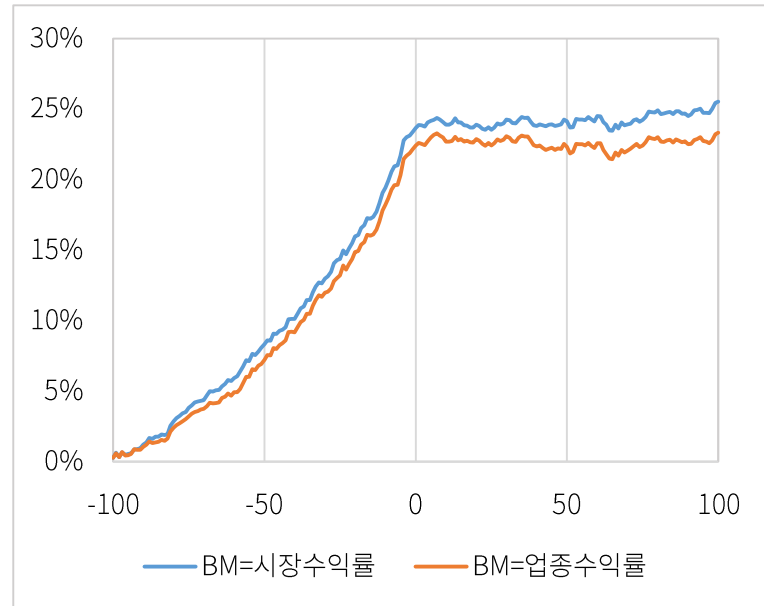
- 경영진(임원)의 스톡옵션 행사 전후 누적초과수익률을 살펴본 결과,
 - › 행사 전 유의한 양(+)의 초과수익률 확인
 - › 반면 행사 이후 초과수익률이 통계적으로 0에 가까움
- 전반적으로 스톡옵션 행사 시점을 전략적으로 선택하는 것으로 평가됨

스톡옵션 행사 전후 CAR: 50일



주 1) 임원 스톡옵션 행사일(0) 전후 50일간 누적초과수익률(CAR)을 나타냄
주 2) 벤치마크(BM)로 시장(코스피+코스닥) 수익률, 업종(sector) 수익률 사용
자료: 공시자료 집계, DataGuide

스톡옵션 행사 전후 CAR: 100일

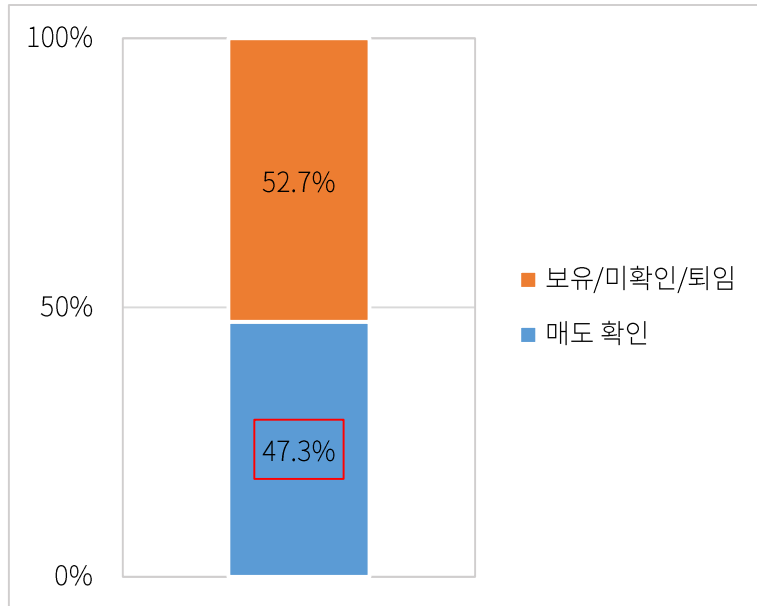


주 1) 임원 스톡옵션 행사일(0) 전후 100일간 누적초과수익률(CAR)을 나타냄
주 2) 벤치마크(BM)로 시장(코스피+코스닥) 수익률, 업종(sector) 수익률 사용
자료: 공시자료 집계, DataGuide

스톡옵션 행사 후 매도 시점

- 앞서 살펴본 행사된 스톡옵션 중 매도까지 이력진 경우는 분석 표본 중 약 47%
- 그 중 50% 이상은 행사 이후 3개월 이내 매도된 것으로 파악
 - › 약 70%는 6개월 이내에 매도되어, 전반적으로 ‘행사-매도’ 사이의 기간이 짧은 편
 - › 그 외 매도 여부가 확인이 어려운 표본은 지속 보유, 퇴임, 증여로 판단됨

임원의 스톡옵션 행사 이후 매도 확인 표본

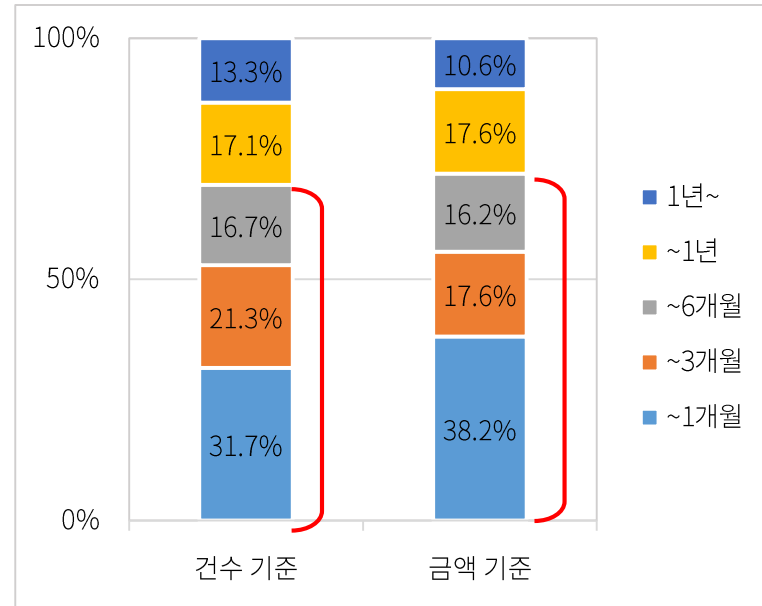


주 1) 임원에 부여된 스톡옵션 중 행사여부가 파악된 표본을 대상으로 매도가 확인된 표본의 비중을 나타냄

주 2) 확인이 어려운 표본은 주로 지속 보유 또는 퇴임, 증여로 확인됨

자료: 공시자료 집계

스톡옵션 행사 후 매도 소요기간 분포



주 1) 임원이 행사한 스톡옵션 중 매도가 확인된 표본을 대상으로 소요기간 분포를 도출

주 2) 다수의 시점에 걸쳐 매도한 경우 수량 가중평균(volume-weighted) 소요기간을 산출

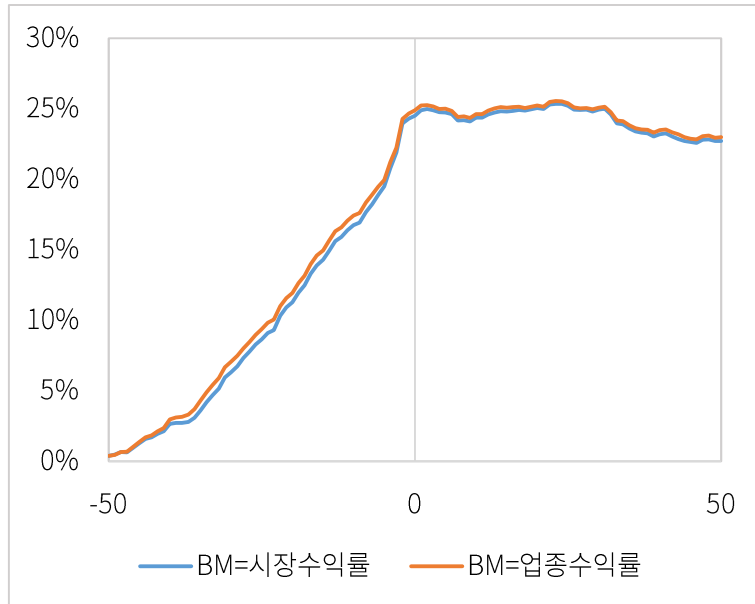
자료: 공시자료 집계

스톡옵션 행사 후 매도 전후 누적초과수익률(CAR)

○ 경영진(임원)의 스톡옵션 행사 이후 받은 주식을 매도한 경우 전후 누적초과수익률

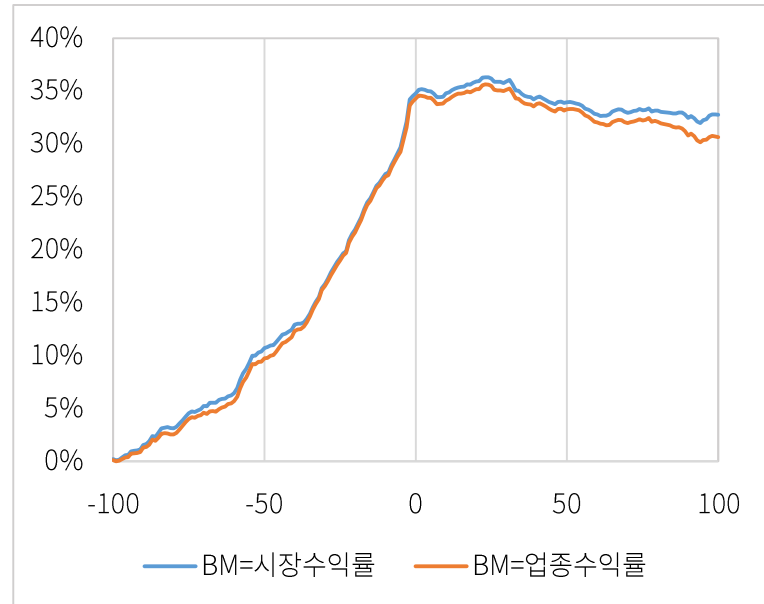
- › 매도 전 유의한 양(+)의 초과수익률 확인 (앞선 스톡옵션 행사 경우와 비교했을 때 양(+))의 CAR의 크기가 더 큼: $25\% > 15\%$)
- › 행사 이후 음(-)의 CAR이 관측되고 평균 CAR이 통계적으로 유의함
 - 업종 수익률을 비교대상(reference)으로 할 경우, 행사 후 50일(100일) CAR $-1.9\%^*$ ($-3.6\%^{**}$)

스톡옵션 행사 후 주식 매도 전후 CAR: 50일



주 1) 임원 스톡옵션 행사 후 매도(0) 전후 50일간 누적초과수익률(CAR)을 나타냄
주 2) 벤치마크(BM)로 시장(코스피+코스닥) 수익률, 업종(sector) 수익률 사용
자료: 공시자료 집계, DataGuide

스톡옵션 행사 후 주식 매도 전후 CAR: 100일

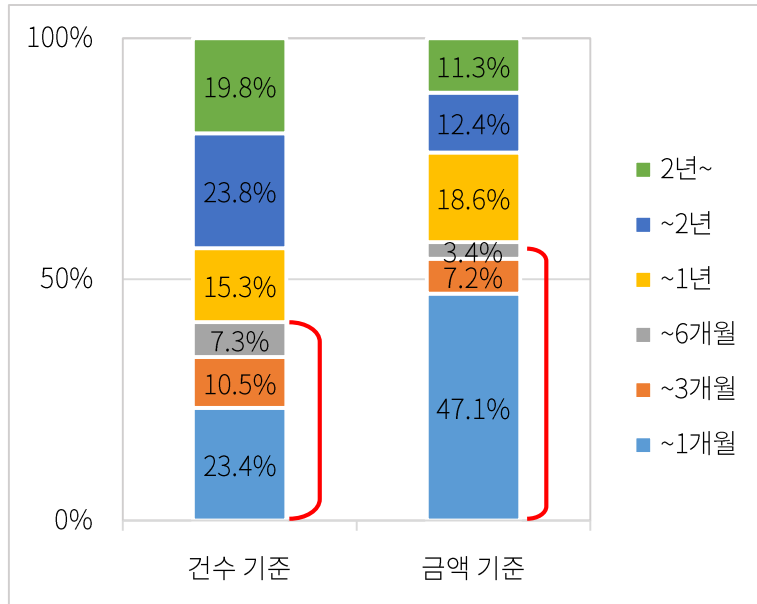


주 1) 임원 스톡옵션 행사 후 매도(0) 전후 100일간 누적초과수익률(CAR)을 나타냄
주 2) 벤치마크(BM)로 시장(코스피+코스닥) 수익률, 업종(sector) 수익률 사용
자료: 공시자료 집계, DataGuide

스톡옵션 행사 현황: 신규상장기업

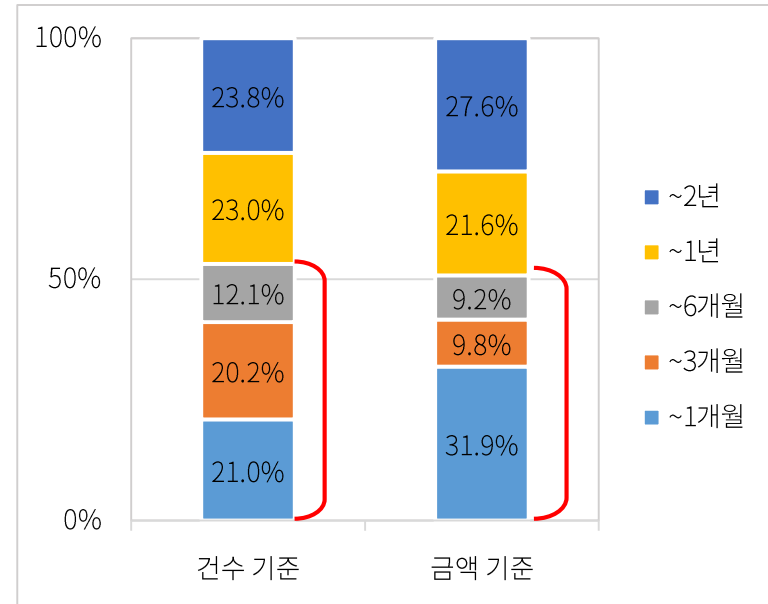
- 카카오페이 사례와 관련하여 최근(2020~2021) 신규 상장된 기업의 상장 전 부여 받은 스톡옵션을 행사한 경우를 살펴본 결과,
 - ▶ 155개 대상 기업 중 107개(69%)의 기업이 임직원에 스톡옵션을 부여, 그 중 상장 이후 스톡옵션을 행사한 임원이 확인되는 기업은 52개(49%)
- 앞선 분석 결과와 마찬가지로 행사가능기간 도래 이후 6개월 이내 행사되는 비중이 높고, 절반 이상의 기업에서 IPO 이후 초기 스톡옵션 행사가 확인됨

스톡옵션 행사 시점: 행사가능기간 도래 이후



주 1) 공시 건수 기준(정정공시 등 중복 제외), 금액의 경우 행사금액 기준
 주 2) 임원에 부여된 스톡옵션 중 행사여부가 파악된 표본을 대상으로 산출
 자료: 공시자료 집계

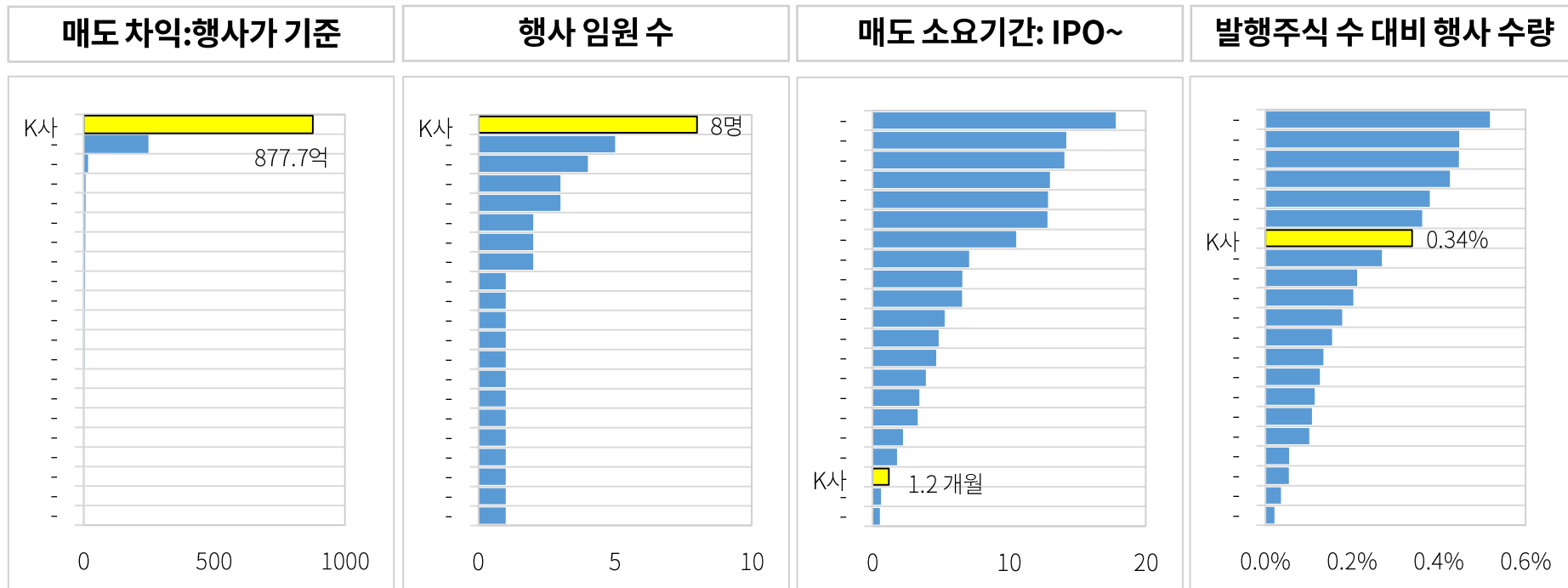
스톡옵션 행사 시점: IPO 이후



주 1) 공시 건수 기준(정정공시 등 중복 제외), 금액의 경우 행사금액 기준
 주 2) 임원에 부여된 스톡옵션 중 행사여부가 파악된 표본을 대상으로 산출
 자료: 공시자료 집계

카카오페이 유사 사례 비교: 신규상장기업

- 앞선 경영진(임원)의 스톡옵션 행사가 확인된 52개사 중 부여 받은 주식을 매도한 경우는 21개 (40%) 기업으로 확인됨 (카카오페이 포함)
 - ▶ 회사 임원이 상장 후 조기에 스톡옵션을 행사하여 매도하는 행태는 다른 상장기업에서도 나타나며, 매도한 주식의 발행주식 수 대비 지분율을 고려할 경우 카카오페이 사례는 여타 사례와 유사함
- 다만 상장 초기(약 1개월) 다수의 경영진(8명)이 단기간 내 스톡옵션을 행사하여 막대한 이익(878억)을 실현한 경우는 카카오페이 사례가 독보적, 결과적으로 시장의 큰 관심을 받은 것으로 보임



주 1) 2020~2021년 신규 상장한 기업 중 카카오페이와 유사한 사례(상장 전 부여받은 스톡옵션을 상장 후 행사하여 주식을 매도한 경우)를 몇 가지 지표를 토대로 비교 분석

주 2) 발행주식 수 대비 행사수량은 행사 전 발행주식 수를 기준으로 산출하여 합산함

자료: 공시자료 집계, DataGuide

분석 결과 요약

- 1) 상장기업의 스톡옵션의 활용도는 증가하고 있으나,
 - › 성과가 연동된 스톡옵션의 활용 비중은 낮으며, 대부분 행사가능기간이 도래하면 행사 가능한 일시효력발생
 - › 다수의 스톡옵션이 법정최소기한(2년)을 준수하는 것에 그쳐 장기 보유 효과가 낮을 것
- 2) 전반적으로 고정비용(임금) 지불여력이 부족하지만 향후 성장 가능성이 높은 기업이나 섹터에서 활용되고 있으나,
 - › 부여 이후 유의미한 양(+)의 성과 제고가 관찰되지 않음
- 3) 스톡옵션은 행사가능기간 도래 이후 조기에 수익을 실현할 수 있는 시점에 행사되고 있으며,
 - › 행사 전 유의미한 주가 상승이 관찰되어 전략적으로 행사시점을 선택하는 것으로 보임
- 4) 행사된 스톡옵션 중 약 다수는 조기에 매도되어 스톡옵션 부여 이후 지속 보유에 따른 경영진-주주간 대리인 비용 감소 효과가 낮을 것으로 판단되며,
 - › 매도 전 유의한 양(+)의 초과수익률, 매도 후 유의한 음(-)의 초과수익률이 나타남
- 5) 카카오페이 사태와 관련하여 최근 신규상장기업의 스톡옵션 현황을 살펴본 결과,
 - › 회사 임원이 상장 후 조기에 스톡옵션을 행사하여 매도하는 행태는 여타 상장기업에서도 발견되는 특징으로,
 - › 올해 초 강화된 주식 의무보유 제도 개선은 일정 부분 유효할 것으로 평가

4

상장기업 스톡옵션 개선방안

개선 방향

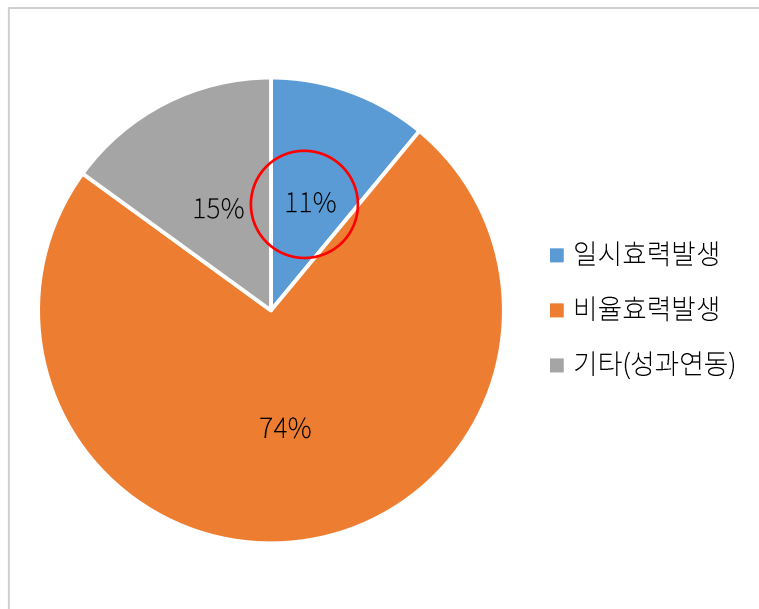
- ① 스톡옵션의 본래 도입 취지인 ‘장기성과 제고’ 및 ‘주주와의 이해 일치’가 잘 작동할 수 있는 제도적 환경을 조성할 필요
 - › 스톡옵션 부여가 실질적으로 ‘주식 장기 소유’에 따른 효과와 연계될 수 있도록 스톡옵션 제도를 설계하는 것이 바람직함
 - 다만 벤처, 혁신기업에서의 활용도가 높고 행사 후 세금 납부 이슈가 있어, 스톡옵션의 장점을 극대화할 수 있도록 적절히 조율할 필요

- ② 주요 경영진의 스톡옵션 행사(또는 행사 후 매도)가 기존 주주의 이익에도 영향이 있는 만큼, 경영진의 스톡옵션 오남용을 방지하고 관련된 정보를 적시에 공시할 필요
 - › 주식시장에서 가장 중요한 사전적 투자자 보호 장치는 충분한 정보를 제때 제공하는 것임

분할 행사 및 성과연동 스톡옵션 활용도 확대

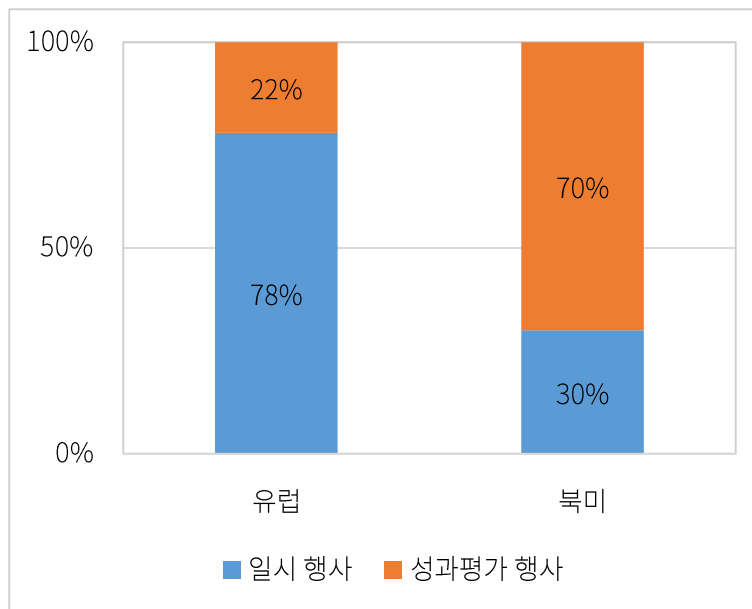
- 분할 행사를 통해 장기 보유를 유도, 기업의 성과와 연동된 스톡옵션의 활용도를 제고할 필요
 - › 실증분석 결과 국내 상장기업이 주로 활용하는 스톡옵션은 ‘일시효력발생(성과연동 X)’ 스톡옵션
 - › 미국 주요 기업의 경우 분할하여 행사되는 스톡옵션의 비중이 높음
 - 또한 해외 주요기업 장기 성과보상 인센티브 플랜(LTIP) 내 평가(ratable)에 따른 행사 요건의 비중이 높음
 - › 필요 시 상장기업의 일시효력발생 스톡옵션 부여 수량을 제한하는 방안도 고려 가능

미국 주요기업 스톡옵션 행사 요건



주 : 미국 S&P500 내 주요 250개 기업 서베이 결과
자료: FW Cook Book (2019)

해외 장기 성과 인센티브 계획(LTIP) 행사 요건

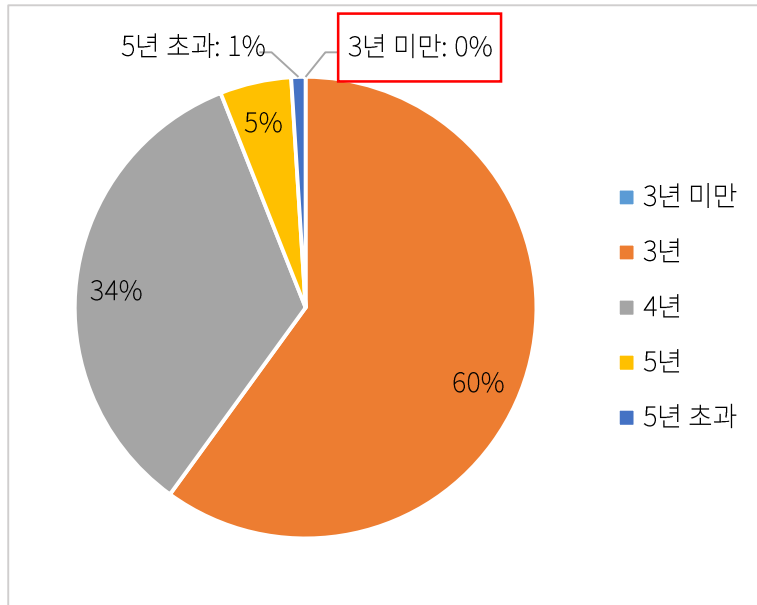


주 : 유럽/북미 내 주요 대형 기업을 대상으로 LTIP 행사 요건 서베이 결과
자료: Global Equity Insights (2016)

스톡옵션 및 행사 주식의 장기 보유 유도

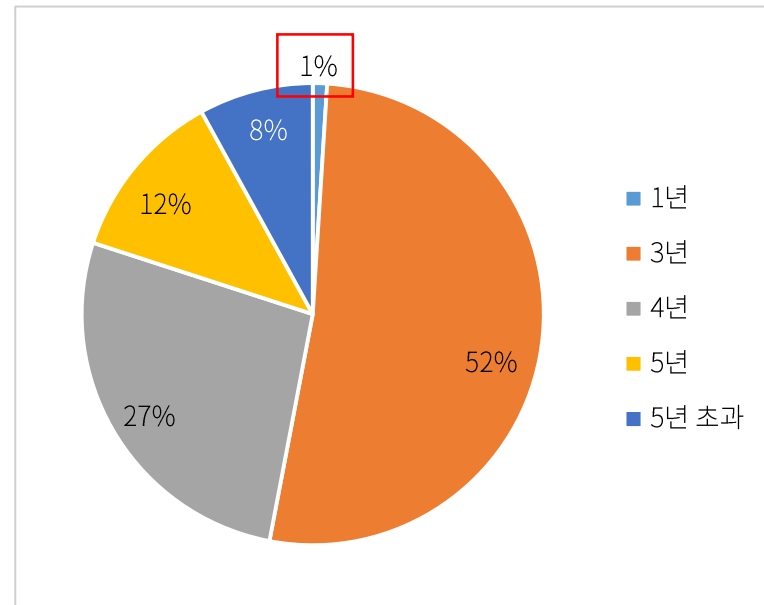
- 스톡옵션이 장기 성과에 대한 주식연계 보상으로 작동하려면 장기 주식보유가 전제되어야 함
 - › 해외의 경우 법정최소기한에 대한 법적인 규제가 없어도 주식보상체계는 장기 성과보상체계로 작동
 - 대부분의 행사가능 기간은 최소 3년 이상
 - › CEO, 이사회 등 주요 임원의 경우 일정 지분을 의무적으로 소유하도록 하는 ‘주식소유요건’, 주식연계 보상을 통해 스톡옵션을 행사하더라도 처분을 제한하는 ‘보유요건’을 설계하여 상장기업이 채택하도록 유도할 필요
 - 다만 이 경우 행사 후 세금 납부를 위해 필요한 주식 매도는 보유요건에서 제외하거나, 스톡옵션 행사자에 세제혜택을 제공하는 것도 고려 가능

미국 주요기업 스톡옵션 행사가능 기간



주 : 미국 S&P500 내 주요 250개 기업 서베이 결과
자료: FW Cook Book (2020)

유럽 주요기업 장기 성과 인센티브 행사가능 기간

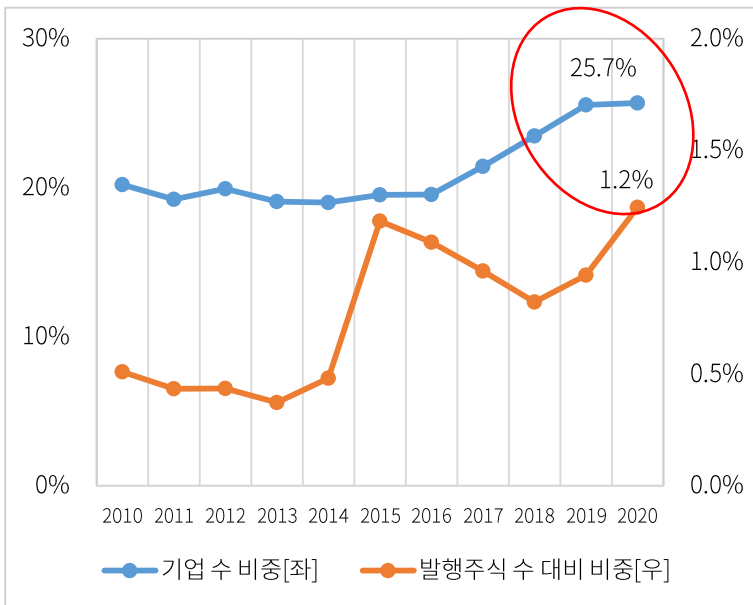


주 : 유럽 내 상위 100개 기업 대상 서베이 결과
자료: Willis Towers Watson (2018)

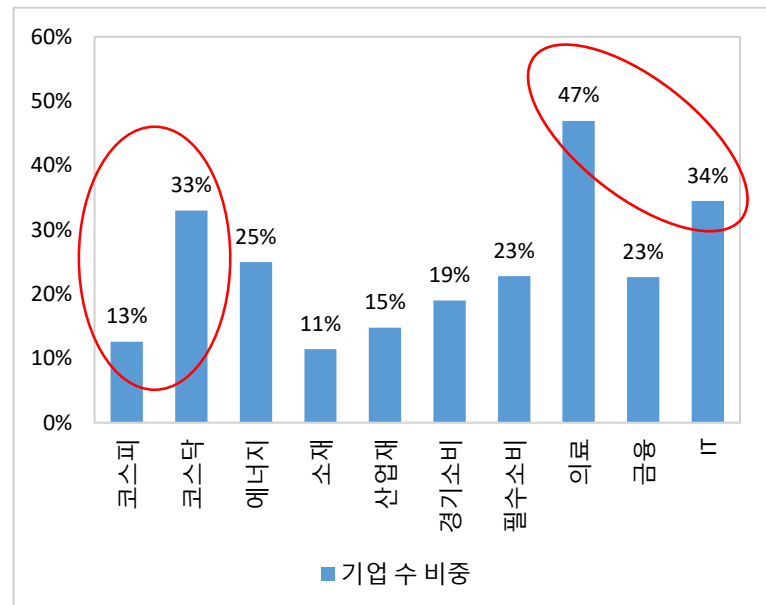
스톡옵션 관련 공시 확대

- **현행 코스닥 기업에만 적용되는 스톡옵션 행사 공시를 코스피 상장기업에도 확대하고, 주요 경영진의 스톡옵션 행사는 발행주식 수 대비 비율과 무관하게 공시할 필요**
 - › 스톡옵션 부여의 경우 자본시장법상 공시규제(법 제165조)로 인해 전략적 시점 선택이 어려우나, 행사 시점의 경우 전략적 시점 선택이 용이한 편 (코스닥 기업도 1% 규정이 있어 실제 행사일과 공시일 간의 시차가 존재)
 - 스톡옵션 오남용 문제가 불거진 과거 미국에서는 2002년 SOX 법 제정 이후 스톡옵션 부여 및 행사에 대한 공시의무를 강화, 이후 행사시점의 전략적 선택과 관련된 문제가 감소
 - › 또한 내부자 거래 사전 신고제(미국의 SEC Rule 10b5-1 벤치마크)를 도입하여 내부자의 사익 편취 유인을 원천적으로 봉쇄할 필요가 있음 (김갑래, 2019)

미행사 스톡옵션 보유 기업 비중



업종별 미행사 스톡옵션 보유 기업 비중



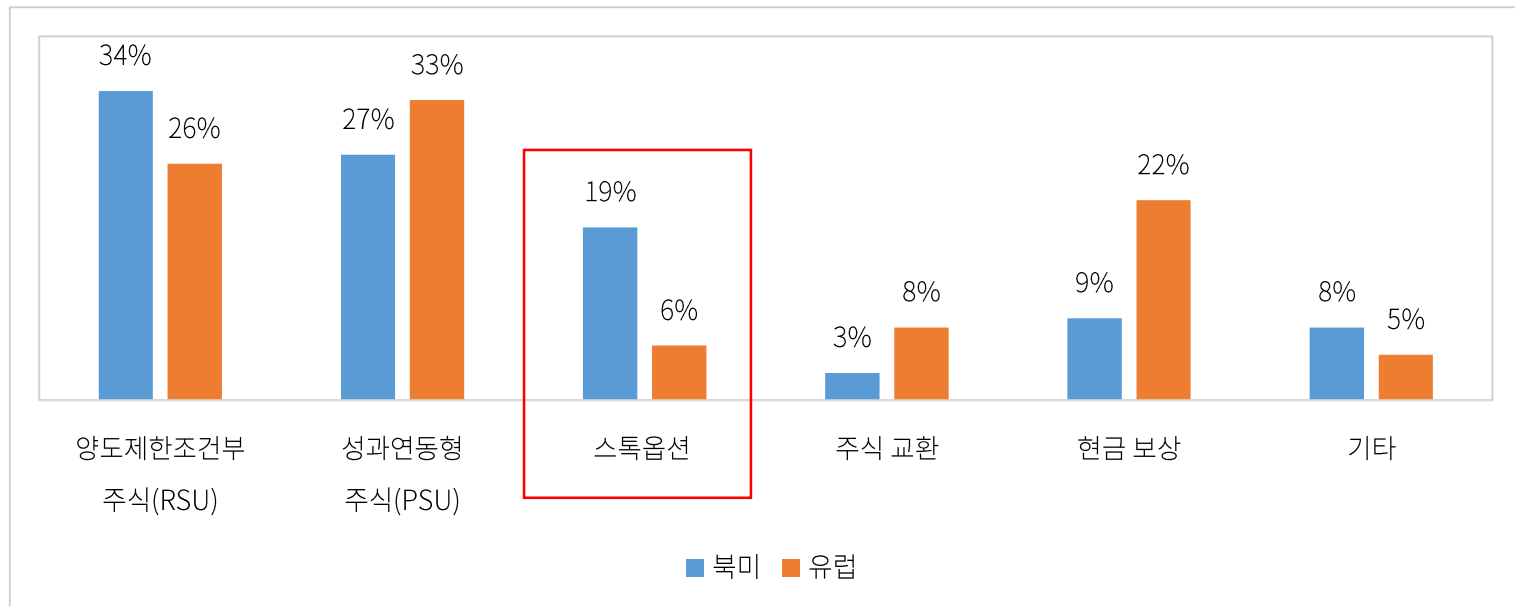
주 1) 사업보고서에 공개된 미행사 스톡옵션을 보유한 기업 비중 (상장기업 전체 대비)
 주 2) 발행주식 수 대비 비중은 회계연도말 상장주식 수 대비 비율의 시가총액 가중평균
 자료: TS2000

주 1) 사업보고서에 공개된 미행사 스톡옵션을 보유한 기업의 섹터별 비중
 주 2) 업종 기준은 FnGuide Sector 분류 사용
 자료: TS2000

다양한 장기 성과보상체계 마련

- 스톡옵션 외에도 경영진의 성과에 대해 주식으로 보상할 수 있는 다양한 성과보상체계를 확대할 필요
 - › 과거 스톡옵션의 오남용 사례로 인해 해외의 경우 스톡옵션을 활용한 장기 성과보상의 비중이 줄어드는 추세
 - › 스톡옵션 외에도 양도제한조건부주식(Restricted Stock Unit), 성과연동형주식(Performance Stock Unit)에 따른 주식보상의 비중이 높음

북미/유럽 장기 성과보상 인센티브 유형



주 : 유럽/북미 내 주요 대형 기업을 대상으로 LTIP 유형 서베이 결과
자료: Global Equity Insights (2017)



감사합니다.