

세무와회계저널
제7권 제3호 2006년 9월 pp.141~167
한국세무학회

내부자거래는 이익지속성 및 미래 이익에 대한 경영자의 정보를 반영하는가?*

김문철**

<요 약>

본 연구는 내부자거래의 행태와 이익지속성 및 미래 이익과의 관련성을 분석함으로써 내부자거래가 기업 이익의 특성 및 미래 이익전망에 대한 내부자정보를 반영하는지에 대하여 검증하였다. 내부자거래의 정보성에 관한 국내 선행연구는 거의 대부분 내부자거래에서 초과수익률을 획득하는지를 검증하는데 초점을 두고 있는 반면 본 연구는 내부자거래가 전달하는 정보의 내용에 대하여 구체적으로 분석한다는 점에서 차이난다.

1994-2002년의 기간에 대하여 이루어진 실증분석의 결과, 이익을 증가시키는 발생액의 경우와 이익을 감소시키는 발생액의 경우 공히 내부자거래의 유무에 따라 이익지속성에 차이를 보이지 않는 것으로 나타났다. 이와 같은 결과가 연구모형이나 자료의 문제에서 기인했을 가능성을 완전히 배제할 수는 없으나 기본적으로 내부자거래 유형으로부터 이익지속성에 대한 경영자의 정보를 파악하기는 어려운 것으로 나타나고 있다.

반면에 차년도 연간주식수익률로 측정된 기업의 미래 성과는 내부자순매수거래와 유의한 양의 관계를 보이는 것으로 나타나고 있으며 차년도 자기자본이익률도 다소 약하지만 유의한 양의 관계를 보이는 것으로 나타나고 있다. 이는 다른 조건이 동일한 경우, 기업의 미래 성과가 좋을 것으로 기대될수록 내부자는 주식 매수를 늘리고 미래 성과가 낮을 것으로 기대될수록 매수보다는 매도를 행한다는 것을 의미한다. 이러한 내부자거래 행태는 기업의 내부자가 외부자에 대하여 가지는 우월한 사적 정보를 활용하여 주식거래를 하고 있음을 시사하는 결과라고 할 수 있다.

<주제어> 내부자거래, 사적 정보, 이익지속성

* 이 논문은 2003년도 한국학술진흥재단의 지원에 의하여 연구되었음 (KRF-2003-041-B00283).

** 경희대학교 경영대학 교수, (02) 961-0464, kimc@khu.ac.kr

I. 서 론

지난 30여 년간 내부자거래에 대한 많은 연구가 이루어져 왔으며 이들 연구의 주된 결과는 내부자거래로부터 양의 초과수익률을 얻는다는 것이다(Jaffe, 1974 ; Givoly and Palmon, 1985 ; Seyhun, 1986 ; Rozeff and Zaman, 1988).

이와 같이 내부자거래로부터 양의 초과수익률을 얻을 수 있는 원인은 크게 두 가지로 나누어 볼 수 있다. 첫째, 기업내부자가 자신의 기업에 대해 일시적으로 가치평가가 부정확하게 이루어져 있음(mispricing)을 인식하고 이를 이용하여 자사주에 투자하는 것이다. 둘째, 기업내부자는 외부투자자에 비하여 기업의 미래 성과에 대하여 보다 잘 알고 있으며 이러한 우월한 정보력을 이용하여 주식거래를 함으로써 초과수익률을 올릴 수 있다는 것이다.

첫 번째 경우는 외부투자자들이 기업에 관한 정보를 잘못 해석한 결과이며 이러한 동기의 내부자거래는 현재 시장가격이 기업에 대한 정보를 올바르게 반영하고 있지 못한 점을 이용하는 것일 뿐이며 기업의 미래 성과에 대한 실질적인 정보를 전달하는 것은 아니다. 이와 반대로 두 번째 경우에는 기업내부자가 기업의 미래 전망에 대한 사적 내부정보를 가지는 경우이며 기업내부자는 시장에서 알지 못하는 기업의 전망에 대한 사적 정보를 토대로 투자함으로써 초과수익률을 올릴 수 있게 된다. 경영자나 주요 주주 등의 내부자는 가치관련성 있는 정보가 시장에 알려지기 전에 먼저 입수할 수 있으며 따라서 외부 투자자에 비하여 기업의 미래 성과와 관련된 불확실성이 훨씬 작은 상황에서 의사결정을 할 수 있다. 따라서 이러한 정보력을 이용하여 미래 기대되는 기업 성과가 매우 좋은 경우에는 주식을 미리 매수하고 기업 성과가 매우 저조하리라 예상되는 경우에는 미리 주식을 매도할 것이다.

이와 같이 내부자거래의 초과수익률 발생원천이 기업의 미래 전망에 대한 사적 정보에 있다면 이는 회계정보를 이용하여 기업 가치를 추정하려는 투자자들에게 매우 중요한 시사점을 제공하게 된다.

일반적으로 기업 가치는 그 기업의 소유자에게 발생하는 미래 효익의 현재 합으로 측정된다. 따라서 투자자는 기업 가치평가를 행함에 있어서는 미래 수익성에 대한 예측이 필수적이며 이를 위하여 기업의 미래 성과(미래 이익)를 예측하여야 한다. 수익성을 분석하는 과정에서 핵심적인 작업 중의 하나는 현재의 순이익 실적이 미래에 어느 정도까지 지속가능한가를 분석하는 것이다.

여러 선행연구들은 기업 가치 평가에서 이익지속성이 핵심적인 개념임을 제시한 바 있으며 그에 대한 측정은 현재의 순이익이 미래 순이익에 지속되는 정도를 나타내는 이익지속계수(persistence parameter)의 크기로 정의하고 있다(Kormendi and Lipe, 1987 ; Collins and Kothari, 1989 ; Easton and Zmijewski, 1989 ; Sloan, 1996 ; Barth et al., 1999 ; Ohlson, 1999 ; Xie, 2001 ; Beneish and Vargus, 2002).

그러나 기업의 외부인이 회사의 이익지속성을 정확히 파악하기란 용이하지 않다. 특히, 경영자들이 여러 경제적 동기에서 이익조정을 행하였다면 이로 인하여 이익의 미래지속성 파악은 더욱 힘들게 된다.

실제로 최근 연구에 의하면 주식시장이 이익의 지속성 특히 이익의 구성요소인 발생액(accruals)의 지속성에 대하여 정확하게 평가하지 못하는 것으로 나타나고 있다(Sloan, 1996 ; Xie, 2001). 또한 애널

리스트나 감사인과 같이 전문성을 갖춘 사람들조차 발생액의 지속성 및 가치 평가상의 의미를 충분히 파악하고 있지 못하다는 연구 결과도 있다¹⁾(Bradshaw et al., 2001).

회사의 내부자는 기업의 이익지속성을 포함하여 미래 이익의 전망에 영향을 미치는 경제적 요인에 대하여 사적 정보를 가지고 있을 가능성이 높으며 이를 이용하여 내부자거래를 행할 수 있게 된다. 예를 들어, 이익을 증가시키는 발생액의 지속성이 매우 낮은 경우에 내부자는 외부투자자에 비해 이러한 내용에 대해 더 잘 알고 있을 것이며 이러한 정보력의 우위를 이용하여 주식 매도거래를 행할 것이다. 반대로 이익을 증가시키는 발생액의 미래 지속성이 매우 큰 경우에는 내부자는 매수거래를 행하게 된다. 따라서 내부자거래 행태가 실제로 이와 같은 발생액의 특성을 반영한다면 이를 이용하여 각 기업별 발생액의 질(quality)을 사전적으로 평가하고 아울러 이익조정 가능성을 판단할 수 있을 것이다. 이와 같이 내부자거래를 분석하여 기업 이익의 지속성이나 미래 이익에 대한 정보를 찾을 수 있다면 이는 외부투자자에게 매우 유용한 정보가 될 수 있다. 따라서 본 연구의 주목적은 내부자거래의 행태와 이익지속성 및 미래 이익과의 관련성을 분석함으로써 내부자거래가 기업 이익의 지속성 및 미래 이익전망에 대한 내부자의 정보를 반영하는지를 검증함에 있다.

내부자거래의 정보성에 관한 국내 선행연구의 거의 대부분은 내부자거래에서 초과수익률을 획득하는지를 검증하는데 초점을 두고 있는 반면 본 연구는 내부자거래가 전달하는 정보의 내용에 대하여 구체적으로 분석을 행한다. 이러한 연구 결과는 기업 외부투자자들에게 내부자거래로부터 이익의 지속성이나 미래 이익과 같이 미래 회계수치의 예측에 유용한 정보를 추출할 수 있는지 여부에 대하여 알려준다. 내부자거래가 기업의 이익지속성에 대한 정보를 반영하는 것으로 나타나면 투자자들은 이를 가치평가과정에 직접적으로 이용할 수 있게 된다. 만일 내부자거래가 회계수치 예측에 직결되는 정보를 제공하지 않는다고 판명된다면 내부자거래를 가치평가에서 질적 요인으로 사용할 수 있다.

본 연구의 실증분석은 1994-2002년의 기간에 대하여 이루어졌으며 주요 분석 결과는 다음과 같다.

첫째, 이익의 구성요소인 발생액의 경우에는 내부자에 의한 매수거래 또는 매도거래의 유무에 따라 이익지속성에 차이가 나타나지 않아 내부자거래 유형으로부터 기업의 이익지속성에 대한 경영자의 사적 정보를 찾아내기는 어려운 것으로 판명되었다. 그러나 이와 같은 결과가 분석에 사용된 연구모형이나 실증분석에 이용된 자료의 문제에서 기인했을 가능성도 배제할 수는 없다.

둘째, 차년도 자기자본이익률과 차년도 연간주식수익률로 측정된 기업의 미래 성과는 내부자에 의한 순매수거래와 유의한 양의 관계를 보이는 것으로 나타나고 있다. 이는 다른 조건이 동일한 경우, 미래 기업의 성과가 좋을 것으로 기대될수록 내부자는 주식 매수를 늘리고 미래 성과가 낮을 것으로 기대될수록 매수보다는 매도를 행한다는 것을 알 수 있다. 이러한 내부자거래 행태는 기업의

1) 이러한 연구결과에 대하여는 두 가지 설명이 가능하다.

첫째, 회사의 발생항목의 창출과정과 미래 이익의 관계가 매우 복잡하여 투자자들이 발생항목의 일시적인 성질을 파악하지 못하거나 둘째, 경영자들이 기회주의적으로 이익조정을 행하여 외부투자자들은 시간이 경과할 때까지 발생항목이 영업현금흐름보다 지속성이 작다는 것을 감지하지 못할 수 있다.

내부자가 외부자에 대하여 가지는 우월한 사적 정보를 활용하여 주식거래를 하고 있음을 시사하는 결과라고 할 수 있다.

본 연구의 결과에 따르면, 내부자거래를 분석함으로써 회계이익의 지속성에 대한 정보를 직접적으로 추론하기 어려운 것으로 나타나고 있지만 내부자거래로 인한 초과수익의 발생원인과 회계정보와의 관계를 구체적으로 분석하였다는 면에서 의의를 가질 수 있다. 내부자거래가 초과수익률을 올린다는 연구결과의 이면에는 내부자가 과연 어떤 사적 정보를 활용하여 거래하는가에 대한 의문이 제기된다. 본 연구에서는 내부자가 이용하는 사적 정보가 이익지속성이라는 구체적인 회계정보의 특성을 반영하는가에 대해 초점을 맞추고 분석하였다. 향후 연구에서도 내부자거래가 전달하는 구체적인 정보 내용을 이해하기 위한 지속적인 노력이 필요할 것으로 생각된다.

본 논문의 구성은 다음과 같다. II장에서는 선행연구를 고찰하며 III장에서는 연구방법에 대하여 기술한다. IV장에서는 표본선정 및 변수측정에 대하여 논의하고 V장에서는 실증분석 결과에 대하여 논의한다. 마지막으로 VI장에서는 연구결과의 요약 및 시사점이 제시된다.

II. 선행연구의 검토

내부자거래에 대한 연구는 주로 재무학 분야에서 이루어져 왔다. 초창기의 많은 연구는 내부자거래로부터 초과수익률을 얻을 수 있는지 여부에 초점을 두었다(Jaffe, 1974 ; Givoly and Palmon, 1985 ; Seyhun, 1986 ; Rozeff and Zaman, 1988).

Jaffe(1974)는 내부자가 주식을 매입한 후 주가가 오르고 주식을 매각한 뒤 주가가 떨어지는 경향이 있음을 보고하였으며 내부정보를 이용한 거래에서 이익을 얻을 수 있다고 결론내리고 있다. 또한 Jaffe는 내부거래의 내역이 공표되어도 시장이 이에 대해 신속하게 반응하지 못하기 때문에 기업 외부자들도 내부자거래가 공표된 후에 이를 기초로 주식거래를 하면 이익을 얻을 수 있다는 결과를 보고하였다.

Seyhun(1986)은 Jaffe의 연구결과를 재검증하였다. 연구 결과 기업 내부자가 자사주거래를 통해 이익을 얻는다는 결과는 확인하였으나 기업 외부자가 내부거래에 대해 공표된 정보를 이용하여 이익을 얻을 수는 없는 것으로 나타났다. Seyhun은 이러한 연구결과의 차이가 발생한 원인이 연구방법상의 문제에서 비롯되었다고 주장하였다. 즉, Jaffe가 기대수익률을 산정함에 있어서 CAPM모형을 사용함으로써 기업규모효과를 고려하지 못하였으며 기업규모효과를 고려하는 경우에는 공시된 내부자거래를 기초로 초과수익률을 획득하지 못한다고 보고하였다.

내부자거래로부터 양의 초과수익률을 획득할 수 있다는 결과가 알려진 후에 후속 연구들은 이러한 양의 초과수익률을 얻게 되는 원인에 대하여 검토하였다. 이러한 연구는 크게 두 가지 유형으로 분류된다.

첫째 유형의 연구는 기업의 내부자가 자신의 기업이 일시적으로 잘못평가(mispricing)되었다는 것을 알고 이를 이용한 거래를 통하여 초과수익률을 얻는지에 대해 검증하고 있다(Seyhun, 1992 ; Rozeff and

Zaman, 1998). 둘째 유형의 연구는 내부자거래 행태와 기업의 미래 성과치 간의 직접적인 연관성을 검토함으로써 내부자거래의 동기가 기업의 미래 전망에 대한 우월한 정보를 이용하고자 함에 있는지를 검증하고 있다. Elliot, Morse and Richardson(1984)은 거액의 이익증가가 있기 전 12개월간에 내부자는 매수거래를 증가시키고 매도거래를 감소시킨다는 결과를 보고한 바 있다. Ke, Huddart and Petroni (2003)는 연속적인 분기이익증가가 중단되기 직전 연도에 내부자들이 매도거래를 증가시키는 것으로 보고하고 있다. Beneish와 Vargus(2002)는 내부자거래의 행태가 이익, 특히 발생액의 질을 평가하는데 관련되는 내부자의 정보를 반영하는가를 검증하였으며 이를 지지하는 결과를 보고한 바 있다.

내부자거래와 관련하여 이루어진 국내 연구의 대부분은 내부자거래로부터 유의한 양의 초과수익률을 획득할 수 있는지를 검증하고 있다(강종만, 1993 ; 강종만, 1994 ; 강종만, 최운열, 윤계섭, 1996 ; 전성빈, 최순재, 1998).

위에서 살펴 본 바와 같이 해외에서는 내부자거래로 인한 초과수익률의 발생원인을 밝히려는 연구가 시도된 바 있으나 국내에서는 주로 내부자거래로 인한 초과수익률 획득 여부와 내부자거래 전후의 주가 변동행태에 대한 연구만이 이루어져 왔으며 내부자거래에서 초과수익률을 올릴 수 있는 우월한 정보의 내용이 구체적으로 무엇인가를 밝히는 연구는 아직 이루어진 바 없다.

본 연구에서는 내부자가 가지고 있는 정보가 이익의 지속성 및 미래 이익전망과 어떠한 관련을 가지는가를 실증적으로 분석함으로써 내부자거래가 반영하는 사적 정보의 내용을 구체적으로 분석하게 된다. 이에 대한 국내 연구가 별로 없는 상황에서 본 연구는 내부자거래가 과연 회계이익의 특성과 관련을 가지는가를 분석함으로써 초과수익률을 획득하게 되는 원인에 대한 이해를 제고시킬 수 있다.

III. 연구방법

1. 내부자거래에 포함된 이익지속성 정보의 검증

본 연구에서 첫 번째 주제로 삼고 있는 내용은 내부자가 기업의 이익지속성에 대하여 사적 정보를 가지고 있는가를 검증하는 것이다. 기업의 내부자는 자신이 투자하고 있거나 경영하는 기업의 이익지속성에 영향을 주는 경제적 요인에 대하여 외부투자자에 비하여 우월한 정보를 소유하고 있을 가능성이 크다. 만일 내부자가 기업의 이익지속성에 대하여 보다 우월한 정보를 가지고 있다면 이를 이용한 내부자주식거래를 행할 유인이 있다. 구체적으로 이익 성과가 좋고 이익의 미래지속성이 크다는 것을 아는 경우에는 이익성과가 좋으나 이익지속성이 낮은 경우에 비하여 내부자는 주식매수를 더 할 것으로 예상되며 반대로 이익성과가 나쁘고 이익의 미래지속성이 크다는 것을 아는 경우에는 이익성과가 나쁘지만 이익지속성이 낮은 경우에 비하여 내부자는 주식매도를 더 할 것으로 예상된다. 기업의 이익지속성은 기업 가치평가를 위한 미래 이익예측에 있어서 매우 중요한 속성이다. 기업의 이익은 영업활동 현금흐름과 발생액의 두 가지 요소로 구성되는데 선행연구에 의하면 일반

적으로 발생액의 이익지속성이 영업활동 현금흐름에 비하여 떨어지는 것으로 나타나고 있다. 그럼에도 불구하고 자본시장에서는 발생액의 지속성을 과대평가하는 경향이 일관되게 관찰되고 있다(Sloan, 1996 ; Xie, 2001). 따라서 이익의 미래지속성을 올바르게 파악함에 있어서 정보의 역할이 보다 더 중요한 요소는 발생액이라고 볼 수 있다. 기업의 내부자는 이익의 지속성 중에서 특히 발생액의 이익지속성에 대하여 외부투자자에 비하여 정보의 우위에 있을 가능성이 크다. 따라서 본 연구에서는 이익의 지속성을 파악함에 있어서 영업활동 현금흐름과 발생액으로 구분하고 발생액의 지속성이 내부자거래의 행태에 따라 차이 나는지를 살펴본다.

일반적으로 이익의 지속성은 당기 이익의 금액이 미래에도 유사한 크기로 다시 발생하는 정도를 지칭하며 다음과 같이 측정된다.

$$EARN_{t+1} = \omega \cdot EARN_t + \varepsilon_{t+1} \quad (1)$$

위에서 $EARN_{t+1}$ = t+1년의 순이익

$EARN_t$ = t년의 순이익

ω : 이익지속계수

ε : 기대치가 0인 오차항

위 식(1)에서 ω 는 당기 이익 $EARN_t$ 가 t+1년에 지속되는 정도를 나타내는 계수로서 지속성이 클수록 ω 의 값도 커지게 된다. 그런데, 선행연구에 의하면 이익의 구성요소인 영업활동현금흐름과 발생액 간에는 지속성의 차이가 크게 나고 있으며 일반적으로 발생액의 이익지속성이 훨씬 더 작은 것으로 나타나고 있다. 선행연구들의 연구 결과에 의하면 재무분석가나 감사인과 같이 회계적 전문 지식을 갖춘 그룹조차도 회계발생액(accruals)의 지속성과 그것이 기업 가치 평가에 대하여 가지는 의미를 충분히 이해하지 못하는 것으로 보고되고 있다(예를 들어, Bradshaw et al., 2001). 이는 발생액이 발생하고 소멸하는 과정이 현금흐름에 비하여 복잡하기 때문일 수도 있고 발생액을 통한 경영자의 이익조정이 이루어지는 경우에 이로 인한 효과를 적시적으로 파악하지 못하기 때문일 수 있다.²⁾ 따라서 회계이익의 두 요소 중에서 지속성에 관하여 기업내부자와 외부 이해관계자 간에 정보비대칭(informational asymmetry)이 존재할 가능성이 보다 큰 요소는 발생액이라고 할 수 있으며 이러한 이유로 대부분의 선행연구가 발생액의 지속성에 초점을 두고 분석을 해오고 있다. 따라서 본 연구에서도 이익의 구성요소 중에서 발생액의 지속성에 초점을 두고 내부자거래의 정보효과를 분석한다. 구체적인 검증모형은 다음과 같다.

2) 예를 들어 매출채권의 증가는 제품경쟁력 강화로 인한 매출증가에서 비롯된 것일 수도 있고 판매부진을 감추기 위하여 외상조건을 크게 완화함으로써 나타난 결과일 수도 있다. 또한 재고자산이 증가하는 경우에도 판매부진으로 인한 것일 수도 있고 차기 예상매출의 급증에 대비하기 위한 재고확보때문일 수도 있다. 기업내부자는 이러한 발생액 변동이 가지는 경제적 의미에 대해서 외부인에 비하여 더 잘 이해하고 있을 가능성이 크다.

$$\begin{aligned} \text{EARN}_{t+1} = & a_0 + a_1 \text{CFO}_t + a_2 \text{PACC}_t + a_3 \text{BPACC}_t + a_4 \text{SPACC}_t + a_5 \text{NGACC}_t \\ & + a_6 \text{BNGACC}_t + a_7 \text{SNGACC}_t + \varepsilon_{t+1} \end{aligned} \quad (2)$$

위에서 EARN_{t+1} = t+1년의 순이익

CFO_t = t년의 영업활동 현금흐름

PACC_t = 내부자거래가 없고 ACC가 양인 경우에 ACC값, 그 외에는 0

BPACC_t = 내부자매수거래가 있고 ACC가 양인 경우에 ACC값, 그 외에는 0

SPACC_t = 내부자매도거래가 있고 ACC가 양인 경우에 ACC값, 그 외에는 0

NGACC_t = 내부자거래가 없고 ACC가 음인 경우에 ACC값, 그 외에는 0

BNGACC_t = 내부자매수거래가 있고 ACC가 음인 경우에 ACC값, 그 외에는 0

SNGACC_t = 내부자매도거래가 있고 ACC가 음인 경우에 ACC값, 그 외에는 0

ε_{t+1} = 오차항

위의 식(2)에서 각 표본기업-연도를 내부자거래가 없는 경우, 내부자매수거래가 있는 경우, 내부자매도거래가 있는 경우로 구분한다. 내부자매수거래나 내부자매도거래를 정의함에 있어서 거래주식수가 매우 작은 내부자거래나 매우 드물게 일어나는 내부자거래까지를 포함한다면 내부자정보를 이용하기 위하여 이루어진 내부자거래를 정확하게 포착하지 못할 가능성이 크다. 따라서 내부자정보에 기초한 거래를 보다 면밀히 구분해내기 위해서는 좀더 집중적인 내부자거래를 보고한 기업을 선택하여 순매수기업과 순매도기업으로 분류할 필요가 있다. 따라서 본 연구에서는 각 표본을 다음과 같은 방법에 의하여 순매수거래기업과 순매도거래기업으로 분류한다.

- ① 연간 내부자거래가 순매수이며 그 연도에 해당하는 전체 순매수기업의 중위치보다 해당표본의 순매수가 더 큰 경우에 내부자매수거래기업으로 분류함.
- ② 연간 내부자거래가 순매도이며 그 연도에 해당하는 전체 순매도기업의 중위치보다 해당표본의 순매도가 더 큰 경우에 내부자매도거래기업으로 분류함.

위에서 각 회사별 연간 내부자거래의 측정치는 다음과 같이 계산된다.

$$\text{NETPUR} = \Sigma(\text{매수된 주식/거래시점의 발행주식수}) - \Sigma(\text{매도된 주식/거래시점의 발행주식수})$$

만일 내부자가 이익의 지속성에 대한 내부정보를 가지고 거래한다는 가설이 성립한다면 다음과 같은 관계가 예측된다.

· 발생액(ACC)의 지속성과 관련된 예측

발생액에 대하여 기업내부자와 외부투자자간에 정보비대칭이 존재하는 상황을 4가지로 구분하여 식(2)의 회귀계수간의 예상되는 대·소 관계를 살펴본다.

먼저 양의 부호를 가지는 발생액의 지속성에 대하여 정보비대칭이 존재하는 경우를 보자. 외부투자자는 발생액의 지속성에 대한 정확한 정보를 보유하지 못하므로 평균적인 지속성을 가지는 것으로 예측할 것이며 미래에 실제 이익이 발표되는 시점에서 지속성에 대한 예측이 정확하지 않았음을 알게 된다. 반면 내부자는 실제 이익지속성이 시장이 예측하는 이익지속성보다 크며 이에 따라 자사주식이 저평가되어 있음을 알고 추후에 시장의 기대치보다 더 높은 지속성을 반영한 이익이 공표되는 시점에 가서 주가의 상승이 있을 것으로 기대한다. 따라서 이익지속성을 정확히 알고 있는 기업 내부자는 주식을 미리 매수하여 초과수익을 얻고자 할 유인을 갖는다. 반대로 내부자가 양의 부호를 가지는 발생액의 지속성이 시장에서 기대하는 지속성보다 낮다는 사실과 그에 따라 자사주식이 고평가되어 있음을 아는 경우에는 보유하던 주식을 미리 매도함으로써 추후에 이익이 발표되는 시점에 발생하는 주가 하락을 회피할 수 있게 된다.

음의 발생액에 대하여도 동일한 논리가 적용된다. 내부자가 음의 발생액의 지속성이 시장에서 기대하는 지속성보다 낮다는 것을 알게 되면 주식을 미리 매수함으로써 현재 저평가된 자사주식의 주가상승으로 인한 초과수익률을 얻으려 할 것이다. 마지막으로, 내부자가 음의 발생액의 지속성이 시장에서 기대하는 지속성보다 높다는 것을 알게 되면 현재 고평가되어 있는 보유 주식을 미리 매도함으로써 추후에 이익이 발표되는 시점에 발생하는 주가 하락을 회피할 수 있게 된다.

만일 내부자가 이익지속성에 대한 정보를 활용하여 위와 같은 패턴으로 주식거래를 한다면 식(2)의 각 회귀계수에 대하여 다음과 같은 예측을 할 수 있다.

- ① 양의 부호를 갖는 ACC의 지속성은 내부자매수거래가 수반되는 경우가 그렇지 않은 경우에 비해 더 클 것이다. 따라서 $a_2 < a_3$ 의 관계가 성립될 것으로 예측된다.
- ② 양의 부호를 갖는 ACC의 지속성은 내부자매도거래가 수반되는 경우가 그렇지 않은 경우에 비해 더 작을 것이다. 따라서 $a_2 > a_4$ 의 관계가 성립될 것으로 예측된다.
- ③ 음의 부호를 갖는 ACC의 지속성은 내부자매수거래가 수반되는 경우가 그렇지 않은 경우에 비해 더 작을 것이다. 따라서 $a_5 > a_6$ 의 관계가 성립될 것으로 예측된다.
- ④ 음의 부호를 갖는 ACC의 지속성은 내부자매도거래가 수반되는 경우가 그렇지 않은 경우에 비해 더 클 것이다. 따라서 $a_5 < a_7$ 의 관계가 성립될 것으로 예측된다.

2. 내부자의 사적 정보와 기업의 미래 이익전망에 대한 관련성 검증

내부자는 기업의 미래 전망에 대하여 외부투자자보다 더 많은 정보를 가질 것으로 기대되며 이는 단지 이익의 지속성과 같은 이익의 질적 특성 외에도 미래 기업이익에 영향을 미치는 다양한 정보를 가지고 있을 가능성이 높다. 내부자거래가 기업의 미래 이익에 대한 전망을 기초로 이루어지는지를 검증하기 위하여 다음과 같은 연구모형을 사용한다.

$$\text{NETPUR}_t = b_0 + b_1 \text{FROE}_{t+1} + b_2 \text{ROE}_t + b_3 \text{RET}_{t+1} + b_4 \text{BM}_t + b_5 \ln \text{MV}_t + \varepsilon_t \quad (3)$$

(+) (+) (+) (+) (-)

위에서 $\text{NETPUR}_t = \Sigma(\text{매수된 주식/거래시점의 발행주식수}) - \Sigma(\text{매도된 주식/거래시점의 발행주식수})$

$\text{FROE}_{t+1} = t+1\text{연도의 ROE}$

$\text{ROE}_t = t\text{연도의 ROE}$

$\text{RET}_{t+1} = t+1\text{연도에 대한 연간주식수익률}$

$\text{BM}_t = t\text{연도말의 순자산장부가액} / t\text{연도말의 순자산시장가치}$

$\text{MV}_t = t\text{연도말의 순자산시장가치}$

$\varepsilon_t = \text{오차항}$

위의 식(3)에 포함되어 있는 변수들을 살펴보면 다음과 같다.

종속변수 NETPUR는 앞서 이익지속성 검증에서 사용한 정의와 동일하다.

식(3)에서 검증 대상이 되는 중요한 변수는 FROE_{t+1} , ROE_t , RET_{t+1} 들로서 이 세 변수들 모두 내부자의 미래 성과에 대한 사적정보를 측정하기 위하여 사용된다. 식(3)에 포함된 나머지 변수들은 선행 연구에서 내부자거래에 영향을 주는 것으로 알려진 변수들이며 통제변수로서 포함된다. 각 변수들에 대한 구체적인 설명과 예상되는 회귀계수의 부호는 다음과 같다.

먼저, 본 연구에서는 기업의 미래 성과를 측정하는 변수들로 미래 순이익과 미래 주식수익률을 사용한다. 내부자가 기업의 미래 이익에 대한 우월한 정보를 가지고 있다면 내부자는 이러한 정보를 이용하여 주식거래를 행할 유인을 갖는다. FROE_{t+1} 은 $t+1$ 연도의 이익을 $t+1$ 연도의 기초 자기자본으로 나누어 측정한다. 식(3)에서 경영자의 사적 정보로 사용되는 두 번째 변수는 ROE_t 이다. t 연도의 내부자거래와 ROE_t 를 연관시키는 이유는 t 연도의 연간이익이 $t+1$ 연도의 초반에 가서야 시장에 완전히 알려지기 때문이다. 따라서 ROE_t 에도 내부자가 주식거래 시 아직 시장에 알려져 있지 않은 정보가 반영되어 있을 수 있으므로 이를 독립변수에 포함한다. 앞서 사용한 FROE_{t+1} 이나 ROE_t 는 회계 정보에 기초한 성과치이다. t 연도 중에 내부자가 가지고 있던 미래 기업 성과에 대한 정보가 $t+1$ 연도의 회계수치에 충분히 반영되지 않을 가능성도 있다. 따라서, 내부자가 미래 기업 성과에 대해 가지고 있는 사적 정보 중에서 회계정보에 반영되지 않는 부분을 포착하기 위하여 $t+1$ 연도에 대한 연간주식수익률을 추가적인 독립변수로 포함시킨다. 기업의 미래수익률은 내부자거래가 일어난 연도의 다음 회계연도 12개월간에 대해 계산된다. 이러한 측정치는 분석대상회사의 내부자가 주식거래를 함으로써 얻을 수 있는 주식수익률을 측정해준다.

내부자가 기업의 미래 수익전망에 대한 우월한 정보를 보유하고 이를 기초로 주식거래를 실행한다면 식(3)에서 기업의 미래 성과를 나타내는 변수들의 회귀계수 b_1 , b_2 , b_3 의 예상부호는 모두 양이 된다.

식(3)에서 BM_t 는 내부자들이 역투자행태(contrarian investment)를 따른다는 선행연구의 결과를 고려하여 포함된 것이다(Rozeff and Zaman, 1998). 다른 조건이 같다면 역투자전략에 따를 때 BM이 높을수록(즉, M/B가 낮을수록) 저평가된 주식으로 보아 매수를 많이 할 것이다. 따라서 b_4 의 예상부호는 양

(+)이 된다. $\ln MV_t$ 는 기업규모가 클수록 내부자거래가 활발하며 주로 매도를 위주로 한다는 선행연구 결과에 기초하여 통제변수로 포함되었다(Lakonishok and Lee, 2001). 따라서 $\ln MV_t$ 의 회귀계수 b_5 의 부호는 음으로 예상된다.

IV. 표본 및 변수의 측정

1. 표본의 선정

본 연구의 연구대상기간은 1994-2002년으로서 표본에 포함되기 위해서는 다음과 같은 조건을 만족하여야 한다.

- ① 비금융업에 속하는 12월 결산 상장기업
- ② 내부자거래 자료를 입수할 수 있는 기업
- ③ 실증분석에 필요한 재무자료와 주가자료가 입수가 가능한 기업

금융업은 다른 산업에 비해 규제를 많이 받고 영업환경이 다르며 비금융업에 속하는 일반기업과는 재무제표의 구성항목도 다를 뿐만 아니라, 동일한 계정과목이라고 하더라도 상이한 의미로 사용되는 경우가 많다. 따라서 기준 ①은 표본의 동질성을 확보하기 위하여 부과된 기준이다. 기준 ②와 기준 ③은 실증분석을 위한 자료의 입수가가능성에 대한 조건이다.

기업의 재무자료 및 주가자료는 한국신용평가주식회사의 데이터베이스(KIS-FAS, KIS-SMAT 등)에서 추출하고 내부자거래 자료는 금융감독원 전자공시시스템 DART에 공시되어 있는 '임원·주주·주주 소유주식보고서' 및 증권거래소에서 입수한다.

2. 변수의 측정

본 연구의 실증분석에 사용되는 변수들은 다음과 같이 측정된다.

가. 순매수(NETPUR)

각 회사에 대한 내부자순매수는 각 표본 기업에 대하여 해당 연도에 발생한 내부자거래를 모두 합산하여 산정된다. 그러나 논문 V장에서 제시되는 <표 1>에서 볼 수 있듯이, 내부자거래의 사유는 매우 다양하다. 이러한 다양한 사유의 내부자거래가 모두 경영자의 사적 정보를 이용하기 위한 동기에서 비롯되었다고 보기는 어렵다. 따라서, 본 연구에서는 장내매수, 장외매수, 장내매도 및 장외매도 거래만을 이용하여 순매수거래를 측정한다. 내부자거래에서 발생한 순매수는 회사간 발행주식수의 차이를 통제하기 위하여 발행주식수로 나눈 비율로 측정하게 된다.³⁾

3) 내부자거래 관련 선행연구에서 많이 사용해 온 또 다른 측정방법에는 내부자 합의측정치(insider consensus

나. 발생액(ACC)

발생액은 당기순이익에서 현금흐름표상의 영업활동으로 인한 현금흐름을 차감하여 측정한다. 표본 기간이 1994년부터 시작되므로 표본 기간 전체에 대하여 현금흐름표 정보가 입수가능하다. 따라서 현금흐름을 간접적으로 측정하는 데서 발생하는 측정오차를 줄이고 좀더 정확한 측정을 기할 수 있다.⁴⁾

다. ROE 및 FROE

ROE는 당해연도의 당기순이익을 기초 자기자본으로 나누어 산정하고 FROE는 차년도의 당기순이익을 차년도 기초 자기자본으로 나누어 산정한다.

라. RET

RET는 해당연도의 1월부터 12월까지 계산되는 연간주식수익률로 측정된다.

마. BM

BM은 해당 연도의 대차대조표상 자기자본 총액을 동 년도 기말시점에서의 보통주 시가총액으로 나누어 계산한다.⁵⁾

바. lnMV

lnMV는 해당 연도의 기말 시점에서의 보통주 주식시가총액에다 로그를 취하여 측정한다.

사. 더미변수

회귀분석에 사용되는 더미변수들은 다음과 같이 정의된다.

- ① $PACC_t$ = 내부자거래가 없고 ACC가 양인 경우에 ACC값, 그 외에는 0
- ② $BPACC_t$ = 내부자매수거래가 있고 ACC가 양인 경우에 ACC값, 그 외에는 0

metrics)가 있다. 그러나 이 측정치는 거래된 주식수를 고려하지 못하는 한계점 때문에 최근 연구에서는 거의 사용되고 있지 않다. 예를 들어 회사의 임원 중 1인이 100만주를 매도하고 동 회사의 다른 임원은 10,000주를 매수했다고 했을 때 순매도가 990,000주임에도 불구하고 내부자 합의측정치에 의하면 순매도 회사로 분류되지 못한다.

- 4) 당기순이익과 영업활동으로 인한 현금흐름의 차이로서 측정되는 발생액에는 순수 발생액 이외에도 재무활동이나 투자활동에서 발생하는 차·손익(gains/losses)도 포함되어 있다. 그러나 대부분의 선행연구에서는 이러한 차·손익을 별도로 구분하지 않고 발생액에 포함시켜 사용하고 있다.
- 5) BM 비율을 산정함에 있어서 자기자본 총액과 주식시가총액을 해당 연도 기초 시점에서 측정하는 것도 가능하다. 그러나 많은 선행연구들의 경우 기말 시점에서 측정하고 있으므로 본 연구에서도 기말 시점에서의 수치를 이용하여 BM을 산정한다.

- ③ $SPACC_t =$ 내부자매도거래가 있고 ACC가 양인 경우에 ACC값, 그 외에는 0
- ④ $NGACC_t =$ 내부자거래가 없고 ACC가 음인 경우에 ACC값, 그 외에는 0
- ⑤ $BNGACC_t =$ 내부자매수거래가 있고 ACC가 음인 경우에 ACC값, 그 외에는 0
- ⑥ $SNGACC_t =$ 내부자매도거래가 있고 ACC가 음인 경우에 ACC값, 그 외에는 0

V. 실증분석결과

1. 기술통계

<표 1>에는 표본기간에 대한 내부자거래 현황이 제시되어 있다. 먼저 패널 A에는 1997-2002년 기간동안에 발생한 보통주에 대한 내부자거래를 29개 유형별로 구분하여 각 유형별 발생빈도수를 보여주고 있다. 내부자거래 자료 중에서 1994-1996간의 자료는 패널 A에서 제시하는 바와 같이 세분화된 분류 정보를 가지고 있지 않기 때문에 1997-2002 기간에 대한 자료만을 사용하였다. 표에서 보듯이 가장 많이 발생한 내부자 주식거래 유형은 장내매수 거래로서 모두 21,406건이 발생하였다. 추가적으로 장외매수는 663건으로 나타나고 있다.

한편 장내매도는 11,732건으로 장내매수에 이어 가장 많은 발생 빈도를 보이고 있으며 장외매도도 794건 발생한 것으로 나타나고 있다. 매수와 매도거래 이외에 빈번하게 발생하는 거래유형에는 무상신주 취득(1,087건), 신규등록, 신규보고, 신규상장, 신규선임, 신규주요주주 (2,987건), 유상신주 취득(2,313건), 주식배당, 주식병합, 주식분할(2,378건) 등이 있음을 알 수 있다. 발생 빈도수를 보면 알 수 있듯이, 본 연구의 분석 대상인 장내·장외매수와 장내·장외매도거래가 내부자거래에서 가장 중요한 비중을 차지하고 있다.

〈표 1〉 내부자거래 현황

패널 A : 내부자거래 유형별 현황 (1997년-2002년)	
내부자거래 유형	발생 건수
계약기간만료/계약중도해지	9
공개매수, 공개매수 청약	12
교환, 교환사채의 권리행사	43
대물변제, 대물변제 수령, 대여	21
무상신주 취득	1,087
상속, 수증, 수증취소	227
시간외매매	45
신고대량매매	12
신규등록, 신규보고, 신규상장, 신규선입, 신규주요주주	2,987
신주인수권사채, 신주인수권 증권의 권리행사	18
실권주 인수	454
실명전환	3
유상신주 취득	2,313
임원퇴임	1,420
자본감소	274
자사주상여금	142
장내매도	11,732
장내매수	21,406
장외매도	794
장외매수	663
전환권 등 소멸	2
전환, 전환사채의 권리행사, 주식매입선택권	116
주식배당, 주식병합, 주식분할	2,378
주식소각	20
증여, 증여취소	328
출자전환	113
특수 관계해소	21
피상속	28
합병	236
기타 및 내역 미확인	3,702
총 거래건수	50,606

패널 B : 연도별 내부자 매도 및 매수 거래 현황

	표본기간 전체	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
매도거래수	20,399	3,732	2,154	2,765	2,013	2,370	2,527	1,098	1,623	2,117
매수거래수	26,020	1,524	1,915	2,624	2,322	4,424	2,856	4,664	3,047	2,644
총 거래건수	46,419	5,256	4,069	5,389	4,335	6,794	5,383	5,762	4,670	4,761

패널 B에서는 1994-2002년의 기간 동안 각 연도별로 매도거래와 매수거래가 발생한 빈도수를 제시하고 있다. 전체 표본 기간 동안에 발생한 매도 거래는 총 20,399건이고 매수거래는 총 26,020건으로서 매수거래가 매도거래에 비하여 약 30% 정도 더 많이 발생하고 있음을 알 수 있다. 이를 연도별로 보면 1994-1996년의 기간 동안에는 매도거래가 매수거래에 비해 더 빈번하게 발생하고 있었으며 1997년 이후부터는 오히려 매수거래가 매도거래수보다 더 많음을 알 수 있다. 특히, 1998, 2000년, 2001년에는 매수거래가 매도거래보다 압도적으로 많이 발생하고 있음을 알 수 있다. 이와 같은 행태가 나타나는 것은 경제위기 이후 기업의 수익성이 점차 회복되는 단계에서 내부자가 기대되는 미래 경영성과에 대한 정보를 기초로 내부자거래를 행한 결과가 아닌가 생각된다.

<표 2>에는 회귀분석에 사용되는 주요 변수들에 대한 기술통계치가 제시되어 있다.

<표 2> 주요 변수에 대한 기술통계 : 1994년~2002년

변수	평균	표준편차	최대값	75%	50%	25%	최소값	관찰치
$EARN_{t+1}$	0.0005	0.421	23.575	0.046	0.015	-0.011	-3.000	4,399
$EARN_t$	0.004	0.394	23.575	0.043	0.015	-0.004	-2.964	4,399
ACC_t	-0.034	0.422	25.534	0.020	-0.033	-0.088	-3.485	4,399
CFO_t	0.038	0.109	0.583	0.095	0.041	-0.014	-1.958	4,399
$FROE_{t+1}$	0.067	5.902	240.356	0.117	0.051	0.008	-138.129	2,609
ROE_t	0.108	5.370	240.356	0.114	0.053	0.011	-59.224	2,609
RET_{t+1}	-0.168	0.886	19.394	0.031	-0.224	-0.529	-1.964	2,609
BM_t	-13.636	2,350	20,912	3.211	1.579	0.807	-87,749	2,609
MV_t (억원)	3,256	19,907	483,359	1,267	414	162	0.320	2,609

$EARN_t$ = 순이익/평균총자산

ACC_t = 총발생액/평균총자산

CFO_t = 영업활동현금흐름/평균총자산

RET_t = t연도의 시장조정수익률

RET_{t+1} = t+1연도의 시장조정수익률

ROE_t = t연도의 ROE

$FROE_{t+1}$ = t+1연도의 ROE

BM_t = t연도 말의 순자산장부가액 / t연도 말의 순자산시장가치

MV_t = t연도말의 순자산시장가치

<표 2>에서 EARN, ACC 및 CFO는 모두 평균총자산으로 나눈 수치이다. 이와 같은 표준화 작업이 필요한 것은 회귀분석시 나타날 수 있는 기업규모의 차이를 효과적으로 통제하기 위함이다. EARN_t의 평균 및 중위수는 각각 0.004와 0.015로 나타나서 양의 부호를 보이고 있다. 이와 달리 ACC_t는 평균과 중위수가 각각 -0.034와 -0.033으로 나타나고 있어 음의 부호를 보이고 있다. CFO_t는 평균과 중위수가 각각 0.038과 0.041로 나타나고 있어 양으로 나타나고 있음을 알 수 있다. 회계자료에 기초한 기업 성과치인 FROE와 ROE의 평균과 중위수는 각각 0.067, 0.051 과 0.108, 0.053으로 나타나 양의 부호를 보이고 있으며 RET_{t+1}의 평균과 중위수는 각각 -0.168과 -0.224로 나타나 음의 부호를 보이고 있다.

BM의 평균과 중위수는 -13.6361과 1.579로 나타나고 있다. 평균값과 중위수에 큰 차이를 보이고 있어 극단치(outlier)의 문제가 심각할 수 있음을 시사하고 있다. BM은 MB의 역수이므로 평균적인 기업을 보면 기업의 보통주 시가총액이 장부가에 미치지 못한다는 것을 의미하고 있다. 마지막으로 보통주의 기말시장가치는 평균이 3,256억원, 중위수가 414억으로 나타나고 있어 표본 기업간에 매우 큰 차이가 존재하고 있음을 볼 수 있다.

2. 내부자거래와 이익지속성에 대한 검증 결과

<표 3>에는 표본 기업에 대한 이익지속성의 추정치, 이익구성 요소별 지속성의 차이 및 발생액의 부호에 따른 지속성 차이에 대한 검증결과가 제시되어 있다.⁶⁾ 먼저 패널 A에는 당기순이익에 대한 지속성의 측정결과가 보고되어 있다. 평균적인 이익지속성을 나타내는 a_1 의 추정치는 0.674로 나타나고 있다. 이는 미국의 선행연구인 Sloan(1996)에서 보고된 0.841에 비해 매우 낮다. 이와 같이 우리나라 기업의 이익지속성이 미국에 비해 크게 낮게 나온 결과는 우리나라의 보고이익이 이익조정에 의하여 비지속적(일시적인)인 요소를 더 많이 포함하고 있음을 시사한다.

6) 종속변수와 설명변수의 극단치(outlier)를 조정하기 위하여 각 변수의 상·하 1%를 넘는 관찰치는 분석에서 제외하였다.

〈표 3〉 이익지속성 측정치에 대한 결과

패널A 당기순이익의 지속성

$$EARN_{t+1} = a_0 + a_1 \cdot EARN_t + \varepsilon_{t+1}$$

	a_0	a_1	adj. R^2	N
계수추정치 (t-통계치)	-0.008 (-5.18)**	0.674 (32.72)**	0.207	4,102

패널B 발생액, 현금흐름의 지속성

$$EARN_{t+1} = a_0 + a_1 \cdot CFO_t + a_2 \cdot ACC_t + \varepsilon_{t+1}$$

	a_0	a_1	a_2	adj. R^2	N
계수추정치 (t-통계치)	-0.015 (-9.60)**	0.770 (35.65)**	0.543 (23.85)**	0.236	4,102
검증 : $a_1=a_2$	F-통계치 : 158.89 p-값 : 0.001				

패널C 양의 발생액, 음의 발생액 및 현금흐름의 지속성

$$EARN_{t+1} = a_0 + a_1 \cdot CFO_t + a_2 \cdot PACC_t + a_3 \cdot NGACC_t + \varepsilon_{t+1}$$

	a_0	a_1	a_2	a_3	adj. R^2	N
계수추정치 (t-통계치)	-0.012 (-4.86)**	0.763 (20.83)**	0.475 (18.75)**	0.583 (32.77)**	0.237	4,102
검증 : $a_2=a_3$	F-통계치 : 4.26 p-값 : 0.039					

$EARN_{t+1}$ = t+1년의 순이익/평균총자산

ACC_t = t년의 총발생액/평균총자산

CFO_t = t년의 영업활동 현금흐름/평균총자산

$PACC_t$ = ACC가 양인 경우에 ACC값, 그 외에는 0

$NGACC_t$ = ACC가 음인 경우에 ACC값, 그 외에는 0

* (**): 5% (1%) 수준에서 유의함

패널 B는 이익을 발생액과 현금흐름으로 구분하여 각 구성항목에 대한 지속성의 측정 결과를 보여주고 있다. 영업현금흐름과 발생액의 지속성 계수는 각각 0.770과 0.543으로 나타나고 있다. 이러한 결과는 영업현금흐름의 지속성이 발생액의 지속성보다 월등히 높음을 보여주고 있으며 Sloan(1996)의 연구결과와도 일치된다. 다만 Sloan(1996)의 연구에서는 영업현금흐름과 발생액의 지속성계수가 각각 0.855와 0.765로 나타나고 있는데 반하여 본 연구의 결과에서는 0.770과 0.543으로 나타나고 있어 발생액과 영업현금흐름의 지속성계수가 모두 미국에 비하여 많이 떨어지고 있음을 알 수 있다. 특히 영업현금흐름의 지속성계수 차이는 $0.085(=0.855-0.770)$ 인 반면에 발생액의 지속성계수 차이는 거의 2.6배인 $0.222(=0.765-0.543)$ 로 나타나고 있다. 이는 우리나라 발생액의 지속성이 미국에 비해서 상대적으로 더욱 낮으며 결국 이익조정 등에 의하여 많이 왜곡되고 있을 가능성을 보여준다고 해석된다.

패널 C에는 발생액을 다시 부호에 따라 양의 발생액과 음의 발생액으로 구분하여 분석한 결과가 제시되어 있다. 양의 발생액이란 이익증가를 가져오는 발생액을 말하며 음의 발생액은 이익을 감소

시키는 발생액을 의미한다. 분석결과를 보면 양의 발생액의 지속성이나 음의 발생액의 지속성은 각각 0.475와 0.583으로서 모두 영업현금흐름의 지속성 0.763에 비하여 낮게 나오고 있다. 또한 양의 발생액에 대한 지속성 계수는 음의 발생액에 대한 지속성 계수보다 5% 유의수준에서 더 작은 것으로 나타나고 있다.

<표 4>에는 내부자거래를 통하여 이익지속성에 대한 경영자의 사적 정보를 추정할 수 있는지 여부에 대한 검증결과가 제시되어 있다.

먼저 패널 A에는 내부자거래 전체표본에 대한 회귀분석결과를 보여주고 있다. 표에서 보는 바와 같이 모든 설명변수는 1% 수준에서 유의한 양의 부호를 보이고 있다. 따라서 당기 이익의 구성요소는 내부자거래 유무에 관계없이 다음 연도의 이익을 예측함에 있어서 유의한 설명력을 갖는 것으로 나타나고 있다. 다음으로 내부거래자에 의한 매수와 매도거래가 예측대로 발생액의 1년 후 이익지속성에 대한 정보를 전달하는가에 대한 검증 결과를 보면 내부자거래 유형은 지속성에 대한 정보를 제공하지 못하는 것으로 나타나고 있다. 구체적으로 이익을 증가시키는 발생액의 경우에 있어서 내부자매수거래가 있는 경우(0.569)는 내부자거래가 없는 경우(0.486)에 비하여 지속성 계수는 더 크게 나타나고 있으나 두 회귀계수간의 차이를 검증한 결과는 통계적으로 유의하지 않은 것으로 나타나고 있다. 또한 이익을 증가시키는 발생액의 경우에 있어서 내부자매도거래가 있는 경우(0.396)는 내부자거래가 없는 경우(0.486)에 비하여 지속성계수가 더 작은 것으로 나타나고 있으나 이 역시 통계적 유의성은 없는 것으로 나타나고 있다. 끝으로, 내부자매수거래가 있는 경우의 회귀계수(0.569)와 내부자매도거래가 있는 경우의 회귀계수(0.396)의 비교에 있어서도 계수 크기 자체는 매수거래가 있는 경우에 크게 나오고 있으나 통계적 유의성은 약하게 나오고 있다(p -값은 0.113). 이러한 결과를 정리하면 이익을 증가시키는 발생액의 경우 내부자에 의한 매수거래나 매도거래는 발생액의 미래 지속성에 대한 의미 있는 정보를 전달하지 못하고 있음을 알 수 있다.

한편 이익을 감소시키는 발생액의 경우에 있어서도 내부자거래가 없는 경우(0.590)와 내부자매수거래가 있는 경우(0.545)는 지속성에 있어서 유의한 차이가 없는 것으로 나타나고 있다. 또한 내부자거래가 없는 경우(0.590)와 내부자매도거래가 있는 경우(0.576)도 역시 양자간에 유의한 차이가 없는 것으로 나타나고 있다. 끝으로 내부자매수거래가 있는 경우의 회귀계수(0.545)와 내부자매도거래가 있는 경우의 회귀계수(0.576)의 비교에 있어서도 통계적으로 유의한 차이가 나타나지 않고 있다. 따라서 이익을 감소시키는 발생액의 경우에도 이익을 증가시키는 발생액의 경우와 마찬가지로 내부자에 의한 매수 또는 매도 거래가 기업의 미래 이익지속성에 대하여 유용한 정보를 제공하지 못함을 알 수 있다.⁷⁾

7) 패널 A에 보고된 분석결과는 각 표본 기업의 내부자거래가 각 해당 연도의 전체 순매수 기업이나 순매도 기업의 중위치보다 큰 지 여부에 따라 매수거래 또는 매도거래로 분류하는 방법에 기초하고 있다. 이익지속성에 대한 정보를 제공하는 내부자거래는 보다 집중적인 내부자거래일 가능성이 있으므로 내부자의 매수 및 매도거래를 각 해당 연도의 전체 순매수 기업이나 순매도기업의 상위 75%를 초과하는 거래로 재정 의하고 분석을 반복 실행하여 보았다. 재분석 결과도 패널 A의 결과와 유사하게 내부자거래가 미래 이익지속성에 대한 정보를 제공하지 못하는 것으로 나타났다.

〈표 4〉 내부거래자 거래와 이익지속성의 차이

$$\text{EARN}_{t+1} = a_0 + a_1 \text{CFO}_t + a_2 \text{PACC}_t + a_3 \text{BPACC}_t + a_4 \text{SPACC}_t + a_5 \text{NGACC}_t + a_6 \text{BNGACC}_t + a_7 \text{SNGACC}_t + e_{t+1}$$

패널 A : 전체 표본을 대상으로 한 회귀식 추정결과

	a_0	a_1	a_2	a_3	a_4	a_5	a_6	a_7	adj. R^2	N
계수추정치 (t-통계치)	-0.012 (-4.90)***	0.763 (34.74)***	0.486 (10.88)***	0.569 (6.11)***	0.396 (5.82)***	0.590 (18.26)***	0.545 (9.01)***	0.576 (10.38)***	0.237	4,102

회귀계수 간 크기 비교

검증 내용	F-통계치	p-값
PACC, BPACC : $a_2 = a_3$	0.75	0.388
PACC, SPACC : $a_2 = a_4$	1.58	0.208
BPACC, SPACC : $a_3 = a_4$	2.52	0.113
NGACC, BNGACC : $a_5 = a_6$	0.55	0.456
NGACC, SNGACC : $a_5 = a_7$	0.06	0.805
NGACC, SNGACC : $a_6 = a_7$	0.17	0.684

패널 B : 임원에 의한 내부자거래를 대상으로 한 회귀식 추정결과

	a_0	a_1	a_2	a_3	a_4	a_5	a_6	a_7	adj. R^2	N
계수추정치 (t-통계치)	-0.012 (-4.85)***	0.763 (34.83)***	0.436 (9.80)***	0.532 (6.43)***	0.587 (7.96)***	0.607 (19.02)***	0.483 (7.32)***	0.525 (9.14)***	0.238	4,102

회귀계수 간 크기 비교

검증 내용	F-통계치	p-값
PACC, BPACC : $a_2 = a_3$	1.24	0.266
PACC, SPACC : $a_2 = a_4$	3.92**	0.048
BPACC, SPACC : $a_3 = a_4$	0.28	0.595
NGACC, BNGACC : $a_5 = a_6$	3.59*	0.058
NGACC, SNGACC : $a_5 = a_7$	2.01	0.156
NGACC, SNGACC : $a_6 = a_7$	0.27	0.604

 EARN_{t+1} = t+1년의 순이익PACC_t = 내부자거래가 없고 ACC가 양인 경우에 ACC값, 그 외에는 0BPACC_t = 내부자매수거래가 있고 ACC가 양인 경우에 ACC값, 그 외에는 0SPACC_t = 내부자매도거래가 있고 ACC가 양인 경우에 ACC값, 그 외에는 0NGACC_t = 내부자거래가 없고 ACC가 음인 경우에 ACC값, 그 외에는 0BNGACC_t = 내부자매수거래가 있고 ACC가 음인 경우에 ACC값, 그 외에는 0SNGACC_t = 내부자매도거래가 있고 ACC가 음인 경우에 ACC값, 그 외에는 0 e_{t+1} = 오차항

*, **, *** : 각각 10%, 5%, 1% 수준에서 유의함(양측검정)

패널 A에 보고된 결과는 금융감독원에 보고되는 내부자거래 전체를 대상으로 한 분석이었다. 그러나 회사의 미래 이익에 대한 지속성 정보는 내부자 중에서도 특히 실제로 기업 경영에 참여하는 임원이 보유하고 있을 가능성이 더 높다. 이러한 점을 고려하여 패널 B에는 내부자거래를 회사 임원으로 한정하여 재분석한 결과가 보고되어 있다.⁸⁾ 먼저 패널 A의 결과와 마찬가지로 모든 설명변수는 1%수준에서 유의한 양의 부호를 보이고 있다. 내부거래자에 의한 매수와 매도거래가 이익지속성에 대한 정보를 제공하는가에 대한 분석결과는 패널 A의 경우와 마찬가지로 지속성에 대한 정보를 제공하지 못하는 것으로 나타나고 있다. 이익을 증가시키는 발생액의 경우에 있어서 내부자매수거래가 있는 경우(0.532)는 내부자거래가 없는 경우(0.436)에 비하여 지속성 계수 자체는 더 크게 나타나고 있으나 통계적 유의성은 보이지 못하고 있다. 또한 이익을 증가시키는 발생액의 경우에 있어서 내부자매도거래가 있는 경우(0.587)는 내부자거래가 없는 경우(0.436)에 비하여 5%의 유의수준에서 더 높은 것으로 나타나고 있다. 이는 이익을 증가시키는 발생액의 경우에는 미래 이익지속성이 낮을수록 주식을 매도할 것이라는 예상과 일치하지 않는 결과이다. 내부자매수거래가 있는 경우의 회귀계수(0.532)와 내부자매도거래가 있는 경우의 회귀계수(0.587)는 유의적인 차이를 보이지 않고 있다. 따라서 이익을 증가시키는 발생액의 경우 회사임원에 의한 매수거래나 매도거래 역시 발생액의 미래지속성에 대한 의미 있는 정보를 전달하지 못하고 있음을 알 수 있다.

한편 이익을 감소시키는 발생액의 경우에 있어서는 내부자거래가 없는 경우보다(0.607) 내부자매수거래가 있는 경우(0.483)가 유의하게 낮은 지속성을 보이고 있어 예상과 일치하는 결과를 나타나고 있다(p -값은 0.058). 그러나 내부자거래가 없는 경우(0.607)와 내부자매도거래가 있는 경우(0.525)도 역시 양자간에 유의한 차이가 없는 것으로 나타나고 있다. 끝으로 내부자매수거래가 있는 경우의 회귀계수(0.483)와 내부자매도거래가 있는 경우의 회귀계수(0.525)의 비교에 있어서도 통계적으로 유의한 차이가 나타나지 않고 있다. 따라서 이익을 감소시키는 발생액의 경우에 회사의 임원에 의한 매수거래는 발생액의 미래지속성에 대한 정보를 전달한다는 약한 증거를 얻을 수 있었지만 임원에 의한 매도거래는 정보를 제공하지 못하는 것으로 나타나고 있다.

위의 결과를 종합하면 이익을 증가시키는 발생액과 이익을 감소시키는 발생액의 경우에 공히 내부자거래의 유무에 따라 이익지속성에 통계적으로 유의한 차이를 보이지 못하고 있다. 즉, 내부자거래가 해당 기업의 이익지속성에 대하여 가지는 정보효과는 예상과 달리 미미한 것으로 나타나고 있다. 그러나 이와 같은 실증결과만을 기초로 내부자거래가 이익지속성에 대한 경영자의 사적 정보를 반영하지 못한다고 단정하기는 어렵다. 실증분석 결과에 대하여는 다음과 같은 해석들이 가능하다.

첫째, 내부자가 자사주거래를 하는 경우에 그들이 가지는 사적 정보는 기업의 미래 성과와 관련되

8) 연구표본 자료 중에서 1994-1996년 기간에 대해서는 주식거래를 행한 내부자가 회사의 임원인지의 여부를 정확하게 파악할 수 있었으나 1997년부터 2002년의 기간에 대하여는 임원 여부를 정확하게 파악하는데 어려움이 있었다. 따라서 표본의 일부에 대하여 거래자가 자연인으로 되어 있는 경우를 조사한 결과 거의 대부분의 경우에 회사임원인 것으로 나타났으며 이를 근거로 내부거래자가 자연인인 경우에는 임원으로 간주하고 분석하였다. 이러한 임원 구분은 자의적인 측면이 있으므로 임원 여부에 대한 정보가 이용가능한 1994-1996년 기간에 대해서도 별도의 분석을 실시하였으며 분석결과는 기본적으로 전체 기간에 대한 결과와 유사한 것으로 나타났다.

기는 하지만 단기적 이익지속성에 직결되지는 않는 정보일 가능성을 생각할 수 있다. 기업의 미래 성과는 미래 수익성과 위험에 관한 다양한 요인에 의하여 영향을 받을 수 있다. 예를 들어, 기업의 신사업 추진의 성공여부, 연구개발 활동의 성공가능성 등은 시장에 알려지게 되면 주가에 큰 영향을 주며 궁극적으로는 이익의 미래지속성에 영향을 줄 수 있는 정보들이다. 그러나 이들 정보가 본 실증분석에서처럼, 내부자거래 발생 연도이익 및 추후 연도 이익을 이용하여 측정되는 이익지속성에 즉각적으로 반영되지 않을 가능성이 존재한다.

둘째, 본 연구의 실증분석에서 내부자매도거래와 내부자매수거래는 각 연도별로 표본의 순매수기업이나 순매도기업의 중위치를 기준으로 정의되었다. 그러나 만일 기업의 특성(예를 들어, 기업규모)별로 내부자거래의 행태가 차이가 난다면 본 연구방법에서 전체 표본의 중위치를 기준으로 한 내부자매도거래와 내부자매수거래가 정확하게 포착되지 않았을 가능성도 존재한다.

셋째, 기업에 대한 사적 정보를 가질 것으로 예상되는 내부자를 좀더 엄격히 정의하기 위해서는 내부자를 회사의 임원으로 한정할 필요가 있다. 그러나 자료 입수상의 어려움으로 표본기간 중에서 일부기간(1994-1996년)에 대하여만 내부자의 임원 여부를 정확히 파악할 수 있었고 나머지 표본기간에 대하여는 간접적인 측정방법을 적용하였는데 이 과정에서 발생한 분류오류가 분석 결과에 영향을 주었을 가능성도 있다. 따라서 기업의 사적 정보를 소유할 것으로 기대되는 내부자를 좀더 정확하게 측정할 수 있다면 본 연구의 실증결과와 다른 결과가 나타날 가능성도 존재한다.

3. 내부자거래와 미래 이익전망의 관계에 대한 검증 결과

<표 5>에는 내부자거래가 기업의 미래 수익성에 대한 경영자의 사적 정보를 반영하고 있는지에 대하여 검증한 결과가 제시되어 있다.⁹⁾

9) 종속변수와 설명변수의 극단치(outlier)를 조정하기 위하여 각 변수의 상·하 1%를 넘는 관찰치는 분석에서 제외하였다.

〈표 5〉 내부자거래와 미래 이익전망의 관계에 대한 검증

$$\text{NETPUR}_t = b_0 + b_1 \text{FROE}_{t+1} + b_2 \text{ROE}_t + b_3 \text{RET}_{t+1} + b_4 \text{BM}_t + b_5 \text{RET}_t + b_6 \text{MV}_t + e_t$$

패널 A : 내부자거래 전체

변수	모형1	모형2	모형3	모형4	모형5	모형6
Intercept	-0.772 (-6.41) ^{***}	-0.777 (-6.45) ^{***}	-0.760 (-6.32) ^{***}	-0.775 (-6.39) ^{***}	-1.059 (-0.84)	-1.704 (-1.19)
FROE _{t+1}	0.425 (1.46)					0.378 (1.28)
ROE _t		0.564 (1.65) [*]				0.592 (1.71) [*]
RET _{t+1}			0.600 (2.97) ^{***}			0.587 (2.87) ^{***}
BM _t				0.001 (0.61)		0.001 (0.95)
lnMV _t					0.017 (0.23)	0.052 (0.64)
Adj. R ² (%)	0.05	0.08	0.35	-0.03	-0.04	0.41
표본수	2,254	2,254	2,254	2,254	2,254	2,254

패널 B : 비정상매수 및 비정상매도거래

변수	모형1	모형2	모형3	모형4	모형5	모형6
Intercept	-1.560 (-5.86) ^{***}	-1.562 (-5.87) ^{***}	-1.526 (-5.74) ^{***}	-1.628 (-6.08) ^{***}	1.769 (0.67)	-1.285 (-0.42)
FROE _{t+1}	0.239 (0.49)					0.175 (0.36)
ROE _t		0.197 (0.39)				0.210 (0.42)
RET _{t+1}			1.109 (2.61) ^{***}			1.070 (2.48) ^{**}
BM _t				0.003 (1.98) ^{**}		0.003 (1.67) [*]
lnMV _t					-0.193 (-1.27)	-0.018 (-0.10)
Adj. R ² (%)	-0.07	-0.07	0.50	0.26	0.05	0.50
표본수	1,150	1,150	1,150	1,150	1,150	1,150

패널 C : 임원에 의한 내부자거래

변수	모형1	모형2	모형3	모형4	모형5	모형6
Intercept	-0.389 (-4.36)***	-0.397 (-4.38)***	-0.378 (-4.27)***	-0.381 (-4.26)***	-0.519 (-0.49)	-0.964 (-0.84)
FROE _{t+1}	0.148 (0.36)					-0.231 (-0.51)
ROE _t		0.282 (0.58)				0.307 (0.59)
RET _{t+1}			0.585 (3.61)***			0.612 (3.66)***
BM _t				-0.001 (-0.48)		-0.001 (-0.24)
lnMV _t					0.008 (0.13)	0.033 (0.51)
Adj. R ² (%)	-0.05	-0.04	0.67	-0.04	-0.05	0.50
표본수	1,795	1,795	1,795	1,795	1,795	1,795

NETPUR_t = Σ (매수된 주식/거래시점의 발행주식수) - Σ (매도된 주식/거래시점의 발행주식수)

RET_{t+1} = t+1연도의 시장조정수익률

FROE_{t+1} = t+1연도의 ROE

ROE_t = t연도의 ROE

BM_t = t연도 말의 순자산장부가액 / t연도 말의 순자산시장가치

MV_t = t연도말의 순자산시장가치

e_t = 오차항

* (**): 5% (1%) 수준에서 유의함

패널 A에는 내부자거래가 있는 기업 전체를 대상으로 분석한 결과가 제시되어 있다. 각 설명변수의 유의성을 검증하기 위하여 각 변수별로 별도의 회귀식(모형1~모형5)을 추정하고 아울러 모든 변수를 한 회귀식에 포함하여 추정한다(모형6). FROE_{t+1}, ROE_t, RET_{t+1}는 기업의 미래 성과에 대한 대용변수들이다.

먼저 FROE_{t+1}은 모형1과 모형6에서 모두 양의 부호를 나타내고 있지만 통계적 유의성을 보이지 못하고 있다. 반면 ROE_t는 모형2와 모형6에서 각각 10%(양측검정)의 유의수준에 NETPUR_t와 유의한 양의 관계를 보이고 있다. 따라서 다른 조건이 동일한 경우 내부자는 ROE_t로 측정되는 기업의 성과가 좋을수록 주식 매수를 늘린다는 것을 알 수 있다. 미래의 성과를 측정하는 또 다른 변수인 RET_{t+1}은 모형3과 모형6에서 모두 1% 수준의 유의성을 보이고 있다. 따라서 내부자는 차년도 기업 성과가 좋다고 기대될수록 주식을 매수하고 미래 성과가 낮을 것으로 기대될수록 매도를 행한다는 것을 알 수 있다. 이러한 내부자거래 행태는 기업의 내부자가 외부자에 대하여 가지는 우월한 사적 정보를 활용하여 주식거래를 하고 있음을 시사하는 결과라고 할 수 있다. 따라서 기업의 내부자거래를 관찰하게 되면 그 기업의 미래 성과에 대한 경영자의 사적 정보를 파악할 수 있게 된다. 앞서 행한 이익

지속성 분석에서는 내부자거래가 이익의 지속성에 대한 정보를 직접적으로 전달하지 못하는 것으로 나타났으나 본 분석의 결과에 의하면 내부자거래는 기업의 미래 성과 전반에 관하여 사적 정보를 전달하고 있음을 알 수 있다. 내부자의 거래 행태가 회계변수인 $FROE_{t+1}$ 로 측정되는 미래 성과와는 유의한 관계를 보이지 못하는 반면 RET_{t+1} 로 측정되는 미래 기업 성과와는 매우 유의한 관계를 보이는 것은 앞서 내부자거래가 이익지속성에 대한 정보를 전달하지 못한다는 실증결과와 일관된다고 볼 수 있다. 즉, $FROE_{t+1}$ 은 차년도 이익을 기초로 산정되는 미래 이익지표인데 내부자거래 행태가 차년도에 대한 이익지속성에 유용한 정보를 전달하지 못한다는 결과와 차년도의 자기자본이익률과 관련을 갖지 않는다는 결과는 결국 내부자거래가 미래 기업의 성과에 대한 정보를 전달한다고 하더라도 차년도의 회계이익에 반영되는 정보는 아니라는 점을 시사한다.

한편 통제변수로 사용된 BM_t 과 $\ln MV_t$ 는 모두 유의한 계수를 보이지 않고 있다. 이는 표본기간동안의 내부자거래가 선행연구에서 보고한 역투자행태(contrarian investment)에 따른 내부자거래 행태가 기업의 규모가 별로 관련이 없음을 의미하고 있다.

패널 B에는 앞서 지속성분석에서 사용한 바 있는 해당 연도의 매수거래 중위치나 매도거래의 중위치를 초과하는 매수·매도 거래만을 선별하여 재분석한 결과를 제시하고 있다. 따라서 분석에 사용된 관찰치수도 2,254개에서 1,150개로 감소되었다. 분석결과는 전체적으로 패널 A에 보고된 바와 유사하다. 내부자거래는 기업의 미래 성과치를 나타내는 RET_{t+1} 과 여전히 유의한 양의 관계를 가지는 것으로 나타나고 있다. 모형3에서는 1% 수준의 유의성을 보이고 있고 모형6에서는 5% 수준의 유의성을 보이고 있다. 패널 A에서 약한 유의성을 보였던 ROE_t 는 더 이상 유의적이지 못한 반면에 BM_t 는 모형4와 모형6에서 각각 5%와 1%의 유의성을 보이고 있다. $\ln MV_t$ 는 패널 A에서와 동일하게 유의성을 보이지 못하고 있다.

패널 C에서는 내부자 가운데 임원이 행한 내부자거래만을 선별하여 재분석한 결과를 제시하고 있다. 전체적으로 패널 A와 패널 B의 결과와 유사한 결과를 보이고 있다. 여전히 기업 임원에 의한 내부자거래는 RET_{t+1} 로 측정되는 기업미래 성과와 유의한 양의 결과를 보이고 있다.

이상의 결과를 요약하면 기업의 내부자거래는 기업의 미래 성과에 대한 사적 정보를 전달하는 것으로 나타나고 있다. 다만, 내부자거래가 전달하는 기업의 미래 성과에 대한 정보는 바로 다음 연도에 실현되는 회계이익에 반영되는 정보라기보다 회계수치에 반영되기 어렵거나 반영되는데 좀더 시간이 걸리는 정보일 것으로 생각된다.

VI. 요약 및 결론

본 연구는 내부자거래의 행태와 이익지속성 및 미래 이익과의 관련성을 분석함으로써 내부자거래가 기업의 이익 특성 및 미래 이익전망에 대한 내부자의 사적 정보를 반영하는지를 검증하였다. 국내 선행연구의 거의 대부분이 내부자거래에서 초과수익률을 획득하는지 여부를 검증하는데 초점을 두고 있는 반면 본 연구는 내부자거래가 전달하는 정보의 내용에 대하여 구체적으로 분석한다는 점에서 차이난다.

1994-2002년의 기간에 대하여 이루어진 실증분석의 결과, 이익을 증가시키는 발생액의 경우와 이익을 감소시키는 발생액의 경우 모두 내부자거래의 유무에 따라 이익지속성에 차이가 나타나지 않아 내부자거래 유형으로부터 이익지속성에 대한 경영자의 정보를 파악하기는 어려운 것으로 판명되었다. 그러나 이와 같은 결과가 분석에 사용된 연구모형이나 실증분석에 이용된 자료의 문제에서 기인했을 가능성도 배제할 수는 없다.

한편 차년도 연간주식수익률로 측정된 기업의 미래 성과는 내부자에 의한 순매수거래와 유의한 양의 관계를 보이는 것으로 나타나고 있으며 차년도 자기자본이익률도 다소 약하지만 유의한 양의 관계를 보이는 것으로 나타나고 있다. 이는 다른 조건이 동일한 경우, 미래 기업의 성과가 좋을 것으로 기대될수록 내부자는 주식 매수를 늘리고 미래 성과가 낮을 것으로 기대될수록 매수보다는 매도를 행한다는 것을 알 수 있다. 이러한 내부자거래 행태는 기업의 내부자가 외부자에 대하여 가지는 우월한 사적 정보를 활용하여 주식거래를 하고 있음을 시사하는 결과라고 할 수 있다.

본 연구의 실증분석 결과 내부자거래를 분석함으로써 회계이익의 지속성에 대한 정보를 직접적으로 추론하기는 어렵다는 결과를 얻었지만 내부자거래로 인한 초과이익의 발생원인과 회계정보와의 관계를 구체적으로 분석하였다는 면에서는 의의를 가질 수 있다. 내부자거래가 초과이익률을 올린다는 과거 연구결과의 이면에는 내부자가 과연 어떤 사적 정보를 활용하여 거래하는가에 대한 의문이 제기된다. 본 연구에서는 내부자가 이용하는 사적 정보가 이익지속성이라는 구체적인 회계정보의 특성에 초점을 두고 그 관련성을 조사하였다. 향후 연구에서도 내부자거래가 전달하는 구체적 정보 내용을 이해하기 위한 계속적인 노력이 필요할 것으로 생각된다.

본 연구의 한계점 중의 하나는 내부자거래를 좀더 정교하게 정의하지 못했다는 점이다. 기업 내부자 중에서도 특히 경영을 직접 담당하고 있는 임원들이 기업의 미래 성과에 대한 사적 정보를 보유하고 있을 가능성이 높다. 향후 연구에서는 기업에 대한 사적 정보를 보유할 가능성이 높은 내부자 그룹을 좀더 정확하게 선별하여 좀더 정직한 검증을 할 필요성이 있다.

“본 논문은 다른 학술지 또는 간행물에 게재되었거나 게재신청되지 않았음을 확인함.”

참고문헌

- 강종만. 1993. “내부자거래와 내부정보이용”. 재무관리연구 제10권 제2호 : 181-211.
- 강종만. 1994. “내부자거래이익 추정에 관한 실증분석”. 증권학회지 제16집 : 17-49.
- 강종만 · 최운열 · 윤계섭. 1996. “내부자거래 전후의 주가행태 분석”. 금융학회지 제1권 제2호 : 127-152.
- 전성빈 · 최순재. 1998. “내부자거래의 내부정보이용에 관한 연구”. 증권학회지 제22집 : 1-28.
- Barth, M., W. Beaver, J. Hand, and W. Landsman. 1999. Accruals, Cash Flows and Equity Values. *Review of Accounting Studies* 4(3-4) : 205-229.
- Beneish, M., and M. Vargus. 2002. Insider Trading, Earnings Quality, and Accrual Mispricing. *The Accounting Review* 77(4) : 755-792.
- Bradshaw, M., S. Richardson, and R. Sloan. 2001. Do Analysts and Auditors Use Information in Accruals?. *Journal of Accounting Research* 39(1) : 45-74.
- Collins, D., and S. Kothari. 1989. An Analysis of the Intertemporal and Cross-Sectional Determinants of Earnings Response Coefficients. *Journal of Accounting and Economics* 11(2-3) : 143-181.
- Easton, P., and M. Zmijewski. 1989. Cross-Sectional Variation in the Stock Market Response to the Announcement of Accounting Earnings. *Journal of Accounting and Economics* 11(2-3) : 117-141.
- Elliot, J., D. Morse, and G. Richardson. 1984. The Association between Insider Trading and Information Announcements. *Rand Journal of Economics* 15(4) : 521-536.
- Givoly, D., and D. Palmon. 1985. Insider Trading and the Exploitation of Inside Information : Some Empirical Evidence. *Journal of Business* 58(1) : 69-87.
- Jaffe, J. 1974. Special Information and Insider Trading. *Journal of Business* 47(3) : 410-428.
- Ke, B., S. Huddart, and K. Petroni. 2003. What Insiders Know About Future Earnings and How They Use It : Evidence from Insider Trades. *Journal of Accounting and Economics* 35(3) : 315-346.
- Kormendi, R., and R. Lipe. 1987. Earnings Innovations, Earnings Persistence, and Stock Returns. *Journal of Business* 60(3) : 323-346.
- Lakonishok, L., and I. Lee. 2001. Are Insider Trades Informative?. *Review of Financial Studies* 14(1) : 79-111.
- Ohlson, J. 1999. On Transitory Earnings. *Review of Accounting Studies* 4(3-4) : 145-162.
- Rozeff, M., and M. Zaman. 1988. Market Efficiency and Insider Trading : New Evidence. *Journal of Business* 61(1) : 25-44.
- Rozeff, M., and M. Zaman. 1998. Overreaction and Insider Trading : Evidence from Growth and Value Portfolios. *Journal of Finance* 53(2) : 701-716.
- Seyhun, H. 1986. Insider Profits, Costs of Trading, and Market Efficiency. *Journal of Financial Economics* 16(2) : 189-212.

- Seyhun, H. 1992. Why Does Insider Trading Predict Future Stock Returns?. *Quarterly Journal of Economics* 107(4) : 1303-1331.
- Sloan, R. 1996. Do Stock Prices fully Reflect Information in Accruals and Cash Flow about Future Earnings?. *The Accounting Review* 71(3) : 289-315.
- Xie, H. 2001. The Mispricing of Abnormal Accruals. *The Accounting Review* 76(3) : 357-373.

Do Insider Trades Reflect Managers' Private Information about Earnings Persistence and Future Earnings?

Moonchul Kim*

— <Abstract> —

This paper investigates whether insider trading is informative about earnings persistence and also future performance proxied by the firm's future return and earnings.

Using the sample of insider trading over the period 1994–2002, I evaluate whether a signal based on insider trading predicts the one-year-ahead earnings persistence. The earnings persistence tests reveal that insider trading provides little indication of the persistence of accruals. On the other hand, I find that insider trades are positively associated with the firm's future return and earnings performance. The relation is shown to be incremental to the book-to-market and market value relations.

<Key words> insider trading, private information, earnings persistence

* Professor of KyungHee University