

内部者去來와 内部情報 利用

姜 鍾 萬*

(요 약)

증권관리위원회에 신고된 내부자거래는 6개월이내 단기투자에 따른 이익을 회사에 반환하여야 하므로 단기정보를 이용할 가능성이 낮다. 따라서 Fischer(1992)는 상장회사의 임원과 주요주주 등의 주식거래를 증권관리위원회에 신고하도록 하는 제도는 미공개 내부정보를 이용한 내부자거래를 방지하는 효과적인 방법이라고 주장하고 있다.

본 연구에서는 증권거래소에 신고된 내부자의 거래자료와 상장기업의 기업정보공시자료를 이용하여 내부자의 주식거래가 미공개 내부정보를 이용하고 있는 지를 검토하였다. 1989년부터 1992년까지 4년간 증권거래소에 신고된 상장회사 내부자의 주식거래 중 거래후 1개월내에 기업정보의 공시가 있는 경우를 연구대상으로 한 실증분석결과 이러한 내부자의 주식거래가 일반적으로 미공개된 기업정보를 이용하고 있지 않는 것으로 나타났다.

내부자의 주식 매수 또는 매도후 기업정보 공시시 주가가 상승 또는 하락하는 경우가 각각 약 50%를 차지하고 있으며 내부자의 주식거래후 정보공시 빈도 수도 기대치보다 낮았다. 또한 주식거래에 따른 내부자거래이익은 매도시에는 내부자의 주식거래후 공시된 정보 내용에 따라 결정되며, 정보공시시 주가가 상승하는 비율이 약 50%이고 내부자거래이익이 0보다 작아 매도이후에 주가가 하락할 것이라는 예측은 지지되지 않았다.

내부자거래후 200 거래일까지 누적초과수익률을 분석한 결과에서도 매도시에는 정보이용 가능성이 있지만 매수시에는 내부자거래이익이 작아 정보이용 가능성이 없었다. 또한 내부자종류에 따른 내부자거래이익이 차이가 없어 증권거래소에 신고된 내부자의 주식거래는 곧 공개될 기업정보의 이용과는 관련이 적은 것으로 생각된다.

I. 序 論

상장회사 임원과 주요주주의 소유지분 변동은 증권거래법에 따라 證券管理委員會와 證券去來所에 신고하여야 하며, 이들이 매매한 주식을 6개월이내에 반대매매함으로써 얻은 이익은 회사에 반환하여야 한다. 이러한 규정들은 기업정보를 쉽게 취득할 수 있는 상장

* 韓國證券經濟研究院 研究委員

회사의 내부자가 미공개정보를 이용하여 주식거래하는 것을 방지하고자 한다.

證券市場에서 투자자들이 보유한 情報의 平等을 보장하는 것은 매우 중요하다. 일부 투자자가 주가에 영향을 미치는 중요한 정보가 공개되기 전에 이를 이용하여 주식거래함으로써 이익을 얻는 것은 불공정거래로서 주식거래의 공정성에 대한 신뢰도를 저하시켜 증권시장 발전에 저해가 된다. 따라서 증권거래법은 투자자간 정보취득의 평등을 촉진하기 위하여 기업정보의 공시와 내부자거래규제를 강화하고 있다.

Fischer(1992)에 따르면 상장회사의 임원이나 주요주주의 주식거래를 신고하도록 하는 제도는 내부정보를 이용한 내부자거래의 처벌과 함께 기업의 미공개정보를 이용한 不正去來를 효과적으로 방지한다. 따라서 증권거래소에 신고된 회사 내부자의 거래는 단기적으로 기업정보를 이용하는 측면보다는 장기적인 관점에서 기업 전망에 관한 정보를 이용하고 있다고 생각된다. 그러나 장기투자시에는 특정회사의 고유한 정보는 물론 증권시장의 전반적인 흐름이 투자수익에 영향을 주게 되므로 적극적인 정보이용이 어렵다.

따라서 본 연구에서는 證券去來所에 申告된 内部者去來와 企業情報의 短期的인 利用과 의 關係를 검토하고자 한다. 또한 증권거래소에 신고된 상장회사 내부자의 거래자료와 기업의 정보공시 자료를 이용하여 내부자가 단기적으로 내부정보를 이용한 주식거래에서 얻는 이익을 추정하며 내부자거래이후 주가행태도 분석하고자 한다.

本 研究의 構成은 다음과 같다. 제2장에서는 내부자거래에 관한 기존연구를 요약하였다. 특히 Givoly와 Palmon(1985)은 증권관리위원회에 신고된 내부자의 주식거래가 기업의 단기정보이용과는 관련이 없다는 실증연구결과를 제시하고 있다. 다음 장은 본 연구에서 이용한 연구자료와 연구방법론을 기술하고 제4장에서는 실증연구결과가 제시되었다. 제5장은 결론으로서 본 연구의 실증연구결과를 요약하고 내부자거래에 관한 의견을 정리하였다.

Ⅱ. 内部者去來에 관한 既存研究

내부자거래가 증권시장에 미치는 영향을 직접 분석할 때에는 일반적으로 불법적인 내부자거래 자료나 법규에 의해 신고된 내부자거래 자료가 이용된다. 또한 기업의 미공개 내부정보를 이용한 내부자거래가 중요정보의 공시전에 가격변동을 초래한다는 관점에서 내부자거래 효과를 분석할 수도 있다.

企業合併이나 配當增加 등 會社經營에 관한 重要事實이 주가에 미치는 영향에 관한 실증연구에서 重要事實의 발표시점 뿐만 아니라 정보공시 이전에도 주가가 변동한다는 사

실이 발견되고 있다. 특히 기업의 인수합병에 관한 연구에서 이러한 공시전 가격상승 효과가 많이 나타나고 있다.

Keown과 Pinkerton(1981)과 Mikkelson과 Ruback(1985), 그리고 Dennis와 McConnell(1986) 등의 연구에서 인수합병 公示前의 가격상승은 정보공개시 가격상승의 약 50%에 달하고 있다. Keown과 Pinkerton의 연구에서는 특히 인수합병에 관한 최초 인수제안일 12일전부터 주가가 상승하며 거래량도 증가하고 있다. 그러나 연구대상 회사 중 76%의 경우에는 증권관리위원회에 신고된 관련회사 임직원의 주식거래가 이 기간중에는 없었다. 따라서 Keown과 Pinkerton은 중요정보 공시전 가격상승을 기업내부자로 부터 정보를 입수한 제 3자에 의한 것이라고 주장하였다. 이러한 주장은 Mandelker(1974)의 주장과 같이 기업인수합병에 관한 정보가 公示되기 前의 株價上昇은 미공개 내부정보를 이용한 내부자거래에 기인한다는 것이다.

그러나 Gupta와 Misra(1988)나 Jensen과 Ruback(1983)은 인수합병 공시전 가격상승이 내부자거래가 아닌 公開된 情報에 기인한다고 주장한다. 기업의 인수합병에 관한 결정은 그 의사결정 과정에 관여하는 사람이 많고 오랜 시일이 걸리므로 정보의 사전누출 가능성이 높다. 따라서 회사가 공식적으로 기업인수합병 사실을 발표하기 전에 언론 보도나 풍문 등에 의해 주가가 변동할 수 있다. 또한 이러한 의사결정에 관여하는 내부자의 거래는 관련 법규에 의해 강력히 규제되므로 미공개정보를 이용한 내부자거래는 현실적으로 어렵다는 사실이 Gupta와 Misra 또는 Jensen과 Ruback 등의 주장을 뒷받침하고 있다.

現金配當과 利益의 公示效果에 관한 실증연구인 Aharony와 Swary(1980)나 Charest(1978)의 연구에서 중요 정보의 공시이전에도 주가변동이 있었으며 Asquith와 Mullins(1986)의 연구에서는 신주발행에 관한 공시 이전에도 주가가 상승하는 현상이 나타났다. 그리고 Duncan과 Etebari(1990)는 뉴질랜드 시장에서 인수합병 등 기업의 주요공시 이전에 주가가 상승하고 있다는 사실을 밝혔다.

이러한 실증연구는 기업경영에 관한 중요정보를 이용한 내부자거래가 기업정보 공시전에 있을 수 있다는 사실을 입증하고 있지만 기업정보 公示前 價格變動이 내부자거래와 직접 관련이 있다는 주장을 지지하기에는 미흡하다. 따라서 기업의 임직원들이 미공개 내부정보를 이용하여 주식을 거래함으로써 불공정이익을 얻는다는 주장을 뒷받침할 수 있는 연구는 다음과 같이 두가지 방향에서 이루어지고 있다.

證券去來法에서는 상장회사 임원과 주요주주의 소유지분 변동을 증권관리위원회와 증권거래소에 신고하도록 하고, 이들이 매대한 주식을 6개월 이내에 반대거래함으로써 취득한 이익은 회사에 반환할 것을 규정하고 있다. 따라서 증권거래소 등에 신고된 내부자

거래 자료를 이용하여 내부자거래이익을 추정함으로써 상장회사의 임원과 주요주주가 당해회사 주식거래에서 초과이익을 획득하였는 지를 분석할 수 있다. 이러한 연구방법은 상장회사 내부자의 거래와 미공개 내부정보 이용간의 직접적인 상관관계를 입증할 수는 없지만 이들이 주식거래에서 초과이익을 얻는다는 것은 내부정보 이용과 관련이 있다는 주장을 뒷받침한다.

미국의 증권관리위원회가 매월 발표하는 證券去來와 持分の 要約 (Official Summary of Security Transactions and Holdings) 등을 이용하여 내부자거래이익을 분석한 연구는 매우 많다. 이러한 연구의 일부를 예로 들면 Finnerty (1976a와 1976b), Seyhun (1986), Nunn, Madden과 Gombola (1983) 그리고 Givoly와 Palmon (1985) 등이 있다.

Finnerty(1976a)는 내부자거래요약(Insider's Chronicle of SEC's Official Summary)을 이용하였다. 1969년 1월부터 1971년 12월까지 36개월 동안의 내부자거래를 내부자매입과 내부자매각으로 구분하여 월별로 매입 또는 매각 포트폴리오를 구성하였다. 매입포트폴리오는 일정한 달에 내부자가 매입한 주식으로 구성되고 매각 포트폴리오는 일정한 달에 내부자가 매각한 주식만을 포함하며, 내부자가 월중에 거래한 빈도수에 의해 각 포트폴리오에서 개별 주식이 차지하는 비중을 조정하였다. 내부자거래 이후 12개월간 포트폴리오의 수익률을 분석한 결과 매입 포트폴리오의 수익률이 시장수익률보다 높고 매각 포트폴리오의 수익률이 시장수익률보다 낮았다. 内部者去來의 주식매입 또는 매각에 따른 投資收益率이 일반투자자의 투자수익률보다 높다는 사실은 내부자거래가 내부정보 이용과 관련이 있음을 나타내고 있다.

Seyhun (1986)은 1975년에서 1981년까지 내부자거래요약의 자료를 會社規模와 内部者種類(회장, 상임이사, 이사, 직원, 대주주등)별로 구분하여 내부자거래이익을 비교하였다. 연구결과 내부자는 주가상승에 영향을 주는 정보가 공개되기 전에 주식을 매입하고, 주가하락에 영향을 주는 정보가 공개되기 전에 주식을 매각하고 있었다. 또한 중요한 기업정보를 쉽게 얻을 수 있는 내부자의 내부자거래이익이 상대적으로 높다는 사실이 밝혀졌다. 내부자거래에서 내부자는 이익을 얻지만 내부자거래와 주가변화간의 상관관계는 낮으므로 Seyhun은 내부자거래가 정보이용과 관련이 있지만 내부자거래의 情報傳達 效果는 미약하다고 주장하였다.

그러나 Nunn, Madden과 Gombola(1983)는 내부자거래와 정보이용간의 관계가 매입 또는 매각 등 内部者去來 行態에 따라 다르다고 주장한다. 내부자매입과 내부자매각 이후의 주가변화 행태가 상이하며 내부자종류에 따라서 내부자거래이후 주가변화 행태가 다르다는 사실이 발견되었다. 주식거래후 12개월간 주가변화를 분석할 때, 내부자매입의

경우 전체적으로 높은 초과수익을 얻지만 내부자매각의 경우에는 이사와 주요주주만이 초과수익을 얻고 경영에 직접 참여하는 임원이나 직원은 초과수익을 얻지 못하는 것으로 밝혀졌다. 따라서 내부자는 정보를 이용하여 주식을 매입하지만 내부자매각의 주요 원인은 정보이용보다는 流動性確保등 개인적인 요인에 의한 것으로 생각된다.

위의 실증연구에서는 내부자가 주식을 매입한 후에 주가가 상승하고, 매각한 후에는 주가가 하락하였다. 내부자거래이후 주가변동이 내부자거래 방향에 따른 예측과 일치한다는 연구는 내부자거래가 未公開 內部情報를 이용한다는 주장을 뒷받침한다. 그러나 내부자거래는 또한 장기적인 관점에서 내부자의 회사영업에 대한 전망을 반영할 수도 있으며, 내부자거래의 정보효과로 외부투자자의 기업에 대한 인식을 변화시켜 주가변동이 이루어 질 수도 있다. 따라서 내부자거래와 기업의 이익 또는 배당 등과 관련된 정보의 이용간에 관련성을 찾기 위한 연구가 이루어 졌다.

Finnerty(1976b)는 내부자거래가 회사의 재무정보나 회계정보를 이용하고 있으며, 이 경우에 내부자거래는 會社의 短期 營業實績과 밀접한 관련이 있음을 밝혔다. Penman(1985)은 회사경영자의 수익예측과 내부자거래 이익간의 관계를 분석한 결과 회사의 내부자는 수익예측과 관련된 정보를 이용하고 있다. 그리고 Oppenheimer와 Dielman(1988)의 연구에 따르면 내부자는 배당과 관련된 정보를 이용하고 있다.

그러나 Givoly와 Palmon(1985)은 내부자거래가 기업의 단기정보 이용과는 관계가 없다고 주장하고 있다. 이들의 연구에 따르면 내부자거래이후 주가변동이 거래방향에 따른 예측과 일치하지만 내부자거래 이후 5일, 10일, 30일, 45일, 90일, 180일 등으로 세분된 기간동안 기업의 情報公示 頻度가 내부자거래가 없는 경우에 비해 많지 않았다.

따라서 이들은 내부자거래에 따른 주가변동을 다른 관점에서 설명하고 있다. 내부자의 주식거래는 미공개된 정보의 이용과 관련될 가능성이 높으므로 외부투자자나 언론의 관심대상이다. 따라서 證券管理委員會에 보고된 내부자거래는 외부투자자에게 정보를 전달하고 이러한 정보에 따라 외부투자자의 주식거래가 유발되며 주가가 변화하게 된다.

Givoly와 Palmon의 주장은 내부자거래가 단기적인 미공개 정보의 이용보다는 長期的인 관점에서 기업의 營業成果에 관한 예측과 관련되며, 외부투자자의 기업에 대한 인식 변화가 주가를 변화시킨다는 것이다. 이러한 주장은 내부자거래이후 장기간에 걸친 주가 변화에 관한 분석에 의해 뒷받침될 수 있으며 사후에 내부자거래를 인지한 외부투자자가 내부자거래를 모방함으로써 이익을 얻을 수 있다는 가능성을 제시하고 있다.

Benesh와 Pari(1987)는 내부자거래를 모방한 외부투자자가 이익을 얻고 있다는 실증 연구결과를 제시하였다. 그러나 Kerr(1980)나 Seyhun(1986)은 외부투자자가 내부자거래를 모방할 때에 有意的인 이익을 얻을 수 없다고 주장한다. 또한 Rozeff와

Zaman(1988)은 1973년부터 1982년까지 자료를 이용한 연구에서 외부투자자가 내부자 거래를 모방함으로써 이익을 얻지만 기업규모 차이등에 따른 위험을 조정하고 거래비용을 감안할 때 이러한 이익은 없어진다고 설명하고 있다.

회사내부자의 거래가 만약 내부정보 이용과 관련이 있다면 관련법규에 의해 처벌되므로 증권거래위원회에 신고된 내부자의 거래는 대부분이 합법적이다.¹⁾ 따라서 内部者去來要約 등을 이용한 실증분석은 내부정보를 이용하지 아니한 내부자의 거래를 포함하게 되어 내부자거래이익을 과소 평가하게 된다. Meulbroek(1992)는 증권관리위원회가 적발한 내부자거래 자료를 이용하여 분석한 결과 정보이용에 따른 내부자거래이익이 매우 높으며 내부자거래일에 내부자거래의 영향으로 주가가 변화하고 있음을 밝혔다. 즉, 내부자거래 이후 정보공시일의 초과수익률이 18.50%이고 내부자거래일의 평균초과수익률은 3.06%로서 나타났다.

우리나라에서 내부자거래의 영향에 대한 연구는 주로 法律的인 측면에서 이루어 졌으나 최근에 經濟的인 측면에서 실증연구가 이루어졌다. 姜鍾萬(1993)은 차명과 가명거래가 많았던 우리나라 현실을 감안하여 증권시장에서 이루어진 개별종목의 거래자료와 기업의 정보공시자료를 이용하여 내부자거래에 따른 불공정이익을 추정하였다. 주가의 이상변동과 기업정보공시 자료를 이용한 분석결과 미공개정보를 이용한 내부자거래의 가능성이 높은 것으로 나타났다.

또한 강종만(1994a)은 증권거래소에 신고된 1989년에서 1992년까지 내부자의 거래자료를 이용하여 내부자거래이익을 실증분석하여 内部者去來 前後에 株價行態가 변화하고 있음을 밝혔다. 즉 내부자매입을 중심으로 초과수익률이 음수에서 양수로 변하고 내부자매각시에는 양수에서 음수로 변했다. 특히 내부자 매각시에는 이러한 주가변화 형태가 뚜렷하며 내부자거래일 이후에도 200거래일간 이러한 추세가 유지되고 있었다.

강종만(1994b)은 1988년부터 1993년 상반기까지 證券管理委員會에 의해 處罰된 75건의 내부자거래를 연구자료로 이용하였다. 실증분석결과 정보공시 약 1개월전에 내부자거래가 시작되어 평균적으로 약 2주간에 걸쳐 거래가 이루어지고 있었다. 내부자거래일 이후 정보공시일까지 정보누설 등의 영향으로 주가가 변동하고 있으며 정보공시일의 주가변화는 상하한가 제한폭 등의 영향으로 통계적으로는 유의적이지 아니하였다. 그러나 정보의 공시효과 추정기간을 일별주가변동이 상하한가 제한폭이내인 날까지 연장한 경우 내부자

1) Seyhun(1986)에 따르면 증권관리위원회에 신고된 내부자거래는 1985년부터 1981년까지 1.5백만건이 넘는다. 그러나 증권관리위원회에 의해 적발된 내부자거래는 Meulbroek(1992)에서는 1974년부터 1988년까지 183건이다.

거래이익의 평균이 약 67%에 달하는 것으로 추정되었다.

이상의 연구결과는 우리나라 증권시장에서 내부정보를 이용한 내부자거래가 있다는 주장을 뒷받침한다. 그러나 6개월이내 단기투자자에 따른 이익의 회사반환에 관한 규정으로 말미암아 정보를 이용한 買受時에는 他人名義를 이용한 내부자거래가 많으며, 會社不渡 등에 관한 정보이용시에는 本人 및 他人名義 주식을 모두 매각하는 것으로 생각된다.

Ⅲ. 研究資料와 研究方法論

본 연구에서는 증권거래소에 신고된 상장회사 임원과 주요주주 등의 내부자거래중 기업 정보 이용과 관련이 있다고 생각되는 거래를 연구대상으로 하였다. 따라서 1989년부터 1992년까지 4년 동안 증권거래소에 신고된 주식거래 중에서 주식거래일 이후 1개월 내에 당해 회사가 증권거래소를 통해 기업정보를 공시한 경우를 표본에 포함시켰다. 그리고 실증분석을 위한 주가수익률은 1993년 12월말 현재 韓國信用評價(株)의 Stock Market Analysis Tool에 수록된 종합주가지수와 개별종목의 日收益率 자료를 이용하였다.

내부자거래이익의 분석은 超過收益率을 기준으로 하였고, 초과수익률은 市場模型(Market Model)을 이용하여 추정하였다. Banz(1981)와 Reinganum(1981)의 연구에 따르면 초과수익률 추정시 資本資產價格決定模型(Capital Asset Pricing Model) 이용은 소규모기업의 위험을 과소평가하여 초과이익이 과대평가되는 경향이 있다.

Brown과 Barry(1984)의 지적처럼 시장모형의 유용성은 모수(Parameter)의 안정성과 측정오차(Measurement Error)가 없다는 가정에 의존한다. 또한 Brown과 Barry는 월수익률을 이용한 실증연구에서 시장모형 이용시에도 소규모기업 효과가 나타난다고 주장한다. 그러나 본 연구에서는 일수익률을 사용하고 있어 모수의 추정기간이 1년으로 월수익률 이용시의 추정기간 5년에 비해 짧아 모수의 불안정성이 적으므로 시장모형 사용에 문제가 없는 것으로 생각된다.

시장모형을 이용하여 초과수익률을 추정하는 방법은 다음과 같다. 시장모형은 식(1)과 같다. 식(1)에서 α 와 β 는 내부자거래일 이전 325일부터 이전 26일까지 300거래일 동안의 綜合株價指數 수익률과 個別種目的 수익률을 이용하여 추정하였다. 내부자거래에 따른 주가반응을 검토하기 위하여 내부자거래일 이전 25일부터 이후 200일까지 초과수익률(AR_{it})을 종목별로 계산하고 일별로 합산하여 내부자거래일을 기준으로 日平均 超過收益率(AR_t)을 계산하였다.

$$R_{it} = \alpha_i + \beta_i R_{mt} \quad (1)$$

$$AR_{it} = R_{it} - (\alpha_i + \beta_i R_{mt}), t = -25, 200 \quad (2)$$

$$AR_t = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N AR_{it} \quad (3)$$

R_{it} : 주식 i 의 t 일의 수익률

R_{mt} : 종합주가지수의 t 일의 수익률

α_i : 시장모형의 상수항

β_i : 시장모형의 종목 i 의 베타계수

AR_{it} : 주식 i 의 t 일의 초과수익률

일평균초과수익률이 0과 다르다는 가설을 검증하기 위하여 t -통계량을 이용하였다. t -통계량 계산시 표준편차는 내부자거래일전 25거래일 기간과 내부자거래일의 31일 이후 25거래일 기간의 일평균초과수익률의 표준편차를 이용하였다.

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

$$\sigma(AR_t) = \sqrt{\left[\frac{1}{59} \left[\sum_{t=-25}^{-1} (AR_t - AR)^2 + \sum_{t=31}^{55} (AR_t - AR)^2 \right] \right]} \quad (5)$$

AR : 내부자거래일 이전 25일과 내부자거래일의 31일 이후 55일까지 일평균 초과수익률의 평균

IV. 實證研究 結果

본 연구에서는 상장회사 임원 등 내부자의 주식거래가 未公開 内部情報를 이용하는가 하는 문제를 검토하고 내부정보를 이용한 내부자거래의 去來利益을 推定하고자 한다. 기업의 내부정보는 특별한 경우를 제외하고는 정보에 접근할 수 있는 사람이 다수이므로 장기간 비밀을 유지할 수 없다. 또한 證券去來法은 주가에 영향을 줄 수 있는 중요한 정보의 신속한 공시를 규정하고 있다. 그리고 내부정보를 이용한 내부자거래시 이용된 정보가 공개되어 주가에 반영되어야 내부거래자는 이익을 취할 수 있다. 그러므로 내부자거래 후 단시일내에 이용된 정보의 공시가 이루어 지는 것이 일반적이다.

내부자거래와 未公開内部情報 利用간의 관계를 분석하기 위해 본 연구에서는 증권거래

〈표 1〉 매도 및 매수별 공시회수

공시회수	매도	매수
1	735	137
2	158	10
3	33	-
4	4	-
5	1	-
계	931	147

소에 신고된 내부자거래중 내부자의 주식거래 이후 1개월 이내에 정보공시가 있는 경우를 연구대상으로 하였다. 1989년부터 1992년까지 4년간 증권거래소에 신고된 내부자의 주식거래는 7,300건이 넘는다. 이 중에서 주식거래 이후 1개월내에 회사가 증권거래소를 통해 정보공시를 한 경우는 〈표 1〉에서 매도시 931건, 매수시 147건으로 전체거래의 약 1/7이며, 매도가 매수의 6배 이상이다. 또한 1개월내에 정보공시 회수는 1회가 매도시 735건, 매수시 137건으로 80% 이상이며 2회 이상인 경우도 적지 않다. 특이한 것은 매수에 비해 賣渡時 주식거래후 情報公示回數가 2회이상인 경우가 많다는 현상이다.

동일한 정보공시와 관련하여 내부자의 거래가 다수인 경우에 최종거래만을 표본으로 할 때 표본크기는 매수 105건, 매도 639건으로 축소되었다. 内部者種類別로 표본을 분류한 경우, 기업경영에 참여하여 정보취득이 용이한 회장, 사장, 그리고 기타임원의 거래비중은 매수와 매도의 경우에 각각 66%와 69%를 차지하고 있다.

내부자의 거래 이후 1개월내에 정보공시가 수회 발생한 경우에는 최초로 공시된 정보가 내부자의 거래에 이용되었다고 가정하여 정보의 공시효과와 내부자거래이익을 추정하였다. 정보공시가 閉場時間 무렵에 이루어진 경우에는 정보공시일에 주가가 변동하지 못할

〈표 2〉 내부자종류별 표본수

구분	전체	회장	사장	기타임원	주요주주	기타
매수	105 (147)	5 (7)	19 (33)	45 (60)	20 (27)	16 (20)
매도	639 (931)	35 (49)	82 (129)	324 (462)	94 (137)	104 (154)

주) ()안은 동일공시와 관련된 내부자거래를 별도 계산시 표본수

〈표 3〉 정보공시시 초과수익률

구분	전체	긍정적 공시	부정적 공시
매수	0.0021 (102)	0.0222 (54)	-0.0210 (47)
매도	0.0040 (629)	0.0249 (318)	-0.0175 (309)

주) ()안은 표본수

수도 있으므로 정보의 공시효과는 정보공시일과 다음날의 2일간 超過收益率의 累積値를 이용하였다.

만약 내부자의 주식거래가 곧 발표될 기업정보와 관련이 있다면, 매수후 정보공시시 주가가 상승하고 매도후에는 하락할 것이다. 따라서 매수와 매도시에 정보공시 효과를 肯定的인 경우와 否定的인 경우로 구분하여 내부자의 주식거래가 곧 발표될 정보를 이용하고 있는지를 검토하였다. 情報公示期間(정보공시일과 다음날) 중에 누적초과수익율이 양수인 경우를 긍정적 공시로 하고 음수인 경우를 부정적 공시로 구분하였다. 〈표 3〉에서 매수 또는 매도후 긍정적 공시가 부정적 공시보다 많으며 공시효과도 절대치도 큰 것으로 나타나고 있다. 특히 매도후 긍정적 공시 건수와 누적초과수익률이 부정적공시에 비해 높다. 따라서 증권거래소에 신고된 상장회사 임원 등 내부자의 주식거래는 단기적으로 곧 발표될 정보의 이용과는 관련이 적은 것으로 생각된다.²⁾

또한 내부자의 주식거래가 단기적으로 공시될 정보의 이용과 관련된다면, 주식거래이후 정보공시 빈도가 통상의 경우보다 많을 것이다. 본 연구에서 이용된 290개사의 정보공시회수는 1989년 1월부터 1993년 1월까지 49개월 중에 2,923건으로 매월 중 정보공시 기대확률은 약 20%($2923 \div (49 \times 290)$)이다. 그러나 290개사의 내부자의 거래회수는 4년 동안에 7074건이고 내부자의 거래후 1개월내 정보공시 건수는 1328건으로 내부자의 주식거래 후 정보공시비율은 약 19%이다. 내부자의 주식거래후 1개월내의 情報公示比率이 期待確率보다 낮으므로 증권거래소에 신고된 내부자의 주식거래와 미공개 내부정보 이용간의 관계가 적은 것으로 판단된다.

내부자의 주식거래일 다음날부터 정보공시일 다음날까지 累積超過收益率을 내부자거래이익으로 간주하였다. 〈표 4〉에서 매수시에는 누적초과수익률을 그대로 사용하고 매도시

2) <표 2>와 <표 3>에서 전체건수의 차이는 정보공시기간 중에 주식거래가 없는 경우에 기인한다.

〈표 4〉 내부자 종류별 내부자거래 이익

구분	전체	회장	사장	기타임원	주요주주	기타
매 수						
전 체	0.0109 (105)	0.0092 (5)	0.0318 (19)	0.0082 (45)	-0.0144 (20)	0.0257 (16)
긍정적 공시	0.0184 (54)	0.0279 (4)	0.0314 (12)	0.0031 (23)	0.0209 (6)	0.0341 (9)
부정적 공시	0.0036 (47)	-0.0655 (1)	0.0379 (6)	0.0166 (19)	-0.0295 (14)	0.0148 (7)
매 도						
전 체	0.0017 (639)	0.0166 (35)	-0.0183 (82)	-0.0021 (324)	0.0201 (94)	0.0079 (104)
긍정적 공시	-0.0201 (321)	0.0073 (18)	-0.0404 (47)	-0.0232 (155)	0.0099 (40)	0.0111 (61)
부정적 공시	0.0221 (310)	0.0264 (17)	0.0096 (32)	0.0175 (166)	0.0325 (52)	0.0348 (43)

주) 1. 내부자거래이익은 내부자거래일 다음날부터 정보공시일 다음날까지 누적초과수익률임.

2. ()안은 표본수임

에는 누적초과수익률에 (-1)을 곱하여 내부자거래이익으로 추정하였다. 〈표 4〉에서 전체적으로 내부자거래이익은 매수시 1.09%이지만, 매도시에는 0.17%에 불과하다. 내부자가 주식을 매수한 후에 긍정적 공시가 뒤따른 경우에는 내부자거래이익이 증가하여 1.84%가 되지만, 부정적 공시인 경우에도 0.36%의 이익이 발생했다. 매도시에는 내부자의 주식거래후 공개된 정보 내용에 따라 내부자는 이익을 얻거나 손해를 입는 것으로 나타나고 있다. 즉, 긍정적 공시시 내부자거래이익은 -2.01%이고 부정적 공시시에는 2.21%가 되며 긍정적 공시와 부정적 공시의 비율이 각각 약50%를 점하고 있다.

內部者種類別로 내부자거래이익을 비교할 때 매수의 경우에는 會長, 社長, 그리고 其他任員등 내부정보 취득이 용이한 그룹의 내부자거래이익이 높다. 그러나 매수후 정보공시시 주가반응이 꼭 긍정적이지만은 아니며 부정적 공시의 경우에도 사장과 기타임원의 내부자거래이익은 각각 3.79%와 1.66%로서 높게 나타나고 있다. 主要株主의 경우에는 표본규모가 작지만 매수후 공시내용에 따라 내부자거래이익이 결정되어 매수행위는 미공개 정보이용과 직접 관련이 없는 것으로 생각된다. 매도의 경우에는 사장과 기타임원의 내부자거래이익이 0보다 작다. 또한 이들이 주식을 매각한 후에 긍정적 공시도 빈번하며, 긍정적 공시시 내부자거래이익이 각각 -4.04%와 -2.32%로서 매우 낮다. 〈표 4〉의 결과

는 전체 또는 내부자종류별로 내부자거래이익을 분석할 때 증권거래소에 신고된 내부자의 거래가 곧 공개될 내부정보를 이용한다는 가설을 지지하지 않고 있다.

〈표 5〉와 〈표 6〉은 매수와 매도시에 전체, 그리고 긍정적 공시와 부정적 공시를 구분하여 내부자의 거래일을 기준으로 -25일부터 200일까지 초과수익률과 누적초과수익률을 요약하였고 [그림 1], [그림 2], [그림 3], 그리고 [그림 4]는 이를 그래프화하였다. 내부자의 주식매수후 약 10일까지는 超過收益率이 양수이지만 비유의적이다. 또한 내부자의 주식 매수후 200거래일까지 累積超過收益率이 음수로서 장기적인 관점에서도 내부자의 주식매수가 내부정보의 이용이라는 가설은 지지되지 않는다. 긍정적 공시와 부정적 공시로 구분한 경우에도 누적초과수익률은 모두 음수이다. 다만 부정적 공시인 경우에 비해 긍정적 공시의 경우에는 주식매수후 200거래일까지 누적초과수익률의 절대값이 작아 내부자의 손실이 비교적 작다.

내부자의 주식 매도시 초과수익률은 매도 이전에 양수이며 내부자거래 다음날까지 초과수익률이 1% 또는 5%확률에서 유의적으로 크다. 그리고 누적초과수익률은 내부자의 거래일 2일후까지 증가하지만 그 이후 지속적으로 하락하여 내부자의 거래일 이후 200거래일까지 누적초과수익률은 -11.90%에 달하고 있다. 내부자의 거래 이후 긍정적 공시가 있는 경우에는 누적초과수익률의 감소규모가 작아 -3.63%이다. 그러나 부정적 공시인 경우에는 내부자의 거래일 이전과 이후의 초과수익률 변화가 보다 뚜렷하며, 내부자의 거래일 이후 200일까지 누적초과수익률은 -16.84%로서 매우 높다. 따라서 賣渡時에는 내부자의 주식거래가 長期的인 측면에서 企業 展望에 관한 정보를 이용하는 것으로 판단된다.

〈표 7〉에서는 내부자의 거래일 이후 200거래일까지 누적초과수익률을 내부자종류별로 구분하였다. 내부자종류별 日平均超過收益率과 累積超過收益率은 부록에 제시되었다. 買受의 경우에는 會長 그룹은 누적초과수익률이 14.57%로서 높지만 그외에는 대체로 음수로서 내부정보이용 가설은 지지되지 않고 있다. 賣渡時에는 其他任員 그룹을 제외하고는 회장 그룹의 -34.07%를 비롯하여 모든 그룹이 음의 누적초과수익률로서 기업의 장기전망과 관련된 否定的인 정보가 이용되는 것으로 생각된다.

〈표 5〉 매수시 초과수익률 및 누적초과수익률

거 래 일	전 체			긍정적 공시			부정적 공시		
	초 과 수익률	누적초과수 익 른	t 값	초 과 수익률	누적초과수 익 른	t 값	초 과 수익률	누적초과수 익 른	t 값
-25	0.0011	0.0011	0.49	-0.0024	-0.0024	-0.91	0.0059	0.0059	1.88
-20	0.0039	0.0047	1.72	0.0044	0.0009	1.66	0.0036	0.0105	1.15
-15	0.0019	0.0103	0.84	0.0022	0.0121	0.83	0.0013	0.0098	0.41
-10	0.0016	0.0067	0.71	0.0020	0.0019	0.76	0.0022	0.0148	0.70
-9	-0.0044	0.0023	-1.94	-0.0023	-0.0004	-0.87	-0.0065	0.0083	-2.07*
-8	-0.0042	-0.0019	-1.85	-0.0068	-0.0072	-2.57*	-0.0008	0.0075	-0.25
-7	-0.0030	-0.0049	-1.32	-0.0030	-0.0102	-1.13	-0.0021	0.0054	-0.67
-6	-0.0016	-0.0065	-0.71	-0.0022	-0.0124	-0.83	-0.0003	0.0051	-0.10
-5	-0.0032	-0.0097	-1.41	-0.0041	-0.0165	-1.55	-0.0013	0.0038	-0.41
-4	-0.0033	-0.0130	-1.46	-0.0013	-0.0178	-0.49	-0.0045	-0.0007	-1.43
-3	-0.0027	-0.0157	-1.19	-0.0054	-0.0232	-2.04*	0.0005	-0.0002	0.16
-2	-0.0003	-0.0160	-0.13	-0.0005	-0.0237	-0.19	-0.0009	-0.0011	-0.29
-1	-0.0019	-0.0179	-0.84	-0.0010	-0.0247	-0.38	-0.0042	-0.0053	-1.34
0	0.0010	-0.0169	0.44	-0.0011	-0.0258	-0.42	0.0029	-0.0024	0.92
1	-0.0032	-0.0201	-1.41	-0.0044	-0.0302	-1.66	-0.0016	-0.0040	-0.51
2	-0.0034	-0.0235	-1.50	-0.0054	-0.0356	-2.04*	-0.0016	-0.0056	-0.51
3	0.0028	-0.0207	1.24	-0.0004	-0.0360	-0.15	0.0072	0.0016	2.29*
4	0.0025	-0.0182	1.10	0.0040	-0.0320	1.51	0.0002	0.0018	0.06
5	0.0002	-0.0180	0.09	0.0011	-0.0309	0.42	-0.0004	0.0014	-0.13
6	0.0065	-0.0115	2.87#	0.0083	-0.0226	3.14#	0.0054	0.0068	1.72
7	0.0017	-0.0098	0.75	0.0031	-0.0195	1.17	0.0002	0.0070	0.06
8	0.0007	-0.0091	0.31	0.0025	-0.0170	0.94	-0.0010	0.0060	-0.32
9	0.0027	-0.0064	1.19	0.0069	-0.0101	2.61*	-0.0009	0.0051	-0.29
10	0.0016	-0.0048	0.71	0.0026	-0.0075	0.98	0.0019	0.0070	0.60
15	0.0008	-0.0098	0.35	-0.0012	-0.0091	-0.45	0.0045	0.0039	1.43
20	-0.0035	-0.0157	-1.55	-0.0020	-0.0130	-0.76	-0.0042	-0.0051	-1.34
25	0.0014	-0.0162	0.62	0.0018	-0.0071	0.68	-0.0001	-0.0111	-0.03
30	0.0020	-0.0187	0.88	0.0014	-0.0057	0.53	0.0019	-0.0200	0.60
40	-0.0036	-0.0168	-1.59	-0.0024	-0.0061	-0.91	-0.0058	-0.0230	-1.85
50	-0.0059	-0.0296	-2.60*	-0.0077	-0.0209	-2.91#	-0.0050	-0.0328	-1.59
75	-0.0003	-0.0374	-0.13	0.0017	-0.0311	0.64	-0.0018	-0.0323	-0.57
100	0.0002	-0.0228	0.09	-0.0003	-0.0263	-0.11	0.0003	-0.0138	0.10
125	0.0038	-0.0295	1.68	0.0086	-0.0171	3.25#	-0.0014	-0.0346	-0.45
150	-0.0026	-0.0425	-1.15	-0.0018	-0.0213	-0.68	-0.0049	-0.0558	-1.56
175	-0.0026	-0.0442	-1.15	-0.0046	-0.0262	-1.74	-0.0024	-0.0621	-0.76
200	-0.0008	-0.0570	-0.35	-0.0004	-0.0311	-0.15	-0.0010	-0.0904	-0.32

주) * 5% 확률에서 유의적

1% 확률에서 유의적

〈표 6〉 매도시 초과수익률 및 누적초과수익률

거 래 일	전 체			긍정적 공시			부정적 공시		
	초 과 수익률	누적초과 수 익 률	t값	초 과 수익률	누적초과 수 익 률	t값	초 과 수익률	누적초과 수 익 률	t값
-25	-0.0007	-0.0007	-0.69	0.0003	0.0003	0.29	-0.0016	-0.0016	-1.21
-20	0.0011	0.0021	1.09	0.0012	0.0033	1.16	0.0008	0.0014	0.61
-15	0.0012	0.0028	1.19	0.0012	0.0077	1.16	0.0015	-0.0011	1.14
-10	0.0006	0.0074	0.59	0.0011	0.0120	1.06	0.0004	0.0038	0.30
-9	0.0010	0.0084	0.99	0.0016	0.0136	1.55	0.0007	0.0045	0.53
-8	0.0003	0.0087	0.30	0.0015	0.0151	1.45	-0.0008	0.0037	-0.61
-7	0.0005	0.0092	0.50	0.0000	0.0151	0.00	0.0012	0.0049	0.91
-6	0.0010	0.0102	0.99	0.0016	0.0167	1.55	0.0006	0.0055	0.45
-5	0.0018	0.0120	1.78	0.0011	0.0178	1.06	0.0021	0.0076	1.59
-4	0.0001	0.0121	0.10	-0.0005	0.0173	-0.48	0.0005	0.0081	0.38
-3	0.0003	0.0124	0.30	-0.0001	0.0172	-0.10	0.0011	0.0092	0.83
-2	0.0025	0.0149	2.47*	0.0023	0.0195	2.22*	0.0030	0.0122	2.27*
-1	0.0038	0.0187	3.76#	0.0035	0.0230	3.38#	0.0041	0.0163	3.10#
0	0.0044	0.0231	4.35#	0.0041	0.0271	3.97#	0.0045	0.0208	3.41#
1	0.0022	0.0253	2.18*	0.0032	0.0303	3.09#	0.0009	0.0217	0.68
2	0.0004	0.0257	0.40	0.0022	0.0325	2.13*	-0.0010	0.0207	-0.76
3	-0.0006	0.0251	-0.59	0.0020	0.0345	1.93	-0.0031	0.0176	-2.35*
4	-0.0004	0.0247	-0.40	0.0005	0.0350	0.48	-0.0015	0.0161	-1.14
5	-0.0014	0.0233	-1.39	-0.0002	0.0348	-0.19	-0.0025	0.0136	-1.89
6	0.0004	0.0237	0.40	0.0015	0.0363	1.45	-0.0006	0.0130	-0.45
7	0.0007	0.0244	0.69	0.0011	0.0374	1.06	0.0007	0.0137	0.53
8	-0.0009	0.0235	-0.89	0.0008	0.0382	0.77	-0.0024	0.0113	-1.82
9	-0.0008	0.0227	-0.79	0.0000	0.0382	0.00	-0.0012	0.0101	-0.91
10	-0.0010	0.0217	-0.99	0.0001	0.0383	0.10	-0.0022	0.0079	-1.67
15	-0.0002	0.0188	-0.20	0.0014	0.0415	1.35	-0.0016	0.0007	-1.21
20	-0.0009	0.0173	-0.89	-0.0017	0.0438	-1.64	0.0002	-0.0031	0.15
25	0.0001	0.0140	0.10	0.0015	0.0452	1.45	-0.0010	-0.0099	-0.76
30	0.0004	0.0128	0.40	0.0015	0.0470	1.45	-0.0005	-0.0126	-0.38
40	0.0004	0.0083	0.40	0.0003	0.0465	0.29	0.0008	-0.0184	0.66
50	-0.0006	0.0053	-0.59	-0.0007	0.0473	-0.68	-0.0004	-0.0234	-0.30
75	-0.0004	-0.0163	-0.40	0.0008	0.0412	0.77	-0.0013	-0.0544	-0.98
100	-0.0014	-0.0395	-1.39	-0.0004	0.0307	-0.39	-0.0020	-0.0826	-1.51
125	-0.0016	-0.0581	-1.58	-0.0011	0.0233	-1.06	-0.0021	-0.1062	-1.59
150	-0.0006	-0.0683	-0.59	-0.0007	0.0126	-0.68	-0.0006	-0.1146	-0.45
175	-0.0013	-0.0833	-1.29	-0.0003	0.0014	-0.29	-0.0021	-0.1334	-1.59
200	-0.0013	-0.0959	-1.29	-0.0004	-0.0092	-0.39	-0.0025	-0.1476	-1.89

주) * 5% 확률에서 유의적

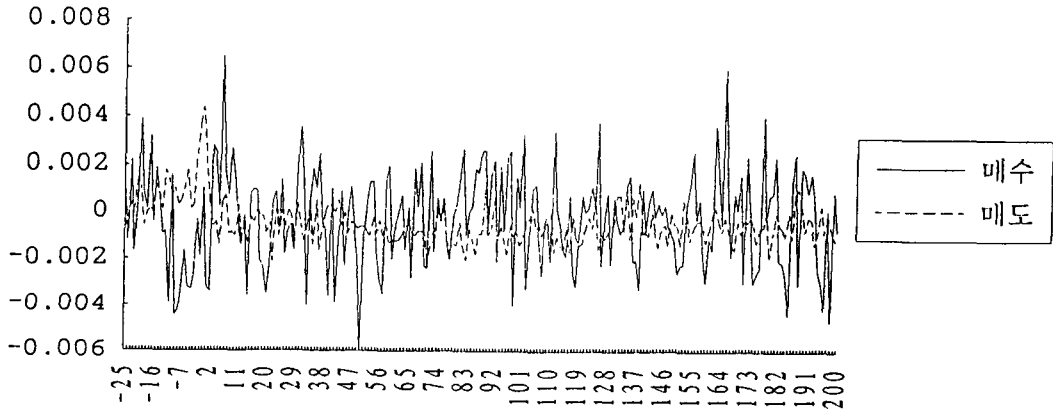
1% 확률에서 유의적

〈표 7〉 내부자종류별 누적초과이익률

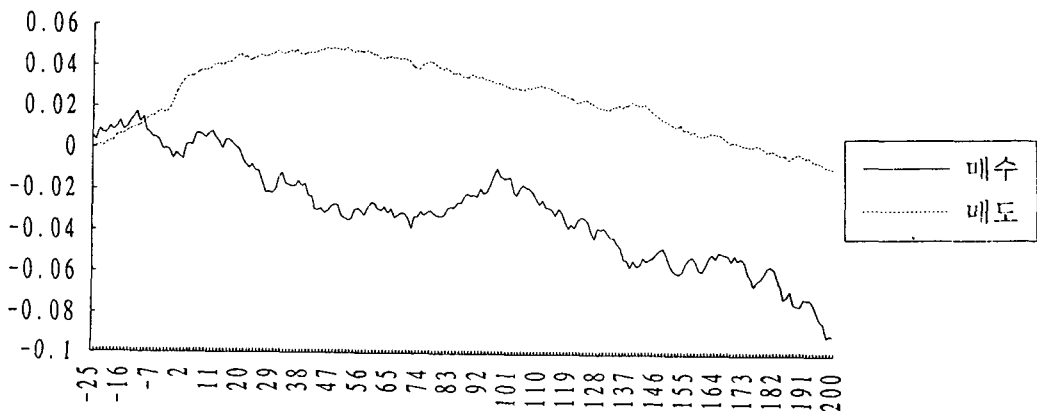
구분	전체	회장	사장	기타임원	주요주주	기타
매수	-0.0401	0.1457	0.0136	-0.0422	-0.0977	-0.0884
매도	0.1190	0.3407	0.1715	-0.0298	0.1846	0.0529

주) 누적초과이익률은 내부자거래 다음날부터 200거래일 동안의 초과이익률의 누적치임

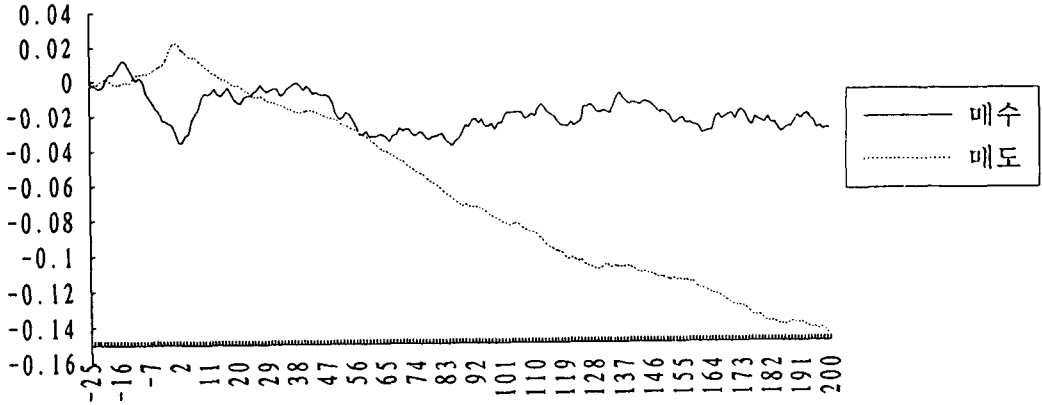
〔그림 1〕 매수 및 매도시 초과이익률 추이



〔그림 2〕 매수 및 매도시 누적초과이익률 추이



(그림 3) 매수 및 매도와 정보공시효과가 일치하는 경우



(그림 4) 매수 및 매도와 정보공시효과가 상반되는 경우



V. 結論

證券管理委員會에 신고된 내부자거래는 6개월이내 단기투자에 따른 이익을 회사에 반환 하여야 하므로 단기정보를 이용할 가능성이 낮다. 따라서 Fischer(1992)는 상장회사의 임원과 주요주주 등의 주식거래를 증권관리위원회에 신고하도록 하는 제도는 미공개 내부정보를 이용한 내부자거래를 방지하는 효과적인 방법이라고 주장하고 있다. 증권관리위원회에 신고된 내부자거래가 미공개정보를 이용하지 않는다는 가설은 Keown과 Pinkerton(1981)의 인수합병에 관한 연구와 Givoly와 Palmon(1985)의 실증연구에 의해서도 지지되고 있다.

우리나라는 작년 8월에 전격적으로 실시된 金融實名制 이전에는 금융거래에서 차명 또는 가명등 타인명의 이용이 가능하였다. 증권관리위원회에 의해 처벌된 내부자거래를 연구대상으로 한 강종만(1994b)에서 내부자거래의 약 50%가 증권거래법의 규제를 피하기 위해 타인명의를 사용하고 있었으며 내부자거래는 통상적으로 관련정보 공시 약 1개월전에 시작되는 것으로 나타났다.

그리고 주가의 이상변동과 기업의 정보공시를 이용하여 내부자거래이익을 추정 한 강종만(1993)에서도 내부자거래이익이 나타나고 있으며 강종만(1994a)에서는 증권거래소에 신고된 내부자의 주식거래 전후의 주가행태가 특이하여 株價造作 가능성과 情報利用 가능성이 나타나고 있다.

본 연구에서는 증권거래소에 신고된 내부자의 거래자료와 상장기업의 기업정보공시자료를 이용하여 내부자의 주식거래가 미공개 내부정보를 이용하고 있는 지를 검토하였다. 1989년부터 1992년까지 4년간 증권거래소에 신고된 상장회사 내부자의 주식거래 중 거래 후 1개월내에 기업정보의 공시가 있는 경우는 내부자의 주식거래의 약 1/7인 1,078건이며 매도가 매수의 6배이다. 實證分析結果는 이러한 내부자의 주식거래가 일반적으로 미공개된 기업정보를 이용하고 있지 않는 것으로 나타났다. 내부자의 주식 매수 또는 매도 후 기업정보 공시시 주가가 상승 또는 하락하는 경우가 각각 약 50%를 차지하고 있으며 내부자의 주식거래 후 정보공시 빈도수도 기대치보다 낮았다. 또한 주식거래에 따른 내부자거래이익은 매도시에는 내부자의 주식거래 후 공시된 정보 내용에 따라 결정되며 약 50%가 긍정적 공시로서 내부자거래이익이 0보다 작아 매도이후에 주가가 하락할 것이라는 예측은 지지되지 않았다. 장기적인 분석에서도 매도시에는 정보이용 가능성이 있지만 매수시에는 내부자거래이익이 작아 정보이용 가능성이 없었다. 또한 내부자종류에 따른 내부자거래이익이 차이가 없어 증권거래소에 신고된 내부자의 주식거래는 곧 公開될 企業情報의 이용과는 관련이 적은 것으로 생각된다.

본 연구의 실증분석결과는 두 가지로 해석이 가능할 것이다. 상장임원과 주요주주의 株式去來 申告制度는 内部情報 濫用을 防止한다는 측면에서 매우 유효하다. 내부자의 주식 거래가 노출되면 6개월이내 단기투자 등에 따른 이익은 회사에 반환하여야 하므로 정보이용시 실익이 없다는 점이 확인된 것이다. 또 한가지 측면은 Keown과 Pinkerton(1981)의 주장처럼 내부정보를 이용한 주식거래는 他人名義를 이용하였을 가능성이 있다. 강종만(1993과 1994b)은 우리나라에서도 이러한 가능성이 있다는 것을 보여 주었다. 우리나라는 작년도에 금융실명제를 실시하여 앞으로는 증권거래시 타인명의 이용이 어려워졌다. 따라서 증권거래법의 제반 규정을 엄격히 시행하게 된다면 차후에는 미공개정보를 이용한 내부자거래가 많이 줄어들 것으로 생각된다.

참 고 문 헌

- 姜鍾萬, 內部者去來規制에 관한 研究, 韓國證券經濟研究院, 연구자료 93-4, 1993. 10.
- 姜鍾萬, “內部者去來利益 推定에 관한 實證分析”, 證券學會誌, 1994a, 17-50.
- 姜鍾萬, “內部者去來와 株價變動”, 證券金融研究, 1994b, (발간예정).
- Aharony, J. and I. Swary**, “Quarterly Dividend and Earnings Announcements and Stockholder's Returns: An Empirical Analysis,” *Journal of Finance* 35 (1980), 1-12.
- Asquith, P. and D. W. Mullins, Jr.**, “Equity Issues and Offering Dilution,” *Journal of Financial Economics* 15 (1986), 61-89.
- Banz, R. W.**, “The Relationship between Return and Market Value of Common Stocks,” *Journal of Financial Economics* 9 (1981), 3-18.
- Benesh, G. A and R. A. Pari**, “Performance of Stocks Recommended on the Basis of Insider Trading Activity,” *Financial Review* 22 (February 1987), 145-158.
- Brown, S. and C. Barry**, “Anomalies in Security Returns and the Specification of the Market Model”, *Journal of Finance* 39 (1984), 807-815.
- Charest, G.**, “Dividend Information, Stock Returns and Market Efficiency - II,” *Journal of Financial Economics* 6 (1978), 297-330.
- Dennis, D. and J. J. McConnell**, “Corporate Mergers and Security Returns,” *Journal of Financial Economics* 16 (1986), 143-187.
- Duncan, K. and A. Etebari**, “Insider Trading, Information Leakage and Pre-Announcement Price Run-ups: Evidence from the New Zealand Stock Market,” *Pacific-Basin Capital Markets Research* 1 (1990), 227-241.
- Finnerty, J. E.**, “Insiders and Market Efficiency,” *Journal of Finance* 31 (1976a), 1141-1148.
- Finnerty, J. E.**, “Insiders' Activity and Inside Information: A Multivariate Analysis,” *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 11 (1976b), 205-215.
- Fischer, P. E.**, “Optimal Contracting and Insider Trading Restrictions,” *Journal of Finance* 47 (1992), 673-694.
- Givoly, D. and D. Palmon**, “Insider Trading and the Exploitation of Inside

- Information: Some Empirical Evidence," *Journal of Business* 58 (1985), 69-87.
- Gupta, A. and L. Misra**, "Illegal Insider Trading: Is it Rampant before Corporate Takeovers?," *Financial Review* 23 (November 1988), 453-464.
- Jensen, M. C. and R. S. Ruback**, "The Market for Corporate Control," *Journal of Financial Economics* 11 (1983), 586-630.
- Keown, A. J. and J. M. Pinkerton**, "Merger Announcements and Insider Trading Activity: An Empirical Investigation," *Journal of Finance* 36 (1981), 855-869.
- Kerr, H. S.**, "The Battle of Insider Trading vs. Market Efficiency," *Journal of Portfolio Management* 6 (Summer 1980), 47-50.
- Mandelker, G.**, "Risk and Returns: The Case of Merging Firms," *Journal of Financial Economics* 1 (1974), 303-335.
- Meulbroeck, L. K.**, "An Empirical Analysis of Illegal Insider Trading," *Journal of Finance* 47 (1992), 1661-1699.
- Mikkelson, W. H. and R. S. Ruback**, "An Empirical Analysis of the Interfirm Equity Investment Process," *Journal of Financial Economics* 14 (1985), 523-554.
- Nunn, K. P., Jr., G. P. Madden, and M. J. Gombola**, "Are Some Insiders more "Inside" than others?," *Journal of Portfolio Management* 9 (Spring 1983), 18-22.
- Oppenheimer, H. R. and T. E. Dielman**, "Firm Dividend Policy and Insider Activity: Some Empirical Results," *Journal of Business Finance and Accounting* 15 (Winter 1988), 525-541.
- Penman, S. H.**, "A Comparison of the Information Content of Insider Trading and Management Earnings Forecasts," *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 20 (1985), 1-17.
- Reinganum, M. R.**, "Misspecification of Capital Asset Pricing: Empirical Anomalies Based on Earnings' Yields and Market Values," *Journal of Financial Economics* 9 (1981), 19-46.
- Rozeff, M. S. and M. A. Zaman**, "Market Efficiency and Insider Trading: New Evidence," *Journal of Business* 61 (1988), 25-44.

Seyhun, H. N., "Insiders' Profits, Costs of Trading, and Market Efficiency," *Journal of Financial Economics* 16 (1986), 189-212.

부 록

〈부표 1〉 회장매수시 초과수익률 및 누적초과수익률

거래일	초과수익률		t 값
-25	0.0156	0.0156	1.54
-20	0.0093	0.0068	0.92
-15	-0.0133	-0.0028	-1.31
-10	-0.0150	-0.0301	-1.48
-9	-0.0035	-0.0336	-0.35
-8	-0.0027	-0.0363	-0.27
-7	-0.0066	-0.0429	-0.65
-6	-0.0047	-0.0476	-0.46
-5	-0.0072	-0.0548	-0.71
-4	0.0029	-0.0519	0.29
-3	-0.0014	-0.0533	-0.14
-2	0.0030	-0.0503	0.30
-1	-0.0126	-0.0629	-1.25
0	-0.0044	-0.0673	-0.43
1	-0.0009	-0.0682	-0.09
2	-0.0028	-0.0710	-0.28
3	-0.0213	-0.0923	-2.10
4	-0.0035	-0.0958	-0.35
5	0.0167	-0.0791	1.65
6	0.0070	-0.0721	0.69
7	0.0156	-0.0565	1.54
8	0.0046	-0.0519	0.45
9	0.0213	-0.0306	2.10
10	0.0111	-0.0195	1.10
15	0.0080	-0.0274	0.79
20	-0.0070	0.0189	-0.69
25	0.0091	0.0399	0.90
30	-0.0051	0.0789	-0.50
40	-0.0021	0.1211	-0.21
50	0.0011	0.1125	0.11
75	0.0102	0.0309	1.01
100	0.0062	0.1029	0.61
125	0.0082	0.0745	0.81
150	-0.0066	0.1019	-0.65
175	-0.0234	0.1459	-2.31
200	0.0184	0.0784	1.82

(부표 2) 시장매수시 초과수익률 및 누적초과수익률

거래일	초과수익률	누적초과수익률	t 값
-25	-0.0079	-0.0079	-1.39
-20	-0.0003	0.0005	-0.05
-15	-0.0028	0.0010	-0.49
-10	-0.0029	-0.0131	-0.51
-9	-0.0048	-0.0179	-0.84
-8	-0.0086	-0.0265	-1.51
-7	-0.0134	-0.0399	-2.35*
-6	-0.0024	-0.0423	-0.42
-5	-0.0122	-0.0545	-2.14*
-4	-0.0067	-0.0612	-1.18
-3	-0.0046	-0.0658	-0.81
-2	0.0050	-0.0608	0.88
-1	0.0068	-0.0540	1.19
0	-0.0076	-0.0616	-1.33
1	-0.0121	-0.0737	-2.13*
2	-0.0039	-0.0776	-0.69
3	0.0055	-0.0721	0.97
4	0.0142	-0.0579	2.49*
5	-0.0030	-0.0609	-0.53
6	0.0053	-0.0556	0.93
7	0.0036	-0.0520	0.63
8	0.0072	-0.0448	1.26
9	0.0027	-0.0421	0.47
10	0.0072	-0.0349	1.26
15	0.0026	-0.0362	0.46
20	-0.0096	-0.0455	-1.69
25	0.0044	-0.0450	0.77
30	0.0059	-0.0266	1.04
40	-0.0003	0.0008	-0.05
50	0.0014	-0.0122	0.25
75	0.0001	0.0053	0.02
100	0.0051	0.0452	0.90
125	0.0063	0.0267	1.11
150	0.0025	0.0039	0.44
175	-0.0021	-0.0132	-0.37
200	-0.0062	-0.0480	-1.09

주) *: 5% 확률에서 유의적

〈부표 3〉 기타임원 매수시 초과수익률 및 누적초과수익률

거래일	초과수익률	누적초과수익률	t 값
-25	0.0050	0.0050	1.55
-20	0.0059	0.0182	1.83
-15	0.0030	0.0293	0.93
-10	0.0046	0.0360	1.42
-9	-0.0028	0.0332	-0.87
-8	0.0008	0.0340	0.25
-7	0.0005	0.0345	0.15
-6	0.0004	0.0349	0.12
-5	-0.0025	0.0324	-0.77
-4	-0.0033	0.0291	-1.02
-3	-0.0016	0.0275	-0.50
-2	-0.0007	0.0268	-0.22
-1	-0.0030	0.0238	-0.93
0	0.0032	0.0270	0.99
1	-0.0004	0.0266	-0.12
2	-0.0024	0.0242	-0.74
3	0.0050	0.0292	1.55
4	-0.0009	0.0283	-0.28
5	-0.0014	0.0269	-0.43
6	0.0069	0.0338	2.14*
7	0.0026	0.0364	0.80
8	-0.0044	0.0320	-1.36
9	0.0028	0.0348	0.87
10	-0.0021	0.0327	-0.65
15	-0.0006	0.0294	-0.19
20	-0.0009	0.0163	-0.28
25	-0.0020	0.0054	-0.62
30	-0.0001	-0.0066	-0.03
40	-0.0033	0.0009	-1.02
50	-0.0076	-0.0128	-2.35*
75	-0.0001	-0.0182	-0.03
100	0.0005	-0.0040	0.15
125	0.0059	-0.0067	1.83
150	-0.0018	-0.0301	-0.56
175	0.0001	-0.0282	0.03
200	-0.0016	-0.0152	-0.50

주) *: 5% 확률에서 유의적

〈부표 4〉 주요주주 매수시 초과수익률 및 누적초과수익률

거래일	초과수익률	누적초과수익률	t 값
-25	0.0000	0.0000	0.00
-20	0.0048	-0.0115	1.00
-15	0.0040	-0.0115	0.83
-10	0.0027	-0.0132	0.56
-9	-0.0055	-0.0187	-1.15
-8	-0.0065	-0.0252	-1.35
-7	-0.0042	-0.0294	-0.88
-6	-0.0041	-0.0335	-0.85
-5	0.0007	-0.0328	0.15
-4	-0.0030	-0.0358	-0.63
-3	0.0007	-0.0351	0.15
-2	-0.0055	-0.0406	-1.15
-1	-0.0051	-0.0457	-1.06
0	0.0074	-0.0383	1.54
1	-0.0032	-0.0415	-0.67
2	-0.0032	-0.0447	-0.67
3	0.0017	-0.0430	0.35
4	-0.0014	-0.0444	-0.29
5	-0.0002	-0.0446	-0.04
6	0.0104	-0.0342	2.17*
7	0.0032	-0.0310	0.67
8	0.0050	-0.0260	1.04
9	-0.0008	-0.0268	-0.17
10	-0.0039	-0.0307	-0.81
15	0.0011	-0.0431	0.23
20	-0.0048	-0.0543	-1.00
25	0.0021	-0.0459	0.44
30	0.0044	-0.0466	0.92
40	-0.0064	-0.0684	-1.33
50	-0.0117	-0.0774	-2.44*
75	-0.0063	-0.1107	-1.31
100	0.0031	-0.1183	0.65
125	-0.0019	-0.1295	-0.40
150	-0.0061	-0.1205	-1.27
175	-0.0040	-0.1221	-0.83
200	0.0042	-0.1360	0.88

주) *: 5% 확률에서 유의적

〈부표 5〉 기타 매수시 초과수익률 및 누적초과수익률

거래일	초과수익률	누적초과수익률	t 값
-25	-0.0012	-0.0012	-0.30
-20	0.0007	-0.0052	0.18
-15	0.0071	0.0043	1.80
-10	0.0023	-0.0092	0.58
-9	-0.0070	-0.0162	-1.77
-8	-0.0093	-0.0255	-2.36*
-7	0.0029	-0.0226	0.74
-6	-0.0016	-0.0242	-0.46
-5	0.0023	-0.0219	0.58
-4	-0.0014	-0.0233	-0.35
-3	-0.0079	-0.0312	-2.00
-2	-0.0004	-0.0316	-0.10
-1	-0.0018	-0.0334	-0.46
0	-0.0015	-0.0349	-0.38
1	-0.0014	-0.0363	-0.35
2	-0.0057	-0.0420	-1.44
3	0.0033	-0.0387	0.84
4	0.0044	-0.0343	1.12
5	0.0031	-0.0312	0.79
6	0.0010	-0.0302	0.25
7	-0.0088	-0.0390	-2.23*
8	-0.0001	-0.0391	-0.03
9	0.0007	-0.0384	0.18
10	0.0078	-0.0306	1.98
15	0.0003	-0.0332	0.08
20	-0.0008	-0.0267	-0.20
25	0.0031	-0.0207	0.79
30	0.0019	-0.0366	0.48
40	-0.0055	-0.0583	-1.39
50	-0.0054	-0.0730	-1.37
75	0.0029	-0.0599	0.74
100	-0.0114	-0.0624	-2.89*
125	0.0013	-0.0542	0.33
150	-0.0053	-0.0765	-1.34
175	-0.0030	-0.0864	-0.76
200	-0.0041	-0.1233	-1.04

주) *: 5% 확률에서 유의적

〈부표 6〉 회장매도시 초과수익률 및 누적초과수익률

거래일	초과수익률	누적초과수익률	t값
-25	-0.0057	-0.0057	-2.17*
-20	0.0038	-0.0017	1.44
-15	0.0060	-0.0026	2.28*
-10	-0.0022	-0.0039	-0.84
-9	-0.0044	-0.0083	-1.67
-8	-0.0021	-0.0104	-0.80
-7	-0.0003	-0.0107	-0.11
-6	-0.0072	-0.0179	-2.74*
-5	-0.0009	-0.0188	-0.34
-4	-0.0012	-0.0200	-0.46
-3	-0.0006	-0.0206	-0.23
-2	-0.0006	-0.0212	-0.23
-1	-0.0022	-0.0234	-0.84
0	0.0009	-0.0225	0.34
1	-0.0024	-0.0249	-0.91
2	0.0002	-0.0247	0.08
3	-0.0055	-0.0302	-2.09*
4	-0.0051	-0.0353	-1.94
5	-0.0037	-0.0390	-1.41
6	-0.0011	-0.0401	-0.42
7	0.0003	-0.0398	0.11
8	-0.0047	-0.0445	-1.79
9	0.0001	-0.0444	0.04
10	0.0014	-0.0430	0.53
15	0.0029	-0.0310	1.10
20	-0.0008	-0.0418	-0.30
25	0.0002	-0.0497	0.08
30	-0.0024	-0.0643	-0.91
40	-0.0016	-0.0772	-0.61
50	-0.0041	-0.0886	-1.56
75	-0.0036	-0.1387	-1.37
100	-0.0017	-0.1734	-0.65
125	-0.0024	-0.2126	-0.91
150	-0.0015	-0.2599	-0.57
175	-0.0038	-0.3022	-1.44
200	-0.0046	-0.3632	-1.75

주) *: 5% 확률에서 유의적

〈부표 7〉 사장매도시 초과수익률 및 누적초과수익률

거래일	초과수익률	누적초과수익률	t 값
-25	0.0002	0.0002	0.10
-20	0.0005	0.0083	0.25
-15	0.0037	0.0208	1.83
-10	0.0023	0.0223	1.14
-9	0.0006	0.0229	0.30
-8	0.0010	0.0239	0.49
-7	-0.0011	0.0228	-0.54
-6	0.0006	0.0234	0.30
-5	0.0024	0.0258	1.19
-4	-0.0004	0.0254	-0.20
-3	0.0009	0.0263	0.45
-2	0.0004	0.0267	0.20
-1	0.0010	0.0277	0.49
0	0.0054	0.0331	2.67#
1	0.0043	0.0374	2.13*
2	0.0010	0.0384	0.49
3	0.0078	0.0462	3.86#
4	0.0029	0.0491	1.43
5	-0.0028	0.0463	-1.38
6	0.0013	0.0476	0.64
7	-0.0006	0.0470	-0.30
8	-0.0015	0.0455	-0.74
9	-0.0003	0.0452	-0.15
10	0.0001	0.0453	0.05
15	-0.0026	0.0426	-1.29
20	0.0031	0.0426	1.53
25	-0.0018	0.0420	-0.89
30	-0.0003	0.0397	-0.15
40	-0.0003	0.0354	-0.15
50	-0.0016	0.0199	-0.79
75	-0.0015	-0.0069	-0.74
100	-0.0022	-0.0279	-1.09
125	-0.0040	-0.0608	-1.98
150	0.0031	-0.0787	1.53
175	0.0003	-0.1133	0.15
200	-0.0025	-0.1384	-1.24

주) *: 5% 확률에서 유의적

#: 1% 확률에서 유의적

〈부표 8〉 기타임원 매도시 초과수익률 및 누적초과수익률

거래일	초과수익률	누적초과수익률	t 값
-25	0.0002	0.0002	0.16
-20	0.0013	0.0013	1.07
-15	0.0011	0.0020	0.91
-10	0.0010	0.0088	0.82
-9	0.0005	0.0093	0.41
-8	0.0000	0.0093	0.00
-7	0.0000	0.0093	0.00
-6	0.0028	0.0121	2.31*
-5	0.0018	0.0139	1.48
-4	-0.0004	0.0135	-0.33
-3	0.0003	0.0138	0.25
-2	0.0031	0.0169	2.55*
-1	0.0052	0.0221	4.28#
0	0.0056	0.0277	4.61#
1	0.0026	0.0303	2.14*
2	0.0010	0.0313	0.82
3	-0.0010	0.0303	-0.82
4	-0.0010	0.0293	-0.82
5	-0.0012	0.0281	-0.99
6	0.0011	0.0292	0.91
7	0.0016	0.0308	1.32
8	-0.0003	0.0305	-0.25
9	-0.0001	0.0304	-0.08
10	-0.0020	0.0284	-1.65
15	0.0000	0.0253	0.00
20	-0.0022	0.0237	-1.81
25	0.0022	0.0242	1.81
30	0.0017	0.0234	1.40
40	0.0003	0.0187	0.25
50	0.0006	0.0183	0.49
75	0.0003	0.0119	0.25
100	-0.0016	0.0063	-1.32
125	-0.0010	0.0256	-0.82
150	-0.0015	0.0344	-1.24
175	-0.0014	0.0461	-1.15
200	-0.0008	0.0575	-0.66

주) *: 5% 확률에서 유의적
#: 1% 확률에서 유의적

〈부표 9〉 주요주주 매도시 초과수익률 및 누적초과수익률

거래일	초과수익률	누적초과수익률	t값
-25	-0.0018	-0.0018	-0.79
-20	0.0010	0.0043	0.44
-15	0.0007	-0.0006	0.31
-10	-0.0039	0.0002	-1.71
-9	0.0023	0.0025	1.01
-8	-0.0010	0.0015	-0.44
-7	0.0033	0.0048	1.44
-6	-0.0017	0.0031	-0.74
-5	0.0024	0.0055	1.05
-4	0.0021	0.0076	0.92
-3	-0.0007	0.0069	-0.31
-2	0.0056	0.0125	2.45*
-1	0.0059	0.0184	2.58*
0	0.0055	0.0239	2.41*
1	0.0047	0.0286	2.06*
2	-0.0011	0.0275	-0.48
3	-0.0041	0.0234	-1.79
4	0.0017	0.0251	0.74
5	-0.0024	0.0227	-1.05
6	-0.0013	0.0214	-0.57
7	0.0003	0.0217	0.13
8	-0.0006	0.0211	-0.26
9	-0.0039	0.0172	-1.71
10	-0.0019	0.0153	-0.83
15	0.0013	0.0091	0.57
20	0.0003	0.0056	0.13
25	-0.0021	-0.0111	-0.92
30	0.0004	-0.0090	0.18
40	0.0006	-0.0142	0.26
50	-0.0031	-0.0196	-1.36
75	-0.0020	-0.0829	-0.87
100	0.0000	-0.1175	0.00
125	-0.0001	-0.1362	-0.04
150	0.0026	-0.1475	1.14
175	-0.0033	-0.1607	-1.44
200	0.0001	-0.1607	0.04

주) *: 5% 확률에서 유의적

〈부표 10〉 기타매도시 초과수익률 및 누적초과수익률

거래일	초과수익률	누적초과수익률	t값
-25	-0.0016	-0.0016	-0.94
-20	0.0000	-0.0009	0.00
-15	-0.0011	-0.0022	-0.65
-10	0.0029	0.0027	1.70
-9	0.0034	0.0061	1.99*
-8	0.0023	0.0084	1.35
-7	0.0009	0.0093	0.53
-6	0.0009	0.0102	0.53
-5	0.0019	0.0121	1.11
-4	0.0003	0.0124	0.18
-3	0.0010	0.0134	0.59
-2	0.0006	0.0140	0.35
-1	0.0014	0.0154	0.82
0	0.0006	0.0160	0.35
1	-0.0014	0.0146	-0.82
2	-0.0003	0.0143	-0.18
3	-0.0004	0.0139	-0.23
4	-0.0011	0.0128	-0.65
5	0.0004	0.0132	0.23
6	-0.0001	0.0131	-0.06
7	-0.0002	0.0129	-0.12
8	-0.0010	0.0119	-0.59
9	-0.0008	0.0111	-0.47
10	0.0008	0.0119	0.47
15	-0.0015	0.0071	-0.88
20	-0.0007	0.0101	-0.41
25	-0.0026	0.0074	-1.53
30	-0.0020	0.0069	-1.17
40	0.0015	0.0068	0.88
50	-0.0003	0.0089	-0.18
75	0.0007	-0.0092	0.41
100	-0.0013	-0.0343	-0.76
125	-0.0027	-0.0343	-1.58
150	-0.0027	-0.0284	-1.58
175	0.0003	-0.0338	0.18
200	-0.0020	-0.0367	-1.17

주) *: 5% 확률에서 유의적