



# The Role of Accounting Professionals and Stock Price Delay\*

Haeyoung RYU<sup>1</sup>, Soo-Joon CHAE<sup>2</sup>

Received: November 20, 2020. Revised: November 30, 2020. Accepted: December 05, 2020.

## Abstract

**Purpose:** The stock price delay phenomenon refers to a phenomenon in which stock prices do not immediately reflect corporate information and the reflection is delayed. A prior study reported that the stock price delay phenomenon appears strongly when the quality of corporate information is low (Callen, Khan, & Lu, 2013). The purpose of the internal accounting control system is to improve the reliability of accounting information. Specifically, the more professionals such as certified public accountants are placed in the internal accounting control system, the more information is prevented from being distorted, so the occurrence of stock price delay will decrease. **Research design, data and methodology:** In this study, companies listed on the securities market from 2012 to 2016 were selected as a sample to analyze whether the stock price delay phenomenon is alleviated as accounting experts are assigned to the internal accounting control system. The internal control personnel data were collected in the “Internal Accounting Control System Operation Report” attached to the business report of each company of the Financial Supervisory Service’s Electronic Disclosure System (DART). The measurement method of the stock price delay phenomenon was referred to the study of Hou and Moskowitz (2005). The final sample used in the study is 2,641 firm-years. **Results:** It was found that companies with certified accountants in the internal accounting control system alleviate the stock price delay phenomenon. This result can be interpreted as increasing the speed at which corporate information is reflected in the stock price by improving the reliability of information disclosed in the market by the placement of experts in the system. **Conclusions:** The results of this study suggest that accounting professionals assigned to the internal accounting control system are playing a positive role in providing high-quality information to the market. In this study, focusing on the fact that the speed at which corporate information is reflected in the stock price is very important for the stakeholders in the capital market, we find that having a certified public accountant in the internal accounting control system alleviates the stock price delay phenomenon.

**Keywords :** Internal Control Personnel, Accounting Professional, Certified Public Accountant, The Quality of Accounting Information, Stock Price Delay

**JEL Classification Code :** D52, G30, M41

## 1. 서론

본 연구는 내부회계관리제도 담당 인력이 주가지연현상에 미치는 영향에 대해 분석하고자 한다. 구체적으로, 내부회계관리제도 내 회계전문인력이 배치될수록 주가지연현상이 완화되는 것을 살펴보고자 한다.

우리나라의 경우, 외환위기를 계기로 회계투명성을 개선하고자 회계제도개혁방안이 공표되었고, 2001년 내부회계관리제도에 관한 규정이 제정되었다. 이 후, 금융감독위원회가 기업들로 하여금 기존의 내부회계관리제도 운영보고서에 내부회계관리·운영조직 인력 및 공인회계사 보유현황을 함께 공시토록 하였다.

주식회사의 외부감사에 관한 법률 제2조에서는 회계정보의 오류 및 부정 통제, 회계정보에 대한 정기 점검 및 조정 실시를 통해

\* This study has been worked with the support of a research grant of Kangwon National University in 2019

1 First Author, Assistant Professor, Department of Business Administration, Hansei University, Korea. Email: [hyryu@hansei.ac.kr](mailto:hyryu@hansei.ac.kr)

2 Corresponding Author, Associate Professor, Department of Business Administration & Accounting, Kangwon National University, Korea. Email: [sjchae@kangwon.ac.kr](mailto:sjchae@kangwon.ac.kr)

© Copyright: Korean Distribution Science Association (KODISA)

This is an Open Access article distributed under the terms of the Creative Commons Attribution Non-Commercial License (<http://creativecommons.org/licenses/by-nc/4.0/>) which permits unrestricted noncommercial use, distribution, and reproduction in any medium, provided the original work is properly cited.

회계정보의 신뢰성을 증진시키는 것이 내부회계관리제도의 목적이라 정의하고 있다. 특히, 내부회계관리제도를 관리 및 운영하는 인력 및 제도 내 공인회계사 보유여부에 대한 정보는 우리나라에서만 유일하게 공시되는 자료로, 외부정보이용자들은 해당 정보를 통해 기업별 내부회계관리제도의 운영 수준을 구체적으로 파악할 수 있다. Choi, Choi, Hogan, and Lee (2013)의 연구결과에 따르면, 내부회계관리제도 담당 인력의 규모가 클수록 재량적 발생액의 크기가 작고, 내부회계관리제도 취약점이 발견되지 않는 것으로 나타났다.

완전한 정보를 전제하는 효율적 시장 가설 하에서 기업 관련 정보는 주가에 즉각적으로 완전히 반영된다. 반면, 현실세계에서는 정보불완전성 및 정보비대칭으로 인해 주가가 기업정보를 적절히 반영하지 못하고 있다(Akins, Ng, & Verdi, 2012). 주가지연현상이란 주가가 기업정보를 즉시 반영하지 못하고, 반영이 지체되는 현상을 일컫는다. 최근의 선행연구는 기업 정보의 품질이 낮을 때 주가지연현상이 강하게 나타난다고 보고한 바 있다(Callen, Khan, & Lu, 2013; Kim & Lee, 2019). 앞서 언급한 내부회계관리제도의 목적을 참조했을 때, 내부회계관리제도가 효과적으로 운영될수록 회계정보의 신뢰성이 향상되므로 주가지연현상이 완화될 가능성이 크다. 구체적으로, 내부회계관리제도 내에 공인회계사와 같은 전문인력이 배치될수록 정보의 왜곡이 방지되므로, 주가지연현상의 발생이 감소할 것이다. 아울러, 내부회계관리제도는 경영자 감시를 통해 대리인비용을 낮춤으로써 기업을 둘러싼 정보비대칭을 완화하고자 하는 부정방지 프로그램을 포함하고 있다. 내부회계관리제도 내 공인회계사와 같은 회계전문가가 배치될수록 회계분석 및 정보 은폐 등 경영자에 의한 부정행위가 효과적으로 파악되어 경영자에 의한 정보 왜곡이 감소할 것이다.

즉, 내부회계관리제도 내에 공인회계사와 같은 회계전문인력이 배치된다면, 기업이 작성 및 공시하는 회계정보의 질이 향상됨과 동시에, 정보비대칭을 이용한 경영자의 정보 왜곡이 효과적으로 적발되어, 주가가 보다 신속히 기업 정보를 반영하게 될 것이다. 이에, 본 연구는 내부회계관리·운영조직 내 회계전문인력의 배치가 주가지연현상에 미치는 영향에 대해 분석해보고자 한다.

가설 검증에 사용된 내부회계관리제도 내 공인회계사 배치 여부는 기업별 사업보고서에 포함된 내부회계관리제도 운영보고서에서 수집하였으며, 주가지연현상은 Hou and Moskowitz (2005)의 연구를 따라 측정하였다.

본 연구의 구성은 다음과 같다. 제1장 서론에서는 연구의 목적을 설명하고, 제2장에서는 선행연구들을 정리한 후, 가설을 설정한다. 제3장에서 변수측정방법 및 회귀분석 모형에 대해 기술한 후, 연구 표본 선정과정을 제시한다. 제4장에서는 검증결과를 바탕으로 해석을 기술하며, 제5장에서는 결론 및 공헌점에 대해 정리한다.

## 2. 이론적 배경과 연구가설

### 2.1. 내부회계관리·운영조직

2002년의 SOX제정 이래, 미국기업의 경영자는 재무보고 상 주요 정보가 왜곡되거나 누락되지 않았는지 검토한 후 인증서를 작성하여 제출해야 한다. 동시에 경영자는 재무보고에 관한 내부통제를 구축하고 운영해야 하며, 이에 대한 보고서를 사업보고서에 첨부하여 공시해야 한다. 아울러, 경영자가 작성한 내부통제보고서는 외부감사인에게 감사를 받도록 규정되어 있다.

우리나라의 경우, 외환위기를 기점으로 내부회계관리제도 관련 규정이 제정되었다. 상장기업들은 사업보고서에 내부회계관리제도 운영보고서를 포함하여 공시하여야 한다. 해당 보고서에는 기업별 내부회계관리·운영조직 및 공인회계사 보유현황이 제시되고 있으며, 감사인은 기업의 내부회계관리제도를 검토한 뒤, 감사보고서에 검토의견을 표명해야 한다.

본 연구에서는 내부회계관리·운영조직의 전문성이 주가지연현상에 어떠한 영향을 미치는지 살펴보고자 한다. Chen, Chan, Dong, and Zhang (2016)은 내부통제에 대한 취약점 유무(internal control weakness)를 사용하여, 내부통제 취약점을 보고한 기업일수록 주식 시장에서 주가가 급락할 위험이 높음을 확인한 바 있다. 그런데, 취약점 여부를 사용한 분석은 기업내부통제의 수준을 양호와 미흡 두 그룹으로만 분류하였다는 한계점이 있다. 취약점을 보고하지 않은 기업들 간에도 내부통제의 수준이 다를 수 있다. 일률적으로 취약점이 보고되지 않은 기업들을 내부통제가 우수한 기업으로 분류한다면 성급한 일반화의 오류를 범할 수 있다. 이에, 본 연구에서는 한국에서만 제공되고 있는 자료인 내부회계관리·운영조직 인력현황 자료를 활용하여, 내부통제조직의 구성에 따라 주가지연현상과 같은 자본시장 이상현상이 차별적으로 나타나는지 분석하고자 한다.

### 2.2. 주가지연현상

주가에 관련 정보가 즉각 반영되지 않고 시차를 두고 반영되는 현상을 주가지연현상이라 한다. 효율적 시장 가설에 따르면 주가는 관련 정보를 즉각적으로 완전하게 반영한다. 반면, 현실에 근거한 다수의 선행연구들은 정보불완전성과 정보비대칭의 상황을 보고한 바 있다(Callen, Govindaraj, & Xu 2000). 회계정보가 주가에 미치는 영향력을 감안할 때, 회계 정보의 품질이 우수할수록 정보불완전성 및 정보비대칭이 감소하여 주가지연 현상이 완화될 것이다.

선행연구에서는 발생액의 질로 측정된 회계정보의 품질이 양호할수록 정보의 불완전성으로 인한 주가지연현상이 줄어들음을 밝혔

다(Callen et al. 2013). 또한 주가지연현상이 강할수록 기대수익률이 높아지는 것으로 나타났다. 이는 관련 정보가 주가에 신속하게 반영되지 못할수록 정보위험이 높으므로 주주들이 보다 높은 프리미엄을 요구하기 때문이다.

Qian, Sun, and Yu(2017)는 정보불확실성의 대응치로 주식회전율을 사용하여, 주식회전율과 주가지연현상 간에 양(+)의 관계가 있음을 확인하였다.

이상의 선행연구들은 낮은 회계정보 품질로 인한 정보의 불확실성, 정보비대칭적 상황 등이 주가에 관련정보가 즉각적으로 반영되는데 있어 장애요소로 작용하고 있음을 시사한다.

### 2.3. 연구가설

앞서 정리한 바와 같이 주가지연현상이란 주가에 관련 정보가 즉각적으로 반영되지 않고 반영이 지체되는 현상을 말한다. 선행 연구들은 주가지연현상의 원인으로 정보불완전성 및 정보비대칭적 상황을 지목하고 있다(Callen et al. 2013; Qian et al. 2017). 구체적으로, Callen et al.(2013)은 발생액의 질로 측정된 회계정보의 품질이 양호한 기업일수록 주가지연현상이 줄어들음을 발견하였다.

한편, 기업 간 거래의 종류 및 형태가 다양해짐에 따라, 재무제표와 같은 공시정보 작성시 적용되는 회계기준 역시 복잡해지고 있는 실정이다. 아울러, 새로운 회계기준이 지속적으로 제정됨에 따라 기업 업무에 있어 전문성을 갖춘 인력의 역할 및 중요성이 날로 증가하고 있다. 미국의 COSO(Committee of Sponsoring Organizations of the Treadway Commission)는 회계전문인력을 활용을 통해 재무보고의 신뢰성을 향상시켜야 한다고 조언한다. 아울러, 재무보고 관련 내부통제가 적절히 이루어질 수 있도록 내부통제를 담당하는 인력 관련 정책 및 고용절차가 체계적으로 설계되어야 한다고 강조하였다. McMullen and Raghunandan (1996)은 감사위원회에 공인회계사를 배치한 기업일수록 재무보고에 있어 문제점이 발견되지 않았다는 연구결과를 보고하였다.

일련의 선행연구들은 기업의 내부통제 수준이 우수할수록 해당 기업이 공시하는 재무정보의 품질이 우수하다고 주장하였다. 이는 내부통제환경에 의해 기업 정보의 적정성이 확보될 수 있다는 것을 의미한다. 금융감독위원회 역시 기업들로 하여금 회계정보의 작성단계에서부터 정보의 신뢰성을 확보하게 하고자 내부회계관리·운영조직 내 공인회계사 보유현황을 공시하도록 강제하고 있다. 공인회계사는 자격증 소지자로, 회계기준 및 정보작성에 관한 전문지식을 갖춘 인력이라고 볼 수 있다. 즉, 회계전문인력을 내부회계관리·운영조직에 배치한 기업은 그렇지 않은 기업에 대비 회계정보의 오류를 효과적으로 통제하여 보다 신뢰성 있는 정보를 작

성 및 공시할 것이며, 궁극적으로 해당 기업에서의 불완전정보로 인한 주가지연현상은 완화될 것이라 예상할 수 있다. 이에 다음과 같이 연구의 가설을 수립한다.

**가설:** 내부회계관리제도 내 회계전문인력을 배치한 기업일수록 주가지연현상이 감소할 것이다.

## 3. 연구방법

### 3.1. 주가지연현상의 측정

본 연구에서는 내부회계관리·운영조직에 회계전문인력을 배치할수록 주가지연현상이 감소하는 지 살펴보고자 한다. 먼저, 연구의 종속변수인 주가지연현상을 측정하고자 Hou and Moskowitz(2005)의 연구를 참조하였다.

$$Y_{j,t} = \alpha_j + \beta_j \gamma_{m,t} + \sum_{n=1}^4 \delta_{j,n} R_{m,t-n} + \epsilon_{j,t} \quad (1)$$

$$DELAY_{j,t} = 1 - \left( \frac{R^2_{restricted}}{R^2_{unrestricted}} \right)_{j,t} \quad (2)$$

식 (1)의  $j$ ,  $t$ 는  $t$ 주  $j$ 기업의 주간 주식수익률을 의미하며,  $\gamma_{m,t}$ 는  $t$ 주 시장의 주간 주식수익률이다.  $j$ 기업의 주식수익률은  $j$ 기업이 속한 시장의 수익률로 설명될 수 있다. 현재의 시장정보가 현재 시점의 개별주식수익률에 미치는 영향을 살펴보고, 이 경우의 설명력을  $R^2_{specified}$ 라 정의한다. 아울러, 과거 및 현재의 시장정보가 현재의 개별주식수익률에 미치는 영향을 검증하고, 이 경우의 설명력을  $R^2_{unspecified}$ 라 정의하였다. 과거 시장정보로는 이전 4주의 시장수익률을 고려하였다.

$R^2_{unspecified}$ 의 값이  $R^2_{specified}$  대비 상대적으로 크다면, 과거의 시장정보가 개별주식수익률에 미치는 영향이 큰 것을 의미한다. 동시에, 그 만큼 정보가 지연되어 반영됨을 나타낸다. 가설 검증의 편의를 위해 정보지연현상을 식 (2)와 같이 설정하였다. 정보지연현상(DELAY) 변수 값이 클수록 주가지연현상이 강하게 나타남을 의미한다.

### 3.2. 내부회계관리·운영조직 내 회계전문인력 배치 여부

‘내부회계관리제도 운영보고서’는 상장기업들이 금융감독원 전자공시시스템(DART)에 사업보고서를 제출할 때 첨부하는 자료 중 하나이다. ‘내부회계관리제도 운영보고서’ 내 한 항목으로 기업별

내부회계관리·운영조직 인력현황이 공시되고 있다. 여기에는 기업 별 내부회계담당인력 수, 공인회계사 배치 여부, 평균경력월수, 소속부서 등의 자료가 제공되고 있다. 본 연구에서는 내부회계관리·운영조직에 회계사가 배치될수록 주가지연현상이 감소하는 지 분석하고자 ‘내부회계관리제도 운영보고서’에서 아래의 자료를 수집한 다음, 회계사를 보유한 경우 1, 아니면 0의 값을 부여하였다.

# The table below shows the disclosure of Kumho Petrochemical on internal control personnel for the fiscal year ending December 31, 2006. The information is included in the Report on the Operation of Internal Control System that is a part of the firm's annual report.

Department	Total Employees	IC Personnel(A)	CPAs(B)	Ratio of CPAs (B/A×100)	Average Experience of IC Personnel (in month)
Audit (Committee)	3	1	1	100	36
Board of Directors	8	2	1	50	36
Accounting	10	3	-	0	48
Finance	7	3	-	0	33
Information Technology and Systems	25	3	-	0	55
Others	9	4	1	25	56

Figure 1: The Presence of Certified Public Accountants in Internal Accounting Control Division

### 3.3. 가설 검증모형

내부회계관리 운영조직 내 회계전문가 배치 여부가 주가지연현상에 미치는 영향을 분석하고자, 내부회계관리 운영조직의 회계사 보유 여부를 더미변수화한 변수인 IC\_CPA를 독립변수에, 주가지연 측정 변수인 DELAY를 종속변수에 포함시킨 회귀분석 모형을 설정하였다. Hou and Moskowitz(2005)의 연구와 Callen et al. (2013)의 연구를 참조하여 주가지연현상에 영향을 미칠 것으로 판단되는 변수들을 통제변수로 고려하였다.

$$\begin{aligned}
 DELAY_{i,t} = & \gamma_0 + \gamma_1 IC\_CPA_{i,t} + \gamma_2 SIZE_{i,t} + \gamma_3 LEV_{i,t} + \gamma_4 MB_{i,t} \\
 & + \gamma_5 ROA_{i,t} + \gamma_6 DTURN_{i,t} + \gamma_7 SIGMA_{i,t} \\
 & + \gamma_8 RET_{i,t} \\
 & + \sum YEAR + \sum IND + \epsilon_{i,t} \quad (3)
 \end{aligned}$$

내부회계관리·운영조직 내 회계사 배치 여부를 나타내는 IC\_CPA가 식 (3)의 관심변수이며, 본 연구의 기대와 부합하게 회계전문인력이 배치될수록 주가지연현상이 감소한다면 IC\_CPA 변수의 계수인  $\gamma_1$ 은 유의한 음(-)의 값을 갖을 것이다.

기업규모가 클수록 이해관계자가 많아 정보의 전파가 빠르므로, 주가지연현상이 완화된다(Hong, Lim, & Stein, 2001). 이에 시가총액에 자연로그 취한 값(SIZE)을 통제변수로 고려하였다.

부채의존도가 커질수록 이에 따른 위험이 높아지고, 기업들은

이러한 상황을 축소하거나 은폐하고자 할 것이다(Christie, 1982). 즉, 부채비율이 높을수록 주가지연현상이 강하게 나타날 것으로 예상하며, 총 부채를 총자산으로 나눈 부채비율(LEV)을 모형에 포함하였다.

수익성이 우수한 기업은 우수한 평판 유지를 위해서 양질의 정보를 시장에 제공할 유인이 있다. 따라서 기업의 수익성은 주가지연현상과 음(-)의 관계를 보일 것으로 예상되며, 당기순이익을 총자산으로 나눈 수익성(ROA)을 통제변수로 추가하였다.

아울러, 성장성이 높은 기업들은 성장기회를 성공적으로 실현시키고자 하는 한편, 시장에 형성되어 있는 호의적인 평판을 유지하고자 양질의 정보를 제공하고자 한다(Hou & Moskowitz, 2005). 즉, 기업의 성장성이 높을수록 주가지연현상이 완화되는 것으로 밝혀진 바 있어, 자본 시가총액을 자본 장부 가치로 나눈 성장성 비율(MB)을 모형에 고려하였다.

한편, 투자자 간 의견이 불일치 할수록 주가지연현상이 강하게 나타날 것이다. 이에, 월간주식회전율(DTURN)을 통제변수로 포함하였으며, 주가지연현상과 유의한 양(+)의 관계를 보일 것으로 예상된다.

선행연구에서는 시장수익률이 우수한 기업일수록 시장에 양질의 정보를 적극적으로 공시하므로 주가지연현상이 감소한다고 보고하였다(Hou & Moskowitz, 2005). 이에 기업특유수익률 평균 값에 100을 곱한 RET를 통제변수로 고려하였다.

Table 1: Variable Definitions

Variable	Definition
DELAY	= the value of stock price delay phenomenon by Hou and Moskowitz (2005)
IC_CPA	= 1, if a firm has a CPA in the accounting control system, and 0 otherwise
SIZE	= the logarithm of market value
LEV	= the ratio of the total debt to total assets
MB	= the ratio of the book value to market value of equity
ROA	= the ratio of the net income to total assets
DTURN	= the average of monthly stock trade turnover ratio
SIGMA	= the standard deviation of firm-specific weekly return
RET	= the average firm-specific weekly return multiplied by 100
i,t	= firm, year

주식수익률의 변동성이 크다는 것은 기업 관련 불확실성 및 정보비대칭이 높음을 의미한다. 선행연구에서는 주식수익률 변동성이 주가지연현상과 양(+)의 관계를 갖는다고

주장하였다(Hou & Moskowitz, 2005). 본 연구에서도 기업 특유 주간주식수익률의 표준편차인 주식수익률 변동성(SIGMA)을 모형에 설정하였다. 끝으로, 연도 및 산업 차이에 의한 효과를 통제하기 위해 연도더미와 산업더미를 추가하였다.

### 3.4. 표본선정

본 연구에서는 내부회계관리·운영조직에 회계전문인력을 배치할수록 주가지연현상이 완화되는가를 분석하고자 2012년부터 2016년까지 유가증권시장에 상장된 기업들을 표본으로 선정하였다. 구체적인 표본 산출과정은 Table 2와 같다.

분석에 사용된 재무자료 및 주가지료는 Kis-Value 데이터베이스에서 추출하였다. 금융업의 경우, 비금융업과 재무제표의 구성이 다르므로 표본에서 제외하였다. 결산월이 미치는 영향을 제거하고자 12월이 결산월이 아닌 기업들을 샘플에서 제외하였다. 아울러, 내부회계관리·운영조직 현황자료는 금융감독원 전자공시시스템(DART)의 기업별 사업보고서에 첨부된 ‘내부회계관리제도 운영보고서’에서 수집하였다. 마지막으로, 극단치가 미치는 영향을 제거하고자 실증분석에 사용된 모든 변수들을 1%와 99%에서 winsorization하였다. 일련의 과정을 거쳐 도출된 최종 표본은 2,641 기업-연도이다.

**Table 2: Sample Selection**

Sample Selection Process	Num.of Firms
Firm-Year Samples from KOSPI Listed Firms During the Period 2012-2016	3,945
(Less) Non-December Firm-Year Samples	(510)
(Less) Financial Service Firm-Year Samples	(290)
(Less) Firm-Year Samples with not Financial Data and with Insufficient Data in Stock Data	(504)
Final Sample Size Used for Analysis	2,641

## 4. 연구결과

### 4.1. 기술통계량

Table 3에 연구에 사용된 변수들의 기술통계량을 제시하였다. 최종 선정된 표본은 2,641기업-연도이며, 본 연구의 관심 변수인 내부회계관리·운영조직 내 회계전문인력 배치 여부(IC\_CPA)의 평균값은 0.266이다. 즉, 전체 표본 중 약 27%의 기업들이 내부회계관리제도 운영인력으로 회계사를 보유하고 있는 것으로 나타났다.

종속변수로 사용된 DELAY변수의 경우, 평균값(중위수)이 0.665(0.705)로 나타나 음(-)의 왜도를 보이고 있음을 알 수 있다. 한편, DELAY변수의 최소값 및 최대값은 각각 0.015와 1로 0과 1에 근접한 값을 나타냈으며, 표준편차는 0.266이다. 이를 통해 일부 기업의 경우, 주가가 현재의 시장수익률로 설명되는 반면, 현재의 수익률이 주가를 전혀 설명하지 못하는 기업들도 있음을 확인하였다.

주간수익률의 평균값을 나타내는 RET 변수의 경우, 평균값(중위수)이 -0.159(-0.102)로 나타나 주가가 평균적으로 하락하고 있음을 확인하였다.

**Table 3: Descriptive Statistics**

Variable	N	Mean	Standard Deviation	Minimum	Median	Maximum
DELAY	2,641	0.665	0.266	0.015	0.705	1.000
IC_CPA	2,641	0.266	0.442	0.000	0.000	1.000
SIZE	2,641	26.256	1.629	23.505	25.937	30.807
LEV	2,641	0.414	0.215	0.019	0.410	0.949
MB	2,641	1.332	1.264	0.200	0.954	7.797
ROA	2,641	0.016	0.081	-0.405	0.024	0.215
SIGMA	2,641	0.051	0.024	0.017	0.046	0.146
RET	2,641	-0.159	0.178	-1.086	-0.102	-0.014
DTURN	2,641	0.084	1.924	-8.577	-0.001	11.626

Variable definitions: refer to Table 1.

### 4.2. 상관관계

본 연구에 사용된 주요 변수들 간의 상관관계를 Table 4에 제시하였다. 연구의 관심변수인 내부회계관리·운영조직 내 공인회계사 배치 여부(IC\_CPA)는 주가지연현상을 나타내는 DELAY 변수와 5% 수준에서 유의한 음(-)의 관계를 갖는 것으로 나타나, 내부회계관리 조직이 회계전문인력을 보유할수록 주가지연현상이 완화되는 것을 확인하였다.

한편, Table 4의 분석결과는 다른 요인들의 영향을 통제하지 않은 이변량 간의 상관관계 분석결과이다. 가설검증의 강건성 확보를 위해 종속변수에 영향을 미치는 다른 변수들을 통제변수로 포함한 다변량 분석을 실시할 필요가 있다.

종속변수와 통제변수들 간의 상관관계를 살펴보면, 기업규모(SIZE), 수익성(ROA), 시장수익률(RET)이 주가지연현상(DELAY)과 유의한 음(-)의 상관관계를 나타냈다. 반면, 주식수익률 변동성(SIGMA)은 주가지연현상과 유의한 양(+)의 상관관계를 보여주었다. 이는 기업 정보의 불확실성이

클수록 주가에 정보가 반영되는 속도가 느려진다는 선행연구(Hou and Moskowitz, 2005)의 결과와 일치한다.

아울러, 통제변수들 간의 유의한 상관관계를 고려하여,

다중공선성 문제를 확인하고자 하였다. VIF값을 살펴본 결과, 각 변수의 VIF값이 10 미만으로 나타나 다중공선성 문제가 크지 않음을 확인하였다.

**Table 4: Pearson-correlation Matrix among Variables (n=2,641)**

	IC_CPA	SIZE	LEV	MB	ROA	SIGMA	RET	DTURN
DELAY	-0.040 (0.041)	-0.041 (0.034)	0.016 (0.410)	0.010 (0.591)	-0.053 (0.007)	0.036 (0.061)	-0.045 (0.019)	-0.002 (0.935)
IC_CPA		0.344 ( $<.001$ )	0.006 (0.740)	0.129 ( $<.001$ )	0.021 (0.282)	-0.048 (0.013)	0.059 (0.002)	-0.008 (0.693)
SIZE			-0.103 ( $<.001$ )	0.336 ( $<.001$ )	0.285 ( $<.001$ )	-0.212 ( $<.001$ )	0.215 ( $<.001$ )	0.000 (0.994)
LEV				0.031 (0.108)	-0.341 ( $<.001$ )	0.241 ( $<.001$ )	-0.202 ( $<.001$ )	0.038 (0.052)
MB					0.035 (0.074)	0.241 ( $<.001$ )	-0.216 ( $<.001$ )	0.033 (0.088)
ROA						-0.319 ( $<.001$ )	0.315 ( $<.001$ )	-0.052 (0.007)
SIGMA							-0.962 ( $<.001$ )	0.250 ( $<.001$ )
RET								-0.273 ( $<.001$ )

Variable definitions: refer to <Table 1>. Values in parentheses are p-values.

### 4.3. 다변량분석

Table 5는 본 연구의 가설검증을 위한 회귀분석 결과이다. 내부회계관리·운영조직 내 공인회계사를 배치할수록 주가지연 현상이 감소한다면, IC\_CPA는 유의한 음(-)의 계수값을 나타낼 것이다. 분석결과, IC\_CPA의 계수인  $\gamma_1$ 은  $-0.024$ (t-value=-2.01)로 5% 수준에서 유의하였다.

해당 결과는 회계전문인력이 내부회계관리·운영조직에 배치될수록, 주가지연현상이 완화됨을 의미한다. 즉, 공인회계사와 같은 회계전문가를 내부회계관리 담당인력으로 배치할수록 정보의 불완전성이 감소하여 시장에 양질의 정보가 공급되므로 주가에 기업정보가 보다 즉각적으로 완전히 반영되는 것으로 해석할 수 있다. 또한, 내부회계관리제도에는 부정방지 프로그램이 포함되어 있는데, 경영자로 인한 대리인비용을 감소시킴으로써 기업 내·외부 간 정보비대칭을 낮추는 것을 그 목적으로 하고 있다. 따라서, Table 5의 분석결과내 내부회계관리제도 내 공인회계사와 같은 회계전문가가 배치될수록 회계분석 및 정보 오픈 등 경영자에 의한 부정행위가 효과적으로 적발되어 경영자에 의한 정보 왜곡이 감소한 것으로 해석할 수도 있다.

**Table 5: The Presence of CPA in Internal Accounting Control System and Stock Price Delay**

Dependent Variable: DELAY		
Variables	Estimate	T-value
Intercept	0.632	6.21***
IC_CPA	-0.024	-2.01**
SIZE	-0.001	-0.43
LEV	-0.013	-0.51
MB	0.003	0.72
ROA	-0.081	-1.17
SIGMA	-0.537	-0.69
RET	-0.141	-1.36
DTURN	0.001	0.68
Year Dummies	Included	
Year Dummies	Included	
Model Fit	adjusted R <sup>2</sup>	0.10
	F-value	13.91***
Sample Size	2,641	

Notes: \*\*\*, \*\*, and \* represent significance at the 1%, 5%, and 10% levels, respectively.

Variable definitions: refer to Table 1.

## 5. 결론

### 5.1. 연구의 결론

효율적시장가설 하에서 기업 정보는 주가에 즉각적으로 완전히 반영된다. 반면, Callen et al. (2013)은 현실세계에서 정보비대칭 및 불완전정보로 인해 주가에 관련 정보가 신속히 반영되지 않고 지연되어 반영되는 상황을 지목하고, 이를 주가지연현상이라 명명하였다.

회계정보가 주가에 미치는 영향력이 지대한 점을 감안할 때, 기업이 생산하는 회계정보의 품질이 우수할수록 주가지연현상이 완화될 것이라 예측할 수 있다.

한편, 내부회계관리·운영조직 인력 특성에 관한 자료는 한국에서만 공시되고 있다. 규제기관에서 해당 정보의 공시를 강제한 것은 내부회계관리제도 담당인력에 보다 많은 투자를 한 기업일수록 내부회계관리제도가 보다 효과적으로 운영되어 정보의 신뢰성이 증진될 것이라는 기대를 반영한 것이다.

본 연구는 내부회계관리·운영조직 내 회계전문인력의 배치가 주가지연현상에 어떠한 영향을 미치는 지 살펴보고자 하였다. 내부회계관리·운영조직 인력 특성에 관한 자료는 기업별 사업보고서에 첨부된 ‘내부회계관리제도 운영보고서’에서 수집하였고, 주가지연현상의 측정에는 Hou and Moskowitz(2005)의 연구를 참조하였다.

2012년부터 2016년까지 유가증권시장에 상장된 기업들을 대상으로 회귀분석을 실시한 결과, 내부회계관리·운영조직 내 공인회계사를 보유한 기업일수록 주가지연현상이 완화되는 것으로 나타났다. 해당 결과는 제도 내 전문인력의 배치가 시장에 공시되는 정보의 신뢰성을 향상시켜 기업정보가 주가에 반영되는 속도를 증진시키는 것으로 해석할 수 있다.

### 5.2. 연구의 시사점

본 연구의 결과는 자본시장의 이해관계자 및 규제기관에 다음과 같은 시사점을 제시한다. 먼저, 본 연구자들은 주가에 정보가 반영되는 수준뿐만 아니라 속도 역시 중요한 요소라고 판단하고, 내부회계관리제도 내 회계전문인력의 배치가 주가지연현상에 어떠한 영향을 미치는 지 살펴보고자 하였다. 공인회계사가 내부회계관리 담당인력으로 배치될수록 주가지연현상이 완화된다는 본 연구의 결과는 회계전문인력이 정보의 불완전성을 감소시킴으로써 시장에 양질의 회계정보가 공급되는데 있어 긍정적인 역할을 수행하고 있음을 시사한다. 아울러, 시장의 투자자들은 투자 의사결정 시 내부회계관리·운영조직 내에 회계사가 배치된 기업일수록 기업정보가 주가에 신속히

반영된다는 것을 고려할 수 있다. 마지막으로, 내부회계관리제도 내 회계전문인력의 배치가 정보의 불완전성을 완화시킨다는 본 연구의 결과는 규제기관이 향후 내부회계관리제도 정책 보완 시 근거로 참고할 수 있다.

본 연구는 내부회계관리·운영조직 자료 중 공인회계사 보유현황에 초점을 맞추어 검증을 실시하였다. 후속연구로는 담당인력의 규모 및 경력월수가 주가지연과 같은 자본시장 이상 현상에 어떠한 영향을 미치는 지 검토할 필요가 있다.

## References

- Akins, B. K., Ng, J., and Verdi, R. S. (2012). Investor competition over information and the pricing of information asymmetry. *The Accounting Review*, 87(1), 35-58. <https://doi.org/10.2308/accr-10157>
- Callen, J., Govindaraj, S., and Xu, L. (2000). Large time and small noise asymptotic results for mean reverting diffusion processes with applications. *Economic Theory*, 16(2), 401-419. <https://doi.org/10.1007/pl00004090>
- Callen, J. L., Khan, M., & Lu, H. (2013). Accounting quality, stock price delay, and future stock returns. *Contemporary Accounting Research*, 30, 269-295. <https://doi.org/10.1111/j.1911-3846.2011.01154.x>
- Chen, J., Chan, K., Dong, W., & Zhang, F. (2016). Internal control and stock price crash risk: Evidence from China. *European Accounting Review*, 26(1), 125-152. <https://doi.org/10.1080/09638180.2015.1117008>
- Choi, J., Choi, S., Hogan, C., & Lee, J. (2013). The effect of human resource investment in internal control on the disclosure of internal control weaknesses. *AUDITING: A Journal of Practice & Theory*, 32(4), 169-199. <https://doi.org/10.2308/ajpt-50514>
- Christie, A. A. (1982). A stochastic behavior of common stock variances-value, leverage and interest rate effects. *Journal of Financial Economics*, 10, 407-432. [https://doi.org/10.1016/0304-405x\(82\)90018-6](https://doi.org/10.1016/0304-405x(82)90018-6)
- Hong, H., Lim, T., & Stein, J. C. (2000). Bad news travels slowly : size, analyst coverage and the profitability of momentum strategies. *Journal of Finance*, 55, 265-295. <https://doi.org/10.1111/0022-1082.00206>
- Hou, K., & Moskowitz, T. J. (2005). Market frictions, price delay, and the cross-section of expected returns. *The Review of Financial Studies*, 18, 981-1020. <https://doi.org/10.1093/rfs/hhi023>
- McMullen, D. A., K. Raghunandan (1996), Enhancing audit committee effectiveness. *Journal of Accountancy*, 182, 79-82. <https://doi.org/10.2139/ssrn.1973716>
- Qian, M., Sun, P., & Yu, B. (2017). High turnover with high price delay? Dissecting the puzzling phenomenon for China's A-shares. *Finance Research Letters*, 22, 105-113. <https://doi.org/10.1016/j.frl.2017.06.004>