

핵심감사사항 공시와 자기자본비용: 시장에서의 위험 평가

The Relation Between Key Audit Matters and the Cost of Equity Capital: Investors' Risk Valuation*

전성민(주저자) · 김현정(교신저자)

Sung-Min Jeon(First Author) · Hyeonjung Kim(Corresponding Author)

전남대학교 경영학부 조교수 Chonnam National University(sungmin.jeon@jnu.ac.kr)
 경성대학교 상경대학 회계학과 조교수 Kyungsung University(hyeonjung7im@ks.ac.kr)

본 연구는 핵심감사사항으로 선정된 회계적 이슈에 대한 정보 공시가 투자자에게 회계 리스크를 부각시키는 신호로 작용하는지, 혹은 정보의 투명성을 제고하여 불확실성을 완화하는 역할을 하는지를 자기자본비용(cost of equity capital)을 통해 실증적으로 확인하고자 한다. 핵심감사제도는 감사보고서의 정보 유용성을 높이기 위한 방안으로 외부감사인이 전문가적 판단에 따라 가장 유의한 사건을 선정하며 감사보고서에 선정된 항목에 대한 설명과 더불어 선정 이유, 수행 절차 및 결과를 기재한다. 감사보고서에 기재되는 핵심감사사항의 항목 수가 많다면 기업의 회계적 위험이 크다고 볼 수 있으나 동시에 외부감사인이 이러한 위험을 식별하여 해소하기 위한 노력을 공시함으로써 긍정적인 정보효과를 유발할 수 있다. 분석 결과는 다음과 같다. 첫째, 핵심감사사항 항목 수와 자기자본비용 간 유의한 음(-)의 관계를 확인하였다. 둘째, 이러한 핵심감사사항 항목 수와 자기자본비용 간의 관련성은 정보환경이 열악한 기업에서 강하게 나타났다. 본 연구는 핵심감사제도의 시행 목표가 실질적으로 달성되고 있는지 확인했다는 점에서 공헌점을 지니며 핵심감사사항이 정보이용자의 불확실성을 해소하는 역할을 하는 것을 확인함으로써 외부감사인과 피감기업의 정책적 비용 부담을 낮출 수 있다는 시사점을 제시한다.

주제어: 핵심감사제도, 자기자본비용, 재무보고 품질, 정보 유용성

This study investigates whether Key Audit Matters (KAMs) provide valuable information to the capital market and whether their disclosure increases investor-assessed risk or reduces uncertainty. The implementation of KAM disclosure aims to enhance the informational usefulness of audit reports. While a high number of KAMs described in an audit report could signal an increase in useful information, it might also indicate a greater number of audit issues within the company. This study, therefore, examines how investors evaluate the informational role of KAMs. First, our analysis reveals a significant negative relationship between the number of KAMs and the cost of equity. Second, this significant negative relationship was particularly pronounced in firms with a poor information environment. These findings suggest that the implementation goals of KAM disclosure are being achieved in practice. Furthermore, this study provides empirical evidence that KAMs play a crucial role in reducing uncertainty for information users in the capital market.

Keyword: key audit matter, cost of the equity capital, financial reporting quality, information usefulness

최초투고일: 2025. 04. 09

수정일: (1차: 2025. 05. 22)

재확정일: 2025. 05. 23

* This research was supported by the Korean Accounting Association and FnGuide Research Grant Program.

Copyright 2025 THE KOREAN ACADEMIC SOCIETY OF BUSINESS ADMINISTRATION

This is an open access article distributed under the terms of the Creative Commons Attribution License 4.0, which permits unrestricted, distribution, and reproduction in any medium, provided the original work is properly cited.

1. 서론

본 연구는 핵심감사제도의 시행 목적에 따라 핵심감사사항이 외부 정보이용자에게 실질적으로 유용한 정보를 제공하고 있는지를 검증하고자 한다. 특히 감사보고서를 통해 공시되는 핵심감사사항이 투자자의 위험 인식이 어떠한 영향을 미치는지에 주목하였다. 핵심감사사항 공시가 투자자에게 기업 재무보고에 문제가 존재할 가능성이 있다는 신호로 받아들여질 경우 이는 회계 리스크를 부각시키는 요인으로 작용할 수 있다. 반면, 핵심감사사항 공시가 외부감사인이 주의 깊게 살펴본 재무보고 이슈에 대한 정보를 제공하는 것으로 인식된다면 해당 이슈에 대한 불확실성을 해소하는 역할을 할 수 있다. 본 연구는 핵심감사사항 공시가 투자자에게 회계 리스크를 부각시키는 신호로 작용하는지 혹은 정보의 투명성을 제고하여 불확실성을 완화하는 역할을 하는지를 자기자본비용(cost of equity capital)을 통해 실증적으로 분석하고자 한다.

2017년 12월 금융감독원은 기업들이 매분기 작성해 공시하는 감사보고서에 핵심감사사항(Key Audit Matter, KAM)을 기술하도록 하는 ‘핵심감사제도’를 도입했다. 핵심감사사항은 감사 과정에서 감사인이 전문가적 판단에 따라 가장 유의한 사건에 대해 감사위원회 등의 기업 내부 감시기구와 논의하여 선정하게 되며 감사보고서에는 선정된 항목에 대한 설명과 더불어 선정 이유, 수행 절차 및 결과가 기재된다. 즉, 핵심감사제도는 기업의 주요 재무적 이슈사항에 대한 평가 및 공시를 확대함으로써 감사보고서 이용자에게 보다 유용한 정보를 제공하여 감사보고

서의 정보가치를 높이기 위하여 도입되었다.

핵심감사제도는 감사보고서 체계 개편의 일환으로 개편안의 내용을 살펴보면 핵심감사제도 상장사 전면 도입, 상장사 감사인 업무수행이사 성명 기재, 계속기업 가정 적절성에 대한 감사인 평가 강화, 감사보고서 기재사항 체계 개편이 포함되어 있다. 이러한 개편안은 감사인의 책임을 강화하는 동시에 정보비대칭을 감소시키고 감사보고서의 유용성 제고를 목표로 하고 있다. 2023년 한국공인회계사회에서 진행된 설문조사 결과에 따르면¹⁾ 감사보고서 체계 개편으로 제공된 정보가 감사에 대한 신뢰도를 상승시켰다는 답변이 주를 이룬다. 특히, 감사보고서 체계 개편에 대한 신뢰도 상승효과는 이용자 집단이 공급자 집단보다 더 크게 나타났다. 세부 내용을 살펴보면 감사보고서에 포함되는 핵심감사사항 항목을 복수로 기재하는 것이 감사 신뢰도를 상승시킨다고 답했으며 감사보고서 이용자들은 핵심감사사항 항목의 복수 기재를 더 선호하는 것으로 나타났다.

하지만 핵심감사제도 효과에 대한 국내의 선행연구를 살펴보면 혼재된 결과를 보고하고 있다. 핵심감사사항 제도가 선제적으로 도입된 수주산업을 대상으로 제도 도입 전후의 효과를 분석한 결과 감사시간이 증가하고 이익의 질이 개선되었다(최준혁 외, 2019; 인창열 & 이명곤, 2019). 하지만 수주산업의 미청구 공사 잔액의 가치관련성은 개선되지 않거나, 재무분석가 수가 감소하고 재무분석가 예측오류가 증가하는 등 감사보고서 유용성 제고에 도움이 되지 않는다는 결과 또한 존재한다(신혜정 & 김수인, 2019; 양가보 & 정주림, 2023). 이러한 상황에서 감사보고서의 유용성을 목표로 하는 핵심감사제도의 도입 효과가 적절히 나타나고 있는지 정보이용자 관점에서 확인이

1) 감사보고서 개편 영향 분석 연구 심포지엄, 2023.05.24. 한국공인회계사, 한국회계학회

필요하다.

특히, 핵심감사사항이 실제로 자본시장 참여자인 투자자의 의사결정에 얼마나 영향을 미치고 있는지에 대해서 실증적인 검증이 필요하다. 핵심감사사항은 기본적으로 복수의 항목이 기재될 수 있으며 기업별로 핵심감사사항 항목 수에 차이가 존재한다. 이에 따라 핵심감사사항 항목 수가 많은 기업은 회계적 이슈가 많아 감사인의 주의가 많이 요구된 기업으로 해석될 수 있지만 반대로 감사인이 해당 이슈에 대해 적극적으로 식별하고 통제하였다는 정보로 받아들여질 수도 있다. 이처럼 핵심감사사항 항목 수에 대한 투자자의 해석은 상반된 방향으로 작용할 가능성이 있으며 그 효과가 궁극적으로 투자자가 요구하는 기대수익률, 즉 자기자본비용(cost of equity capital)에 어떻게 반영되는지 확인하는 것은 중요한 실증분석의 영역일 것이다. 자기자본비용은 투자자의 위험 인식, 정보비대칭, 재무보고의 신뢰도 등 다양한 요인을 반영하는 종합적 지표로 기업의 자본조달 효율성과 밀접하게 연관된다. 따라서 핵심감사사항이라는 정성적 공시가 정보위험을 완화하거나 반대로 회계 리스크를 부각시키는 방향으로 작용할 수 있다면 이는 곧 자기자본비용을 통해 실증적으로 확인될 수 있다. 더욱이 핵심감사사항은 감사인이 작성하는 설명형 공시이며 그 내용은 기업의 중요 회계 판단, 추정의 불확실성, 내부통제 미비 등 기업의 본질적 위험 요인과 직결되는 정보로 구성되므로 투자자에게 강력한 신호(signal)로 작용할 가능성이 있다.

먼저, 핵심감사사항은 회계 및 재무보고 상의 잠재적 위험을 나타내는 신호로 작용할 수 있으며 항목 수가 많을수록 기업의 회계 리스크가 크다고 해석될 수 있다(Kachelmeier et al., 2020; Klevak et al., 2023). 투자자는 이를 재무정보에 대한 불확실

성으로 받아들여 더 높은 위험 프리미엄을 요구하게 되고 이는 자기자본비용의 상승으로 이어질 수 있다.

반대로, 감사보고서에 공시된 핵심감사사항은 감사인이 특정 회계적 위험을 인식하고 이에 대해 구체적인 감사 절차를 수행했음을 보여주는 정보로써 해당 위험이 기업 내부에서 통제되고 있다는 신호로 투자자에게 긍정적인 영향을 미칠 수 있다. 핵심감사사항 항목 수가 많다는 것은 단순히 위험 요소가 많다는 뜻이 아니라 감사인이 각 이슈에 대해 충분한 주의를 기울였음을 나타낸 결과이므로 핵심감사사항은 감사인의 대응 노력이 반영된 신뢰 신호로 해석될 수 있다. Tan & Yeo(2023)는 위험이 아직 실현되지 않은 상황에서 위험관리 공시가 존재하면 투자자들이 기업 가치를 더 높게 평가하는 경향이 있음을 보여주었다. 이러한 공시는 경영진이 위험을 사전에 인지하고 관리하기 위한 조치를 취했다는 점을 전달하며 이는 기업이 리스크를 신중히 관리하고 있다는 인식으로 이어져 투자자의 긍정적 평가를 이끌어낸다(Reb & Connolly, 2010). 즉, 핵심감사사항은 단순한 정보 제공을 넘어 기업과 감사인이 위험에 적극 대응했다는 사실을 나타내는 신호로 작용할 수 있으며 투자자는 위험의 존재보다 그에 대한 통제 여부에 주목하게 된다. 결과적으로 이는 감사 투명성과 재무보고 신뢰도를 높이고 투자자의 요구수익률을 낮추는 방향으로 작용할 수 있다(Lambert et al., 2007; Francis et al., 2004). 또한, 핵심감사사항의 공시는 실질적인 회계 정보 품질을 개선하여(PCAOB, 2017) 자기자본비용을 낮출 수 있다. 핵심감사사항은 외부감사인이 해당 문제를 평소보다 복잡하게 여기고 추가 자원을 투입할 의도가 있다는 것을 의미하며 감사인은 핵심감사사항과 관련되어 경영진의 회계 의사결정을 보다 신중하게 검토하여 재무보고의 품

질이 상승할 수 있다. 이러한 재무보고 품질의 상승은 자기자본비용의 하락으로 이어질 수 있다. 이에 본 연구는 핵심감사사항 항목 수가 자기자본비용에 유의한 영향을 미치는지 여부를 실증적으로 검토하며, 이를 통해 핵심감사사항 제도가 자본시장 내 정보 불균형 해소 및 감사보고서의 정보 유용성 제고에 기여하고 있는지 여부를 평가하고자 한다.

핵심감사사항 공시의 유용성을 검증하기 위해 본 논문은 한국거래소 유가증권시장과 코스닥시장에 상장된 기업을 대상으로 2020년부터 2022년까지의 자료를 활용하여 핵심감사사항 항목 수가 자기자본비용에 미치는 영향을 실증분석하였다. 분석결과는 다음과 같다. 첫째, 핵심감사사항 항목 수와 자기자본비용 간 유의한 음(-)의 관계를 확인하였다. 이는 핵심감사사항 공시가 유용한 정보로 시장에서 활용된다는 것을 의미한다. 나아가, 핵심감사사항의 항목 수가 많을 경우 투자자는 기업과 외부감사인이 회계적 위험을 충분히 인식하고 통제하고 있다고 판단하여 이를 긍정적 신호로 보고 위험 프리미엄(risk premium)을 상대적으로 낮게 평가한다고 해석할 수 있다. 둘째, 핵심감사사항의 공시가 자기자본비용을 낮추는 효과는 기업의 정보환경이 좋지 않은 표본에서 두드러져 핵심감사사항 공시의 유용성은 기업의 정보환경에 따라 차별적인 것으로 나타났다. 추가분석 결과, 핵심감사사항의 항목 수와 재무적 발생액 간 유의한 음(-)의 관계를 보였다. 이는 감사인이 보고하는 핵심감사사항의 항목 수가 많을수록 재무보고 품질이 개선되고 있는 것으로 핵심감사사항을 보고함으로써 재무보고 품질이 향상되고 이를 통해 자기자본비용이 하락하는 것으로 예상해 볼 수 있다. 한편, 핵심감사사항에 금융감독원이 선정하는 '중점심사 회계이슈'가 포함되지 않은 경우에도 자기자본비용이 감소하는 것으로 나타나 핵심감사사항은 그 자

체로 독립적인 정보 효과를 가지는 것을 알 수 있다. 또한, 핵심감사사항 종류별 자기자본비용에 미치는 영향을 분석한 결과, 회계처리 오류가 빈번한 항목들이 핵심감사사항으로 공시될 경우 감사인이 해당 항목에 대해 신중하게 감사를 수행하였다는 신호가 형성되어 재무제표에 대한 시장투자자의 불확실성이 해소되었다. 마지막으로 감사인 차원과 피감사기업 차원의 특성을 고려하여 두 가지 분석을 추가적으로 수행한 결과 핵심감사사항 공시의 유용성은 감사인이 전문성이 있을 때 두드러지는 것을 보였으며 피감사기업의 재무보고 품질이 좋지 않을 때 핵심감사사항이 시장 불확실성을 해소하는 효과가 강해지는 것을 확인하였다.

본 연구의 공헌점은 다음과 같다. 첫째, 본 연구는 핵심감사사항의 항목 수가 투자자의 위험 인식과 자기자본비용에 미치는 영향을 실증 분석함으로써, 감사보고서의 정성적 정보가 자본시장에 미치는 실질적 효과를 검증하였다. 특히, 핵심감사사항 항목 수가 많다는 사실이 단순히 회계 리스크의 존재를 의미하는 것이 아니라 감사인이 해당 이슈를 식별하고 대응했다는 신호로서 긍정적 정보효과를 유발할 수 있음을 실증적으로 제시하였다. 이는 감사인의 전문적 판단과 설명 중심의 공시가 시장 참여자에게 어떻게 해석되고 반응되는지를 보여주며 감사보고서가 투자자의 의사결정에 영향을 미치는 정보 도구로 기능할 수 있음을 뒷받침한다. 둘째, 본 연구는 핵심감사제도의 긍정적 효과를 제시하며 핵심감사제도 시행에 따른 외부감사인과 피감사기업의 효익을 제시함으로써 정책적 비용 부담을 낮춰줄 수 있다는 시사점을 제시한다. 외부감사인은 핵심감사사항 항목 수를 지나치게 축소하거나 형식적으로 나열하기보다는 실질적으로 중요한 회계 이슈에 대해 구체적이고 정직하게 기술함으로써 감사보고서의 정보 유용성과 감사 투

명성을 제고할 수 있다. 또한, 기업은 핵심감사사항에 포함될 수 있는 회계처리 이슈에 대해 사전에 검토하고 내부통제 및 재무보고의 질을 강화하려는 내부적 유인이 자연스럽게 작동할 수 있다. 이를 통해 감사보고서를 둘러싼 외부감사인과 경영진 간 커뮤니케이션을 활성화하고 회계정보의 질적 개선을 유도함으로써 자본시장에서의 신뢰 제고 및 자본비용 절감으로 이어질 수 있다. 본 연구는 이러한 핵심감사사항 공시제도의 정책적 이점을 실증적으로 확인하였다는 데에 의의가 있다.

II. 선행연구 및 가설설정

2.1 핵심감사제도 도입의 효과

전통적인 감사보고서는 감사의견 외에 기업의 특성과 같은 다른 정보를 전달하는 데는 한계점이 있다는 비판에 따라 유럽을 비롯한 많은 국가에서 핵심감사사항을 감사보고서에 기재하여 감사보고서의 유용성을 높일 수 있도록 제도를 개선해왔다(PCAOB 2017). 2015년 IAASB의 국제감사기준 개정에 따라 우리나라에서는 2016년 수주산업에 대해 핵심감사제도를 먼저 도입하였으며, 2017년 12월 외부감사법을 개정하여 2018년 상장회사에 대해 단계적으로 핵심감사제도를 도입하고 있다. 기준제정기관 및 감독당국은 핵심감사사항 공시가 감사보고서의 정보 가치를 증대시킬 것으로 기대하고 있다.

핵심감사제도 도입 효과에 대한 연구를 살펴보면 감사인과 피감사인의 관점에서 감사품질, 감사인의 책임, 그리고 자본시장의 반응을 중심으로 이루어지고 있다. 한편 국외에서는 핵심감사사항의 정보효과에 대

해 실험분석 연구가 주로 진행되었다. Kachelmeier et al.(2019)는 핵심감사사항 공시에 경고 효과(forewarning effect)가 존재하는지를 확인하였다. 구체적으로 재무분석가, 변호사 등을 대상으로 실험을 실시하고 이용자들의 감사인 책임에 대한 인식 정도가 낮아진다는 결과를 보고함으로써 경고 효과가 존재함을 밝혔다. Sirois et al.(2018)은 핵심감사사항 존재 여부, 항목 수와 관련 감사 수행 절차를 실험적으로 조작하여 핵심감사사항이 정보이용자의 정보 획득 과정에 어떤 영향을 미치는지를 살펴보았다. 실험결과 핵심감사사항은 관심을 높이는 효과는 있지만, 항목 수가 증가하면 핵심감사사항에 언급되지 않은 재무제표에 대한 관심도가 낮아지는 것으로 나타났다. Chan & Liu(2023)는 이론적 모형을 통해 핵심감사사항이 투자자의 위험 평가에 도움이 되고 이를 통해 기업의 투자효율성을 높이게 된다고 주장한다. 한편, Burke et al.(2023)은 미국 기업을 대상으로 핵심감사제도 시행에 따른 효과를 실증분석을 통해 검증하였다. 연구에 따르면 핵심감사제도를 선제적으로 도입한 기업의 경우 핵심감사사항 & 관련된 주식 공시의 정보량이 증가하였으나 이에 대한 시장반응은 관찰되지 않았다.

이와 같이 국외 연구에서 핵심감사사항의 유용성에 대해 결과가 혼재되는 가운데 핵심감사제도 관련 국내 연구 또한 일관된 결론을 도출하지 못하고 있다. 인창열 & 이명곤(2019)은 수주산업이 핵심감사제도를 선제적으로 도입한 수주기업을 대상으로 제도 도입 전후로 핵심감사제도의 효과를 분석하였다. 연구결과 핵심감사사항 공시 이후 감사시간이 증가하고 이익의 품질이 개선되었으며, 수익률 변동성이 완화되었다는 결과를 제시하여 핵심감사사항의 정보 유용성이 존재함을 주장하였다. 반면 신혜정 & 김수인(2019)은 수주산업을 대상으로 핵심감사사항에 직

접적으로 언급되는 '미청구공사 잔액'의 가치관련성을 살펴보았다. 분석결과, 핵심감사제도 도입 이후에도 미청구공사 잔액의 가치관련성은 개선되지 않는 것으로 나타나 핵심감사사항의 정보효과가 존재하지 않음을 주장한다.

한편, 핵심감사제도의 도입과 타인자본비용 간의 관련성을 연구한 국내외 연구가 존재한다. Liu et al. (2022)은 중국 기업을 대상으로 핵심감사사항 공시가 기업의 부채계약 특성(debt contracting)인 이자율과 만기 구조에 어떤 영향을 미치는지를 분석하였다. 핵심감사사항은 미래 불확실성을 나타내므로 위험 인식을 증가시킬 수 있으나(Divergence Argument), 기존 리스크에 대한 구체적 정보 제공을 통해 위험 인식을 낮출 수도 있다(Convergence Argument). 분석 결과, 핵심감사사항 공시는 이자율을 낮추고 장기부채 비중을 높이며 정보비대칭 감소가 주요 경로로 작용함을 확인하였다. 또한 이윤정 & 박종일 (2024)은 국내 기업을 대상으로 핵심감사제도 도입 여부가 신용등급 및 타인자본비용에 미치는 영향을 분석하였으며 신용등급은 핵심감사제도 도입에 대해 긍정적으로 반응하지만 타인자본비용은 대체로 부정적으로 관련성을 보고하며 정보이용자 주체(신용평가기관 및 채권투자자)에 따라서도 차별적 결과가 나타난다는 것을 확인할 수 있다.

2.2 공시 및 감사보고서와 자기자본비용

자기자본비용(cost of equity capital)은 기업이 자본시장에서 자본을 조달하고자 할 때 투자자들이 요구하는 요구수익률(required returns)이다. 자기자본비용은 기업가치평가 수단으로 미래 현금흐름에 대한 할인율이며 자본시장에서 측정하는 위험 프리미엄이라고 볼 수 있다. 또한 투자자는 정보불균형

에 대한 위험 프리미엄을 요구하며, 기업은 시장에 정보를 공시하여 정보불균형을 해소하고 자기자본비용을 감소시킬 수 있다(Botosan, 1997).

한편, 회계정보는 자기자본비용을 결정하는 하나의 요인이며 회계정보가 어떠한 경로로 영향을 미치는지 다양한 이론 및 실증분석 연구가 진행되었다. 먼저, Easley & O'Hara(2003)에 따르면 자기자본비용은 투자자의 사적정보가 많을수록 혹은 보유한 정보의 정확성이 낮을수록 자기자본비용은 높아진다고 주장하였다. 한편, Lambert et al.(2007)은 기업이 창출할 미래 현금흐름의 크기가 클수록 혹은 현금흐름의 변동성이 낮을수록 자기자본비용이 낮아진다고 하였으며 이때 높은 회계 정보의 품질은 현금흐름의 변동성을 낮춰 자기자본비용에 영향을 미친다고 밝혔다. 한편 Francis et al.(2004)은 높은 품질의 회계정보는 투자자가 인식하는 정보위험을 낮춤으로써 기업의 자기자본비용을 낮춘다는 실증분석 결과를 제시하였다.

높은 품질의 외부감사 또한 경영자의 기회주의적인 재무보고를 감소시킴으로써 정보 불균형을 해소할 수 있다. 구체적으로, 감사인은 재무제표의 중대한 오류가 없다는 것에 대한 합리적인 확신을 제공함으로써 회계 정보의 신뢰성과 품질을 높인다. 외부감사는 재무제표 품질에 대한 신뢰를 높임으로써 기업과 재무제표의 이용자 간의 정보 불균형을 해소하고 대리인 비용을 감소시킴으로써(Fernando et al., 2010), 회계정보 이용자의 정보위험을 감소시킨다. 이러한 정보위험의 감소는 자기자본비용의 감소로 이어질 수 있다. 즉, 고품질의 외부감사는 회계 정보의 품질 향상을 통해 정보 비대칭을 해소하고 나아가 피감사기업이 낮은 비용으로 자본조달을 할 수 있도록 한다는 것이다.

2.3 가설 설정

핵심감사사항은 감사인이 전문가적 판단에 따라 기업의 재무제표 감사 과정 중 가장 유의하다고 판단한 사항을 선정하여 그 사항에 대한 감사인의 대응 절차 및 판단 내용을 감사보고서에 기재하는 제도이다. 이는 전통적인 감사보고서가 '적정' 또는 '한정'과 같은 감사의견을 중심으로 전달했던 한계를 극복하고 감사인의 시각에서 기업의 회계 위험과 주요 이슈에 대해 정성적인 정보를 제공함으로써 보고서의 정보 유용성을 제고하고자 도입되었다. 즉, 핵심감사제도의 궁극적인 목적은 감사보고서의 정보 가치를 높여 외부 투자자의 의사결정에 실질적인 도움을 주는 데 있으며 이에 따라 핵심감사사항이 투자자에게 어떻게 인식되고 해석되는지를 파악하는 것은 제도의 효과 검증을 위해 필요한 과정이라 할 수 있다.

핵심감사제도는 외부감사인이 감사 과정 중 중요하다고 판단한 사항을 감사보고서에 공시하는 제도로 복수의 사항을 기재할 수 있다. 감사보고서에 기재된 핵심감사사항의 항목 수가 많을수록 기업의 회계적 이슈가 많음을 반영하는 신호가 될 수 있다. 그러나 제도의 도입 목적에 비추어볼 때 감사보고서의 정보 유용성이 증가한 것으로 해석될 수 있으므로 투자자는 이를 정보 확장으로 볼지 또는 위험 증가의 징후로 해석할지를 판단하게 된다. 이러한 관점에서 핵심감사사항의 항목 수는 투자자 관점에서 하나의 중요한 정보지표로 해석될 수 있으며, 이에 따라 핵심감사사항 항목 수에 대한 투자자의 반응을 자기자본비용(cost of equity capital)을 통해 확인할 수 있다. 자기자본비용은 기업의 미래 현금흐름에 대한 할인율이자 투자자가 요구하는 기대수익률로서 기업 고유의 위험뿐만 아니라 정보위험(information risk)을 포함하는 개념이다. 따라서 자기자본비용은 시장

참여자의 기업에 대한 위험 평가 결과를 내재하고 있으며 핵심감사사항이라는 정보가 이러한 위험 평가에 어떤 영향을 미치는지를 분석하는 것은 제도의 효과성을 검증하는 데 중요한 의미를 지닌다.

먼저, 핵심감사사항은 회계 및 재무보고의 잠재적 위험에 대한 경고 신호로 작용할 수 있다. 항목 수가 많다는 것은 감사 과정에서 주의가 필요한 회계 이슈가 많았음을 의미하므로 투자자는 이를 기업의 회계 리스크가 높다는 신호로 해석할 수 있다. 즉, 핵심감사사항 항목이 많을수록 기업의 회계처리와 관련된 불확실성이 크며 이는 투자자가 기업의 재무적 건전성이나 회계정보의 신뢰도에 대해 의구심을 가질 가능성을 높인다(Kachelmeier et al., 2020; Klevak et al., 2023). 위험 관련 정보의 공시가 투자자의 위험 인식에 영향을 미쳐 자기자본비용을 상승시킬 수 있다는 점을 고려하면(이상혁 & 유용근, 2023; 최성호, 2013; 최성호, 2020), 투자자는 공시된 정보를 바탕으로 기업을 둘러싼 위험을 더욱 높게 평가하고 그에 따라 더 높은 위험 프리미엄을 요구하게 된다. 따라서, 전통적인 자본시장 가설에 부합하게 핵심감사사항 항목 수의 증가는 기업의 위험 신호로 해석되어 자기자본비용의 상승으로 이어질 수 있다.

반대로, 감사인이 위험이 존재하는 영역을 적극적으로 식별하고 이에 대해 구체적인 감사 절차를 수행했다는 점에서 핵심감사사항 공시는 해당 위험이 기업과 감사인에 의해 인지되고 통제되고 있다는 신호로서 투자자에게 긍정적 정보효과를 줄 수도 있다. 핵심감사사항 항목 수가 많다는 사실은 단순히 위험의 존재만을 의미하는 것이 아니라 감사인이 해당 위험에 대해 어떤 주의를 기울였는지를 공시한 결과이다. 즉, 핵심감사사항은 단순한 위험 공시가 아니라 감사인이 중요한 회계적 위험을 식별하고 적절한 대응 절차를 수행했음을 설명하는 메시지를 포함하고

있다. 이와 관련하여 Tan & Yeo(2023)는 위험이 아직 실현되지 않은 상황에서는 위험관리 공시가 존재할 경우 공시가 없는 경우보다 기업가치 평가가 더 높게 나타나는 경향을 발견하였다. 위험관리 공시는 경영진이 해당 리스크를 사전에 인식하고 이를 관리하기 위한 구체적인 조치를 수행했다는 점을 전달한다. 이는 기업이 보다 신중하게 위험을 관리하고 있다는 신호로 해석될 수 있으며 높은 수준의 '주의(care)'가 인지될 경우 기업은 보다 긍정적인 평가를 받는다(Reb & Connolly, 2010). 이와 같이 위험관리 공시는 단순 정보 전달이 아니라 기업과 감사인이 위험을 인지하고 대응했다는 관리 의지의 신호로 볼 수 있으며 이러한 신호는 투자자에게 투자자의 긍정적인 평가를 유도할 수 있다. 위험관리 공시의 성격을 가진 핵심감사사항 공시는 해당 이슈가 기업 회계에 중대한 영향을 미치는 사안임을 판단하고 감사 절차가 강화되었음을 투자자가 인식하게 할 수 있다. 이로 인해 투자자는 위험 자체보다는 감사인이 해당 위험을 통제하고 있다는 점에 주목하게 되며 감사 투명성과 재무보고 신뢰도 제고로 이어져 투자자 요구수익률이 낮아질 가능성이 있다(Lambert et al., 2007; Francis et al., 2004).

또한, 핵심감사사항 공시로 실질적으로 회계 정보 품질이 향상되어(PCAOB, 2017) 자기자본비용에 영향을 미칠 수 있다. 핵심감사사항 선정은 외부감사인이 해당 문제를 평소보다 복잡하게 여기고 추가 자원을 투입할 의도가 있다는 것을 의미하며 감사인은 핵심감사사항과 관련된 경영진의 회계 의사결정을 보다 신중하게 검토하므로 감사품질이 상승할 수 있다. 이러한 고품질의 감사서비스는 회계 정보의 신뢰성을 높임으로써 경영자와 외부 정보이용자들 간의 정보 불균형과 대리인 문제를 해소할 수 있다. 기업이 제공하는 고품질의 회계 정보는 자본시장에

서 긍정적인 평가를 받아 기업의 자본비용을 낮추고 효과적인 자본조달을 가능케 한다(Khurana & Raman, 2004; Fernando et al., 2008; 이상혁 외, 2021). 또한, 핵심감사사항을 공시함으로써 중요한 감사 사항으로 식별된 사항을 투자자와 감사인이 더 세밀히 검토하게 되므로 경영자는 미리 회계 정보의 품질을 향상시킬 것이다(PCAOB, 2017). Burke et al.(2023)에 따르면 기업의 경영자와 감사위원회는 외부감사인과 커뮤니케이션 이후 핵심감사사항으로 채택된 사항에 대하여 다시 한번 살펴보고 관련된 공시 내용을 확장하고 명확하게 서술하는 등 공시량을 증가시킨다고 밝혔다. 즉, 경영자가 회계 정보를 기회주의적으로 보고할 가능성을 낮추어 회계 정보 품질이 향상될 것으로 기대할 수 있다. 상기 서술한 바와 같이 핵심감사사항 공시로 인해 전반적인 재무보고 품질이 개선된다면 자기자본비용은 하락할 수 있다.

앞선 논의를 바탕으로 핵심감사사항의 항목 수가 자기자본비용에 어떤 영향을 미칠지는 실증분석의 영역이므로 첫 번째 가설은 다음과 같이 귀무가설로 설정한다.

가설 1: 핵심감사사항의 항목 수와 자기자본비용 간 관련성이 없다.

한편, 기업의 정보환경은 외부 투자자 입장에서 기업 정보를 얼마나 쉽고 정확하게 획득하고, 해석할 수 있는지를 결정하는 중요한 요소이다. 정보환경이 양호한 기업은 다양한 채널을 통해 재무적 및 비재무적 정보를 지속적으로 제공하며 투자자들은 해당 정보를 통해 기업의 재무 건전성, 경영전략, 위험 수준 등을 비교적 명확히 파악할 수 있다. 반대로, 정보환경이 열악한 기업은 공시 빈도가 낮거나 재무분석가

의 추종 수가 적고, 주가 변동성이 높으며, 투자자가 의사결정을 내리는 데 활용할 수 있는 외부 정보가 제한적이다.

이러한 맥락에서 볼 때, 핵심감사사항 공시는 기업의 정보환경에 따라 그 유용성이 달라질 수 있다. 정보가 이미 풍부한 기업의 경우 핵심감사사항 공시는 추가적인 정보로서의 가치가 상대적으로 제한적일 수 있다. 그러나 외부 투자자의 정보 접근이 제한적인 환경에서는 핵심감사사항 항목 수가 많을수록 기업의 위험 인식 및 감사인의 대응 노력을 보여주는 중요한 신호 기능을 할 수 있다. 이는 투자자가 기업의 회계 리스크를 보다 정확하게 평가하도록 도우며 정보 비대칭의 완화를 통해 투자자가 요구하는 위험 프리미엄의 하락으로 이어질 수 있다. 즉, 핵심감사사항 공시 자체가 잠재적 위험 혹은 감사인의 노력을 나타내는 등 정보로서 유용하다면 이러한 정보는 정보 환경이 열악한 기업일수록 투자자의 불확실성을 높이거나 혹은 해소하는 데 효과적으로 작용할 수 있다. 따라서 정보환경이 열악한 기업에서는 핵심감사사항 항목 수와 자기자본비용 간의 관계가 두드러질 것으로 예상된다.

가설 2: 기업의 정보환경이 열악할수록, 핵심감사사항의 항목 수와 자기자본비용 간 관련성은 더욱 강하게 나타날 것이다.

III. 연구설계

3.1 자기자본비용의 측정

본 연구는 가설1를 통해 핵심감사사항 공시가 자

기자본비용에 미치는 영향을 살펴본다. 이를 위해 본 연구는 기업이 미래에 창출할 이익에 대한 투자자 기대치의 대용치로 재무분석가의 이익예측치를 이용하여 사전적 자기자본비용을 측정하였다. 본 연구는 기존 선행연구에서 사용하는 대표적인 세 가지 기업 가치평가 모형을 이용하여 자기자본비용을 측정하고, 각 추정모형에 내재된 측정상의 오류를 최소화하기 위해 세 가지 추정치의 평균값을 자기자본비용의 대용치로 분석에 사용하였다.

첫 번째로, Ohlson & Juettner(2005)는 잔여이익을 이용하여 기업가치를 추정하는 모형을 제시하였다. 재무분석가의 이익예측치를 이용하여 잔여이익 및 잔여이익의 성장률을 측정하고, 이와 장기성장률을 활용하여 기업가치를 평가한다. 본 연구에서는 무위험이자율은 한국은행 경제통계시스템에서 확인할 수 있는 3년 만기 국고채 이자율을 활용하였고, 장기성장률은 직전 10년간 근원인플레이션율의 평균을 차감하여 측정하였다. Ohlson & Juettner(2005)의 방법을 통한 기업가치평가모형(OJ모형)은 아래의 식(1)와 같으며, 해당 식에서 r_e 를 역산하여 자기자본비용(COE_{OJ})을 추정한다.

$$P_t = \frac{eps_{t+1}}{r_e} + \frac{(eps_{t+2} - eps_{t+1} - r_e(eps_{t+1} - dps_{t+1}))}{r_e(r_e - g_p)} \quad (1)$$

P_t : 기업의 t년도 주가

eps : 재무분석가 주당순이익 예측치

dps : 재무분석가 주당배당액 예측치

r_e : 자기자본비용

g_p : 장기성장률: 무위험이자율 - 직전 10년간 근원인플레이션 평균

두 번째로, Easton(2004)은 OJ모형에서 장기성

장률(g_p)과 미래의 배당을 영(0)으로 가정하고 자기 자본비용을 측정하였다. Easton(2004)의 방법을 통한 기업가치평가모형(PEG모형)은 아래 식(2)와 같으며, 해당 식에서 r_e 를 역산하여 자기자본비용(COE_{PEG})을 추정한다.

$$P_t = \frac{eps_{t+1}}{r_e} + \frac{(eps_{t+2} - eps_{t+1} - r_e \cdot eps_{t+1})}{r_e^2} \quad (2)$$

P_t : 기업의 t년도 주가
 eps : 재무분석가 주당순이익 예측치
 r_e : 자기자본비용

세 번째 모형(RIVC모형)은 자기자본비용 측정 시점으로부터 3년 후까지는 재무분석가의 이익예측치를 이용하여 잔여이익 예측치를 측정하고, 4년 이후부터는 잔여이익의 예측치가 영속적으로 지속된다는 가정하에 자기자본비용을 측정한다(Gebhardt et al., 2001). 식(3)에서 r_e 를 역산하여 자기자본비용(COE_{RIVC})을 추정한다.

$$P_t = bv_t + \sum_{s=1}^3 \left(\frac{E_t(eps_{t+s} - r_e \times bv_{t+s-1})}{(1+r_e)^s} \right) + \frac{E_t(eps_{t+4} - r_e \times bv_{t+2})}{r_e \times (1+r_e)^3} \quad (3)$$

P_t : 기업의 t년도 주가
 bv_t : t년도 주당 자기자본 장부가치
 eps : 재무분석가 주당순이익 예측치
 r_e : 자기자본비용

3.2 연구모형

본 연구의 목적은 사업보고서에 공시된 핵심감사 사항의 항목 수가 자기자본비용에 미치는 영향에 대해 탐색하는 데에 있다. 본 연구는 핵심감사사항 공시로 인해 투자자들이 인식하는 개별 기업의 재무보고에 대한 불확실성이 달라진다면, 이에 따른 시장 반응이 존재할 것으로 판단하였다. 이를 검증하기 위한 모형은 아래 식(4)과 같다.

$$COE_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \ln KAM_{i,t} + \beta_2 BETA_{i,t} + \beta_3 RET_{i,t} + \beta_4 OIVOL_{i,t} + \beta_5 SIZE_{i,t} + \beta_6 MTB_{i,t} + \beta_7 ROE_{i,t} + \beta_8 DM_{i,t} + \sum YR + \sum IND + \epsilon_{i,t} \quad (4)$$

여기서 i 는 기업, t 는 연도임

COE_i : OJ모형, MPEG모형, RIVC모형에서 산출된 자기자본비용의 산술평균;
 $\ln KAM_t$: 기업의 t년도 핵심감사사항 개수에 자연로그를 취한 값;
 $BETA_t$: 기업의 t년도 시장베타;
 RET_t : 기업의 t년도 주가수익률;
 $OIVOL_t$: 기업의 t년도 영업이익 변동성;
 $SIZE_t$: 기업의 t년도 기초총자산에 자연로그를 취한 값;
 MTB_t : 기업의 t년도 장부가치 대비 시장가치;
 ROE_t : 기업의 t년도 자기자본수익률;
 DM_t : 기업의 t년도 시장가치 대비 총부채;
 $\sum YR$: 연도더미;
 $\sum IND$: 산업더미;
 ϵ_t : 잔차.

식(4)에서 종속변수인 자기자본비용(COE_t)은 앞서 제시한 OJ 모형, MPEG 모형, RIVC 모형의 산술 평균 값을 통해 측정하며, 관심변수인 핵심감사사항

($\ln KAM_t$)은 감사보고서에 공시된 핵심감사사항 항목 개수로 측정된다. 구체적인 측정 방법은 APPENDIX에 제시한다. 식(4)의 관심계수는 β_1 으로 핵심감사사항의 공시가 시장 투자자에게 정보 유용성을 지닌다면 통계적으로 유의한 계수값을 가질 것이다. 이와 동시에 핵심감사사항의 항목 수가 많을수록 시장에서 재무보고에 대한 위험성을 낮게 평가한다면, 자기자본비용이 감소하여 음(-)의 값을 가질 것으로 기대된다. 반면, 핵심감사사항의 항목 수가 많을수록 재무보고에 대한 위험성이 높을 것으로 평가한다면, 자기자본비용은 증가하여 β_1 은 양(+)의 값을 가질 것으로 예상된다.

본 연구는 가설2를 통해 핵심감사사항의 정보 유용성이 기업을 둘러싼 정보환경에 따라 달라지는가를 검증해보고자 한다. 기업에 대한 정보환경을 측정하기 위해 본 연구는 피감사기업을 추종하는 재무분석가의 수를 이용하였다. 재무분석가는 공적 혹은 사적으로 취득한 정보를 해석하여 시장에 제공하는 정보 중개자의 역할을 수행 함으로써 기업과 시장의 정보 비대칭을 해소하는 역할을 한다(Roulstone, 2003; Schipper, 1991). 재무분석가 수가 많은 기업일수록 시장에서 이용 가능한 정보가 많다는 것을 의미하므로, 해당 기업에 대한 정보환경의 측정치로 재무분석가 수를 활용하였다. 구체적으로, 본 연구는 피감사기업을 추종하는 재무분석가 수가 각 산업-연도 평균보다 높은 표본과 낮은 표본으로 나누어 핵심감사사항의 항목 수와 자기자본비용의 관계에 대해 분석을 수행하였다. 앞서 논의한 대로 핵심감사사항의 정보 유용성이 기업의 정보환경에 따라 차별적이라면, β_1 의 값은 정보환경이 나쁜 표본일 때 두드러질 것이다.

본 연구는 기업의 자기자본비용에 영향을 미칠 것으로 예상되는 변수들을 통제변수로 포함하였다. 기

업의 규모가 클수록 기업과 시장 간 정보불균형이 완화되어 자기자본비용이 감소한다는 선행연구를 바탕으로 이를 통제변수로 포함한다(Gode & Mohanram, 2003). 기업의 수익성이 자기자본비용에 미칠 수 있는 영향을 고려하여 자기자본수익률(ROE)을 통제하고(하석태 2020), 부채비율이 클수록 재무위험 또한 크다는 것을 의미하므로 이를 통제변수로 포함하였다(Francis et al. 2005). 자산가격결정모형에서 체계적 위험(BETA)은 투자자들이 분산투자를 통해서도 해결할 수 없는 위험을 의미한다. 베타가 높을수록 투자자는 높은 수익률을 요구하게 되므로(Fama & French 1997), 베타를 통제변수로 포함한다. 영업활동의 변동성이 클수록 위험 프리미엄이 높아지므로 이를 통제하기 위하여 영업이익의 변동성(OIVOL)을 회귀모형에 포함하였다(Barth et al. 1999). 또한, Fama & French(1993)는 장부 가치 대비 시장가치의 비율(MTB)이 체계적 위험 외에 다른 유형의 위험을 측정할 수 있다고 밝혔으므로, 본 논문에서는 해당 변수를 통제변수에 포함시켰다. 또한 Guay et al.(2011)는 재무분석가와 시장이 주가수익률에 포함된 정보를 처리하는 속도에 차이가 있으므로 자기자본비용 측정치에 체계적으로 편익 발생할 수 있다고 설명한다. 이에 본 논문은 주식수익률(RET)을 통제변수로 포함한다. 마지막으로, 자기자본비용에 영향을 미칠 수 있는 산업 및 연도의 특성을 통제하기 위하여 한국표준산업분류(KSIC) 중 분류를 기준으로 한 산업더미($\sum IND$)와 연도더미($\sum YR$)를 추가하였다.

3.3 표본선정

본 연구는 감사인이 인식하는 핵심감사사항 공시가 자기자본비용에 미치는 영향을 탐색한다. 외부감

사법 개정에 따라 수주산업에 대해 국한되어 있던 핵심감사사항 공시는 2020년부터 전체 상장사로 확대되었다. 2018년에는 자산규모 2조원 이상, 2019년에는 1천억원 이상인 상장사에 한해 적용되다가, 점차 확대 적용되어 2020년부터는 전체 상장사의 감사인은 핵심감사사항을 공시하게 되었다. 이에 따라 본 연구는 이러한 핵심감사사항이 자기자본비용 및 재무보고 품질에 미치는 영향을 분석하기 위해 핵심감사사항 공시 제도가 전체 상장사에 적용된 2020년부터 2022년까지 유가증권시장(KOSPI) 및 코스닥 시장(KOSDAQ)에 상장된 기업을 대상으로 아래의 조건을 만족하는 기업을 표본기업으로 설정하였다.

- (1) 금융업이 아닌 산업에 포함된 기업
- (2) 결산월이 12월인 기업
- (3) 분석에 필요한 재무자료 수집이 가능한 기업
- (4) DataGuide 상 재무분석가 이익예측치의 수집이 가능한 기업

본 연구는 금융업 특유의 수익 및 비용 인식차이의 영향을 제거하기 위해 금융업으로 분류되는 기업은 제외하였다. 또한, 결산월 차이로 인한 효과를 배제시키기 위해 결산월이 12월이 아닌 기업을 제외하

여 연구를 진행한다. 본 연구의 관심변수인 핵심감사사항 자료는 금융감독원 전자공시시스템(dart.fss.or.kr)의 기업별 사업보고서 내 감사보고서에서 수작업(hand-collecting)을 통해 수집하며, 자기자본비용을 측정하기 위한 자료는 DataGuide, 한국은행 경제통계시스템을 통해 수집한다. 그 외 분석에 필요한 감사인 특성 및 재무자료 또한 DataGuide를 통해 수집하였다. 마지막으로 특이값의 영향을 최소화하고자 본 연구에 사용된 모든 연속변수에 대해 상하위 1% 내에서 조정(winsorizing)하였다.

IV. 실증분석 결과

4.1 기술통계량

본 연구는 핵심감사사항 항목 수가 자기자본비용에 미치는 영향에 대해 분석한다. <표 2>는 본 연구의 분석에 사용된 변수들의 기술통계량을 제시한다. 본 연구의 관심변수인 핵심감사사항 항목 수($\ln KAM$)의 평균은 0.79, 중위수는 0.693인 것으로 나타나고 있다. 전체 표본은 평균적으로 약 1개의 핵심감

<표 1> 표본선정

표본선정 절차	기업-연도 수
표본 기간 내 KOSPI 및 KOSDAQ 상장사	7,064
제외: 결산월이 12월이 아닌 기업	(411)
금융업에 속하는 기업	(339)
재무분석가 이익예측 데이터가 없는 기업	(5,067)
핵심감사사항 공시 데이터가 없는 기업	(8)
통제변수 생성을 위한 데이터가 없는 기업	(81)
최종 표본	1,158

〈표 2〉 기초통계량

Variable	N	Mean	Std. Dev.	Min	Q25	Median	Q75	Max
<i>lnKAM</i>	1,158	0.790	0.196	0.000	0.693	0.693	0.693	1.609
<i>KAM</i>	1,158	1.250	0.510	0.000	1.000	1.000	1.000	4.000
<i>COE_{MEAN}</i>	1,158	0.117	0.058	0.006	0.078	0.112	0.145	0.330
<i>COE_{oJ}</i>	1,158	0.125	0.073	0.000	0.083	0.122	0.161	0.356
<i>COE_{PEG}</i>	1,158	0.124	0.073	0.000	0.083	0.122	0.160	0.356
<i>COE_{RIVC}</i>	1,158	0.102	0.053	0.014	0.066	0.096	0.129	0.279
<i>Analyst</i>	1,158	6.854	6.120	1.000	2.000	5.000	10.000	25.000
<i>BETA</i>	1,158	1.048	0.386	0.187	0.788	1.017	1.294	2.048
<i>RET</i>	1,158	17.164	64.826	-57.19	-20.07	0.875	30.710	359.68
<i>OIVOL</i>	1,158	0.033	0.031	0.003	0.013	0.024	0.044	0.163
<i>SIZE</i>	1,158	27.500	1.398	25.015	26.469	27.273	28.382	31.531
<i>MTB</i>	1,158	2.012	2.096	0.196	0.699	1.356	2.438	11.872
<i>ROE</i>	1,158	0.085	0.117	-0.489	0.036	0.084	0.141	0.436
<i>DM</i>	1,158	1.332	1.952	0.032	0.212	0.554	1.519	10.811

Note. The definitions of the variables are presented in the equation (4).

사사항이 공시되는 것으로 보인다. 재무분석가 추종수(*Analyst*)의 평균은 6.854, 중위수는 5으로 전체 표본기업은 평균적으로 약 7명의 재무분석가가 이익지표 관련 예측치를 제시하는 것으로 나타났다. 종속변수에 해당하는 자기자본비용은 평균 약 12%인 것으로 나타났다. 본 연구의 주요변수 외에 분석에 사용된 통제변수들의 기술통계량을 살펴보면, 시장 베타(*BETA*)는 평균 1.048, 중위수 1.017을 값을, 주가수익률(*RET*)은 평균 17.164%의 값을 갖는 것으로 나타났다. 영업이익변동성(*OIVOL*)은 평균적으로 0.033의 값을 보였으며, 기업의 규모(*SIZE*)는 평균 27.5, 중위수 27.273의 값을 보였다. 표본기업의 장부가치 대비 시장가치(*MTB*)는 평균 2.012, 중위수 1.356으로 나타났으며, 총자본수익률(*ROE*)은 평균 9%인 것으로 나타났다. 자본 대비 부채비율(*DM*)은 평균 1.332, 중위수 0.554으로 표본기업

의 부채와 자기자본의 비율이 평균적으로 유사한 것으로 나타났다.

4.2 상관관계 분석

〈표 3〉은 주요변수 간 피어슨 상관관계(Pearson Correlation)를 제시한다. 본 연구의 종속변수인 자기자본비용(*COE*)은 핵심감사사항 항목 수(*lnKAM*)와 유의한 음(-)의 상관관계를 보였다. 그러나 상관관계 분석은 다른 변수들의 효과가 통제되지 않은 결과를 제시하므로 다음 절에서 회귀분석 결과를 통해 두 변수 간의 상관관계를 확인하고자 한다. 그 외 본 연구의 분석에 사용된 통제변수와 자기자본비용 간 상관관계를 살펴보면, 기업의 시장베타가 높을수록, 영업현금흐름의 변동성이 클수록, 자본 대비 부채비율이 높을수록 시장에서의 요구수익률이 증가하

〈표 3〉 상관계수

Variables	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)	(11)	(12)	(13)
(1) <i>lnKAM</i>	1												
(2) <i>COE_{MEAN}</i>	-0.069**	1											
(3) <i>COE_{OI}</i>	-0.084***	0.960***	1										
(4) <i>COE_{PEG}</i>	-0.084***	0.960***	1.000***	1									
(5) <i>COE_{RVC}</i>	0.007	0.633***	0.391***	0.390***	1								
(6) <i>Analyst</i>	0.210***	-0.217***	-0.194***	-0.194***	-0.176***	1							
(7) <i>BETA</i>	0.046	0.076***	0.054*	0.054*	0.101***	-0.04	1						
(8) <i>RET</i>	-0.037	-0.119***	-0.094***	-0.093***	-0.133***	-0.029	0.074**	1					
(9) <i>OIVOL</i>	-0.177***	0.106***	0.125***	0.126***	0.003	-0.117***	0.03	0.170***	1				
(10) <i>SIZE</i>	0.272***	-0.312***	-0.288***	-0.288***	-0.229***	0.777***	0.001	0.092***	-0.094***	1			
(11) <i>MTB</i>	-0.116***	-0.223***	-0.103***	-0.103***	-0.448***	0.021	-0.022	0.445***	0.366***	0.144***	1		
(12) <i>ROE</i>	-0.123***	-0.056*	-0.090***	-0.090***	0.063**	-0.029	-0.152***	0.162***	0.387***	0.038	0.162***	1	
(13) <i>DM</i>	0.205***	0.302***	0.182***	0.182***	0.487***	0.004	0.193***	-0.160***	-0.262***	0.001	-0.380***	-0.288***	1

Note. *, **, *** denote two-tailed significance at the 0.1, 0.05, and 0.01 levels, respectively. The definitions of the variables are presented in the equation (4).

며, 재무분석가 추종이 많을수록, 주가수익률이 높을수록, 기업규모가 클수록, 장부 대비 시장가치가 높을수록 자본비용이 낮아지는 것으로 나타났다.

4.3 다중회귀분석 결과

〈표 4〉는 핵심감사사항 항목 수와 자기자본비용 간 상관관계에 대한 회귀분석 결과를 제시한다. 분석결과, 핵심감사사항 항목 수와 자기자본비용 간 5% 내에서 통계적으로 유의한 음(-)의 관계를 보였다. 이

는 외부감사인이 보고하는 핵심감사사항 항목 수가 많을수록 시장에서는 이를 재무보고 위험에 관련된 불확실성 해소로 보고 위험 프리미엄을 낮게 책정하는 것으로 해석된다. 즉, 감사인이 보고하는 핵심감사사항의 항목 수가 많을 경우, 재무보고에 오류 혹은 중요한 이슈가 있을 수 있음을 외부감사인이 인식하고 있는 것이므로 시장에서는 위험 관리 및 재무보고 품질 개선에 대한 기대가 형성되며 이에 따라 기업에 대한 요구수익률이 감소한다고 해석할 수 있다. 이는 감사의견 외에 핵심감사사항에 대한 공

〈표 4〉 핵심감사사항이 자기자본비용에 미치는 영향(가설1)

VARIABLES	Model 1 COE _{mean}	Model 2 COE _{oj}	Model 3 COE _{MPEG}	Model 4 COE _{RIVC}
<i>InKAM</i>	-0.0181** (-2.285)	-0.0224** (-2.122)	-0.0224** (-2.124)	-0.00962 (-1.564)
<i>BETA</i>	-0.00450 (-1.066)	-0.00480 (-0.854)	-0.00480 (-0.855)	-0.00392 (-1.196)
<i>RET</i>	4.71e-05* (1.725)	3.79e-05 (1.043)	3.79e-05 (1.046)	6.55e-05*** (3.096)
<i>OIVOL</i>	0.333*** (5.951)	0.365*** (4.906)	0.364*** (4.901)	0.269*** (6.219)
<i>SIZE</i>	-0.00910*** (-7.782)	-0.0103*** (-6.653)	-0.0104*** (-6.662)	-0.00661*** (-7.292)
<i>MTB</i>	-0.00374*** (-3.969)	-0.00149 (-1.189)	-0.00148 (-1.178)	-0.00826*** (-11.31)
<i>ROE</i>	-0.0351*** (-2.603)	-0.0867*** (-4.839)	-0.0864*** (-4.824)	0.0678*** (6.496)
<i>DM</i>	0.00802*** (8.267)	0.00723*** (5.606)	0.00723*** (5.608)	0.00960*** (12.78)
Constant	0.362*** (11.47)	0.407*** (9.711)	0.407*** (9.719)	0.270*** (11.07)
Industry & Year Dummies	YES	YES	YES	YES
Observations	1,158	1,158	1,158	1,158
Adj. R-squared	0.336	0.263	0.263	0.523

Note. *, **, *** denote two-tailed significance at the 0.1, 0.05, and 0.01 levels, respectively and the t-values appear in parentheses. The definitions of the variables are presented in the equation (4).

시는 자본시장 투자자들에게 유용한 정보로 사용될 수 있음을 시사하는 결과이다.

〈표 5〉는 감사인이 감사보고서에 공개한 핵심감사 사항의 항목 수와 자기자본비용간의 관계가 기업의 정보환경에 따라 달라지는가에 대해 분석한 결과를 제시하고 있다. 분석결과를 살펴보면, 재무분석가 수가 높은 표본(Panel B)에서는 $\ln KAM$ 의 계수값이 유의하지 않았으나, 재무분석가 수가 적은 표본(Panel A)에서는 10% 수준에서 유의한 음(-)의 값을 갖는 것으로 나타났다. 즉, 핵심감사사항 공시가 투자자들의 불확실성을 해소하는 효과는 기업의 정보환경이 좋지 않을 때 더욱 두드러지는 것을 알 수 있다. 따라서 핵심감사사항의 정보적 유용성은 피감사 기업의 정보환경에 따라 다르며, 시장에서 활용 가능한 정보가 적을 때 핵심감사사항의 불확실성 해소 효과가 두드러지는 것으로 나타났다.

4.4 추가분석 결과

4.4.1 핵심감사사항 항목과 재무보고 품질

본 연구의 목적은 핵심감사사항 공시가 시장투자자들의 위험 인식에 미치는 영향에 대해 탐색하는데 있다. 앞서 2절에서 핵심감사사항 공시가 실질적인 감사품질의 향상으로 이어진다면 자기자본비용이 하락할 수 있다고 서술한 바 있다. 본 절에서는 이를 실증적으로 확인하기 위해 핵심감사사항의 항목 수가 재량적 발생액에 유의미한 영향을 미치고 있는지에 대한 분석을 수행하고자 한다. 즉, 감사인이 평가하는 핵심감사사항에 따라 시장이 차별적으로 반응함을 주장하기 위해서는 실질적으로 핵심감사사항 공시가 재무보고 품질 개선 효과를 지니고 있는지에 대한 분석이 수행되어야 할 것이다. 이에

본 연구는 앞선 식(4)의 분석에 이어 핵심감사사항과 재무보고 품질 간 관계에 대한 분석을 수행한다. 이를 위한 모형은 식(5)와 같다.

$$DA(\text{or } absDA)_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \ln KAM_{i,t} + \beta_2 SIZE_{i,t} + \beta_3 LEV_{i,t} + \beta_4 GRW_{i,t} + \beta_5 ROE_{i,t} + \beta_6 LOSS_{i,t} + \beta_7 CFO_{i,t} + \beta_8 TA_{i,t-1} + \beta_9 BIG4_{i,t} + \beta_{10} FOR_{i,t} + \sum YR + \sum IND + \epsilon_{i,t} \quad (5)$$

여기서 i 는 기업, t 는 연도임

DA_t : 기업의 t 년도 수정 Jones 재량적 발생액 (Dechow et al. 1995);

$absDA_t$: 기업의 t 년도 수정 Jones 재량적 발생액 (Dechow et al. 1995)의 절대값;

$\ln KAM_t$: 기업의 t 년도 핵심감사사항 개수에 자연로그를 취한 값;

$SIZE_t$: 기업의 t 년도 기초총자산에 자연로그를 취한 값;

LEV_t : 기업의 t 년도 부채비율;

GRW_t : 기업의 t 년도 매출액성장률;

ROE_t : 기업의 t 년도 총자본수익률;

$LOSS_t$: 기업의 t 년도 당기순손실 여부(당기순손실 1, 당기순이익 0);

CFO_t : 기업의 t 년도 영업현금흐름을 총자산으로 나눈 값;

TA_{t-1} : 기업의 $t-1$ 년도 총발생액;

$BIG4_t$: 기업의 t 년도 감사인이 Big4일 경우 1, non-Big4일 경우 0;

FOR_t : 기업의 t 년도 외국인지분율;

$\sum YR$: 연도더미;

$\sum IND$: 산업더미;

ϵ_t : 잔차.

식(5)에서 종속변수인 재량적 발생액은 Dechow et al.(1995)에 따라 수정 Jones 재량적 발생액

〈표 5〉 피감사기업의 정보환경에 따른 핵심감사사항이 자기자본비용에 미치는 영향(가설2)

VARIABLES	Panel A. 정보위험이 높은 표본				Panel B. 정보위험이 낮은 표본			
	COE _{mean}	COE _{OJ}	COE _{MPEG}	COE _{RIVC}	COE _{mean}	COE _{OJ}	COE _{MPEG}	COE _{RIVC}
<i>lnKAM</i>	-0.0230* (-1.931)	-0.0180 (-1.134)	-0.0179 (-1.126)	-0.0244** (-2.529)	-0.00625 (-0.606)	-0.0218 (-1.422)	-0.0219 (-1.429)	0.00603 (0.749)
<i>BETA</i>	0.00111 (0.207)	0.00474 (0.627)	0.00471 (0.625)	-0.00137 (-0.300)	-0.0119** (-2.038)	-0.0163* (-1.820)	-0.0163* (-1.815)	-0.00652 (-1.383)
<i>RET</i>	7.16e-05** (2.061)	8.23e-05* (1.767)	8.25e-05* (1.773)	5.14e-05* (1.819)	1.53e-05 (0.326)	-4.44e-05 (-0.684)	-4.47e-05 (-0.689)	0.000124*** (3.634)
<i>OIVOL</i>	0.499*** (6.869)	0.537*** (5.378)	0.535*** (5.371)	0.245*** (4.048)	0.210*** (2.601)	0.124 (1.060)	0.125 (1.064)	0.342*** (5.555)
<i>SIZE</i>	-0.0124*** (-5.455)	-0.0152*** (-4.487)	-0.0152*** (-4.507)	-0.00836*** (-4.080)	-0.00804*** (-5.022)	-0.00783*** (-3.158)	-0.00782*** (-3.155)	-0.00622*** (-4.769)
<i>MTB</i>	-0.00516*** (-3.924)	-0.00346* (-1.804)	-0.00344* (-1.793)	-0.00932*** (-8.001)	-0.00342*** (-2.934)	-0.000188 (-0.109)	-0.000181 (-0.105)	-0.00849*** (-9.325)
<i>ROE</i>	-0.0252 (-1.403)	-0.0842*** (-3.496)	-0.0837*** (-3.478)	0.0799*** (5.471)	-0.0357* (-1.765)	-0.0854*** (-2.956)	-0.0853*** (-2.954)	0.0455*** (2.991)
<i>DM</i>	0.0104*** (7.876)	0.00821*** (4.293)	0.00820*** (4.291)	0.0110*** (9.506)	0.00639*** (4.683)	0.00409** (2.104)	0.00410** (2.110)	0.00810*** (7.915)
Constant	0.446*** (7.493)	0.529*** (5.943)	0.530*** (5.962)	0.328*** (6.074)	0.336*** (7.575)	0.346*** (5.046)	0.345*** (5.042)	0.249*** (6.905)
Industry & Year Dummies	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES
Observations	677	677	677	677	481	481	481	481
Adj. R-squared	0.300	0.271	0.272	0.507	0.219	0.203	0.203	0.563

Note. *, **, *** denote two-tailed significance at the 0.1, 0.05, and 0.01 levels, respectively and the t-values appear in parentheses. The definitions of the variables are presented in the equation (4).

을 통해 측정한다. 식(5)의 관심변수는 핵심감사사항의 항목 수($\ln KAM_t$)로, 피감사기업에 대한 핵심감사사항이 많을수록 감사인이 보다 철저한 감사를 수행하여 핵심감사사항의 항목 수가 많을수록 재무보고 품질이 향상된다면 β_1 은 음(-)의 값을 가질 것으로 기대된다. 즉, 핵심감사사항이 증가할수록 재량적 발생액이 감소할 것으로 예상된다.

〈표 4〉의 결과와 같이 핵심감사사항 공시가 재무보고에 대한 시장의 불확실성을 해소하는 효과를 지닌

다면, 핵심감사사항 공시가 실질적으로 재무보고 품질을 개선하는 효과가 있을 것으로 기대된다. 〈표 6〉은 감사인이 감사보고서에 공개한 핵심감사사항의 항목 수와 재무보고 품질 간 관계에 대해 분석한 결과를 제시하고 있다. 분석결과를 살펴보면, 핵심감사사항의 항목 수와 재량적 발생액 간 10% 내에서 통계적으로 유의한 음(-)의 관계를 보였다. 이는 감사인이 보고하는 핵심감사사항의 항목 수가 많을수록 이익조정이 감소함을 의미하며, 핵심감사사항 항목 수가 많을

〈표 6〉 핵심감사사항이 재무보고 품질에 미치는 영향(추가분석)

VARIABLES	Expected Sign	DA	absDA
<i>lnKAM</i>	?	-0.00851* (-1.696)	-0.0110* (-1.647)
<i>SIZE</i>	+	-0.000416 (-0.444)	-0.00150 (-1.202)
<i>LEV</i>	?	-0.0714*** (-12.28)	0.00905 (1.172)
<i>GRW</i>	+	-0.00586* (-1.782)	0.0170*** (3.879)
<i>ROE</i>	+	0.370*** (31.68)	0.0488*** (3.145)
<i>LOSS</i>	+	0.00599* (1.654)	0.0208*** (4.317)
<i>CFO</i>	-	-0.835*** (-55.86)	-0.0249 (-1.253)
<i>TA_{t-1}</i>	-	-0.0162 (-1.314)	0.00208 (0.127)
<i>BIG4</i>	-	-0.00336 (-1.503)	0.00198 (0.665)
<i>FOR</i>	-	-0.0108 (-1.093)	-0.0118 (-0.892)
Constant		0.107*** (4.365)	0.0740** (2.282)
Industry & Year Dummies		YES	YES
Observations		1,158	1,158
Adj. R-squared		0.849	0.082

Note. *, **, *** denote two-tailed significance at the 0.1, 0.05, and 0.01 levels, respectively and the t-values appear in parentheses. The definitions of the variables are presented in the equation (5).

때 재무보고 품질이 개선되고 있다고 해석된다. 따라서 핵심감사사항 공시는 그 정보 자체로 시장투자자의 불확실성이 해소될 수 있으며 동시에 재무보고 품질의 개선을 통해서도 시장투자자의 위험 프리미엄을 낮추는 효과가 있다는 것을 알 수 있다.

4.4.2 '중점심사 회계이슈'

금융감독원은 매년 '중점심사 회계이슈'를 공개하고 있다. 이는 회계연도마다 금융감독원이 재무제표 심사 시에 중점적으로 점검하게 될 주요 회계 이슈로, 이에 대해 기업은 재무제표를 작성할 때 신중을 기하고 감사인 또한 회계감사를 충실히 수행할 것으로 기대된다. 금융감독원이 중점심사 회계이슈로 선정하는 항목에는 매년 차이가 있으며 각 연도별 회계이슈는 다음 <표 7>과 같다. 이러한 '중점심사 회계이슈' 발표의 의도대로 중점심사 회계이슈로 선정된 항목에 대해 철저한 감사가 이뤄진다면 해당 사항이 핵심감사사항으로 선정되었을 때 재무보고의 품질을 개선하는 효과가 더욱 극대화될 것으로 기대해 볼 수

있다. 더불어, 해당 이슈에 대해 시장에서도 인지하고 해당 정보를 자신의 의사결정에 이용한다면, '중점심사 회계이슈'가 핵심감사사항으로 선정되었을 때 자기자본비용이 하락할 것을 기대할 수 있다. 한편, 핵심감사사항에 '중점심사 회계이슈'가 포함되지 않더라도 재무보고 품질을 높이고 시장에 새로운 정보를 제공하여 자기자본비용을 감소시킨다면 핵심감사사항이 그 자체로도 유용하다고 기대할 수 있다.

이를 실증적으로 검증하고자 각 기업의 핵심감사사항에 연도별 '중점심사 회계이슈'가 포함된 기업과 포함되지 않은 기업을 대상으로 핵심감사사항의 항목 수와 자기자본비용 간 관계에 대해 분석을 수행하였다. <표 8>은 이에 관한 결과를 각각 제시한다. 분석결과, 핵심감사사항에 '중점심사 회계이슈'가 포함된 표본과 포함되지 않은 표본 모두 핵심감사사항 항목 수는 자기자본비용에 대해 10% 수준에서 유의한 음(-)의 상관관계를 갖는 것으로 나타났다. 다만 계수 값의 크기는 '중점심사 회계이슈'가 포함된 표본에서는 -0.0368으로 포함되지 않은 표본에서의 계수 값(-0.0173) 보다 그 크기가 더욱 큰 것으로 나

<표 7> 연도별 중점심사 회계이슈

연도	중점심사 회계이슈
2020	<ul style="list-style-type: none"> - 리스 회계처리 - 충당 및 우발부채의 인식 및 측정 - 장기공사계약 수익인식 - 유동 및 비유동부채 분류
2021	<ul style="list-style-type: none"> - 재고자산 회계처리 - 무형자산 회계처리 - 국외매출 회계처리 - 이연법인세 회계처리
2022	<ul style="list-style-type: none"> - 종속관계기업 투자주식 손상처리 - 특수관계자 수익인식 - 금융부채 인식 및 측정 - 영업이익 표시 및 영업부문 정보 공시

〈표 8〉 핵심감사사항 '주요이슈'가 자본비용에 미치는 영향(추가분석)

VARIABLES	Expected Sign	'주요이슈'가 핵심감사사항에 포함된 표본	'주요이슈'가 핵심감사사항에 포함 안된 표본
<i>lnKAM</i>	?	-0.0368* (-1.692)	-0.0173** (-1.995)
<i>BETA</i>	+	-0.0102 (-0.691)	-0.00227 (-0.499)
<i>RET</i>	-	0.000130 (1.084)	3.50e-05 (1.219)
<i>OIVOL</i>	+	0.210 (1.073)	0.339*** (5.715)
<i>SIZE</i>	-	-0.0103*** (-2.779)	-0.00912*** (-7.299)
<i>MTB</i>		-0.00413 (-1.279)	-0.00324*** (-3.247)
<i>ROE</i>	+	-0.0197 (-0.443)	-0.0351** (-2.392)
<i>DM</i>		0.0109*** (3.097)	0.00782*** (7.603)
Constant		0.450*** (4.378)	0.358*** (10.66)
Industry & Year Dummies		YES	YES
Observations		131	1,027
Adj. R-squared		0.464	0.327

Note. *, **, *** denote two-tailed significance at the 0.1, 0.05, and 0.01 levels, respectively and the t-values appear in parentheses. The definitions of the variables are presented in the equation (4).

타났다. 위 결과를 종합하여 보면, 핵심감사사항에 '중점심사 회계이슈'가 포함되었는지 여부는 시장에 추가적인 정보를 제공하는 역할을 하지 않으며 핵심감사사항 항목 자체로 시장에 유용한 정보를 제공하는 것으로 해석할 수 있다.

4.4.3 핵심감사사항 유형

본 절에서는 핵심감사사항의 개수 이외에 내용적 측

면에서의 측정치를 활용하여 분석을 수행하고자 한다. 금융감독원은 핵심감사사항 항목을 크게 13개(수익인식, 손상, 채고자산, 공정가치 평가, 대손충당금, 특수관계자, 연결지분법, 법인세, 사업결합, 충당부채, 개발비, 리스 및 기타)의 카테고리로 구분하고 있다.²⁾ 〈표 9〉는 연구표본을 대상으로 각 카테고리별 핵심감사사항 항목으로 기재된 빈도와 비중을 산출한 결과를 나타낸다. 금융감독원(2020)과 〈표 9〉에 따르면, 이들 13개의 항목 중 수익인식, 손상, 채고

2) "2020년 감사보고서 핵심감사사항 기재실태 분석 및 시사점", 2021.12.01. 금융감독원 보도자료

〈표 9〉 핵심감사사항 항목별 기재 빈도

KAM	Frequency	Percent	Cum.
수익인식	576	38.55	38.55
손상	477	31.93	70.48
재고자산	104	6.96	77.44
공정가치 평가	48	3.21	80.66
대손충당금	72	4.82	85.48
특수관계자	27	1.81	87.28
연결, 지분법	19	1.27	88.55
법인세	29	1.94	90.5
사업결합	41	2.74	93.24
충당부채	25	1.67	94.91
개발비	32	2.14	97.05
리스	6	0.4	97.46
기타	38	2.54	100
Total	1,494	100	100

자산, 공정가치평가는 핵심감사사항 기재 항목 중 큰 비중을 차지하고 있는 것을 알 수 있다.

수익인식, 재고자산, 손상 및 공정가치평가는 테마심사·감리 수행 시 가장 많은 지적을 받는 항목이다.³⁾ 금융감독원은 회계오류 취약분야에 대해 기업이 재무제표의 작성단계부터 신중을 기하도록 유도하기 위해 사전에 예고한 이슈에 대해 중점적으로 심사 및 감리를 수행하고 있다. 따라서, 핵심감사사항으로 앞선 항목들이 포함되어 있을 경우, 회계처리에서 오류가 빈번하게 발생하는 항목들에 대해 감사인이 주의 깊게 감사를 수행했다는 것을 의미하게 되므로, 해당 항목들이 핵심감사사항으로 공시되었을 때 재무보고에 대한 불확실성 해소 효과는 더욱 두드러질 수 있다.

이에 해당 네 가지 항목이 핵심감사사항으로 공시

되었는지를 나타내는 더미변수(*Recog*, *Impair*, *Inven*, *FV*)를 회귀모형에 포함하여 분석을 수행하였다. 구체적으로 변수의 정의는 다음과 같다. *Recog*는 핵심감사사항으로 수익 인식 관련 항목이 기재되면 1, 아니면 0의 값을 갖는 더미변수이며, *Impair*는 핵심감사사항으로 영업권, 유형자산 등의 손상 관련 항목이 기재되면 1, 아니면 0의 값을 갖는 더미변수이고, *Inven*는 핵심감사사항으로 재고자산 평가 관련 항목이 기재되면 1, 아니면 0의 값을 갖는 더미변수이며, 마지막으로 *FV*는 핵심감사사항으로 공정가치 평가 관련 항목이 기재되면 1, 아니면 0의 값을 갖는 더미변수이다.

〈표 10〉은 이에 대한 분석결과를 제시한다. 핵심감사사항으로 많이 기재된 상위 4개 항목 중 수익인식, 손상 및 재고자산 관련 항목 공시 여부(*Recog*,

3) “회계이슈 사전예고 효과 및 테마심사·감리 결과 분석”, 2020.11.05. 금융감독원 보도자료

Impair, *Inven*)는 모두 1~5% 수준에서 유의한 음(-)의 계수 값을 갖는 것으로 나타났다. 반면, 공정 가치 평가 항목의 포함 여부(*FV*)는 계수값이 유의하지 않아 시장의 위험 인식에 유의한 영향을 미치지 않는 것으로 보인다. 즉, 회계처리 오류가 빈번한 항

목들이 핵심감사사항으로 공시될 경우, 감사인이 해당 항목에 대해 신중하게 감사를 수행하였다는 신호가 형성되므로, 재무제표에 대한 시장투자자의 불확실성이 해소되는 것을 알 수 있다.

〈표 10〉 핵심감사사항 특정 항목 기재가 자본비용에 미치는 영향(추가분석)

VARIABLES	Model 1	Model 2	Model 3	Model 4
	COE _{mean}	COE _{oJ}	COE _{MPEG}	COE _{RIVC}
<i>Recog</i>	-0.00946*** (-2.635)	-0.0131*** (-2.743)	-0.0131*** (-2.748)	-0.00218 (-0.782)
<i>Impair</i>	-0.00935** (-2.473)	-0.0121** (-2.416)	-0.0122** (-2.422)	-0.00374 (-1.274)
<i>Inven</i>	-0.0149*** (-2.686)	-0.0170** (-2.298)	-0.0169** (-2.296)	-0.0108** (-2.514)
<i>FV</i>	-0.000823 (-0.110)	-0.000977 (-0.0981)	-0.00106 (-0.107)	-0.000428 (-0.0736)
<i>BETA</i>	-0.00421 (-0.996)	-0.00445 (-0.792)	-0.00446 (-0.793)	-0.00372 (-1.134)
<i>RET</i>	4.34e-05 (1.588)	3.32e-05 (0.914)	3.33e-05 (0.918)	6.36e-05*** (3.004)
<i>OIVOL</i>	0.341*** (6.117)	0.374*** (5.052)	0.373*** (5.046)	0.274*** (6.352)
<i>SIZE</i>	-0.00940*** (-8.226)	-0.0106*** (-7.011)	-0.0107*** (-7.018)	-0.00689*** (-7.775)
<i>MTB</i>	-0.00373*** (-3.936)	-0.00147 (-1.164)	-0.00145 (-1.154)	-0.00827*** (-11.25)
<i>ROE</i>	-0.0375*** (-2.767)	-0.0899*** (-4.987)	-0.0896*** (-4.973)	0.0669*** (6.366)
<i>DM</i>	0.00782*** (8.004)	0.00702*** (5.401)	0.00702*** (5.404)	0.00943*** (12.44)
Constant	0.365*** (11.55)	0.411*** (9.774)	0.411*** (9.781)	0.274*** (11.18)
Industry & Year Dummies	YES	YES	YES	YES
Observations	1,158	1,158	1,158	1,158
Adj. R-squared	0.339	0.265	0.265	0.524

Note. *, **, *** denote two-tailed significance at the 0.1, 0.05, and 0.01 levels, respectively and the t-values appear in parentheses. The definitions of the variables are presented in the equation (4).

4.4.4 감사인 특성 및 피감사기업의 재무보고 품질의 영향

앞서 가설1과 가설2를 통해 핵심감사사항 공시는 시장에 위험 신호를 전달하는 것이 아닌, 시장의 불확실성을 해소하는 효과가 있음을 살펴보았다. 본 절에서는 이러한 해석의 타당성을 검토하기 위해 감사인 차원과 피감사기업 차원의 특성을 고려하여 두 가지 분석을 추가적으로 수행하고자 한다.

먼저, 핵심감사사항을 선정하고 감사를 수행하는 감사인의 전문성에 따라 핵심감사사항 공시의 효과가 다른지를 확인하고자 한다. 핵심감사사항을 공시하고 이에 대해 집중적으로 감사를 수행하는 것은 감사인으로, 감사인의 전문성에 따라 공시에 대한 신뢰성이 달라져 시장반응에 차이가 있을 것으로 기대한다. 이를 실증적으로 검증하기 위해 감사인의 전문성을 감사인의 감사시장 점유율을 이용하여 측정하였다(Audousset-Coulier et al. 2015). 구체적으로 감사인의 시장점유율을 피감사기업의 총자산 및 총감사보수를 기준으로 측정하고,⁴⁾ 선행연구에서 많이 이용되는 20% 점유율 기준을 이용하여 변수를 생성하였다. 구체적으로 *Spec1*은 총자산을 기준으로 측정된 감사인의 산업-연도 시장점유율(*MKTSHR*)이 20%를 초과하면 1, 아니면 0의 값을 갖는다. *Spec2*는 총감사보수를 기준으로 측정된 감사인의 산업-연도 시장점유율(*MKTSHR*)이 20%를 초과하면 1, 아니면 0의 값을 갖는다. 이렇게 측정된 감사인의 전문성 여부 변수(*Spec1*, *Spec2*)와 핵심감사사

항 개수(*lnKAM*)의 교호항을 식(4)에 포함하여 실증분석을 수행하였다. <표 11>의 Model 1과 2는 이에 대한 결과를 제시한다. 분석결과, 핵심감사사항과 감사인 전문성의 교호항(*lnKAMxSpec1*)이 5% 수준에서 유의한 음(-)의 계수 값을 갖는 것으로 나타났다. 이러한 결과는 핵심감사사항 공시의 유용성은 감사인이 전문성이 있을 때 두드러지는 것을 보여주는 결과이다.

두 번째로 피감사기업의 재무보고 품질에 따라 핵심감사사항 공시의 긍정적 효과가 차별적인지를 확인하고자 한다. 기업 재무보고 품질은 시장투자자들이 접근 가능한 정보의 양과 질에 영향을 미치는 요인으로, 기업 재무보고 품질에 따라 핵심감사사항 공시의 불확실성 해소 효과가 달라질 것을 기대할 수 있다. 이를 확인하기 위해 수정 Jones 재량적 발생액을 활용하여 재무보고의 품질을 측정하였다. 구체적으로, 앞서 추가분석 4.4.1에서 사용한 재량적 발생액(*DA*)의 절댓값과 함께 재량적 발생액의 3년간 표준편차를 이용하여 재무보고 품질을 측정하였다. *FRQ1*은 수정 Jones 재량적 발생액의 절댓값이 산업-연도 평균보다 클 때 1의 값을 갖는 더미변수이며, *FRQ2*는 수정 Jones 재량적 발생액의 3년간 표준편차가 산업-연도 평균보다 클 때 1의 값을 갖는 더미변수이다. 분석결과, 핵심감사사항(*lnKAM*)과 재무보고 품질(*FRQ1*, *FRQ2*)의 교호항은 5 ~ 10% 수준에서 유의한 음(-)의 값을 갖는 것으로 나타났다. 즉, 재무보고 품질이 좋지 않을 때 핵심감사사항이 시장 불확실성을 해소하는 효과가 두드러지는 것을 알 수 있다.

$$4) \text{MKTSHR}_{ik} = \frac{\sum_{j=1}^{J_k} AT(\text{or } AF)_{ijk}}{\sum_{i=1}^I \sum_{j=1}^{J_k} AT(\text{or } AF)_{ijk}} \quad (a)$$

식 (a)에서 i, j, k는 각각 감사인, 피감사기업, 산업을 나타낸다.

〈표 11〉 감사인 및 재무보고 특성에 따른 핵심감사사항이 자본비용에 미치는 영향(추가분석)

VARIABLES	Model 1	Model 2	Model 3	Model 4
	COE _{mean}	COE _{mean}	COE _{mean}	COE _{mean}
<i>InKAM</i>	-0.00552 (-0.547)	-0.0189** (-2.325)	-0.00357 (-0.373)	-0.00544 (-0.572)
<i>Spec1</i>	0.0143 (1.126)			
<i>InKAMxSpec1</i>	-0.0312** (-2.087)			
<i>Spec2</i>		-0.00625 (-0.221)		
<i>InKAMxSpec2</i>		0.0131 (0.395)		
<i>FRQ1</i>			0.0293** (2.325)	
<i>InKAMxFRQ1</i>			-0.0347** (-2.227)	
<i>FRQ2</i>				0.0263** (2.053)
<i>InKAMxFRQ2</i>				-0.0305* (-1.923)
<i>BETA</i>	-0.00421 (-1.000)	-0.00453 (-1.070)	-0.00479 (-1.203)	-0.00450 (-1.131)
<i>RET</i>	4.29e-05 (1.578)	4.71e-05* (1.722)	5.19e-05* (1.887)	5.02e-05* (1.828)
<i>OIVOL</i>	0.331*** (5.941)	0.333*** (5.947)	0.378*** (6.956)	0.372*** (6.771)
<i>SIZE</i>	-0.00738*** (-5.697)	-0.00907*** (-7.727)	-0.00981*** (-8.751)	-0.00976*** (-8.633)
<i>MTB</i>	-0.00404*** (-4.285)	-0.00374*** (-3.964)	-0.00433*** (-4.919)	-0.00437*** (-4.955)
<i>ROE</i>	-0.0356*** (-2.659)	-0.0355*** (-2.625)	-0.0313** (-2.350)	-0.0292** (-2.190)
<i>DM</i>	0.00852*** (8.745)	0.00799*** (8.210)	0.00906*** (9.661)	0.00903*** (9.614)
Constant	0.307*** (8.812)	0.361*** (11.44)	0.370*** (12.28)	0.370*** (12.19)
Industry & Year Dummies	YES	YES	YES	YES
Observations	1,158	1,158	1,158	1,158
Adj. R-squared	0.343	0.335	0.288	0.287

Note. *, **, *** denote two-tailed significance at the 0.1, 0.05, and 0.01 levels, respectively and the t-values appear in parentheses. The definitions of the variables are presented in the equation (4).

V. 결론

감사보고서의 유용성을 높이기 위한 방안으로 우리나라를 비롯한 다수의 국가에서 핵심감사제도가 도입되었다. 한편 핵심감사제도가 정보 유용성 확대라는 목표를 달성하고 있는지에 대한 연구가 활발히 진행 중이나 일치된 결론을 내리지 못하고 있다. 이와 같은 상황에서 본 연구는 감사보고서의 이용자인 투자자의 관점에서 핵심감사제도의 유용성을 검증하고자 한다. 특히 핵심감사사항의 항목 수가 증가함에 따른 자기자본비용을 살펴봄으로써 핵심감사사항이 투자자에게 어떠한 정보를 제공하는지 확인한다.

실증분석 결과는 다음과 같다. 첫째, 핵심감사사항 항목 수와 자기자본비용 간 유의한 음(-)의 관계를 확인하였다. 이는 외부감사인이 보고하는 핵심감사사항 항목 수가 많을 때 시장에서는 이를 재무보고 품질의 불확실성 해소로 보고 낮은 위험 프리미엄(risk premium)을 책정하는 것으로 해석된다. 둘째, 핵심감사사항의 항목 수와 자기자본비용 간 유의한 음(-)의 관계는 정보환경이 열악한 기업에서 두드러졌다. 즉, 핵심감사사항 공시의 유용성은 기업의 정보 환경에 따라 차별적인 것으로 나타났다. 추가분석 결과, 핵심감사사항의 항목 수와 재량적 발생액 간 유의한 음(-)의 관계를 보여, 핵심감사사항을 보고함으로써 재무보고 품질이 향상되고 이를 통해 자기자본비용이 하락하는 것으로 예상해 볼 수 있다.

국제감사인준위위원회(IAASB)는 핵심감사사항을 통해 감사인이 감사 과정에서 획득한 기업에 대한 이해와 통찰을 이해관계자에게 전달하고, 이를 통해 재무제표 감사의 가치에 대한 사회적 인식을 제고하는 데 중요한 역할을 할 것으로 기대하고 있다. 본 연구는 핵심감사사항 공시가 자본시장 투자자에게 기업

의 주요 회계 이슈와 위험에 관한 유용한 정보를 제공함으로써 투자 의사결정을 지원하고 동시에 외부 감사인과 피감기업 모두에게 실질적인 효익을 제공할 수 있음을 실증적으로 제시하였다. 이는 핵심감사제도가 단순한 규제 수단을 넘어, 기업과 감사인이 정보 이용자와 효과적으로 소통함으로써 시장 신뢰를 제고하는 기능을 수행하고 있음을 보여준다. 이에 따라 향후 투자자의 핵심감사사항 활용도를 더욱 높이고 제도의 실효성을 강화하는 한편 감사인과 기업의 부담을 완화하면서도 질적 수준을 유지할 수 있는 환경을 조성하기 위한 다음과 같은 제도적 보완이 요구된다.

첫째, 핵심감사사항의 질적 수준 제고를 위한 체계적인 지원 방안이 마련되어야 한다. 단순한 항목 나열에서 벗어나 내용의 적절성과 구체성 확보를 위해 업종별·이슈별로 구체화된 작성 가이드라인을 제공할 필요가 있다. 원칙 중심의 기존 기준에 더하여, 감사인이 핵심감사사항 선정 사유, 감사 대응 절차, 감사 결과를 포함하는 구조로 구체적으로 작성할 수 있도록 작성 예시와 권장 서술 양식을 제공해야 한다. 또한, 우수 사례와 업종별 대표 사례의 정기적 발굴 및 공유를 통해 감사인이 서술 방식을 참고할 수 있는 환경을 제공하여 공시의 상향 평준화를 유도할 수 있다.

둘째, 감사인 관점에서 공시 활성화 및 부담 완화를 위한 제도적 장치 마련도 고려해야 한다. 감사인이 보다 적극적으로 핵심감사사항을 공시할 수 있도록 안전 조항(safe harbor)과 같은 법적 면책 장치를 고려해 볼 필요성이 있다.

마지막으로, 투자자 관점에서 정보 유용성 제고를 위한 정책적 보완도 필요하다. 앞선 업종별·이슈별 공시 기준의 구체화, 표준화된 작성 지침 마련 정책에 더불어 투자자 대상 핵심감사사항 해석 및 활용 교육 프로그램 운영, 핵심감사사항과 재무정보 간 연

계성 강화 등을 통해 핵심감사사항 공시의 비교가능성과 해석 용이성을 높여야 한다. 더불어, 평이한 언어 사용을 권장하여 전문 용어 남용을 지양하고 필요시 기술 용어와 일반 용어를 병기함으로써 투자자와 일반 정보 이용자의 이해를 돕는 방안도 필요하다. 이와 같은 다층적인 정책적 보완 방안은 핵심감사사항 공시의 질적 수준을 전반적으로 향상시킴으로써 감사보고서가 투자자와 자본시장 참여자에게 보다 신뢰할 수 있고 유용한 정보 제공 수단으로 자리매김하는 데 기여할 것으로 기대된다.

본 연구의 공헌점에도 불구하고 다음과 같은 한계점을 내포하고 있다. 첫째, 본 연구는 핵심감사사항 항목 개수에 초점을 맞추어 분석을 수행하였다는 점에서 핵심감사사항의 내용적 특성과 정성적 속성을 충분히 반영하지 못한 한계가 있다. 핵심감사사항 항목 수만으로는 각 감사 사항이 지니는 정보의 중요도와 질적 특성을 온전히 포착하기 어렵다. 실제로 감사인이 제시하는 핵심감사사항의 구체성과 명확성, 감사 대응의 강도 등 정성적 요소에 따라 해당 위험이 얼마나 해소되었는지에 대한 시장 인식이 달라질 수 있으며, 그에 따라 시장에 전달되는 신호 효과 또한 상이하게 나타날 수 있다. 이러한 점에서 향후 연구에서는 텍스트 분석 등을 활용하여 핵심감사사항 공시의 질적 측면을 보다 정교하게 측정하고, 이와 시장 반응 간의 관계를 심층적으로 분석할 필요가 있다.

둘째, 본 연구는 재무분석가의 이익예측치를 기반으로 추정된 자기자본비용을 주요 분석 변수로 활용하였다. 이 과정에서 재무분석가 예측치가 존재하는 표본으로 분석이 제한됨에 따라, 표본이 주로 규모가 큰 기업으로 편중되었을 가능성이 있다. 또한 재무분석가 이익예측치는 낙관적 편향을 가져 결과적으로 도출된 자기자본비용 또한 편향과 오류를 포함할 가능성이 높다. 아울러 분석가 커버리지가 상대적으로 낮

은 기업의 경우, 예측치의 신뢰도가 낮아 자기자본비용 추정에 오류가 내재될 위험도 존재한다. 이러한 표본 편향과 측정 오류 가능성은 연구 결과의 일반화 가능성에 제약을 초래할 수 있다. 따라서 향후 연구에서는 실현 수익률(realized returns) 또는 자본자산 가격결정모형(CAPM) 기반 자기자본비용 추정치를 사용하여 표본 구성의 편향성을 보완하거나, 재무분석가의 예측치의 오류를 제거하여 자기자본비용을 추정하는 접근을 통해 분석의 타당성과 신뢰성을 제고할 필요가 있다.

참고문헌

- 신혜정, 김수인 (2019). "핵심감사제도 도입이 미청구공사 잔액의 가치관련성에 미치는 영향," **회계저널**, 제28권 2호, pp.149-171.
- (Shin, H. & Kim, S. (2019). "The Impact of Adopting Key Audit Matters on Value Relevance of Unbilled Revenue Account," *Korean Accounting Journal*, 28(2), pp.149-171.)
- 이상혁, 유용근 (2023). "유동성위험 주석의 정보유용성," **회계학연구**, 제48권 1호, pp.37-68.
- (Lee, S. H. & Yoo, Y. K. (2023). "Information Content of Liquidity Risk Disclosure," *Korean Accounting Review*, 48(1), pp.37-68.)
- 이상혁, 정남철, 최진욱 (2021). "상장중소기업의 강화된 내부회계관리제도 모범기준 적용이 자기자본비용에 미치는 영향," **경영학연구**, 제50권 6호, pp.1595-1620.
- (Lee, S. H., Jung, N., & Choi, J. (2021). "The Effect of Small and Medium Listed Companies' Applying of Reinforced Standards for Internal Accounting Control System on Cost of Equity

- Capital,” *Korean Management Review*, 50 (6), pp.1595-1620.)
- 이영한, 선우희연, 이혜영 (2023). 감사보고서 개편 영향 분석연구. 감사보고서 개편 영향 분석 연구 심포지엄. 한국공인회계사회.
- 이윤정, 박종일 (2024). “감사보고서에서의 핵심감사제 도입이 신용등급과 타인자본비용에 미치는 영향,” **회계·세무와 감사 연구**, 제66권 4호, pp.1-51.
- (Lee, Y. J. & Park, J. I. (2024). “The Effect of Key Audit Matter in the Audit Report on Credit Ratings and Cost of Debt,” *Accounting & Auditing Research*, 66(4), pp.1-51.)
- 인창열, 장석진, 이용석 (2020). “핵심감사제 도입효과에 관한 연구,” **회계정보연구**, 제38권 3호, pp.173-196.
- (IN, C., Chang, S. J., & Lee, Y. S. (2020). “A Study on the Effect of Key Audit Matters,” *Accounting Information Review*, 38(3), pp.173-196.)
- 최성호 (2013). “내부회계관리제도 검토의견이 자본조달비용에 미치는 영향,” **경영학연구**, 제42권 5호, pp. 1465-1494.
- (Choi, S. H. (2013). “The effect of internal accounting control system review opinion on cost of capital,” *Korean Management Review*, 42(5), pp.1465-1494.)
- 최성호 (2020). “개별사업장의 미청구공사 손상차손누계액이 자본비용에 미치는 효과,” **경영학연구**, 제49권 5호, pp.1211-1231.
- (Choi, S. (2020). “The Effect that Accumulated Impairment Losses of Due From Customers for Contract Work of Individual Workplaces on Cost of Capital,” *Korean Management Review*, 49(5), pp.1211-1231.)
- 최준혁, 조광희, 박시훈 (2019). “핵심감사제도 도입이 감사노력 및 감사보수에 미친 영향: 협상력, 계속감사기간, 감사인 크기의 조절효과,” **회계학연구**, 제 44권 6호, pp.191-229.
- (Choi, J. H., Cho, K., & Park S. H. (2019). “The Effects of the Disclosure of Key Audit Matters on Audit Efforts and Audit Fees: Moderating Effects of Bargaining Power, Auditor Tenure and Auditor Size,” *Korean Accounting Review*, 44(6), pp.191-229.)
- 금융감독원. “회계이슈 사전예고 효과 및 테마심사·감리 결과 분석,” 금융감독원 보도자료, <https://www.fss.or.kr/fss/bbs/B0000188/view.do?nttId=15992&menuNo=200218>, 2020년 11월 접속.
- 금융감독원. “2020년 감사보고서 핵심감사사항 기재실태 분석 및 시사점,” 금융감독원 보도자료, <https://www.fss.or.kr/fss/bbs/B0000188/view.do?nttId=16654&menuNo=200218>, 2021년 11월 접속.
- Audoussert-Coulier, S., Jeny, A., and L. Jiang (2015). “The validity of auditor industry specialization measures,” *Auditing: A Journal of Practice & Theory*, 35(1), pp.139-161.
- Barth, M. E., J. A. Elliott, and M. W. Finn (1999). “Market rewards associated with patterns of increasing earnings,” *Journal of Accounting Research*, 37(2), pp.387-413.
- Becker, C. L., M. L. DeFond, J. Jiambalvo, and K. R. Subramanyam (1998). “The effect of audit quality on earnings management,” *Contemporary Accounting Research*, 15(1), pp.1-24.
- Botosan, C. A. (1997). “Disclosure level and the cost of equity capital,” *The Accounting Review*, 72(3), pp.323-349.
- Burke, J. J., R. Hoitash, U. Hoitash, and S. Xiao (2023). “The disclosure and consequences of US critical audit matters,” *The Accounting Review*, 98(2), pp.59-95.
- Chan, D. K. and L. Liu (2023). “The effects of critical audit matter disclosure on audit effort, investor scrutiny, and investment efficiency,” *The Accounting Review*, 98(2), pp.97-121.
- Claus, J. and J. Thomas (2001). “Equity premia as

- low as three percent? Evidence from analysts' earnings forecasts for domestic and international stock markets," *The Journal of Finance*, 56 (5), pp.1629-1666.
- DeAngelo, H., L. DeAngelo, and D. J. Skinner (1994). "Accounting choice in troubled companies," *Journal of Accounting and Economics*, 17 (1-2), pp.113-143.
- Dechow, P. M., R. G. Sloan, and A. P. Sweeney (1995). "Detecting earnings management," *The Accounting Review*, 70, pp.193-225.
- Easley, D. and M. O'Hara (2003). "Information and the cost of capital," *Journal of Finance*, 59 (4), pp.1553-1583.
- Easton, P. D. (2004). "PE ratios, PEG ratios, and estimating the implied expected rate of return on equity capital," *The Accounting Review*, 79(1), pp.73-95.
- Fama, E. F. and K. R. French (1997). "Industry costs of equity," *Journal of Financial Economics*, 43(2), pp.153-193.
- Fernando, G. D., A. M. Abdel-Meguid, and R. J. Elder (2010). "Audit quality attributes, client size and cost of equity capital," *Review of Accounting and Finance*, 9(4), pp.363-381.
- Francis, J., R. LaFond, P. Olsson, and K. Schipper (2004). "Cost of equity and earnings attributes," *The Accounting Review*, 79(4), pp.967-1010.
- Gebhardt, W. R., C. M. Lee, and B. Swaminathan (2001). "Toward an implied cost of capital," *Journal of Accounting Research*, 39(1), pp. 135-176.
- Gode, D. and P. Mohanram (2003). "Inferring the cost of capital using the Ohlson - Juettner model," *Review of Accounting Studies*, 8(4), pp.399-431.
- Guay, W., S. P. Kothari, and S. Shu (2011). "Properties of implied cost of capital using analysts' forecasts," *Australian Journal of Management*, 36(2), pp.125-149.
- Ha, S. T. (2020). "Firm life cycle and cost of capital," *Tax Accounting Research*, 65(0), pp.121-150.
- Kachelmeier, S. J., D. Rimkus, J. J. Schmidt, and K. Valentine (2020). "The forewarning effect of critical audit matter disclosures involving measurement uncertainty," *Contemporary Accounting Research*, 37(4), pp.2186-2212.
- Khurana, I. K. and K. K. Raman (2004). "Litigation risk and the financial reporting credibility of Big 4 versus non-Big 4 audits: Evidence from Anglo-American countries," *The Accounting Review*, 79(2), pp.473-495.
- Klevak, J., J. Livnat, D. Pei, and K. Suslava (2023). "Critical audit matters: Possible market misinterpretation," *Auditing: A Journal of Practice & Theory*, 42(3), pp.45-70.
- Lambert, R., C. Leuz, and R. E. Verrecchia (2007). "Accounting information, disclosure, and the cost of capital," *Journal of Accounting Research*, 45(2), pp.385-420.
- Lennox, C. S., J. J. Schmidt, and A. M. Thompson (2023). "Why are expanded audit reports not informative to investors? Evidence from the United Kingdom," *Review of Accounting Studies*, 28(2), pp.497-532.
- Liu, H., J. Ning, Y. Zhang, and J. Zhang (2022). "Key audit matters and debt contracting: evidence from China," *Managerial Auditing Journal*, 37(6), pp.657-678.
- Ohlson, J. A. (1995). "Earnings, book values, and dividends in equity valuation," *Contemporary Accounting Research*, 11(2), pp.661-687.
- Ohlson, J. A. and B. E. Juettner-Nauroth (2005).

- "Expected EPS and EPS growth as determinants of value," *Review of Accounting Studies*, 10 (2), pp.349-365.
- Park, J. I. (2003). "Corporate governance and earnings management: View from the largest shareholder's holding," *Korean Accounting Review*, 28(2), pp.135-172.
- Public Company Accounting Oversight Board (PCAOB) (2013). "Proposed auditing standards-The auditor's report on an audit of financial statements when the auditor expresses an unqualified opinion: the auditor's responsibilities regarding other information in certain documents containing audited financial statements and the related auditor's report; and related amendments to PCAOB standards," PCAOB Release No. 2013-005.
- Public Company Accounting Oversight Board (PCAOB) (2016). "Proposed auditing standard-The auditor's report on an audit of financial statements when the auditor expresses an unqualified opinion: and related amendments to PCAOB standards," PCAOB Release No. 2016-003.
- Public Company Accounting Oversight Board (PCAOB) (2017). "The auditor's report on an audit of financial statements when the auditor expresses an unqualified opinion: and related amendments to PCAOB standards," PCAOB Release No. 2017-001.
- Reb, J., and T. Connolly (2010). "The effects of action, normality, and decision carefulness on anticipated regret: Evidence for a broad mediating role of decision justifiability," *Cognition and Emotion*, 24(8), pp.1405-1420.
- Roulstone, D. T. (2003). "Analyst following and market liquidity," *Contemporary Accounting Research*, 20, pp.552-578.
- Sirois, L. P., J. Bédard, and P. Bera (2018). "The informational value of key audit matters in the auditor's report: Evidence from an eye-tracking study," *Accounting Horizons*, 32(2), pp.141-162.
- Schipper, K. (1991). "Analysts' forecasts," *Accounting Horizons*, 5(4), pp.105-121.
- Suh, Y. S. J. Han, B. Shin, and J. I. An (2018). "The Effect of human resource investment in internal control on rank-specific audit hours and audit quality" *Korean Accounting Review*, 43(1), pp.81-117.
- Tan, H. T., and F. Yeo (2023). "You have been forewarned! The effects of risk management disclosures and disclosure tone on investors' judgments," *Accounting, Organizations and Society*, 105, pp.101400.
- Watts, R. L. and J. L. Zimmerman (1986). *Positive accounting theory*. Englewood Cliffs, NJ: Prentice-Hall.

- 저자 전성민은 현재 전남대학교 경영대학 회계학 조교수로 재직 중이다. 고려대학교 경영대학을 졸업한 후, 한국씨티은행에서 근무하였다. 이후 고려대학교 경영학과에서 경영학 석사 및 박사 학위를 취득하였다. 주요 연구분야는 기업가치평가, 기업지배구조, 경영자 보상 등이다.
- 저자 김현정은 현재 경성대학교 상경대학 회계학과 조교수로 재직 중이다. 한국외국어대학교 포르투갈어과 및 일반대학원 경영학석사(회계전공)를 졸업하였으며, 고려대학교에서 경영학박사(회계전공)를 취득하였다. 주요연구분야는 회계감사, 경영자 인센티브, 재무보고 품질 등이다.

(APPENDIX) 핵심감사사항 항목 수의 측정

본 연구는 핵심감사사항의 개수가 시장의 위험인식에 미치는 영향을 검증하기 위해 감사보고서에서 보고된 핵심감사사항의 개수를 관심변수로 측정한다. 즉, 아래 현대건설의 2023년 감사보고서에서 수집된 핵심감사사항은 '투입법에 따른 수익인식'과 '손상징후가 존재하는 미청구공사의 회수가능성'으로 본 연구에서 현대건설의 2023년 핵심감사사항의 개수는 2개로 분석에 사용된다.

핵심감사사항

핵심감사사항은 우리의 전문가적 판단에 따라 당기 재무제표감사에서 가장 유의적인사항들입니다. 해당 사항들은 재무제표 전체에 대한 감사의 관점에서 우리의 의견형성시 다루어졌으며, 우리는 이런 사항에 대하여 별도의 의견을 제공하지는 않습니다.

(1) 투입법에 따른 수익인식

핵심감사사항으로 결정된 이유

재무제표에 대한 주석 3에 기술되어 있는 바와 같이, 총계약수익은 공사변경, 보상금, 장려금 및 위약금 등 미래사건의 결과와 관련한 다양한 불확실성에 영향을 받고 있습니다. 또한 공사수익금액은 누적발생계약원가를 기준으로 측정하는 진행률의 영향을 받으며, 총계약원가는 미래에 발생할 수 있는 재료비, 노무비, 외주비 및 용역기간등의 미래 추정치에 근거하고 있어 향후 변동될 수 있는 불확실성이 존재합니다.

(중략)

(2) 손상징후가 존재하는 미청구공사의 회수가능성

핵심감사사항으로 결정된 이유

재무제표에 대한 주석 2에 기술되어 있는 바와 같이, 회사는 기간에 걸쳐 이행하는 수행의무는 투입법을 이용하여 진행율로 수익을 인식하고 있습니다. 회사는 누적발생원가에 인식한 이익을 가산한 금액이 진행청구액을 초과하는 금액을 미청구공사로 표시하고 있으며 2023년 12월 31일 회사의 미청구공사 금액은 회사 총 자산의 24%를 차지하고 있습니다.

Note. 현대건설 2023년 감사보고서 발췌

한편, 수주산업에서는 핵심감사제도의 도입 초기에는 동일한 수익인식에 대한 핵심감사사항을 여러 건으로 나누어 공시하는 경우가 있었으므로, 이러한 경우에 대해서는 하나의 핵심감사사항으로 보고 분석에 사용하였다. 예를들어, 현대건설의 2023년 감사보고서(표 A)를 살펴보면 첫 번째 핵심감사사항인 '투입법에 따른 수익인식' 하나의 항목에 '총계약원가 추정의 불확실성', '공사진행률 산정', 및 '공사변경에 대한 회계처리'가 함께 포함된 것을 확인할 수 있다. 즉, 수주산업이 수익인식을 위해 수반되는 총계약원가 추정, 공사진행률 산정, 공사계약 변경에 따른 수익 변경이 수익인식에 영향을 미치므로 하나의 핵심감사사항으로 보고하고 있다. 반면, 현대건설의 2018년 감사보고서(표 B)를 살펴보면, 수익인식과 관련된 '총계약원가 추정의 불확실성', '공사진행률 산정', 및 '공사변경에 대한 회계처리'가 각각 하나의 핵심감사사항으로 기재되어 있는 것을 알 수 있다. 이대로 데이터 분석에 사용된다면 2018년 현대건설의 핵심감사사항 개수는 5개이겠으나, 이들을 2023년처럼 '투입법에 따른 수익인식'으로 포함한다면 2018년 핵심감사사항의 개수는 2개일 것이다. 따라서 데이터의 일관성을 위해 이러한 수익인식과 관련된 핵심감사사항을 복수로 보고하는 경우 수익인식 관련 핵심감사사항 1개로 보고 분석에 사용하였다.

〈표 A〉 2023년 현대건설 감사보고서

핵심감사사항

핵심감사사항은 우리의 전문가적 판단에 따라 당기 재무제표감사에서 가장 유의적인사항들입니다. 해당 사항들은 재무제표 전체에 대한 감사의 관점에서 우리의 의견형성시 다루어졌으며, 우리는 이런 사항에 대하여 별도의 의견을 제공하지는 않습니다.

(1) 투입법에 따른 수익인식

(중략)

핵심감사사항이 감사에서 다루어진 방법

핵심감사사항에 대응하기 위하여 우리는 다음을 포함한 감사절차를 수행하였습니다.

- 수익인식 절차와 통제를 이해하고 주요 통제는 설계 및 운영의 효과성을 테스트
 - 총계약원가에 대한 다음의 절차
 - 프로젝트 관리시스템 상 총계약원가가 회계시스템 정보와 일치하는지 비교
 - 회사의 적절한 승인권자에 의하여 승인된 총계약원가 확인 및 총계약원가 주요 구성 항목에 대한 합리성 검토
 - 총계약원가 적정성에 대한 회사 내부 검토위원회 회의 참관
 - 고객 보고자료, 현장 보고자료 등에서 확인 가능한 총계약원가에 영향을 미치는 주요사항
- 이 총 계약원가 추정에 적절하게 반영되었는지 질문하고 관련 문서 검토
- 총계약원가 변동에 대하여 질문 및 변동 원인에 대한 확인
 - 보고기간말 이후 총계약원가 변경여부에 대한 질문 및 관련 문서 검토
 - 총계약원가와 사업계획과의 비교
 - 총계약원가 구성 항목에 대한 문서 검토
- 공사진행률에 대한 다음의 절차
 - 프로젝트별 재료비, 외주비 등 주요 원가 구성별 명세서에서 표본을 추출하여 발생사실, 금액의 정확성 및 프로젝트 귀속의 적절성을 확인하기 위한 증거문서 확인
 - 시스템 발생원가 집계금액과 결산서 상 발생원가 집계금액 일치여부 확인
 - 프로젝트간 원가 대체내역 검토
 - 진행률 및 진행률에 따른 매출액 계산 정확성에 대한 재계산 검증
- 계약변경에 대한 다음의 절차
 - 계약 변경과 관련한 회사의 회계정책 검토
 - 계약금액 변경에 대한 고객의 승인 내역 확인
 - 지연배상금 발생가능성 검토내역의 합리성 검토

〈표 B〉 2018년 현대건설 감사보고서

핵심감사사항

핵심감사사항은 우리의 전문가적 판단에 따라 당기 재무제표감사에서 가장 유의적사항들입니다. 해당 사항들은 재무제표 전체에 대한 감사의 관점에서 우리의 의견형성시 다루어졌으며, 우리는 이런 사항에 대하여 별도의 의견을 제공하지는 않습니다.

(1) 투입법에 따른 수익인식

(중략)

(2) 총계약원가 추정의 불확실성

재무제표에 대한 주석 3에서 언급한 바와 같이, 총계약원가는 재료비, 노무비, 공사기간 등의 미래 예상치에 근거하여 추정합니다. 회사의 건설공사계약은 공사기간이 장기이며, 설계변경, 공사 환경의 변화, 원자재 가격변동 등에 따라 총계약원가 추정의 불확실성이 증가되어 총계약원가 추정의 불확실성을 유의적인 위험으로 식별하였습니다.

당기말 현재 회사의 총계약원가 추정의 불확실성이 재무제표에 미치는 영향에 대하여 우리가 수행한 주요 감사절차는 다음과 같습니다.

- ① 보고기간별 총계약원가를 비교하여 유의적으로 변동된 공사에 대한 질문
- ② 당기 중 공사가 종료된 프로젝트의 누적발생원가와 총계약원가를 비교하여 유의적인 차이가 있는지 파악하고 필요한 경우 관련 증빙을 확인
- ③ 예정원가 변경에 대한 정당한 승인권자가 관련 예정원가 변경에 대하여 검토하고 승인하는 내부통제를 검토
- ④ 공사가 지연되는 프로젝트가 존재하는지 여부 및 공사지연으로 인한 영향을 총계약원가에 적절히 반영하였는지에 대한 질문하고 필요한 경우 관련 증빙을 확인
- ⑤ 총예정원가의 적정성을 확인하기 위하여 수주산업 전문가를 활용하여 계약상 의무 상세확인, 발생원가 세부 분석, 발주처에 제출하는 월간공정보고서 및 회의록 검토 등을 수행
- ⑥ 적절한 승인권자에 의하여 승인된 실행예산서 확인
- ⑦ 당기말 총예정원가에 유의적 영향을 미칠 수 있는 결산일 이후 발생하는 원가가 존재하는지 여부 확인

(3) 공사진행률 산정

(중략)

(5) 공사변경에 대한 회계처리