

피인수기업의 감사보수가 인수합병(M&A)에 미치는 영향*

김상현** · 김태우***

〈요 약〉

본 연구는 감사보수가 해당 기업의 전반적인 위험수준과 감사품질을 체계적으로 반영하고 있다는 선행연구를 바탕으로 인수합병(M&A)에서 피인수기업의 감사보수가 유용한 정보로 활용될 수 있는지를 살펴본다. 구체적으로 인수합병이 인수기업과 피인수기업에 감사업무를 수행하고 있는 감사인들의 경제적 유인과 소송위험에 중대한 변화를 초래할 수 있다는 사실에 근거하여, 피인수기업의 감사보수가 합병의 성사가능성(likelihood)과 합병대가(M&A premium)의 지급방법 등에 미치는 영향을 실증적으로 분석한다. 분석결과 피인수기업의 감사보수가 증가할수록 합병의 성사가능성이 유의하게 증가하는 것으로 나타났다. 또한 피인수기업의 감사보수가 증가할수록 합병대가의 지급방식으로 현금으로 지불할 가능성과 함께 현금으로 지불한 대가의 비율이 유의하게 감소하는 것으로 나타났다. 이는 인수기업 입장에서는 피인수기업의 감사보수가 상대적으로 높은 경우 피인수기업의 재무보고위험 등으로 나타나는 전반적인 위험수준이 낮은 것으로 평가하여 합병의 성사가능성에 영향을 미치고 동시에 피인수기업과의 위험공유(risk-sharing)를 위한 방법을 선택하는 경향이 증가할 수 있음을 보여준다.

피인수기업의 감사보수에 대한 정보를 활용한 본 연구는 인수합병을 피인수기업의 감사품질 관점에서 살펴보았다는 점에서 학문적·실무적으로 차별점이 존재한다. 구체적으로 본 연구는 미래에 발생할 수 있는 피인수기업에 대한 감사인의 경제적 인센티브의 손실가능성과 잠재적 소송위험의 증가를 감사품질 측면에서 직접적으로 분석하였다는 점과 함께 감사인의 이해관계와 인수기업과 피인수기업의 위험공유 유인을 체계적으로 살펴보았다는 측면에서 공헌점이 존재한다.

〈주제어〉 감사보수, 인수합병, 정보비대칭, 소송위험

* 본 연구에 대하여 유익한 의견을 주신 익명의 심사자들에게 깊이 감사드립니다. 이 논문은 2021년 대한민국 교육부와 한국연구재단의 인문사회분야 중견연구자지원사업의 지원을 받아 수행된 연구임(NRF-2021S1A5A2A01067018).

** 단국대학교 경영학부 교수, kimsh@dankook.ac.kr, 주저자

*** California State University San Bernardino, Associate Professor, taewoo.kim@csusb.edu, 공동저자

논문접수일 2023년 7월 4일 게재확정일 2023년 8월 3일

I. 서 론

본 연구에서는 감사보수에 대한 정보가 인수합병(M&A)에서 유용한 정보로 활용될 수 있는지에 대해 살펴본다. 합병의 전 단계를 거쳐 인수기업(acquirer) 입장에서는 피인수기업(target)의 내재된 위험에 대한 평가가 매우 중요하다. 인수기업이 피인수기업들의 내재된 위험에 대한 효과적인 이해를 바탕으로 잠재적인 피인수기업을 사전조사(screen)하고 선택할 수 있다면, 피인수기업에 내재된 위험으로부터 발생할 수 있는 미래의 불확실성(uncertainty)을 감소시켜 합병과정에서 발생할 수 있는 합병위험을 상대적으로 낮출 수 있을 것으로 기대된다. 마찬가지로 합병과정에서도 피인수기업의 위험에 대해 효과적인 평가가 이루어진다면, 합병대가나 합병 이후에 발생할 수 있는 합병위험을 유의적으로 낮출 것으로 기대된다(Martin and Shalev 2011 ; Xie et al. 2013).

실무적으로 합병과정에서 이루어지는 피인수기업의 위험에 대한 평가는 인수기업이 피인수기업과 비밀유지계약서(confidential agreement)를 체결한 이후에 인수기업에 의해 이루어지는 실사과정(due diligence process)을 통해 이루어지게 된다. 실사과정에서는 피인수기업의 사적정보에 접근할 수 있으므로 피인수기업에 내재된 위험에 대한 평가가 상대적으로 용이할 수 있다. 반면 피인수기업을 탐색하는 단계에서는 피인수기업에 대해 접근할 수 있는 사적정보의 제한으로 인해 주로 재무제표나 기업이 공시한 재무공시자료 등 공개적으로 이용 가능한 재무정보에 대부분 의존할 수밖에 없게 된다. 따라서 피인수기업을 탐색하는 단계에서는 피인수기업에 대한 위험을 효과적으로 평가하는 것이 상대적으로 어려울 수 있다.

공개적으로 이용 가능한 재무정보만을 이용할 수 있는 피인수기업의 탐색단계에서 인수기업은 피인수기업들의 감사보수를 해당 기업의 전반적인 위험을 평가할 수 있는 정보로 활용할 수 있을 것이다. 일반적으로 피인수기업의 전반적인 위험은 재무보고위험(financial reporting risk)과 연관이 있는데, 재무보고위험은 오류나 의도적인 부정에 의한 중요한 재무제표의 오류(material financial statement misstatement), 사업위험(business risk), 내부통제위험(internal control risk), 기업지배구조위험(corporate governance risk) 등을 포괄하는 개념이다. 감사의 개념적 모델(conceptual models, 예를 들어, audit risk model and audit production function¹⁾)과 선행연구들은 재무보고위험(financial reporting risk)으로 나타나는 기업의 전반적인 위험수준이 증가하는 경우 기업이 부담하는 감사보수가 증가하는 것으로 나타나 감사보수가 기업의 전반적인 위험을 유의

1) auditing standards(AICPA 2007, AU Section 312)에 따르면 기업의 고유위험은 경영진의 능력과 정직성의 부족, 불투명하고 불공정한 재무보고에 대한 자세 그리고 취약한 지배구조와 같은 요인에 의해 증가하며, 고유위험이 증가할 때 감사인들은 낮은 수준의 적발위험을 채택하게 된다. 또한 감사인들은 수집하는 감사증거의 수준을 증가시키고 항상시킴으로써 적발위험을 감소시키려고 하며, 이는 감사비용의 증가로 나타나게 된다. 한편 Simunic(1980)은 감사인들이 감사를 수행하는 위험이 높을 때 감사보수를 증가시킨다고 보고하였다.

적으로 반영하고 있는 것으로 보고하고 있다. 즉, 감사인이 해당 기업의 전반적인 위험수준이 높다고 평가하는 경우, 감사인이 부담하게 되는 잠재적인 감사위험은 기대되는 비용(costs)의 증가를 통해 결국 감사보수의 증가로 나타난다는 것이다(Houston 1999 ; Phillips 1999 ; Beaulieu 2001 ; Gul et al. 2003 ; Bedard and Johnstone 2004 ; Lyon and Maher 2005 ; Hogan and Wilkins 2008 ; Charles et al. 2010 등).

구체적으로 Hogan and Wilkins(2008)는 감사인들이 기업의 통제위험의 증가와 고유위험이나 정보위험의 증가에 민감하며, 이러한 위험이 증가하는 경우 감사보수를 증가시키는 것으로 반응한다고 보고하였으며, Bedard and Johnstone(2004)도 기업의 높은 이익조정 위험과 기업지배구조 위험은 계획된 감사노력의 증가 및 감사보수의 증가와 밀접한 관련이 있음을 보고하였다. 또한 Charles et al.(2010)는 감사보수와 재무보고위험 사이에 경제적으로 유의한 양의 관계가 존재하며, 이러한 감사보수와 재무보고위험의 양의 관계는 2002년 Sarbanes-Oxley Act 이후에 유의하게 증가한 것으로 보고하였다.

이러한 선행연구에 따라 만일 인수기업이 피인수기업의 전반적인 위험수준에 대한 평가기준으로 피인수기업의 감사보수를 사용하고, 감사보수가 인수기업과 피인수기업 사이의 정보비대칭(information asymmetry) 문제를 완화시키는데 도움을 줄 수 있다면, 인수기업이 피인수기업에 M&A를 제안할 가능성과 성사가능성에 피인수기업의 감사보수가 유의한 영향을 미칠 것으로 기대할 수 있다. 즉, 인수기업이 상대적으로 높은 감사보수를 보고하는 피인수기업 또는 인수기업과 비교하여 상대적으로 높은 감사보수를 보고하는 피인수기업을 그렇지 않은 기업에 비해 재무보고위험 등으로 나타나는 위험수준이 높은 것으로 받아들이는 경우, 상대적으로 높은 감사보수를 가진 기업과의 합병의 성사가능성에 부정적인 영향을 미칠 것으로 예측할 수 있다.

반면 감사보수를 감사노력에 대한 대용치로 본다면 감사보수가 높을수록 감사품질이 증가할 수 있으므로 재무제표에 보고되는 수치가 기업의 진실된 회계정보에 보다 근접할 가능성이 높아진다. 즉, 감사노력이 증가할수록 감사보수가 증가하고 이러한 감사노력에 대한 결과물로 나타나는 기업의 회계정보에 대한 투명성과 신뢰성은 상대적으로 높아질 것으로 기대할 수 있으므로 상대적으로 높은 감사보수를 가진 기업과의 합병의 성사가능성에 긍정적인 영향을 미칠 것으로 예측할 수 있다.

이하 본 연구의 구성은 다음과 같이 구성되어 있다. 먼저 제Ⅱ장에서는 연구가설 및 연구방법을 설정하여 제Ⅲ장에서 실증분석의 결과를 제시하고, 이를 바탕으로 하여 제Ⅳ장에서 결론을 기술한다.

II. 연구가설 및 연구방법 설정

매도자의 목표일정, 매각절차 등에 따라 그 절차나 소요기간이 결정되나, 통상적인 합병(M&A)에 의한 절차는 다음 <표 1>과 같다. 일단 M&A계약이 이루어지면 인수기업은 M&A advisors와 더불어 피인수기업의 사적정보에 대한 실사(transactional due diligence)를 수행하게 된다. 구체적으로 실사과정에서는 피인수기업의 재무기록(예를 들어, 회계추정, 수익인식정책, 중요한 평가항목 등)과 각종 계약서 등을 통해 재무성과와 재무상태에 대한 평가가 주로 이루어진다. M&A가 실패한 후 피인수기업의 재무제표가 재작성 되는 주된 이유는 리스와 관련된 부채문제, 우발부채문제 그리고 비용인식의 문제이며, 그다음 이유가 부당한 자산평가와 관련된 문제이다. 이러한 실사 단계에서 피인수기업의 감사인은 중요한 역할을 수행할 것으로 기대된다. 즉, 회계추정, 수익인식정책, 중요한 평가항목 등과 같은 피인수기업의 중요한 회계정책과 계약서는 인수기업과 M&A advisors에게 정보위험과 직접적인 관련이 있는 매우 중요한 부분이므로 효율적이고 효과적인 실사의 완료를 위해서는 피인수기업의 경영진과 감사인의 우호적이고 원활한 협조가 매우 중요하다.

<표 1> M&A에 의한 기업인수 절차

(1) 인수준비	(2) MOU 체결 및 실사	(3) Binding Bid 제출 및 인수조건 협상	(4) 계약체결 및 Closing
• 회사측 인수 추진 및 TF 구성 • 회계법인/법무법인 선정 • 인수대상기업의 기초 자료 수령 • 예비적가치평가(Preliminary valuation) 수행 • 자금조달 방안 검토 · 실사 전략 수립	• 인수대상기업과 인수를 위한 MOU 체결 • 대상기업에 대한 실사 수행 • 재무·회계·법무 실사보고서 작성 및 보고 • 가치평가(valuation) 확정·인수시너지에 대한 검토결과 보고 • 최종인수제안서(Binding Bid) 작성 및 내부 보고	• 최종인수제안서(Binding Bid) 제출 • (필요시) 독점적인 우선협상권 획득 • 인수대상기업과 가격조건 및 비가격조건에 대한 협상 • 최종 가격·비가격조건 내부보고 및 확정 • 인수 후 계획 수립 제시	• 계약체결을 위한 이사회 결의 • 계약 체결. (필요시) 사전적 이행조건을 이행 • 대금 지급 • 인수 후 계획 실행

(참고 : <https://www.hi-ib.com/ib/service/ib0103.jsp>)

그러나 앞서 살펴본 바와 같이 피인수기업의 감사인 입장에서는 M&A로 인해 경제적 인센티브의 감소와 함께 소송위험이 증가할 수 있으므로 M&A에 대해 상대적으로 부정적인 입장에 있

을 수 있다. 특히 이러한 현상은 피인수기업 감사인이 받고 있는 감사보수가 높은 상황일수록 상대적으로 증가될 수 있다. 따라서 피인수기업의 감사인은 인수기업과 M&A advisors에 의해 수행되는 실사(transactional due diligence)에서 발생할 수 있는 주관적 판단이 개입될 여지가 큰 애매하고 중요한 사안에 대해 우호적으로 적극적인 협조를 제공하기가 쉽지 않을 것으로 판단된다. 또한 피인수기업의 감사인은 피인수기업의 경영진에게도 실사 단계에서 발생할 수 있는 주관적 판단이 개입될 여지가 큰 애매하고 중요한 사안에 대해 인수기업과 M&A advisors에게 우호적이지 않은 방향으로 비밀스런 커뮤니케이션을 제공할 가능성도 존재한다. 이러한 상황이 발생하는 경우 실사가 효율적으로 진행되지 않아 상대적으로 실사 종료시점까지 소요되는 시간이 길어질 수도 있다. 이처럼 피인수기업의 감사보수는 실사 단계 등 M&A의 전반적인 과정에 영향을 미쳐 최종 M&A의 성사가능성에도 유의적인 영향을 미칠 수 있을 것으로 기대된다.

한편 감사인 변경이 발생하는 중요한 이유 중에 한 가지는 감사보수비용을 감소시키기 위한 것이다(DeAngelo 1981 ; Gregory and Collier 1996). 이와 관련하여 감사인 변경에 관한 유인에 대해 살펴본 선행연구에 따르면 M&A는 감사인 변경을 가져오는 주요한 요인으로 나타났다(Anderson et al. 1993 ; Beattie and Fearnley 1995 ; Firth 1999 ; Woo and Koh 2001). 구체적으로 Anderson et al.(1993)의 연구에서는 73%, Firth(1999)의 연구에서는 81%의 감사인이 변경되는 등 M&A 이후 피인수기업의 감사인은 대부분 인수기업의 감사인으로 교체되었다. 선행연구(Firth 1999 등)에 따르면, 인수기업의 감사인은 M&A 이후 다음과 같은 이유들로 인해 피인수기업의 감사인을 교체하기 위해 로비를 하는 것으로 나타났다. 첫째, 감사수입과 고객을 확대하기 위한 감사인의 자연스러운 행동이다. 감사법인의 규모는 일반적으로 시장에서 전문가로서 입지를 평가받기 위한 측정치이며, 더 많은 감사고객과 컨설팅고객을 유인하기 위한 중요한 도구로 평가받고 있다. 둘째, M&A로 인해 고객기업의 규모가 증가하므로 인수기업의 감사인이 감사를 하는 것이 감사업무에서 규모의 경제를 가져와 감사인에게는 더 높은 수익을 인수기업에게는 더 낮은 감사보수를 가져올 수 있다. 셋째, 감사인은 연결보고를 수행해야 하므로 연결범위내에 있는 모든 기업들은 동일한 회계정책을 채택하는 것이 중요하며, 기업들간의 내부거래에 대한 적절한 파악(예를 들어, 내부거래를 통한 미실현이익의 제거, 소수주주지분(minority interests)의 정확한 계산 등)을 위해서도 감사인을 동일하게 유지하는 것이 필요하다. 넷째, 감사인 입장에서는 내부 컨설팅과 같은 관련된 서비스를 수입할 수 있는 기회가 증가하므로 매우 좋은 기회이다. M&A 이후에 인수기업은 새로운 조직을 통합하고 재조직해야 하므로 수많은 새로운 경영컨설팅 사업이 발생하게 되는데, 인수기업의 감사인으로 변경되면 감사보수의 증가뿐만 아니라 추가적인 경영컨설팅을 수입하는데 매우 유리하게 된다.

이처럼 인수기업의 감사인 입장에서는 인수기업 규모의 증가와 피인수기업 감사수입의 가능성 증대로 인해 추가적인 수익의 증가가 기대되며, M&A 이후 발생할 수 있는 소송위험을 피인수기업의 감사인에게 일정부분 전과하여 오히려 소송위험을 낮출 수 있으므로 인수기업 M&A

의 성사를 선호할 수 있다. 반면, 피인수기업의 감사인 입장에서는 M&A 이후 미래 감사보수의 손실을 가져올 수 있으므로 M&A가 성사되지 않는 것이 오히려 경제적 유인 측면에서 유리할 수 있다. 또한 M&A의 의사결정으로 인해 피인수기업의 감사인은 본인이 감사하고 공시한 재무제표와 재무정보(qualitative information in financial reports)에 내재된 위험으로 인해 피인수기업과 피인수기업의 투자자들로부터 향후 잠재적인 소송위험(litigation risk)에 노출될 수 있다. 따라서 피인수기업의 감사인은 M&A로 인해 경제적 인센티브의 감소와 소송위험의 증가가 동시에 발생할 수 있으므로 피인수기업의 M&A를 상대적으로 부정적인 사건으로 받아들일 수 있다. 반면 인수기업의 감사인은 M&A로 인해 경제적 인센티브의 증가와 소송위험의 감소가 발생할 수 있으므로 인수기업의 M&A를 상대적으로 긍정적인 사건으로 받아들일 가능성이 존재한다.

이처럼 M&A라는 경제적 사건이 인수기업과 피인수기업의 감사인의 경제적 인센티브와 소송위험에 각각 중요한 결과를 초래할 수 있다면, 비록 인수기업과 피인수기업의 감사인이 M&A 과정에서 직접적인 컨설팅서비스를 수행하지는 못할지라도 각각의 입장에서 M&A 이전과 M&A 과정에서 다양한 방법으로 M&A의 의사결정에 영향을 미치기 위해 노력할 것으로 예측할 수 있다. 구체적으로 선행연구(Dan S. Dhaliwal, et al. 2013 등)에 따르면 감사를 수행하는 과정에서 감사인들은 현재 기업의 성과에 대한 중요한 사적정보를 최고경영자들과 자주 비밀스럽게 교환하는데 제한이 없다. 더욱이 감사인들은 감사를 수행하는 동안 이사회 회의록을 검토하고 경영상태를 이해하는 다양한 정보를 얻게 된다. 비록 감사인들이 M&A와 관련하여 보수를 받는 서비스를 제공하는 것에는 제한이 있지만, M&A와 관련하여 여전히 감사관계를 지속적으로 유지하고 스스로를 차별화하기 위해 노력하려는 유인을 가지고 있다. 피인수기업을 탐색하거나 기업의 보유자산을 처분 또는 구매하는 등의 경영활동과 관련된 정보들은 자연스럽게 감사인의 고객 네트워크들에게 정상적인 방식으로 공유될 수 있다.

이러한 관점에서 볼 때 인수기업과 피인수기업의 감사인은 M&A 의사결정에 직·간접적으로 유의한 영향을 미칠 수 있을 것으로 기대된다. 일반적으로 M&A로 인한 경제적 인센티브의 감소 및 소송위험의 증가에 따른 민감도가 경제적 인센티브의 증가 및 소송위험의 감소에 따른 민감도보다 높을 것으로 예상되므로 인수기업의 감사인보다는 피인수기업의 감사인이 M&A에 대해 보다 민감하게 반응할 것으로 기대된다. 또한 피인수기업의 감사인 입장에서도 상대적으로 경제적 인센티브의 감소효과와 소송위험의 증가효과가 큰 상황에 처할수록 보다 민감하게 영향을 미치려는 노력이 존재할 것으로 기대된다. 따라서 피인수기업의 감사인이 상대적으로 높은 감사보수를 받고 있는 상황에서 M&A에 대해 더욱 민감하게 반응할 것으로 기대된다. 즉, 피인수기업의 감사인 입장에서는 M&A시점에 누리고 있는 감사보수가 상대적으로 높다면 M&A로 인한 감사인의 교체가능성으로 인해 향후 피인수기업의 감사인이 상실할 수 있는 경제적 인센티브는 증가하고, 이러한 많은 감사보수로 인한 ‘deep pockets’ 효과로 인해 M&A 이후 인수기업과 인수기업의 투자자로부터 오히려 소송위험은 증가할 수 있다. 따라서 피인수기업의 감사인

이 상대적으로 높은 수준의 감사보수를 받고 있다면 낮은 수준의 감사보수를 받고 있는 경우에 비해 M&A에 대해 상대적으로 우호적인 입장이 낮아질 수 있으므로 M&A의 가능성은 감소할 것으로 예측된다.

반면 인수기업과 인수기업의 투자자 입장에서 살펴보면 피인수기업 감사인의 높은 감사보수는 M&A 가능성에 긍정적인 영향을 미칠 것으로 기대된다. 감사보수를 감사품질의 대용치로 사용한 선행연구들에 따르면 감사보수가 높을수록 재무제표의 보수적인 회계처리 등에 따른 신뢰성의 증가로 인해 정보비대칭(*information asymmetry*)이 감소할 수 있는 것으로 보고되고 있다. 또한 피인수기업의 재무제표에 대한 보수적인 회계처리 등으로 인해 신뢰성이 증가하는 경우 합병가능성은 증가하는 것으로 보고되고 있다. 결국 피인수기업의 감사인이 상대적으로 높은 수준의 감사보수를 받고 있다면 피인수기업의 재무제표에 대한 보수적인 회계처리 등에 따른 신뢰성의 증가로 인해 M&A 가능성이 증가할 것으로 예측할 수 있다.

또한 M&A 이후의 성과가 저조할 때 인수기업과 인수기업의 투자자들이 피인수기업의 감사인을 대상으로 소송을 제기하는 것은 매우 특별한 상황이 아니다.²⁾ 선행연구에 따르면 감사인이 향유하고 있는 높은 수준의 감사보수는 ‘deep pockets’에 기인할 수 있다(DeAngelo 1981 ; Dye 1993 ; Menon and Williams 1994 등). 따라서 M&A 이후의 성과에 민감한 인수기업과 인수기업의 투자자들은 소송대상으로 ‘deep pockets’에 기인해 더 많은 감사보수를 받고 있는 피인수기업을 선호할 가능성이 존재한다. 즉, M&A 시점에 피인수기업의 감사인이 상대적으로 높은 수준의 감사보수를 받고 있었다면 M&A 이후의 성과가 낮아 피인수기업의 재무제표 등을 이유로 피인수기업의 감사인에게 소송을 제기하는 상황이 발생하는 경우, 피인수기업의 감사인이 받고 있는 감사보수를 기준으로 하여 소송으로부터 회복할 수 있는 금액을 증가시킬 수 있으므로 인수기업과 인수기업의 투자자들 입장에서는 M&A로 인한 소송위험을 상대적으로 낮출 수 있을 것이다. 따라서 피인수기업의 감사인이 상대적으로 높은 수준의 감사보수를 받고 있다면 인수기업과 인수기업의 투자자들이 인지하는 소송위험이 감소하여 M&A 가능성은 증가할 것으로 예측할 수 있다.

이처럼 피인수기업의 감사인이 받고 있는 감사보수(*audit fee*)의 수준이 M&A 성사될 가능성(*likelihood*)에 미치는 영향을 사전적으로 예측하기 어려우므로 다음과 같은 연구가설을 설정한다.

가설 1 : M&A가 성사될 가능성은 피인수기업의 감사보수에 따라 차이가 존재한다.

한편 합병대가의 가치는 시장이 M&A에 대해 어떻게 평가하는지에 따라 결정되므로 만일 인수기업이 합병대가를 주식으로 지급한다면 인수기업과 피인수기업 사이에 위험공유(*risk-*

2) Yuan Xie, et al.(2013)에 따르면 Caremark로부터 사업을 인수한 Coram Healthcare(Denver, Colorado)는 Caremark의 감사인인 PWC에게 합병과 관련하여 \$165 million의 소송을 제기했다.

sharing)가 발생하게 된다. 반대로 인수기업이 합병대가를 현금으로 지급한다면 인수기업이 과대평가(overvaluation)에 따른 모든 위험을 부담하는 대신, 합병프리미엄에 내재된 모든 미실현 시너지이익(unrealized synergy gains)을 향유하게 된다(Rappaport and Switzer 1999 등).

앞서 가설 1 부분에서 살펴본 바와 같이 감사의 개념적 모델(conceptual models)과 선행연구들에서 제시한 바와 같이 재무보고위험(financial reporting risk)으로 나타나는 기업의 전반적인 위험수준이 높다고 평가하는 경우, 감사인이 부담하게 되는 잠재적인 감사위험은 기대되는 비용의 증가를 통해 결국 감사보수의 증가로 나타날 수 있다. 따라서 인수기업이 상대적으로 높은 감사보수를 보고하는 피인수기업(또는 인수기업과 비교하여 상대적으로 높은 감사보수를 보고하는 피인수기업)을 그렇지 않은 기업에 비해 재무보고위험 등으로 나타나는 기업의 전반적인 위험수준이 높은 것으로 받아들이는 경우, 인수기업의 과대평가(overvaluation)에 따른 모든 위험을 부담하는 대신 피인수기업과 위험공유(risk-sharing)를 위해 상대적으로 합병대가를 주식으로 지급할 가능성이 증가될 것으로 예측된다.

반면 선행연구에 따르면 감사노력이 증가할수록 감사보수가 증가하고 이러한 감사노력에 대한 결과물로 나타나는 회계정보에 대한 투명성과 신뢰성은 상대적으로 높아질 수 있다. 이는 만일 감사보수가 감사품질의 대용치로 사용될 수 있다면 감사보수가 인수기업과 피인수기업 사이의 정보비대칭(information asymmetry)을 완화시키는 역할을 수행할 수 있으므로 피인수기업에 대한 과대평가(overvaluation)에 기인한 위험은 감소할 수 있음을 의미한다. 따라서 인수기업이 상대적으로 높은 감사보수를 보고하는 피인수기업(또는 인수기업과 비교하여 상대적으로 높은 감사보수를 보고하는 피인수기업)을 그렇지 않은 기업에 비해 감사품질의 증가로 회계정보에 대한 투명성과 신뢰성이 높은 것으로 받아들이는 경우, 불확실성에 대한 감소로 인해 인수기업이 과대평가(overvaluation)에 따른 위험을 부담하고 합병프리미엄에 내재된 미실현 시너지이익(unrealized synergy gains)을 모두 향유하기 위해 상대적으로 합병대가를 현금성 자산으로 지급할 가능성이 증가될 것으로 예측된다.

이처럼 감사보수(audit fee)가 내포하고 있는 다양한 논리적 개념으로 인해 인수기업이 피인수기업에 대해 합병대가(premium)를 어떠한 방식으로 지급(payment method)할지에 대해 사전적으로 예측하는 것이 어려울 수 있다. 이에 따라 본 연구에서는 서로 상반되는 두 가지 논리적 흐름을 바탕으로 다음과 같은 연구가설을 설정한다.

가설 2 : 합병대가의 지급방식은 피인수기업의 감사보수에 따라 차이가 존재한다.

한편 본 연구에서는 이상의 연구가설을 검증하기 위해 다음과 같은 구체적인 두 가지 연구모형을 설정하여 실증분석을 수행한다.

$$MA_t = \beta_0 + \beta_1 AUF1(AUF2)_t + \beta_2 MB_t + \beta_3 LEV_t + \beta_4 SIZE_t + \beta_5 SPREAD_t + \beta_6 RETVOL_t + \beta_7 EQ_t + \beta_8 ROA_t + \beta_9 CF_t + e_t \quad \text{식 (1)}$$

$$Pr_Cash(Pct_Cash)_t = \beta_0 + \beta_1 AUF1(AUF2)_t + \beta_2 MB_tg_t + \beta_3 MB_aq_t + \beta_4 LEV_tg_t + \beta_5 LEV_aq_t + \beta_6 SIZE_tg_t + \beta_7 SIZE_aq_t + \beta_8 SPREAD_tg_t + \beta_9 RETVOL_tg_t + \beta_{10} EQ_tg_t + \beta_{11} ROA_tg_t + \beta_{12} RELATION_t + e_t \quad \text{식 (2)}$$

- MA : M&A 성사될 가능성(likelihood)의 측정변수로 기업이 인수되었으면 1, 아니면 0인 더미변수,
- Pr_Cash : 합병대가 지급방식의 측정치로 취득자가 90% 이상을 현금으로 지불하면 1, 아니면 0인 더미변수,
- Pct_Cash : 합병대가 지급방식의 측정치로 취득자가 현금으로 지불한 대가의 비율,
- AUF1 : 감사보수의 자연로그 값,
- AUF2 : 감사보수와 감사관련보수 합계의 자연로그 값³⁾,
- MB : 기초시점의 순자산 대비 시장가치의 비율(MB_tg는 피인수기업의 비율, MB_aq는 인수기업의 비율),
- LEV : 기초시점의 총부채를 자기자본의 시장가치로 나눈 레버리지 비율(LEV_tg는 피인수기업의 비율, LEV_aq는 인수기업의 비율),
- SIZE : 기초시점의 총자산의 자연로그 값(SIZE_tg는 피인수기업의 값, SIZE_aq는 인수기업의 값),
- SPREAD : 전년도의 250 거래일 동안 스프레드의 중간 지점으로 스케일링된 일일 호가 차이의 평균으로 측정된 일일 매수-매도 스프레드(bid-ask spread),
- RETVOL : 전년도의 250 거래일 동안의 일별 주가수익률의 표준편차로 측정한 수익률 변동성,
- EQ : 발생액 품질의 측정치로 t-5년에서 t-1년까지 발생한 발생액 잔차의 음의 표준편차. 해당연도의 표본기업의 발생액 잔차는 Fama French(1997)의 48개 산업 그룹에 대한 다음 회귀식에서 산출함 : $ACC = \alpha_1 + \alpha_2 CFO_{t-1} + \alpha_3 CFO_t + \alpha_4 CFO_{t+1} + \alpha_5 \Delta REV_t + \alpha_6 GPPE_t + \varepsilon_t$, 여기서 ACC, CFO, ΔREV , GPPE의 측정치는 Raman et al.(2013) 참조,⁴⁾
- ROA : 기초시점의 총자산이익률,
- CF : 기초시점의 총자산현금흐름비율,
- RELATION : 인수기업과 피인수기업이 모두 동일한 두 자리 SIC 산업코드면 1, 아니면 0인 더미변수.

한편 본 연구는 2000년부터 2016년까지 미국의 합병 및 감사보수 관련 자료를 이용하여 실증 분석을 수행한다. 구체적으로 재무 관련 자료는 Compustat 데이터베이스, 주가 관련 자료는 CRSP(Center for Research in Security Prices) 그리고 감사보수 등 관련 자료는 Audit Analytics를

3) 일반적으로 회계사는 보증(assurance) 및 관련 업무(related services)를 전통적으로 수행합니다. 구체적으로 관련 업무(related services)에는 직원 복리 후생 관련 감사, 인수 합병과 관련된 실사, 회계 자문 및 인수와 관련된 감사, 내부통제 검토, 법령이나 규정에서 요구하지 않는 증명 서비스 및 재무 회계 및 보고기준 관련 자문업무 등이 포함된다.

4) 다른 변수와의 일관성을 위해 (-)1을 곱하므로 EQ가 높을수록 발생액의 질이 더 높은 것을 의미한다.

활용하여 수집하였다. 본 연구에서는 금융업과 입수 불가능한 자료 및 극단치 효과를 조정하여 총 43,914개의 최종 표본을 사용하였다.

Ⅲ. 분석결과

<표 2>는 본 연구에서 연구가설을 검증하기 위해 연구모형에 사용한 변수들의 기술통계치이다. 먼저 <패널 A>는 M&A 성사가능성(likelihood) 관련 변수들의 기술통계를 나타내고 있다. 종속변수인 MA의 평균은 0.037로 전체 표본 중 3.7%에서 M&A가 성사된 것으로 나타났으며, 주요 독립변수인 AUF1과 AUF2의 평균(중위수)은 각각 13.357(13.325)와 13.443(13.410)로 나타나 평균과 중위수가 큰 차이를 보이지 않고 있다. 다음으로 <패널 B>는 M&A 대가(premium)의 지급방식 관련 변수들의 기술통계를 보여주고 있다. 종속변수인 Pr_Cash과 Pct_Cash의 평균(중위수)은 각각 0.605(1.000)와 0.708(1.000)로 M&A 대가(premium)의 지급방식으로 90% 이상을 현금으로 지불한 비율이 60.5% 그리고 M&A 대가(premium) 중 현금으로 지불한 대가의 비율은 70.8%로 나타났다. 한편 나머지 통제변수들의 평균도 선행연구와 큰 차이를 보이지는 않는 것으로 나타났다.

<표 2> 기술통계치

<패널 A> M&A 성사가능성(likelihood)							
변수	평균	표준편차	최소값	25%	중위수	75%	최대값
MA	0.037	0.188	0.000	0.000	0.000	0.000	1.000
AUF1	13.357	1.334	10.663	12.354	13.325	14.230	16.906
AUF2	13.443	1.348	10.714	12.437	13.410	14.315	17.064
MB	3.282	4.219	0.245	1.232	2.051	3.591	30.621
LEV	0.191	0.191	0.000	0.004	0.147	0.319	0.722
SIZE	6.050	2.098	1.838	4.517	5.926	7.447	11.506
SPREAD	0.046	0.025	0.012	0.028	0.040	0.059	0.131
RETVOL	0.146	0.093	0.034	0.083	0.122	0.181	0.540
EQ	-1.681	7.087	-39.390	-0.193	-0.061	-0.025	0.000
ROA	-0.042	0.241	-1.292	-0.047	0.028	0.071	0.275
CF	0.004	0.236	-1.193	-0.005	0.067	0.116	0.326

〈표 2〉 기술통계치 (계속)

<패널 B> M&A 대가(premium)의 지급방식							
변수	평균	표준편차	최소값	25%	중위수	75%	최대값
Pr_Cash	0.605	0.489	0.000	0.000	1.000	1.000	1.000
Pct_Cash	0.708	0.406	0.000	0.350	1.000	1.000	1.000
AUF1	13.389	1.167	8.488	12.527	13.429	14.152	18.214
MB_tg	3.350	4.457	0.362	1.354	2.222	3.709	36.752
MB_aq	3.442	3.093	0.420	1.626	2.455	4.090	18.882
LEV_tg	0.161	0.185	0.000	0.000	0.087	0.282	0.688
LEV_aq	0.187	0.171	0.000	0.022	0.163	0.286	0.672
SIZE_tg	0.773	0.201	0.330	0.621	0.794	0.974	1.135
SIZE_aq	7.791	2.087	3.262	6.272	7.700	9.381	12.039
SPREAD_tg	0.047	0.024	0.013	0.029	0.040	0.059	0.128
RETVOL_tg	0.145	0.089	0.041	0.085	0.122	0.176	0.543
EQ_tg	-3.577	10.392	-39.390	-0.564	-0.107	-0.033	-0.001
ROA_tg	-0.046	0.236	-1.292	-0.057	0.028	0.070	0.280
RELATION	0.705	0.456	0.000	0.000	1.000	1.000	1.000

주1) 변수정의 : MA는 M&A 성사될 가능성(likelihood)의 측정변수로 기업이 인수되었으면 1, 아니면 0인 더미변수, AUF1 : 감사보수의 자연로그 값, AUF2 : 감사보수와 감사관련보수 합계의 자연로그 값, Pr_Cash : 합병대가 지급방식의 측정치로 취득자가 90% 이상을 현금으로 지불하면 1, 아니면 0인 더미변수, Pct_Cash : 합병대가 지급방식의 측정치로 취득자가 현금으로 지불한 대가의 비율, MB : 기초시점의 순자산 대비 시장가치의 비율(MB_tg는 피인수기업의 비율, MB_aq는 인수기업의 비율), LEV : 기초시점의 총부채를 자기자본의 시장가치로 나눈 레버리지 비율(LEV_tg는 피인수기업의 비율, LEV_aq는 인수기업의 비율), SIZE : 기초시점의 총자산의 자연로그 값(SIZE_tg는 피인수기업의 값, SIZE_aq는 인수기업의 값), SPREAD : 전년도 250 거래일 동안 스프레드의 중간 지점으로 스케일링된 일일 호가 차이의 평균으로 측정된 일일 매수-매도 스프레드(bid-ask spread)(SPREAD_tg는 피인수기업의 값), RETVOL : 전년도 250 거래일 동안의 일별 주가수익률의 표준편차로 측정한 수익률 변동성(RETVOL_tg는 피인수기업의 값), EQ : 발생액 품질의 측정치로 t-5년에서 t-1년까지 발생한 발생액 잔차의 음의 표준편차. 해당연도의 표본기업의 발생액 잔차는 Fama French(1997)의 48개 산업 그룹에 대한 다음 회귀식에서 산출함 : $ACC = \alpha_1 + \alpha_2CFO_{t-1} + \alpha_3CFO_t + \alpha_4CFO_{t+1} + \alpha_5\Delta REV_t + \alpha_6GPPE_t + \varepsilon_t$, 여기서 ACC, CFO, ΔREV , GPPE의 측정치는 Raman et al.(2013) 참조(EQ_tg는 피인수기업의 값), ROA : 기초시점의 총자산이익률(ROA_tg는 피인수기업의 비율), CF : 기초시점의 총자산현금흐름비율, RELATION : 인수기업과 피인수기업이 모두 동일한 두 자리 SIC 산업코드면 1, 아니면 0인 더미변수.

다음으로 <표 3>은 주요변수 간의 상관관계 분석결과를 나타내고 있다. 먼저 <패널 A>는 M&A 성사가가능성(likelihood) 관련 변수들의 상관관계를 보여주고 있다.

<표 3> 상관관계 분석

<패널 A> M&A 성사가가능성(likelihood)										
	MA	AUF1	AUF2	MB	LEV	SIZE	SPREAD	RETVOL	EQ	ROA
AUF1	-0.004									
AUF2	-0.005	0.993*								
MB	-0.009	-0.004	-0.002							
LEV	0.004	0.210*	0.214*	0.058*						
SIZE	-0.025*	0.826*	0.833*	-0.079*	0.336*					
SPREAD	0.023*	-0.443*	-0.446*	0.010*	-0.112*	-0.528*				
RETVOL	0.008	-0.348*	-0.347*	0.053*	-0.085*	-0.401*	0.786*			
EQ	-0.027*	0.061*	0.053*	-0.020*	0.087*	0.083*	-0.087*	-0.071*		
ROA	-0.021*	0.240*	0.240*	-0.160*	0.075*	0.383*	-0.502*	-0.401*	0.040*	
CF	-0.018*	0.240*	0.239*	-0.161*	0.088*	0.386*	-0.485*	-0.386*	0.034*	0.987*

<패널 B> M&A 대가(premium)의 지급방식													
	Pr_Cash	Pct_Cash	AUF1	MB_tg	MB_aq	LEV_tg	LEV_aq	SIZE_tg	SIZE_aq	SPREAD_tg	RETVOL_tg	EQ_tg	ROA_tg
Pct_Cash	0.888*												
AUF1	0.009	0.037											
MB_tg	-0.103*	-0.100*	0.015										
MB_aq	-0.072*	-0.077*	0.040	0.212*									
LEV_tg	-0.250*	-0.213*	0.225*	0.170*	0.013								
LEV_aq	-0.116*	-0.091*	0.184*	0.012	0.253*	0.479*							
SIZE_tg	-0.175*	-0.170*	0.300*	-0.153*	-0.117*	0.237*	-0.009						
SIZE_aq	0.119*	0.148*	0.425*	0.097*	0.126*	0.175*	0.279*	-0.463*					
SPREAD_tg	-0.099*	-0.155*	-0.420*	0.042	0.054	-0.192*	-0.205*	-0.317*	-0.221*				
RETVOL_tg	-0.086*	-0.145*	-0.353*	0.125*	0.063	-0.116*	-0.169*	-0.263*	-0.129*	0.794*			
EQ_tg	0.021	0.035	0.117*	-0.028	0.025	0.138*	0.146*	0.079*	0.072*	-0.197*	-0.114*		
ROA_tg	0.076*	0.123*	0.224*	-0.079*	-0.079*	0.108*	0.070	0.249*	0.175*	-0.558*	-0.410*	0.076*	
RELATION	-0.010	0.008	-0.053	0.007	-0.022	0.016	-0.054	0.251*	-0.254*	0.028	0.039	0.002	-0.054

주1) Pearson 상관관계를 나타내며, *는 5% 수준에서 유의함을 의미함.

주2) 변수정의는 <표 2> 참조.

구체적으로 종속변수인 MA와 주요변수 간의 상관관계를 살펴보면, 주요 독립변수인 AUF1, AUF2와는 모두 유의한 상관관계가 나타나지 않았으며, SIZE, EQ, ROA, CF와의 상관관계수는 모두 유의한 음의 상관관계 그리고 SPREAD와의 상관관계수는 모두 유의한 양의 상관관계를 보이고 있다. 다음으로 <패널 B>는 M&A 대가(premium)의 지급방식 관련 변수들의 상관관계를 보여주고 있다. 구체적으로 종속변수인 Pr_Cash와 주요변수 간의 상관관계를 살펴보면, 주요 독립변수인 AUF1와는 유의한 상관관계가 나타나지 않았으며, SIZE_aq, ROA_tg와의 상관관계수는 모두 유의한 양의 상관관계 그리고 MB_tg, MB_aq, LEV_tg, LEV_aq, SIZE_tg, SPREAD_tg, RETVOL_tg와의 상관관계수는 모두 유의한 음의 상관관계를 보이고 있다. 마찬가지로 종속변수인 Pct_Cash와 주요 독립변수인 AUF1 사이에서도 유의한 상관관계가 나타나지 않았다. 한편 상관관계 분석은 모든 통제변수의 효과를 반영하고 있지 않으므로 구체적인 회귀분석을 통해 구체적으로 살펴본다.

<표 4>는 피인수기업의 감사보수(audit fee)에 따라 M&A가 성사될 가능성(likelihood)에 유의한 차이가 존재하는지를 살펴본 회귀분석결과이다. 구체적으로 감사보수 측정치인 AUF1(audit fees)과 AUF2(sum of audit fees and audit related fees)의 회귀계수 값은 모형1과 모형2에서 각각 0.227과 0.222로 모두 1% 수준에서 유의한 양의 값이 도출되어 피인수기업의 감사보수(audit fee)가 증가할수록 M&A가 성사될 가능성(likelihood)이 유의하게 증가하는 것으로 나타났다. 이는 피인수기업의 감사인이 상대적으로 높은 수준의 감사보수를 받는 경우 인수기업과 인수기업의 투자자들이 인지하는 재무적 위험과 소송위험 등이 상대적으로 감소하여 M&A가 성사될 가능성은 상대적으로 증가하는 것으로 해석할 수 있다.

이러한 분석결과는 인수기업이 피인수기업의 전반적인 위험수준에 대한 평가기준으로 피인수기업의 감사보수를 감사품질의 대용치로 사용하고 있으며, 감사보수가 인수기업과 피인수기업 사이의 정보비대칭(information asymmetry) 문제를 완화시키는데 실질적인 도움을 줄 수 있으므로 유용한 정보효과가 존재함을 시사해 주고 있다.

<표 4> M&A 성사가가능성(likelihood) 관련 회귀분석 결과

변수	모형1	모형2
Constant	-6.366*** (-7.64)	-6.303*** (-7.57)
AUF1	0.227*** (5.19)	
AUF2		0.222*** (5.04)
MB	-0.027*** (-3.00)	-0.027*** (-3.01)
LEV	0.591*** (3.52)	0.587*** (3.50)

〈표 4〉 M&A 성사가능성(likelihood) 관련 회귀분석 결과 (계속)

변수	모형1	모형2
SIZE	-0.171*** (-5.44)	-0.171*** (-5.31)
SPREAD	2.986 (1.57)	3.020 (1.58)
RETVOL	-0.922** (-2.05)	-0.929** (-2.07)
EQ	-0.005 (-1.21)	-0.005 (-1.20)
ROA	-1.180** (-2.05)	-1.202** (-2.09)
CF	0.989* (1.65)	1.015* (1.70)
Industry Fixed	Yes	Yes
Year Fixed	Yes	Yes
Pseudo R ²	0.027	0.026
Prob > chi ²	0.001	0.001

주1) *, **, ***는 각각 10%, 5%, 1% 수준에서 유의함.

주2) 변수정의

- MA : M&A 성사될 가능성(likelihood)의 측정변수로 기업이 인수되었으면 1, 아니면 0인 더미변수,
 AUF1 : 감사보수의 자연로그 값,
 AUF2 : 감사보수와 감사관련보수 합계의 자연로그 값,
 MB : 기초시점의 순자산 대비 시장가치의 비율,
 LEV : 기초시점의 총부채를 자기자본의 시장가치로 나눈 레버리지 비율,
 SIZE : 기초시점의 총자산의 자연로그 값,
 SPREAD : 전년도 250 거래일 동안 스프레드의 중간 지점으로 스케일링된 일일 호가 차이의 평균
 으로 측정된 일일 매수-매도 스프레드(bid-ask spread),
 RETVOL : 전년도 250 거래일 동안의 일별 주가수익률의 표준편차로 측정한 수익률 변동성,
 EQ : 발생액 품질의 측정치로 t-5년에서 t-1년까지 발생한 발생액 잔차의 음의 표준편차. 해
 당연도의 표본기업의 발생액 잔차는 Fama French(1997)의 48개 산업 그룹에 대한 다음 회
 귀식에서 산출함 : $ACC = \alpha_1 + \alpha_2CFO_{t-1} + \alpha_3CFO_t + \alpha_4CFO_{t+1} + \alpha_5\Delta REV_t + \alpha_6GPPE_t + \epsilon_t$,
 여기서 ACC, CFO, ΔREV , GPPE의 측정치는 Raman et al.(2013) 참조,
 ROA : 기초시점의 총자산이익률,
 CF : 기초시점의 총자산현금흐름비율.

다음으로 <표 5>는 피인수기업의 감사보수(audit fee)에 따라 합병대가(M&A premium)의 지
 급방식(payment method)에 유의한 차이가 존재하는지를 살펴본 회귀분석결과이다.

<표 5> M&A 대가(premium)의 지급방식 관련 회귀분석 결과

<패널 A> M&A 대가(premium)의 현금지급 여부(Pr_Cash) ⁵⁾				
변수	모형1	모형2	모형3	모형4
Constant	5.384*** (3.42)	7.119*** (4.05)	5.648*** (3.36)	7.383*** (3.97)
AUF1	-0.375** (-2.55)	-0.308** (-2.06)		
AUF2			-0.404** (-2.49)	-0.338** (-2.01)
MB_tg	-0.041* (-1.72)	-0.051** (-2.03)	-0.042* (-1.73)	-0.051** (-2.02)
MB_aq	-0.088*** (-2.86)	-0.082** (-2.55)	-0.090*** (-2.90)	-0.083*** (-2.59)
LEV_tg	-2.969*** (-4.43)	-2.763*** (-3.98)	-2.965*** (-4.41)	-2.760*** (-3.96)
LEV_aq	-0.050 (-0.07)	-0.341 (-0.47)	-0.039 (-0.06)	-0.326 (-0.45)
SIZE_tg	0.388 (0.49)	-1.321 (-1.40)	0.509 (0.61)	-1.203 (-1.21)
SIZE_aq	0.352*** (4.60)	0.267*** (3.13)	0.362*** (4.49)	0.278*** (3.07)
SPREAD_tg		-18.455** (-2.13)		-18.432** (-2.13)
RETVOL_tg		0.178 (0.11)		0.181 (0.11)
EQ_tg		0.003 (0.28)		0.003 (0.24)
ROA_tg		0.268 (0.55)		0.278 (0.57)
RELATION		0.493** (2.16)		0.498** (2.18)
Industry Fixed	Yes	Yes	Yes	Yes
Year Fixed	Yes	Yes	Yes	Yes
Pseudo R ²	0.187	0.207	0.187	0.207
Prob>chi ²	0.001	0.001	0.001	0.001

5) 본 연구에서는 합병대가 지급방식의 측정치로 취득자가 90% 이상을 현금으로 지불여부를 사용하였다. 추가적으로 합병대가 지급방식의 측정치로 취득자가 100%를 현금으로 지불했는지 여부를 나타내는 더

〈표 5〉 M&A 대가(premium)의 지급방식 관련 회귀분석 결과 (계속)

〈패널 B〉 M&A 대가(premium)의 현금지급 비율(Pct_Cash)				
변수	모형1	모형2	모형3	모형4
Constant	4.366*** (188.21)	5.370*** (221.87)	4.422*** (189.98)	5.425*** (223.59)
AUF1	-0.258 (-4.10)	-0.194*** (-2.72)		
AUF2			-0.261*** (-3.97)	-0.197*** (-2.61)
MB_tg	-0.017 (-1.37)	-0.019 (-1.59)	-0.017 (-1.40)	-0.020 (-1.61)
MB_aq	-0.050** (-2.54)	-0.041** (-2.09)	-0.051** (-2.56)	-0.042** (-2.10)
LEV_tg	-1.828** (-4.33)	-1.581*** (-3.79)	-1.834*** (-4.34)	-1.582*** (-3.79)
LEV_aq	-0.033 (-0.08)	-0.246 (-0.57)	-0.028 (-0.06)	-0.243 (-0.56)
SIZE_tg	0.365 (0.71)	-0.843 (-1.40)	0.387 (0.72)	-0.837 (-1.32)
SIZE_aq	0.262*** (5.33)	0.183*** (3.34)	0.263*** (5.19)	0.183*** (3.22)
SPREAD_tg		-10.847** (-2.13)		-10.931** (-2.13)
RETVOL_tg		-0.445 (-0.41)		-0.437 (-0.41)
EQ_tg		0.001 (0.07)		0.001 (0.06)
ROA_tg		0.373 (1.17)		0.383 (1.20)
RELATION		0.337** (2.43)		0.339** (2.44)
Industry Fixed	Yes	Yes	Yes	Yes
Year Fixed	Yes	Yes	Yes	Yes
Adj. R ²	0.136	0.155	0.135	0.155
Prob>F	0.001	0.001	0.001	0.001

주1) *, **, ***는 각각 10%, 5%, 1% 수준에서 유의함.

미변수를 사용한 경우에도 기본적인 분석결과는 <표 5>의 <패널 A>와 동일하였다.

주2) 변수정의

- Pr_Cash : 합병대가 지급방식의 측정치로 취득자가 90% 이상을 현금으로 지불하면 1, 아니면 0인 더미변수,
 Pct_Cash : 합병대가 지급방식의 측정치로 취득자가 현금으로 지불한 대가의 비율,
 AUF1 : 감사보수의 자연로그 값,
 AUF2 : 감사보수와 감사관련보수 합계의 자연로그 값,
 MB : 기초시점의 순자산 대비 시장가치의 비율(MB_tg는 피인수기업의 비율, MB_aq는 인수기업의 비율),
 LEV : 기초시점의 총부채를 자기자본의 시장가치로 나눈 레버리지 비율(LEV_tg는 피인수기업의 비율, LEV_aq는 인수기업의 비율),
 SIZE : 기초시점의 총자산의 자연로그 값(SIZE_tg는 피인수기업의 값, SIZE_aq는 인수기업의 값),
 SPREAD_tg : 피인수기업의 전년도 250 거래일 동안 스프레드의 중간 지점으로 스케일링된 일일 호가 차이의 평균으로 측정된 일일 매수-매도 스프레드(bid-ask spread),
 RETVOL_tg : 피인수기업의 전년도 250 거래일 동안의 일별 추가수익률의 표준편차로 측정한 수익률 변동성,
 EQ_tg : 피인수기업의 발생액 품질 측정치로 t-5년에서 t-1년까지 발생한 발생액 잔차의 음의 표준편차. 해당연도의 표본기업의 발생액 잔차는 Fama French(1997)의 48개 산업 그룹에 대한 다음 회귀식에서 산출함 : $ACC = \alpha_1 + \alpha_2 CFO_{t-1} + \alpha_3 CFO_t + \alpha_4 CFO_{t+1} + \alpha_5 \Delta REV_t + \alpha_6 GPPE_t + \varepsilon_t$, 여기서 ACC, CFO, ΔREV , GPPE의 측정치는 Raman et al.(2013) 참조,
 ROA_tg : 피인수기업의 기초시점 총자산이익률,
 RELATION : 인수기업과 피인수기업이 모두 동일한 두 자리 SIC 산업코드면 1, 아니면 0인 더미변수.

구체적으로 종속변수가 Pr_Cash인 회귀분석의 모형1과 모형2에서 감사보수의 측정치인 AUF1의 회귀계수 값은 각각 -0.375와 -0.308로 모두 5% 수준에서 유의한 음의 값, 모형3과 모형4에서 AUF2의 회귀계수 값은 각각 -0.404와 -0.338로 모두 5% 수준에서 유의한 음의 값이 도출되어 피인수기업의 감사보수(audit fee)가 증가할수록 M&A 대가(premium)의 지급방식으로 현금을 지불할 가능성(likelihood)이 유의하게 감소하는 것으로 나타났다. 이는 인수기업 입장에서는 피인수기업의 감사보수가 상대적으로 높은 경우 피인수기업의 재무보고위험 등으로 나타나는 전반적인 위험수준이 낮은 것으로 평가하여 현금보다 주식으로 지불할 가능성(likelihood)이 상대적으로 증가하는 것으로 해석할 수 있다.

다음으로 종속변수가 Pct_Cash인 회귀분석에서도 감사보수의 측정치인 AUF1의 회귀계수 값은 -0.194로 1%수준에서 유의한 음의 값, AUF2의 회귀계수 값은 각각 -0.261과 -0.197로 모두 1%수준에서 유의한 음의 값이 도출되어 피인수기업의 감사보수(audit fee)가 증가할수록 합병대가(M&A premium)의 지급방식으로 현금으로 지불한 대가의 비율이 유의하게 감소하는 것으로 나타났다. 이는 <패널 A>의 분석결과와 동일하게 인수기업이 상대적으로 높은 감사보수를 보고하는 피인수기업에 대해 재무보고위험 등으로 나타나는 전반적인 위험수준을 낮은 것으로 받아들여 즉, 인수기업의 과대평가(overvaluation)에 따른 위험이 상대적으로 높지 않은 것으로 판단하고 피인수기업과의 위험공유(risk-sharing)를 위한 방법으로 현금보다 주식으로 지불할

가능성(likelihood)이 상대적으로 증가하는 것으로 해석할 수 있다.

IV. 결 론

본 연구에서는 피인수기업이 부담하는 감사보수라는 직접적인 재무정보를 이용하여 인수합병(M&A)과의 다양한 관련성을 살펴보았다. 구체적으로 본 연구에서는 먼저 기업의 감사보수가 해당 기업의 전반적인 위험수준(level risks)과 감사품질을 체계적으로 반영하고 있다는 선행연구의 결과에 근거하여, 감사보수가 실사(due diligence) 단계를 거쳐 나타나는 합병의 성사가능성(likelihood)에서 피인수기업의 감사보수가 유용한 정보로 활용될 수 있는지를 실증적으로 살펴보았다. 다음으로 합병(M&A)이 인수기업과 피인수기업에 감사업무를 수행하고 있는 감사인들의 경제적 유인(economic incentive)과 소송위험(litigation risk)에 중대한 변화를 초래할 수 있다는 사실에 근거하여, 합병대가의 지급방식(payment method)에 미치는 영향에 대해서도 실증적으로 살펴보았다.

분석결과를 요약하면 다음과 같다. 첫째, 피인수기업의 감사보수와 합병(M&A)의 성사가능성(likelihood)의 관련성을 살펴본 결과 피인수기업의 감사인이 상대적으로 높은 수준의 감사보수를 받는 경우 인수기업과 인수기업의 투자자들이 인지하는 소송위험이 상대적으로 감소하여 합병(M&A)이 성사될 가능성이 유의하게 증가하는 것으로 나타났다. 이는 인수기업이 피인수기업의 전반적인 위험수준에 대한 평가기준으로 피인수기업의 감사보수를 감사품질의 대용치로 사용하고 있으며, 감사보수가 인수기업과 피인수기업 사이의 정보비대칭(information asymmetry) 문제를 완화시키는데 실질적인 도움을 줄 수 있으므로 유용한 정보효과가 존재함을 보여주고 있다. 둘째, 피인수기업의 감사보수가 증가할수록 합병대가(M&A premium)의 지급방식으로 현금을 지불할 가능성(likelihood)이 유의하게 감소하는 것으로 나타났다. 이는 인수기업 입장에서 피인수기업의 감사보수가 상대적으로 높은 경우 피인수기업의 재무보고위험 등으로 나타나는 전반적인 위험수준이 낮은 것으로 평가하여 현금보다 주식으로 지불할 가능성(likelihood)이 상대적으로 증가하는 것으로 해석할 수 있다. 마지막으로 피인수기업의 감사보수가 증가할수록 합병대가(M&A premium)의 지급방식으로 현금으로 지불한 대가의 비율이 유의하게 감소하는 것으로 나타났다. 이는 인수기업이 상대적으로 높은 감사보수를 보고하는 피인수기업에 대해 인수기업의 과대평가에 따른 위험이 높지 않은 것으로 보고 피인수기업과의 위험공유(risk-sharing)를 위한 방법으로 현금보다 주식으로 지불할 가능성(likelihood)이 상대적으로 증가하는 것으로 볼 수 있다.

이상의 본 연구결과는 기존의 감사인 측면에서 합병(M&A)의 의사결정을 살펴본 선행연구에 대해 추가적으로 유용한 측정치를 사용한다는 연구방법론적인 측면의 공헌점과 더불어 감사인

의 미래 경제적 인센티브가 감사인의 행동유인에 미치는 영향을 명시적으로 고려한다는 점에서 학문적·실무적으로 추가적인 공헌점을 제공하고 있다. 구체적으로 본 연구의 기대효과를 요약하면 다음과 같다. 첫째, 피인수기업의 재무제표를 통한 진실된 기업의 가치평가가 이루어져야 하는 합병(M&A)의 속성상 피인수기업의 감사보수에 대한 정보는 그동안의 합병(M&A)을 피인수기업의 감사품질 관점에서 살펴본 선행연구에 대해 추가적인 정보를 제공할 수 있는 연구방법론으로 활용될 수 있다. 둘째, 그동안의 선행연구들은 주로 피인수기업의 감사인 규모와 감사의 결과물인 재무제표의 품질수준에만 초점을 맞추어 합병(M&A)의 경제적 의사결정에 미치는 영향을 살펴보았으나, 이는 피인수기업 감사인의 보다 체계적인 이해관계를 정확히 반영하지는 못한 것으로 판단된다. 감사품질의 최종 결과물로 나타나는 재무제표의 품질수준에 추가하여 미래에 발생할 수 있는 피인수기업 감사인의 경제적 인센티브의 손실가능성 그리고 잠재적으로 증가할 수 있는 소송위험을 직접적인 분석대상으로 고려한다면 그동안의 선행연구들이 제시하지 못한 인수기업과 피인수기업 감사인의 이해관계와 행동변화 유인을 보다 체계적으로 살펴볼 수 있을 것으로 기대된다.

참고문헌

- Anderson, D., Stokes, D., and I. Zimmer. 1993. Corporate takeovers and auditor switching. *Auditing : A Journal of Practise and Theory* 12 (1) : 65–65.
- Beattie, V., and S. Fearnley. 1995. The importance of audit firm characteristics and the drivers of auditor change in UK listed companies. *Accounting and Business Research* 25 (100) : 227–239.
- Beaulieu, P. R. 2001. The effects of judgments of new clients' integrity upon risk judgments, audit evidence, and fees. *Auditing : A Journal of Practice & Theory* 20 (2) : 85–99.
- Bedard, J. C., and K. M. Johnstone. 2004. Earnings manipulation risk, corporate governance risk, and auditors' planning and pricing decisions. *The Accounting Review* 79 (2) : 277–304.
- Shannon L. C., S. M. Glover, and N. Y. Sharp. 2010. The Association between financial reporting risk and audit fees before and after the historic events surrounding SOX. *Auditing : A Journal of Practice & Theory* 29 (1) : 15–39
- DeAngelo, L. E. 1981. Auditor size and audit quality. *Journal of Accounting and Economics* 3 (3) : 183–199.
- DeAngelo, L. E. 1981. Auditor independence, 'low balling', and disclosure regulation. *Journal of Accounting and Economics* 3 (2) : 113–127.
- DeFranco, G., I. Gavius, J., Y. Jin, and G. D. Richardson. 2011. Do private company targets that hire Big 4 auditors receive higher proceeds?. *Contemporary Accounting Research* 28 (1) : 215–62.
- Dye, R. 1993. Auditing standards, legal liability, and auditing wealth. *Journal of Political Economy* 101 (5) : 887–14.
- Firth, M. 1999. Company takeovers and the auditor choice decision. *Journal of International Accounting, Auditing & Taxation* 8 (2) : 197–214.
- Frankel, R. M., M. F. Johnson, and K. K. Nelson. 2002. The relation between auditors' fees for nonaudit services and earnings management. *The Accounting Review* 77 (S–1) : 71–105.
- Gul, F. A., C. J. P. Chen, and J. S. L. Tsui. 2003. Discretionary accounting accruals, managers' incentives, and audit fees. *Contemporary Accounting Research* 20 (3) : 441–464.
- Gregory, A., and P. Collier. 1996. Audit fees and auditor change : An investigation of the persistence of fee reduction by type of change. *Journal of Business finance and Accounting* 23 : 13–28.
- Hogan, C. E., and M. S. Wilkins. 2008. Evidence on the audit risk model : Do auditors increase

- audit fees in the presence of internal control deficiencies?. *Contemporary Accounting Research* 25 (1) : 219–242.
- Houston, R. W. 1999. The effects of fee pressure and client risk on audit seniors' time budget decisions. *Auditing : A Journal of Practice & Theory* 18 (2) : 70–86.
- Larcker, D. F., and S. A. Richardson. 2004. Fees paid to audit firms, accrual choices, and corporate governance. *Journal of Accounting Research* 42 (3) : 625–658.
- Louis, H. 2005. Acquirers' abnormal returns and the non-Big 4 auditor clientele effect. *Journal of Accounting and Economics* 40 (1–3) : 75–99.
- Lyon, J. D., and M. W. Maher. 2005. The importance of business risk in setting audit fees : evidence from cases of client misconduct. *Journal of Accounting Research* 43 (1) : 133–151.
- McNichols, M., and S. Stubben. 2015. The effect of target-firm accounting quality on valuation in acquisitions. *Review of Accounting Studies* 20 : 110–140.
- Menon, K., and J. D. Williams. 1994. The use of audit committees for monitoring. *Journal of Accounting and Public Policy* 13 : 121–39.
- Lasse Niemia, Hannu Ojalaa, and Tomi Seppäläb. 2013. Valuation of takeover targets and auditor quality. *Die Betriebswirtschaft Business Administration Review (BARev)* 4/13 : 1–43.
- Phillips, F. 1999. Auditor attention to and judgments of aggressive financial reporting. *Journal of Accounting Research* 37 (1) : 167–189.
- Raman, K., L. Shivakumar, and A. Tamayo. 2013. Targets' earnings quality and bidders' takeover decisions. *Review of Accounting Studies* 18 : 1050–1087.
- Woo, E. S., and H. C. Koh. 2001. Factors associated with auditor changes : a Singapore study. *Accounting and Business Research* 31 (2) : 133–144.
- Yuan Xie, Han S. Yi, and Y. Zhang. 2013. The value of Big N target auditors in corporate takeovers. *Auditing : A Journal of Practice & Theory* 32 (3) : 141–169.

The Effect of the Audit Fee on M&A Deals*

Sanghun Kim** · Taewoo Kim***

〈Abstract〉

M&A deals can cause significant changes in economic incentives and litigation risk for auditors performing auditing on the acquirer and target company. Audit fee information, which is reasonably determined by the free will of the acquired company and the auditor, is an important measure that can comprehensively evaluate the level risk and effort of the acquired company and the auditor. Based on previous research that a company's audit fee systematically reflects the overall level risk and audit quality, this study aims to verify whether the audit fee of the acquired company can be used as useful information in M&A market. Therefore, this study using information on the audit fee of the acquired company is evaluated to have differences in research methodology compared to the previous studies that analyzed M&A from the perspective of the acquired company's audit quality.

Empirical findings are summarized as follows : First, as the audit fee of the target company increased, the possibility of successful M&A significantly increased. Second, as the audit fee of the target company increased, the possibility and the percentage of paying in cash as a payment method for M&A significantly decreased. From the point of view of the acquired company, if the audit fee of the acquired company is relatively high, the overall risk level such as the financial reporting risk of the acquired company is evaluated as low, and therefore, this is interpreted as an increase in the tendency of acquiring companies to choose a method for risk sharing with the target company. This study is expected to make a contribution from the perspective of systematically examining the interests of auditors and incentives for behavior change compared to previous studies.

〈Key words〉 Audit Fee, M&A, Information Asymmetry, Litigation Risk

* This work was supported by the Ministry of Education of the Republic of Korea and the National Research Foundation of Korea(NRF-2021S1A5A2A01067018).

** Professor, Department of Business Administration, Dankook University, kimsh@dankook.ac.kr,
First Author

*** Associate Professor, Accounting and Finance, California State University San Bernardino,
taewoo.kim@csusb.edu, Co-author