

리츠기업의 M&A 인수가격 프리미엄 결정요인 연구 : 인수경험의 조절효과

A Study on the Determinants of M&A Acquisition Premiums in REITs
: The Moderating Effect of Acquisition Experience

심 승 현 (Sim, Seung-Hyeon)*
노 승 한 (Ro, Seung-Han)**

< Abstract >

This study investigates the determinants of REIT acquisition premiums and the moderating effect of acquisition experience. Using 506 M&A transactions from ten countries (1995–2022), this study employs a hierarchical moderated regression model to analyze the effects of REITs vs. non-REIT firms and management structure (self-managed vs. externally managed) on acquisition premiums. The results show that REITs pay lower acquisition premiums than non-REIT firms. As acquisition experience increases, REITs further reduce premiums, whereas non-REIT firms increase them. Consistent with transparency theory, this suggests that REITs' strict disclosure rules and transparent governance effectively deter managerial overpayment. Furthermore, the direct impact of management structure on premiums was significant, showing that self-managed REITs pay higher premiums than externally managed REITs. In addition, the interaction between management structure and acquisition experience was significant: specifically, self-managed REITs decreased premiums with more experience, whereas externally managed REITs increased them. Based on transparency theory, these findings demonstrate that REIT characteristics, information asymmetry, and agency costs drive acquisition decisions.

Keyword : Acquisition Premium, REITs, Management Structure, Acquisition Experience, Transparent Theory

I. 서론

1. 연구의 배경과 목적

기업의 인수합병(M&A) 과정에서 인수기업이 피인수기업의 시장가치 대비 초과 지불하는 인수가격 프리미엄(acquisition premium)은 인수 의사결정의 효율성과 과지불(overpayment) 여부를 평가하는 핵심 지표이다. 이전 연구들은 기업이 가치창출(Haspeslagh

and Jemison, 1991)에 따른 잠재적 시너지 효과에 대한 기대뿐만 아니라, 경영자의 오만(hubris)이나 과신과 같은 판단으로 인수가격 프리미엄을 지불한다고 설명해 왔다. 기존의 많은 M&A 연구들(Bradley et al., 1988; Moeller et al., 2004)은 공시 전후의 누적 초과수익률(CAR)을 통해 시장의 반응을 평가하는 데 집중해 왔다면, 인수가격 프리미엄에 관한 M&A 연구는 “인수기업이 피인수기업을 실제로 얼마나 비싸게 샀는가?”라는 경영진의 전략적 의사결정 결과를 보다 직접적으로 보여준다는 점에서 중요한 학술적 의미를

* 건국대학교 부동산학과 박사과정, ssh930816@gmail.com, 주저자

** 본 학회 중신회원, 건국대학교 부동산학과 교수, shro@konkuk.ac.kr, 교신저자

지닌다.

이러한 일반적인 M&A 이론을 부동산 투자에 특화된 부동산투자회사인 리츠(REITs)에 적용할 경우, 일반 기업과는 근본적으로 다른 의사결정 구조와 시장 환경에 놓이게 된다. 리츠는 법적 규제에 의해 높은 공시 의무와 지배구조의 투명성이 요구되며, 일정 비율 이상의 배당을 의무화하는 등 자산 운용 방식에 엄격한 제약을 받는다. 리츠를 대상으로 한 기존의 전통적인 M&A 연구들(Campbell et al., 2001, 2005; Womack, 2012 등) 역시 CAR를 중심으로 성과를 분석해 왔으나, 시장지배권 이론과 대리인 비용(agency cost) 이론이 존재하며 일관된 결론에 도달하지 못하였다. 리츠 고유의 높은 정보 투명성과 규제 기반 운용 특성은 M&A 시장에서 정보 비대칭 수준을 일반 기업과 다르게 형성하며, 이는 인수전략과 인수가격 프리미엄 산정 방식에 차이가 발생한다. 하지만 리츠의 인수가격 프리미엄 결정 구조 자체를 직접적으로 다룬 연구는 여전히 매우 제한적인 실정이다.

리츠 내부의 지배구조 특성인 리츠 관리유형(management structure)은 대리인 비용과 정보 비대칭 수준을 결정하는 핵심 요인으로 작용한다(Omokhomion et al., 2018). 자기관리형(self-managed) 리츠와 위탁관리형(externally managed) 리츠는 외부 자산운용사와의 정보 교류 및 다중 검증 여부에 따라 정보 비대칭 구조가 상이하므로, 이는 M&A 거래 시 지불하는 인수가격 프리미엄의 크기에 직접적인 영향을 미칠 것으로 예상된다. 또한, 인수기업 경영진의 인수경험(acquisition experience)은 인수가격 프리미엄 지급 행태를 조절하는 중요한 양면적 변수이다. 반복된 인수경험은 의사결정의 효율성을 높이는 학습효과(learning effect)를 가져올 수도 있지만, 반대로 인수경험이 경영진의 과신을 강화하여 오히려 과지불을 초래하는 과신효과를 가져올 수도 있다.

본 연구는 글로벌 M&A 시장을 대상으로 리츠 기업의 제도적 특성과 관리유형, 그리고 경영진의 인수경험이 인수가격 프리미엄 결정에 어떠한 영향을 미치는지 확인하고자 한다. 본 연구는 M&A 성과를 CAR 중심으로 다루던 기존 논의에서 나아가 인수가격 프리미엄을 직접 측정함으로써 경영진의 판단적 행동(behavioral decision)을 심층적으로 분석한다는 데 의의가 있다. 또한, 일반 재무 이론에서 다룬 정보 비대칭 및 경영자의 오만 가설이 리츠라는 고유한 투명성

과 규제 환경 속에서 어떻게 나타나는지를 검증한다.

본 연구는 다음과 같이 구성한다. 다음 장에서는 관련 선행 연구를 검토한다. 제3장에서는 리츠 기업의 인수가격 프리미엄과 관리유형 및 인수경험의 조절효과를 실증 분석하는 데 사용된 데이터 출처와 방법론을 설명한다. 제4장에서는 데이터 분석 결과를 제시한다. 마지막 장에서는 결론을 서술한다.

II. 이론적 배경 및 선행연구 검토

1. 이론적 배경 및 고찰

본 연구는 리츠 기업의 M&A 인수가격 프리미엄 결정을 설명하기 위해 이전연구를 바탕으로 한 투명성 이론, 경영자의 오만 가설, 학습효과를 결합한 이론 틀을 제시한다.

첫째, 투명성 이론(transparency theory)에 따르면, 법적 공시 규정과 지배구조적 투명성을 갖춘 기업은 경영진의 자의적 재량권 행사를 통제하는 효과적인 외부 거버넌스로 작동한다. 리츠는 일반 기업과 달리 자산 운용 방식 및 재무 공시에 있어 높은 수준의 규제를 받으며, 이는 M&A 거래 시 발생할 수 있는 정보 비대칭성을 유의미하게 완화하는 기제로 작용한다.

둘째, 경영자의 오만 가설은 경영진의 과도한 자신감이나 오만이 피인수기업의 잠재적 시너지 효과를 과대평가하게 만들어 시장가치 대비 과도한 대가를 지불하는 과지불 성향을 설명한다. 일반적인 M&A 시장에서는 이러한 경영자의 오만이 인수가격 프리미엄을 상승시키는 주요 요인으로 작용한다.

셋째, 학습효과는 반복적인 거래 경험의 축적이 의사결정의 정확성과 실무적 노하우를 향상시켜 자산 취득의 효율성을 높인다고 서술한다.

본 연구는 이러한 이론적 논의를 바탕으로, 리츠의 고유한 규제 기반 투명성 환경이 경영자 오만에 따른 과지불 성향을 억제하며, 누적된 인수경험과 결합할 때 일반 기업의 과신효과와 대비되는 뚜렷한 학습효과를 발현시키는 메커니즘을 확인하고자 한다.

2. M&A 인수가격 프리미엄 및 인수경험

본 연구는 재무관리 및 경영전략 분야의 일반적인 M&A 이론을 중심으로 인수가격 프리미엄과 인수경험에 관한 선행연구를 검토한다.

인수가격 프리미엄은 인수자가 M&A 거래 시 피인수기업의 시장가치 대비 초과하여 지불한 금액으로, 경영진의 판단적 행동과 과지불 여부를 평가하는 핵심 지표이다. 이전 연구들은 기업이 잠재적인 시너지 효과(Slusky and Caves, 1991)뿐만 아니라, 경영자의 오만 및 과신(Roll, 1986; Hayward and Hambrick, 1997)과 같은 판단으로 인해 시장가치보다 높은 가격을 지불한다고 설명한다. M&A 성과를 다룬 기존 연구가 주로 공시 후의 누적초과수익률을 통해 시장 반응을 측정했다면, 인수자 중심의 연구들(Reuer et al., 2012; Amel-Zadeh and Meeks, 2019)은 인수가격 프리미엄 자체를 종속변수로 삼아 경영진의 전략적 판단과 지불 의도를 직접 분석한다.

인수가격 프리미엄 결정에 중대한 영향을 미치는 요인 중 하나는 경영진의 인수경험이다. 인수경험은 반복된 거래를 통해 의사결정의 정확도와 효율성이 향상된다는 학습효과(Baum and Ingram, 1998; Vermeulen and Barkema, 2001; Zollo and Singh, 2004; Nadolska and Barkema, 2007; Kim et al., 2011)와 과거의 인수경험이 오히려 경영진의 과도한 자신감을 유발하여 위험을 과소평가하게 만든다는 오만 가설(Levinthal and March, 1993; Malmendier and Tate, 2009)이 공존하는 양면적 개념이다(Finkelstein and Halebian, 2002; 심승현 외, 2026). 선행연구들은 인수경험의 축적이 학습효과를 통해 과지불을 억제할 수도, 혹은 과신효과를 통해 프리미엄을 증가시킬 수도 있음을 보여주며, 이는 기업이 처한 환경과 지배 구조에 따라 다르게 형성한다.

3. 리츠(REITs)의 특성 및 관리유형

리츠는 부동산 투자에 특화된 법인형 투자기구로서, 일반 기업과 비교할 때 다음과 같은 특징을 가진다. 첫째는 법·규제에 의해 높은 공시 의무와 지배구조의 투명성이 요구된다. 둘째는 일정 비율 이상의 배당을 의무화하는 구조로 인해 안정적인 배당 정책을 유지한다. 셋째는 자산·부채 비율, 투자 대상 자산 등 운용

방식에 대한 규제 기반 운용이 이루어진다. 이러한 특성(고성수·정완성, 2006)은 리츠가 M&A를 결정할 때, 일반 기업과 다른 의사결정 구조와 제약요인을 형성한다.

리츠를 대상으로 한 전통 리츠 M&A 연구는 주로 시장반응을 중심으로 수행되었다. Allen and Sirmans(1987), Campbell et al.(1998, 2001, 2005, 2011), Sahin(2005), Eichholtz and Kok(2008), Womack(2012), Alexander and Springer(2018), Kallberg and Shimizu(2021) 등은 리츠를 인수기업 또는 피인수기업으로 설정하여 공시 전후의 CAR를 분석한다. 그러나 인수기업 기준에서 리츠 여부와 인수 성과의 관계는 다음과 같이 일관된 결론에 도달하지 못하였다. 양(+)의 성과인 Allen and Sirmans(1987), Campbell, Ghosh and Sirmans(2005)는 리츠 인수가 시장지배력 확대, 규모의 경제 등과 연계되어 긍정적인 CAR를 가져오며 시장지배권 이론을 지지한다. 음(-)의 성과인 Campbell et al.(1998, 2001, 2011), Sahin(2005), 노승한(2011)은 리츠 인수가 대리인 비용의 확대와 연결되며, 인수자 기준에서 부정적 CAR를 보고하여 대리인비용 이론을 지지한다. 유의성이 없다고 분석한 Elayan and Young(1994), Eichholtz and Kok(2008)는 리츠 인수 시 CAR가 통계적으로 유의하지 않으며 시장효율성 또는 정보비대칭(Haunschild and Beckman, 1998) 완화 관점에서 해석한다.

Womack(2012)은 이러한 상이한 결과가 연구의 관점, 표본 구성, 변수 설정, 분석기간 등의 차이에 영향을 미친다고 강조한다. 리츠의 공시 및 지배구조 투명성은 리츠의 재무정책, 자금조달 방식, 인수전략에 직접적인 제약을 주기 때문에, 일반 기업과는 다른 인수가격 프리미엄 결정 구조를 형성할 수 있다. 하지만 인수가격 프리미엄을 직접 종속변수로 설정한 리츠 연구는 아직 매우 제한적이다.

리츠의 관리유형은 자기관리형 리츠와 위탁관리형 리츠로 구분된다. 자기관리형 리츠는 리츠가 직접 인력(자문, 운용, 자산관리)을 고용하여 내부적으로 운영하는 형태이며, 위탁관리형 리츠는 외부 자산운용사(AMC, 어드바이저, 스폰서 등)와 수수료 계약을 맺어 자산을 운용한다.

Omokhomion et al.(2018)은 1986년 미국 세계개혁 이후 확립된 자기관리형 리츠 제도의 성과와 효율성을 검토하는 동시에, 싱가포르·일본·말레이시아

등 위탁관리형 중심 국가들의 제도적 제약과 운용 특성을 비교·분석하였다. 그 결과, 서구권 제도에서는 자기관리형이 대리인 비용을 최소화하며 높은 성과를 보이는 반면, 아시아 제도에서는 법제·감시 인프라의 미비에도 불구하고 위탁관리형 구조가 현지 전문성 및 정보 비대칭 완화 측면에서 경쟁력을 가질 수 있음을 제시하였다. 다만 이러한 효율성은 성과연동 보수, 투명한 공시, 스폰서 지배구조 강화 등의 전제조건이 충족될 때에 한정된다고 강조한다.

다시 말해, 리츠의 관리유형은 대리인 비용 구조와 정보 비대칭 수준을 결정하는 핵심 요인이며, 국가별 제도·시장 여건에 따라 어느 구조가 더 효율적인지가 달라진다(Bers and Springer, 1997; Omokhomion et al., 2018; Yap, Ong and Yeo, 2018; Ajayi, 2024). 본 연구에서는 이러한 논의를 바탕으로, 위탁관리형 리츠는 스폰서 및 AMC 등 외부기관의 다중 검증을 통해 정보 비대칭 수준이 상대적으로 낮고, 반대로 자기관리형 리츠는 외부와의 정보 교류가 상대적으로 제한되어 정보 비대칭이 높아 인수가격 프리미엄을 더 높게 지불할 가능성도 확인하고자 한다.

4. 차별성

본 연구는 다음과 같은 측면에서 기존 연구들과 차별성을 갖는다.

첫째, M&A 성과를 누적초과수익률 중심으로 분석한 기존 리츠 M&A 연구의 한계를 벗어나, 경영진의 실질적 의사결정 결과물인 인수가격 프리미엄을 직접적인 종속변수로 설정하여 과지불 여부와 판단적 행동을 심층 분석한다.

둘째, 일반 M&A 기업과 리츠 기업 간의 제도적·재무적 특성을 비교하고, 리츠 내부의 관리유형(자기관리형 리츠 vs 위탁관리형 리츠)에 따른 정보 비대칭 구조의 차이가 인수가격 프리미엄에 미치는 영향을 체계적으로 규명한다.

셋째, 인수경험을 단순 통제변수가 아닌 조절변수로 활용한다. 학습효과와 과신효과라는 양면성을 지닌 인수경험이 리츠의 투명성 및 관리유형과 결합할 때, 인수가격 프리미엄 지불 행태의 격차를 어떻게 완화하거나 증폭시키는지 확인한다.

5. 가설설정

본 연구는 이론 고찰 및 선행연구 검토 결과를 바탕으로, 리츠 기업의 제도적 특성과 내부 관리유형, 그리고 경영진의 누적 인수경험이 인수가격 프리미엄 결정에 미치는 영향을 실증적으로 확인하고자 다음과 같은 연구가설을 설정한다.

먼저, 투명성 이론에 따라 리츠 기업은 일반 기업에 비해 높은 수준의 공시 및 지배구조 투명성을 가지며, 이는 경영진의 과지불을 통제할 수 있다.

가설 1 (H1): 리츠 기업은 리츠가 아닌 기업보다 인수가격 프리미엄이 낮을 것이다.

인수경험의 반복적 거래를 통해 리츠 기업과 일반 기업 간의 의사결정 행태 차이를 조절하는 역할을 한다. 투명성이 높은 리츠 기업은 경험이 축적될수록 학습효과가 발현되는 반면, 상대적으로 정보 비대칭이 높은 일반 기업은 과신효과가 강해질 수 있다.

가설 2 (H2): 인수경험이 증가할수록 리츠 기업은 인수가격 프리미엄을 낮추는 반면, 리츠가 아닌 기업은 프리미엄을 높일 것이다.

리츠 관리유형(자기관리형 리츠 vs 위탁관리형 리츠)에 따라 정보 비대칭성과 대리인 비용 구조가 상이하게 나타난다. 다중 검증 구조를 거치지 않고 내부 의사결정에 의존하는 자기관리형은 위탁관리형에 비해 정보 비대칭 및 경영자의 오만으로 인한 과지불 가능성이 높을 수 있다.

가설 3 (H3): 자기관리형 리츠는 위탁관리형 리츠보다 인수가격 프리미엄이 높을 것이다.

경영진의 인수경험이 축적될수록 관리유형에 따른 정보 비대칭과 의사결정의 특성은 서로 상반된 학습효과로 발현되며, 이는 인수가격 프리미엄에 대한 차별적인 조절효과로 나타날 수 있다.

가설 4 (H4): 인수경험이 증가할수록 자기관리형 리츠는 인수가격 프리미엄을 감소시키는 반면, 위탁관리형 리츠는 인수가격 프리미엄을 증가시킬 것이다.

III. 연구방법

1. 분석자료

본 연구의 분석 기간은 1995년부터 2022년까지이

며, 리츠 기업이 있는 국가를 포함한 10개국을 대상으로 한다. 표본 구성은 전체 M&A 사례인 총 506건으로 완료된 M&A 거래를 추출하여 분석한다. 리츠 여부 비교는 미국 175개 인수건, 일본 75개 인수건, 영국 56개 인수건, 프랑스 54개 인수건, 캐나다 52개 인수건, 호주 43개 인수건, 싱가포르 29개 인수건, 독일 26개 인수건, 남아프리카 22개 인수건, 벨기에 4개 인수건으로 구성된다. 리츠 관리유형 분석에는 리츠 관리유형이 구분된 253건의 리츠 인수 사례로 구성된다. 데이터는 S&P Capital IQ Pro 데이터베이스에서 인수 거래 정보와 인수가격 프리미엄 관련 정보뿐만 아니라, 리츠 여부, 관리유형, 재무정보 등을 수집한다.

본 연구의 표본 구축 과정은 <표 1>과 같다. 본 연구는 리츠기업 자체의 M&A 건수가 일반 M&A기업에 비해 절대적으로 적기 때문에, 결측치를 이유로 리츠 표본을 제거하면 연구의 핵심 실험군의 통계적 검정력(statistical power)이 훼손된다. 리츠는 SEC 공시(10-K, 10-Q), Annual report, 투자설명서 등에 데이터가 투명하게 공개되어 있어 결측치는 수기 수집을 하였고, 일반 M&A 기업은 비상장사 또는 소규모 M&A가 섞여 있어 데이터가 존재하지 않은 것도 포함되어있고, 매칭 단계에서 리츠와 특성이 다르면 버려지기 때문에 연구의 효율성 측면에서 4,227건 중 일반 M&A 기업의 결측치를 전부 제거하고 남은 283건만으로 253건의 리츠와 1:1 매칭을 수행하기에 충분한 모집단이 형성된다.

본 연구는 리츠 기업과 일반 기업 간의 특성 차이를 제어하기 위해 성향점수매칭(propensity score matching, PSM)을 적용하였다. 분석 대상의 효과를 추정하기 위해 수혜집단과 동질적인 비수혜집단을 구

성하여 선택 편향(selection bias)을 통제해야 한다는 선행연구(김지나·노승한, 2019)의 논의를 통해, 본 연구는 리츠 기업 집단과 일반 기업 집단 간에 내재된 이질성을 먼저 제어한다. PSM은 다수의 공변량(covariates)을 기준으로 통계적 속성이 유사한 개체를 결합함으로써, 관찰 데이터 상에서도 무작위 실험에 준하는 분석 환경을 제공하는 통계 기법이다(Rosenbaum and Rubin, 1983; 이정화·문상호, 2014; 한수정·전희정, 2018; 김지나·노승한, 2025). 매칭 이후에는 실험집단과 비교집단의 공변량 분포가 편향 없이 균형을 달성했는지 확인해야 하며(권현정 외, 2011), 이 검증을 성공적으로 통과한 최종 표본은 집단 간 동질성이 확보된 독립 표본으로 취급된다. 구체적으로 본 연구는 1:1 최근접 이웃 매칭(nearest neighbor matching)을 실시한다.

매칭 변수의 선정 과정에서 산업 더미는 제외한다. 일반 기업으로 구성된 대조군 내에도 부동산업에 해당하는 기업이 91개(약 32.02%) 포함되어 있으나, 실험군인 리츠 집단은 100% 부동산업(SIC code=6798)에 집중되어 있어 산업 변수를 매칭 공변량에 포함할 경우 성향점수 추정 시 준완전 분리(quasi-complete separation) 문제가 발생하기 때문이다. 이에 본 연구는 PSM 단계에서는 재무적·거래적 특성 중심의 매칭에 집중하되, 산업별 고정효과는 이후 위계적 조절회귀분석 단계에서 산업 더미를 통제 독립변수로 투입하여 제어한다.

<표 2>는 통제 독립변수의 PSM 매칭 전후 공변량 균형(covariate balance) 검증 결과표이다. 매칭 전

<표 1> 표본 구축 과정

표본 구축 과정	거래건수
1. S&P Capital IQ Pro 데이터베이스에 1995/01/01 ~ 2022/12/31 동안 모든 M&A 자료수집(모든 국가 포함(Alexandridis et al., 2017), Completed 인수와 그렇지 않은 것들 모두 포함)	5,142건
2. Status가 Completed(c)가 아닌 인수 상태 제거(Dong et al., 2006)	4,227건
3. 모든 변수에 결측치 추가 및 제거	536건
4. 상하위 5% 원저라이징(리츠여부 분류 : 리츠기업 253건, 리츠가 아닌 기업 283건)	
4. PSM(Propensity Score Matching) 매칭 (1:1 최근접 이웃 매칭)	506건

<표 2> 통제 독립변수의 PSM 매칭 전후 공변량 균형 검증 결과

통제 독립변수	매칭 전 SMD	매칭 후 SMD
사업 관련성	1.1068	1.0192
인수기업 규모	-0.2039	-0.1480
인수 후 성과	-0.5315	-0.4612
피인수기업 ROE	0.2435	0.2394
피인수기업 레버리지	0.2559	0.2456
상대적 기업규모	-18.6091	-0.2135
지불방법	0.4450	0.3957
공개매수 여부	-0.3571	-0.2543
인수기업 어드바이저	0.4379	0.4190
피인수기업 어드바이저	-0.1696	-0.1356
기존 보유지분 여부	-0.4976	-0.4467
국경 간 거래	-0.3007	-0.3281
연도/국가 더미변수	포함	포함

후의 공변량 균형을 검증한 결과, 집단 간 가장 이질성을 보였던 상대적 기업규모(relative size)의 표준화된 평균 차이(SMD)가 -18.6에서 -0.2로 감소하였다. 매칭 전 -18.6에 차이를 가진 두 집단을 직접 비교하는 것은 통계적으로 타당하지 않으나, 본 매칭을 통해 균형을 확보한다. 대조군인 일반 기업의 표본 수 부족(283건)으로 인해 모든 변수에서 SMD가 0.1 미만을 미치지 못해 구조적 한계가 존재하나, 본 연구는 가장 유의미한 차이를 보인 변수들의 극단치를 제어하여 선택 편의를 완화하는 데 집중한다.

특히 사업 관련성(business relatedness)의 경우, 인수기업과 피인수 기업의 SIC 4자리 코드 일치 여부를 기준으로 측정된 산업 내 자산만을 인수하는 리츠의 제도적 투자 제약 특성이 매칭 후 수치(SMD 1.0192)에 그대로 반영되었다. 이는 리츠기업에 사업관련성 기술 통계량이 평균 3.08이기 때문에 리츠기업은 대부분 다른 리츠기업을 인수한다는 특성이 반영된 결과로 해석

할 수 있으며, 이러한 이질성은 최종 회귀모형의 통제 변수를 통해 추가적으로 보정한다.

결론적으로, 본 연구에 성향점수매칭이 모든 변수에서 0.1 미만을 미치지 못하였지만, 집단 간 이질성이 컸던 변수의 차이를 해소하고 극단치를 제거했다는 점에서 의의가 있다. 본 연구는 관찰 데이터가 가질 수 있는 선택 편의를 완화하며, 분석 결과의 타당성과 신뢰성을 확보한 상태에서 실증분석을 진행한다.

2. 모형의 변수설명

종속변수, 관심 독립변수, 조절변수 및 통제 독립변수는 다음과 같이 정의한다(<표 3> 참조).

종속변수는 인수가격 프리미엄이다. 인수가격 프리미엄은 S&P Capital IQ Pro 매뉴얼을 참고하여 정의한다(Jørgensen and Harbecke, 2024). 또한 인수가격 프리미엄은 1주일 기준 프리미엄(the 1-week

<표 3> 모형의 변수설명

구분	변수명	변수설명			
종속 변수	인수가격 프리미엄	Deal Premium 1 Week Before(%) = $\frac{(\text{주당 거래가격}) - (\text{공시 1주전 피인수기업의 종가})}{(\text{공시 1주전 피인수기업의 종가})}$			
관심 독립 변수	리츠 여부	SIC Code 6798 = 1		나머지 = 0	
	리츠 관리유형	Self-managed(Yes) = 1		Self-managed(No) = 1	
조절 변수	인수경험	과거 누적 인수경험 수			
통제 독립 변수	사업 관련성	인수기업 SIC code와 피인수기업 SIC code를 비교			
		4자리 동일 = 4	3자리 동일 = 3	2자리 동일 = 2	1자리 동일 = 1
	인수기업 규모	Log(1 + total asset)			
	인수 후 성과	{(t+3 industry-adjusted ROA)-(t+3 ROA)} - {(t-1 industry-adjusted ROA)-(t-1 ROA)}			
	피인수기업 ROE	Target ROA (at transaction date)			
	피인수기업 레버리지	Target Debt to Equity Ratio (at transaction date)			
	상대적 기업규모	target revenue / acquirer revenue			
	지불방법	현금 = 1	혼합 = 2		주식 = 3
	공개매수 여부	Tender offer			
		있음 = 1		없음 = 0	
	인수기업 어드바이저	Acquirer Financial Advisor (Legal adviser, Accountant 등은 제외)			
		있음 = 1		없음 = 0	
	피인수기업 어드바이저	Target Financial Advisor (Legal adviser, Accountant 등은 제외)			
		있음 = 1		없음 = 0	
	기존 보유지분 여부	Pre-existing Ownership			
		있음 = 1		없음 = 0	
	국경 간 거래	Cross Border			
		있음 = 1		없음 = 0	
	연도/산업/국가 더미	연도 통제, 국가 통제, GICS 산업 통제			

premium)을 사용한다(Amel-Zadeh and Meeks, 2019). 또한 인수가 완료되지 않은(completed가 아닌) 거래는 제외한다(Dong et al., 2006).

관심 독립변수는 리츠 여부와 리츠 관리유형이다. 리츠 여부는 인수기업의 SIC 코드 6798을 리츠 기업으로 정의하고, 그 외 SIC 코드는 일반 M&A 기업으로 간주한다(Glascock et al., 2018). 리츠 기업이면 1, 그렇지 않으면 0으로 코딩한다. 리츠 관리유형은 자기 관리형(self-managed=Yes) 리츠는 1, 위탁관리형(self-managed=No) 리츠는 0으로 코딩한다(Capozza and Seguin, 2000).

조절변수는 인수경험이다. 인수기업의 과거 누적 인수경험 횟수를 의미하며, 0회부터 n회까지의 정수값으로 측정한다(Fowler and Schmidt, 1989; Kusewitt, 1985). 인수경험이 없으면 1, 인수경험이 1번 있으면 2로 코딩하고, 최대 인수경험이 9번 있으면 10으로 코딩한다.

통제 독립 변수는 Cho and Arthurs(2018)의 논문에서 제시한 변수들을 활용한다. 사업 관련성은 인수기업과 피인수기업의 SIC 코드 유사도를 기반으로 산업 연관성을 측정하며(Haleblian and Finkelstein, 1999), 이는 거래 주제 간 정보 비대칭성 수준과 잠재적 시너지의 크기를 제어하기 위함이다. 인수기업 규모는 인수기업의 총자산(total asset)에 로그 변환을 적용한 값으로 정의하고(Kim and Finkelstein, 2009), M&A 시장에서 인수 측이 가지는 협상력과 채급에 따른 왜곡을 통제하기 위해 선정되었다. 인수 후 성과는 해당 인수가 발생하기 1년 전 대비 인수 3년 후의 인수기업 총자산이익률(ROA) 차이로 측정한다(Healy et al., 1992; Zollo and Reuer, 2010). 경제 상황과 산업 요인을 통제하기 위해 산업 조정 ROA(industry-adjusted ROA)를 사용하였으며, 이는 개별 기업의 ROA에서 해당 산업의 중앙값(median) ROA를 차감하여 계산하며, 해당 M&A 거래가 창출한 실질적인 중장기 성과요인을 모형 내에 반영하기 위해 투입되었다. 2022년 이후에 인수를 완료한 인수기업의 경우 3년 후 ROA(t+3)을 확보할 수 없기 때문에 제외한다. 피인수기업 ROE는 피인수기업의 자기자본이익률(ROE)이며(Rau and Vermaelen, 1998), 타겟 기업의 본질적인 경영 효율성과 수익성이 프리미엄 산정에 미치는 영향을 통제하기 위해 선정되었다. 피인수기업 레버리지는 피인수기업의 부채 대 자기자본 비율(debt to equity ratio)

을 사용하여 통제하며(Slusk and Caves, 1991), 피인수 측의 부채 구조 및 이로 인한 대리인 비용이 인수 가격에 미치는 재무적 리스크를 격리하기 위함이다. 상대적 기업규모(Asquith et al., 1983)는 M&A 과정에서 실질적인 운용 규모 차이를 반영하기 위해 인수기업과 피인수기업의 수익·매출을 비교하여 코딩하며, 기업 간의 상대적인 중량감 격차가 지불 용의에 미치는 영향을 제어하기 위해 투입되었다. 공개매수 여부는 공개매수(tender offer)인 경우 '1', 아닌 경우 '0'으로 코딩하며(Rau & Vermaelen, 1998), 경영권 확보 및 주주들의 매도 참여를 유도하는 과정에서 경쟁이 발생하기 때문에 변수로 선정되었다. 지불방법은 현금 제안은 '1', 현금과 주식의 혼합은 '2', 주식지불은 '3'으로 코딩하며(Loughran and Vijh, 1997), 대가 지급 방식에 따른 경영권 확보 경쟁 강도와 재무적 부담을 통제하기 위해 변수로 선정되었다. 인수기업 및 피인수기업의 자문사 이용은 투자은행 효과를 통제하기 위해 '1'(그렇지 않은 경우 '0')로 코딩하며(Hayward, 2002), 전문 금융 기관의 개입에 따른 거버넌스 효과 및 거래 정교화를 제어하기 위함이다. 기존 소유권은 인수기업이 해당 인수 이전에 피인수기업의 소유권을 가지고 있는 경우 '1'(그렇지 않은 경우 '0')을 나타내는 더미 변수로 코딩하며(Zaheer et al., 2010), 사전 지분 보유에 따른 정보 우위 효과를 격리하기 위해 선정되었다. 국경 간 거래 여부는 동일 국가 내 거래를 0, 다국적 거래를 1로 코딩하며(Park et al., 2021), 국경 간 거래 시 발생하는 제도적·문화적 이질성 리스크를 통제하기 위해 변수로 투입되었다.

3. 분석방법

본 연구는 <표 4>의 기초통계량 분석과 상관관계 분석을 통해 각 변수의 분포와 상관관계를 살펴본 후, 위계적 조절 회귀모형을 활용하여 가설을 검증한다.

리츠 여부 및 인수경험의 조절효과는 미국, 호주, 일본, 싱가포르 등 전체 국가 표본을 대상으로 인수가격 프리미엄을 종속변수로 설정하고, 리츠 여부, 인수경험, 그리고 이들의 상호작용 항을 포함한 모델을 분석한다. 리츠 관리유형 및 인수경험 조절효과는 리츠 관리유형 정보가 있는 253건의 리츠 표본을 대상으로 분석한다.

모델별로 통제 독립변수만 포함한 모형(모델 1), 통

<표 4> 기초통계량

구분	변수명	전체 평균	리츠기업				리츠가 아닌 기업			
			평균	SD	Min	Max	평균	SD	Min	Max
종속변수	인수가격 프리미엄	17.84	15.33	22.42	-15.64	85.10	20.36	25.41	-15.64	85.10
관심 독립변수	리츠 여부	0.50	1.00	0.00	1.00	1.00	0.00	0.00	0.00	0.00
조절변수	인수경험	1.88	2.04	1.68	1.00	10.00	1.72	1.39	1.00	10.00
통제 독립변수	사업 관련성	2.33	3.08	1.47	0.00	4.00	1.58	1.52	0.00	4.00
	인수기업 규모	6.63	6.59	0.62	4.84	8.04	6.68	1.00	3.61	9.54
	인수 후 성과	0.44	0.00	1.91	-9.29	9.57	0.88	9.43	-61.48	49.89
	피인수기업 ROE	0.35	0.69	2.78	-18.20	12.60	0.02	1.53	-11.54	20.35
	피인수기업 레버리지	6.63	10.75	33.55	-16.23	320.00	2.51	6.33	-20.70	66.37
	상대적 기업규모	0.91	0.74	1.53	-2.44	12.70	1.07	5.71	-0.01	81.09
	지불방법	1.78	1.95	0.87	1.00	3.00	1.60	0.84	1.00	3.00
	공개매수 여부	0.26	0.21	0.40	0.00	1.00	0.31	0.46	0.00	1.00
	인수기업 어드바이저	0.64	0.73	0.44	0.00	1.00	0.55	0.50	0.00	1.00
	피인수기업 어드바이저	0.35	0.32	0.47	0.00	1.00	0.38	0.49	0.00	1.00
	기존 보유지분 여부	0.29	0.20	0.40	0.00	1.00	0.38	0.49	0.00	1.00
	국경 간 거래	0.20	0.14	0.35	0.00	1.00	0.26	0.44	0.00	1.00
	표본수(n)		253				253			
구분	변수명	전체 평균	자기관리형 리츠				위탁관리형 리츠			
			평균	SD	Min	Max	평균	SD	Min	Max
종속변수	인수가격 프리미엄	15.19	16.27	21.43	-10.88	77.65	12.21	20.16	-10.88	77.65
관심 독립변수	리츠 관리유형	0.74	1.00	0.00	1.00	1.00	0.00	0.00	0.00	0.00
조절변수	인수경험	2.04	2.25	1.84	1.00	10.00	1.46	0.96	1.00	6.00
통제 독립변수	사업 관련성	3.08	3.06	1.48	0.00	4.00	3.12	1.44	0.00	4.00
	인수기업 규모	6.59	6.63	0.61	4.84	7.97	6.45	0.61	5.21	8.04
	인수 후 성과	0.00	-0.01	1.86	-8.92	9.57	0.04	2.06	-9.29	4.62
	피인수기업 ROE	0.69	0.44	2.60	-18.20	10.22	1.36	3.15	-1.11	12.60
	피인수기업 레버리지	10.75	11.41	37.55	-16.23	320.00	8.91	18.46	0.18	78.00
	상대적 기업규모	0.74	0.64	1.17	0.01	12.70	1.04	2.23	-2.44	11.89
	지불방법	1.95	1.96	0.86	1.00	3.00	1.93	0.89	1.00	3.00
	공개매수 여부	0.21	0.20	0.40	0.00	1.00	0.21	0.41	0.00	1.00
	인수기업 어드바이저	0.73	0.72	0.45	0.00	1.00	0.76	0.43	0.00	1.00
	피인수기업 어드바이저	0.32	0.26	0.44	0.00	1.00	0.49	0.50	0.00	1.00
	기존 보유지분 여부	0.20	0.22	0.42	0.00	1.00	0.13	0.34	0.00	1.00
	국경 간 거래	0.14	0.14	0.35	0.00	1.00	0.15	0.36	0.00	1.00
	표본수(n)		186				67			

제 독립변수+관심 독립변수(모델 2), 통제 독립변수+관심 독립변수+조절변수(모델 3), 통제 독립변수+관심 독립변수+조절변수+상호작용항(모델 4) 순으로 투입하여, 관심 독립변수 및 상호작용항의 추가가 모형 설명력에 미치는 영향을 비교한다.

또한, 조절효과 해석을 위해 Marginsplot을 활용하여 인수경험 수준에 따른 리츠여부별 및 리츠 관리유형별 인수가격 프리미엄 차이를 분석한다.

4. 기초통계분석

리츠 분석 표본(506건)은 PSM 매칭을 통해 리츠와 리츠가 아닌 기업이 1:1 비율에 가깝게 구성되어, 리츠가 아닌 기업은 283건 중 253건으로 추출한다. 국가더미와 연도더미는 범주형 변수로 설정하고, 산업더미는 GICS 11개 산업을 섹터별로 분류한다. GICS 11개 산업은 에너지(0건), 소재(4건), 산업재(43건), 임의소비재(24건), 필수소비재(3건), 헬스케어(14건), 금융(66건), 정보통신기술(5건), 커뮤니케이션 서비스(3건),

유틸리티(4건), 부동산(334건), 기타(6건)이며, 산업더미는 산업재를 기준으로 범주형 변환을 한다.

리츠 관리유형 분석 표본(253건)에서 자기관리형 리츠는 186건, 위탁관리형 리츠는 67건으로 자기관리형 리츠 비중이 높다. 또한 리츠기업을 대상(리츠기업의 SIC code=6798)으로 관리유형을 분석하기 때문에 산업더미는 제거한다.

IV. 실증분석 결과

1. 리츠 여부에 따른 상관관계 분석 결과

<표 5>와 같이 리츠 여부에 따른 상관분석 결과는 다음과 같다. 리츠 여부와 인수가격 프리미엄 간 상관

계수는 $-0.105(p=0.019)$ 로 음(-)의 관계가 유의하며, 리츠 기업이 리츠가 아닌 기업보다 낮은 인수가격 프리미엄을 지불하는 경향이 나타난다. 인수경험과 인수가격 프리미엄 간 상관계수는 $-0.052(p=0.246)$ 로 통계적으로 유의하지 않다. 다중공선성은 변수들 간의 가장 높은 상관계수는 0.448(리츠 여부와 사업 관련성)이므로, 모든 변수들은 모두 0.5 미만의 상관관계를 유지하고 있으므로, 다중공선성 문제가 회귀분석 결과를 왜곡할 위험은 낮아 모델 구축이 가능하다.

리츠 기업이 리츠가 아닌 기업보다 더 보수적으로 인수가격 프리미엄을 지불하는 경향이 통계적으로 분석되지만, 인수경험의 인수가격 프리미엄 형성 과정에서 단순 상관 수준은 영향력을 미치지 않는다.

<표 5> 리츠 여부에 따른 상관관계 분석

구분	1	2	3	4	5	6	7
1. 인수가격 프리미엄	1.000						
2. 리츠 여부	-.105**	1.000					
3. 인수경험	-.052	.106**	1.000				
4. 사업 관련성	-.103**	.448***	.017	1.000			
5. 인수기업 규모	-.050	-.055	.232***	-.093**	1.000		
6. 인수 후 성과	-.029	-.065	.051	-.076*	.104**	1.000	
7. 피인수기업 ROE	.013	.147***	-.036	.117***	-.102**	-.081*	1.000
8. 피인수기업 레버리지	.015	.169***	-.026	.077*	-.039	-.011	.223***
9. 상대적 기업규모	.029	-.039	-.041	-.022	-.259***	-.020	-.016
10. 지불방법	-.008	.198***	-.114**	.173***	-.191***	.054	.042
11. 공개매수 여부	.094**	-.118***	.014	-.094**	-.060	-.013	-.018
12. 인수기업 어드바이저	.038	.193***	.045	.218***	.054	-.052	-.004
13. 피인수기업 어드바이저	.092**	-.066	-.143***	.001	-.089**	-.113**	-.031
14. 기존 보유지분 여부	-.044	-.197***	.174***	-.206***	.071	.087*	-.017
15. 국경 간 거래	-.024	-.143***	.071	-.128***	.214***	-.020	-.044
구분	8	9	10	11	12	13	14
8. 피인수기업 레버리지	1.000						
9. 상대적 기업규모	-.006	1.000					
10. 지불방법	.093**	-.048	1.000				
11. 공개매수 여부	-.043	-.032	-.177***	1.000			
12. 인수기업 어드바이저	.001	-.076*	.110**	.123***	1.000		
13. 피인수기업 어드바이저	-.073	-.044	.113**	.344***	.374***	1.000	
14. 기존 보유지분 여부	-.055	-.022	-.018	.108**	-.269***	-.073*	1.000
15. 국경 간 거래	-.084*	.012	-.287***	.091**	.026	-.005	-.010

주 : * $p<0.1$, ** $p<0.05$, *** $p<0.01$

2. 리츠 여부에 따른 회귀모형 분석 결과

<표 6>과 같이 위계적 조절 회귀분석 결과, 다음과

같은 특징이 도출된다. 모형 설명력(R²)은 상호작용항이 투입된 모델4에서 모형의 설명력이 17.5%에서 21.5%로 상승했으며, 이는 리츠 여부가 인수경험과

<표 6> 리츠 여부에 따른 위계적 조절 회귀분석

	모델1				모델2			
	B	β	t-value	p-value	B	β	t-value	p-value
(상수)	24.322		1.177	.240	22.832		1.107	.269
사업 관련성	-2.237***	-.155	-2.880	.005	-1.920**	-.133	-2.425	.016
인수기업 규모	-.602	-.021	-.378	.706	-.393	-.014	-.247	.805
인수 후 성과	-.189	-.054	-1.112	.267	-.181	-.051	-1.065	.288
피인수기업 ROE	.028	.003	.055	.957	.128	.012	.250	.803
피인수기업 레버리지	.001	.001	.023	.982	.008	.008	.172	.864
상대적 기업규모	.075	.013	.278	.782	.036	.006	.133	.895
지불방법	1.167	.042	.752	.453	1.680	.061	1.070	.286
공개매수 여부	6.409**	.116	2.231	.027	6.004**	.109	2.090	.038
인수기업 어드바이저	1.212	.024	.431	.667	1.651	.033	.587	.558
피인수기업 어드바이저	-2.163	-.043	-.752	.453	-2.232	-.044	-.778	.437
기존 보유지분 여부	-2.380	-.045	-.891	.374	-2.901	-.055	-1.084	.279
국경 간 거래	-3.013	-.050	-1.011	.313	-2.965	-.049	-.998	.320
[1] 리츠 여부					-7.438*	-.155	-1.913	.057
[2] 인수경험								
[1] * [2]								
연도/산업/국가 더미	Yes				Yes			
R ²	.167				.174			
Adj. R ²	.059				.065			
잔차 표준오차	23.348				23.279			
F-통계량	1.546***				1.591***			
	모델3				모델4			
	B	β	t-value	p-value	B	β	t-value	p-value
(상수)	22.910		1.110	.268	16.196		.802	.423
사업 관련성	-1.925**	-.134	-2.430	.016	-1.385*	-.096	-1.772	.078
인수기업 규모	-.280	-.010	-.175	.862	-.202	-.007	-.129	.898
인수 후 성과	-.179	-.051	-1.052	.294	-.211	-.060	-1.271	.205
피인수기업 ROE	.121	.011	.237	.813	-.036	-.003	-.071	.944
피인수기업 레버리지	.006	.006	.136	.892	.008	.008	.171	.865
상대적 기업규모	.038	.007	.141	.889	.039	.007	.149	.883
지불방법	1.637	.059	1.041	.299	1.347	.049	.876	.382
공개매수 여부	6.071**	.110	2.111	.036	5.791**	.105	2.062	.040
인수기업 어드바이저	1.867	.037	.659	.511	.802	.016	.289	.773
피인수기업 어드바이저	-2.413	-.048	-.837	.404	-2.589	-.051	-.920	.359
기존 보유지분 여부	-2.574	-.048	-.945	.345	-1.821	-.034	-.684	.495
국경 간 거래	-2.871	-.048	-.964	.336	-3.967	-.066	-1.361	.175
[1] 리츠 여부	-7.275*	-.151	-1.866	.063	5.004	.104	1.090	.277
[2] 인수경험	-.506	-.033	-.660	.510	3.661***	.236	3.191	.002
[1] * [2]					-7.277***	-.474	-4.789	.000
연도/산업/국가 더미	Yes				Yes			
R ²	.175				.215			
Adj. R ²	.063				.107			
잔차 표준오차	23.294				22.740			
F-통계량	1.570***				1.997***			

주 : * p<0.1, ** p<0.05, *** p<0.01

인수가격 프리미엄 사이의 관계를 설명하는데 있어 조절 역할을 한다는 것을 통계적으로 증명한다. 모델 2의 리츠 여부의 계수는 $-7.438(p=0.057)$ 로 유의하며, 리

츠기업이 리츠가 아닌 기업에 비해 인수가격 프리미엄이 평균 7.438%p 더 낮음을 의미한다. 모델 3은 조절효과(상호작용)를 고려하기 전 인수경험의 주효과이

<표 7> 리츠 관리유형에 따른 위계적 조절 회귀분석

	모델1				모델2			
	B	β	t-value	p-value	B	β	t-value	p-value
상수	28.254		1.232	.220	23.154		1.005	.317
사업 관련성	-3.670***	-.255	-3.329	.002	-3.935***	-.274	-3.547	.000
인수기업 규모	.114	.003	.042	.967	.103	.003	.038	.970
인수 후 성과	-1.202	-.109	-1.477	.142	-1.215	-.110	-1.499	.136
피인수기업 ROE	.077	.010	.143	.887	.204	.027	.378	.706
피인수기업 레버리지	.024	.038	.556	.579	.023	.037	.547	.585
상대적 기업규모	.319	.023	.337	.737	.637	.046	.664	.508
지불방법	-1.264	-.052	-.664	.508	-1.695	-.070	-.886	.377
공개매수 여부	6.844*	.131	1.685	.094	7.095*	.136	1.754	.082
인수기업 어드바이저	1.187	.025	.333	.740	1.266	.027	.356	.723
피인수기업 어드바이저	2.525	.056	.637	.526	2.894	.064	.732	.466
기존 보유지분 여부	-.820	-.015	-.211	.834	-.749	-.014	-.194	.847
국경 간 거래	-1.996	-.033	-.476	.635	-2.636	-.044	-.629	.531
[1] 리츠 관리유형					6.769*	.142	1.664	.098
[2] 인수경험								
[1] * [2]								
연도/국가 더미	Yes				Yes			
R2	.276				.285			
Adj. R2	.105				.113			
잔차 표준오차	19.993				19.907			
F-통계량	1.618**				1.655***			
	모델3				모델4			
	B	β	t-value	p-value	B	β	t-value	p-value
상수	12.524		.565	.573	10.039		.468	.641
사업 관련성	-3.409***	-.237	-3.192	.002	-3.486***	-.242	-3.291	.002
인수기업 규모	2.971	.087	1.107	.270	2.359	.069	.882	.379
인수 후 성과	-1.158	-.105	-1.493	.138	-1.177	-.107	-1.530	.128
피인수기업 ROE	.159	.021	.308	.759	.078	.010	.153	.879
피인수기업 레버리지	.012	.018	.283	.778	.009	.015	.233	.816
상대적 기업규모	.345	.025	.374	.709	.431	.031	.471	.638
지불방법	-2.502	-.103	-1.360	.176	-2.138	-.088	-1.167	.245
공개매수 여부	8.016**	.154	2.067	.040	8.069**	.155	2.099	.038
인수기업 어드바이저	1.095	.023	.322	.748	1.072	.023	.318	.751
피인수기업 어드바이저	1.897	.042	.500	.618	2.456	.054	.652	.516
기존 보유지분 여부	2.554	.048	.676	.501	2.929	.055	.781	.436
국경 간 거래	-4.056	-.067	-1.008	.315	-4.107	-.068	-1.029	.305
[1] 리츠 관리유형	6.899*	.144	1.773	.078	16.638***	.348	2.780	.006
[2] 인수경험	-4.186***	-.333	-4.437	.000	1.303	.104	.475	.636
[1] * [2]					-6.047**	-.533	-2.128	.035
연도/국가 더미	Yes				Yes			
R2	.349				.363			
Adj. R2	.188				.202			
잔차 표준오차	19.050				18.885			
F-통계량	2.165***				2.249***			

주 : * $p<0.1$, ** $p<0.05$, *** $p<0.01$

며, 계수는 $-0.506(p=0.510)$ 로 통계적으로 유의하지 않다. 모델 4는 리츠여부와 인수경험의 조절효과로 상호작용항의 계수는 $-7.277(p=0.000)$ 로 유의하며, 리츠가 아닌 기업과 리츠기업이 경험이 쌓일 때 인수가격 프리미엄을 지불하는 태도가 완전히 갈라진다는 것을 보여준다. 즉, 리츠가 아닌 기업(reits = 0)은 인수경험이 1단위 증가할 때마다 지불하는 인수가격 프리미엄이 평균 3.661%p 유의미하게 증가하고, 리츠기업(reits = 1)은 평균 3.616%(계산식= $3.661+(-7.277)$) 감소하게 된다. 리츠 여부에 따른 Marginsplot은 인수경험이 쌓일수록 리츠가 아닌 기업의 인수가격 프리미엄은 상승하는 반면, 리츠기업의 인수가격 프리미엄은 하락하는 상반된 추세를 보인다.

3. 리츠 관리유형에 따른 회귀모형 분석 결과

리츠의 관리유형과 인수경험, 그리고 이들의 상호작용을 포함한 위계적 조절 회귀모형의 결과는 <표 7>과 같다. 모델1인 통제 독립변수들만의 회귀분석은 사업관련성이 인수가격 프리미엄에 유의한 음(-)의 영향을 미치며($\beta \approx -3.670, p<0.01$), 공개매수 여부가 인수가격 프리미엄에 유의한 양(+)의 영향을 미치며($\beta \approx 6.844, p<0.1$), 그 외 통제 독립변수는 유의하지 않다. 모델 2의 리츠 관리유형간의 관계는 계수가 6.769($p=0.098$)로 양(+)의 효과가 약하지만 유의하게 나타난다. 이는 자기관리형 리츠가 위탁관리형 리츠보다 유의하게 높은 인수가격 프리미엄을 지불함을 의미한다. 모델 3인 인수경험을 추가한 위계적 회귀분석은 인수경험의 계수가 $-4.186(p=0.000)$ 로 유의하며, 관리유형의 양(+)의 효과는 유지되었다. 즉, 인수경험 자체는 인수가격 프리미엄 수준에 음(-)의 효과로 직접적인 영향을 미치며, 자기관리형 리츠의 높은 인수가격 프리미엄 경향은 지속된다. 모델 4의 상호작용에서는 리츠 관리유형의 양(+)의 효과는 변함없이 유지되었으며, 리츠 관리유형과 인수경험의 상호작용항의 계수는 $-6.047(p=0.035)$ 로 음(-)의 조절효과가 유의하게 나타난다. 리츠 관리유형에 따른 Marginsplot은 인수경험이 쌓일수록 위탁관리형 리츠의 인수가격 프리미엄은 완만하게 상승하는 반면, 자기관리형 리츠의 인수가격 프리미엄은 하락하는 추세를 보인다.

V. 결론

1. 연구의 결과

본 연구는 리츠 여부와 리츠 관리유형이 인수가격 프리미엄에 미치는 영향을 실증적으로 분석하였고, 인수경험의 조절효과도 실증적으로 분석하였다.

리츠여부 분석 결과, 리츠 기업이 리츠가 아닌 기업보다 인수가격 프리미엄을 낮게 지불할 것이라는 가설 1은 지지되었다. 이는 투명성 이론에 기반하여, 리츠의 엄격한 공시 의무와 배당 구조 등 제도적 특성이 경영진의 과도한 프리미엄 지불을 억제하는 효과적인 거버넌스로 작동함을 보여준다.

리츠여부의 인수경험 조절효과 측면을 볼 때, 인수경험이 축적될수록 리츠 기업은 인수가격 프리미엄을 낮추는 반면, 리츠가 아닌 기업은 인수가격 프리미엄을 높일 것이라는 가설 2도 지지되었다. 이는 리츠를 제외한 전체 일반 M&A 기업에서는 평균적으로 반복된 인수 경험이 경영진의 과신효과로 이어지는 경향이 확인되었으나, 리츠 기업의 경우 제도적 통제 장치가 경영자의 오만을 제어하여 인수경험을 긍정적인 정보 축적으로 유도하는 학습효과가 작동함을 확인하였다.

리츠 관리유형 분석 결과, 자기관리형 리츠가 위탁관리형 리츠보다 인수가격 프리미엄이 높을 것이라는 가설3은 지지되었다. 위탁관리형 리츠는 초기에 외부 자산운용사 등 다중 검증 구조를 거치며 보수적인 의사결정이 이루어지는 반면, 자기관리형 리츠는 이러한 외부 통제 장치가 상대적으로 부족하여 경영진의 재량권과 대리인 비용이 작용함에 따라 의사결정 시 더 높은 인수가격 프리미엄을 지불하는 것으로 해석된다.

리츠 관리유형의 인수경험 조절효과 측면에서 볼 때, 인수경험이 증가할수록 자기관리형 리츠는 인수가격을 감소시키는 반면 위탁관리형 리츠는 이를 증가시킬 것이라는 가설4는 지지되었다. 즉, 초기 의사결정에서 과지불 경향을 보이던 자기관리형 리츠는 인수실무와 노하우가 조직 내부에 축적됨에 따라 효율성을 개선하는 학습효과가 뚜렷하게 나타났다. 반면, 위탁관리형 리츠는 반복된 성공 경험이 외부 운용사나 스폰서의 과신 및 자산규모(AUM) 확대를 위한 이해상충 문제로 이어져, 본래 위탁관리형 구조가 가지던 인수가격 프리미엄 절제 효과가 오히려 훼손되는 교차 상호작용 현상이 확인되었다.

2. 시사점

학문적 시사점은 다음과 같다. 첫째, 본 연구는 M&A 시장에서 정보 비대칭성과 대리인 비용에 직면한 경영진의 사적 이익 추구 행태(과지불 성향)가 외부 제도적 규제 장치에 의해 통제될 수 있다는 점을 확인하였다. 이는 규제 기반의 지배구조가 경영진의 판단적 행동주의에 영향을 줄 수 있다는 하나의 증거라 할 수 있다. 둘째, 리츠 여부와 리츠 관리유형, 인수경험을 한 프레임 안에서 통합적으로 분석함으로써, 리츠 기업의 인수 의사결정을 설명하는 새로운 이론적 구조를 제시하였다. 특히 리츠의 투명성 이론과 정보 비대칭, 학습효과 및 경영자의 오만 가설을 결합하여, 제도·구조·행동 요인이 결합된 복합적 의사결정을 분석하였다는 점에서 학문적 기여가 있다. 셋째, 리츠 관리유형 분포의 차이를 반영하여 분석함으로써, 리츠 효과가 단일한 방향이 아니라 자기관리형 리츠 또는 위탁관리형 리츠인 관리 유형에 따라 이질적으로 나타난다는 점을 실증적으로 보여주었다. 이는 향후 리츠 제도의 관리유형 비교 연구에 중요한 기초자료를 제공한다.

실무적 시사점은 다음과 같다. 첫째, 리츠 기업이 일반 M&A 기업에 비해 인수가격 프리미엄을 더 낮게 지불하는 경향은, 리츠 구조가 과도한 인수가격을 억제하는 거버넌스 장치로 기능할 수 있음을 시사한다. 국내 리츠 시장이 확대되는 과정에서, 리츠 인수전략을 활용한 자산편입 및 성장전략이 과열되지 않도록 제도적 장치를 설계하는 데 참고가 될 수 있다. 둘째, 자기관리형 리츠는 정보 비대칭과 대리인 비용이 상대적으로 높아 인수가격 프리미엄을 과도하게 지불할 가능성이 크므로, 외부 검증 및 감시 장치 강화가 필요하다. 예를 들어, 이사회 내 독립성 강화, 외부 평가기관의 거래 평가, 성과연동 보수 구조 설계 등이 요구된다. 반면 위탁관리형 리츠에서는 외부 AMC의 전문성과 다중 검증을 통해 비교적 절제된 인수가격 결정이 이루어질 수 있음을 재확인해 준다. 셋째, 인수경험이 많은 기업일수록 반드시 더 효율적인 의사결정을 내리는 것은 아니며, 위탁관리형 리츠에서는 경험 축적이 오히려 리츠의 절제효과를 약화시킬 수 있다는 점에서, 경험 자체보다 위탁관리형 리츠의 특수성이 중요함을 시사한다.

정책적 시사점은 다음과 같다. 국내 리츠 시장의 육성 및 M&A 활성화를 위한 정책 설계 측면에서 본 연구

결과는 다음과 같은 시사점을 제공한다. 첫째, 리츠 제도가 일반 기업에 비해 경영진의 과지불을 완화하는 긍정적인 거버넌스로 작동할 수 있음을 확인되었다. 이에 리츠를 활용한 부동산 자본시장의 효율성을 높이기 위해, 우량 자산 편입을 위한 M&A 과정에서 자금조달 규제를 합리적으로 완화하거나 제한적인 세제 지원을 검토하는 등 정책적 기반 조성을 고려할 필요가 있다. 둘째, 리츠의 관리유형별 특성을 반영한 세밀한 감독 체계의 정비가 요구된다. 분석결과 초기 M&A 단계에서 상대적으로 더 높은 프리미엄을 지불하는 경향이 있는 자기관리형 리츠에 대해서는, 인수가격 산정 시 외부 평가기관의 참여를 유도하거나 이사회 내 객관적 검토 절차를 강화하는 등 의사결정의 투명성을 높이기 위한 제도적 보완이 바람직하다. 셋째, 위탁관리형 리츠의 대리인 문제를 완화하기 위해 자산관리회사 성과 보수 체계의 다각화가 필요하다. 인수경험이 축적될수록 자산규모 확대를 위해 인수가격 프리미엄이 상승하는 경향이 나타나므로, 단순 자산 규모에 비례하는 기존의 보수 산정 방식을 보완하여 실질적인 자산수익률이나 주주가치 제고에 연동되는 유인 구조를 마련하는 방향으로 정책적 논의가 뒷받침되어야 한다.

3. 연구의 한계점과 향후 연구과제

본 연구의 한계점은 다음과 같다. 첫째, 모형 추정치의 불안정성도 존재한다. 상당수 회귀모형에서 통제 독립변수들이 대부분 설명력을 보이지 못하였다. 이는 변수 구성의 제약, 회귀모형의 선형성 가정, 표본 규모의 한계 등에서 기인한 것으로 보인다.

둘째, 거시적·제도적 변수의 통제에 관한 한계이다. 본 연구는 10개국 사례를 분석하였으나 각 국가의 제도나 규제 수준을 미시적으로 반영하지 못하였다. 향후 연구에서는 국가별 또는 대륙별로 다층모형(multi-level modelling) 또는 패널 데이터 접근을 통해 이러한 구조적 제약을 완화할 필요가 있다.

셋째, 인수경험의 질적 측면과 장기적 성과에 대한 분석이다. 본 연구는 인수의 단순 횟수를 중심으로 학습효과를 측정하였으나, 향후에는 리츠 부동산의 동종 자산·이종자산 여부나 이전 거래의 성공·실패 여부 등 경험의 질적 다양성을 세분화할 필요가 있다. 또한, 단기적인 인수가격 프리미엄이 실제 M&A 이후 리츠의 장기적인 재무 성과인 초과수익률(abnormal return)

로 어떻게 연결되는지에 대한 연구가 수행되어야 할 것이다.

그럼에도 본 연구는 글로벌 M&A 시장에서 리츠 기업의 인수가격 프리미엄 결정요인을 체계적으로 분석하고, 리츠 여부, 관리유형, 인수경험의 상호작용을 실증적으로 제시함으로써, 향후 국내 리츠 M&A 활성화와 제도 설계에 중요한 기초자료와 이론적, 실무적 시사점을 제공한다는 점에서 의의를 가진다.

논문접수일 : 2026년 5월 14일

논문심사일 : 2026년 6월 23일

게재확정일 : 2026년 7월 24일

참고문헌

- 고성수·정완성, "REITs의 소유구조가 기업가치에 미치는 영향에 대한 실증연구", 「주택연구」 제14권 제2호, 한국주택학회, 2006, pp. 117-144
- 권현정·조용운·고지영, "노인장기요양보험제도가 대상노인 및 부양가족의 삶의 질과 가족관계 만족도에 미치는 영향: 성향점수매칭과 이중차이 결합모형을 이용한 분석", 「한국사회복지학」 제63권 제4호, 한국사회복지학회, 2011, pp. 301-326
- 김지나·노승한, "서울시 도시재생사업이 주변 지역 주택시장에 미치는 영향에 관한 연구: 서울시 아파트를 중심으로", 「부동산학연구」 제25권 제2호, 한국부동산분석학회, 2019, pp. 51-66
- 김지나·노승한, "주거지원제도가 출산에 미치는 영향에 관한 연구: 현물지원과 현금지원 방식의 비교를 중심으로", 「대한부동산학회지」 제43권 제2호, 대한부동산학회, 2025, pp. 181-200
- 노승한, "Diversification Effects Associated with Economies of Scale and U.S. REITs Mergers", 「부동산학연구」 제17권 제1호, 한국부동산분석학회, 2011, pp. 135-158
- 심승현·노승한·박남규, "인수 경험과 인수가격 프리미엄: 비즈니스 관련성과 플랫폼 기업 여부의 조절효과", 「전략경영연구」 제29권 제1호, 한국전략경영학회, 2026, pp. 41-64
- 이정화·문상호, "기초연금이 고령자의 소득에 미치는 영향: 성향점수매칭 (PSM) 이중차이 (DID) 를 활용한 분석", 「한국정책학회보」 제23권 제3호, 한국정책학회, 2014, pp. 411-440
- 한수정·전희정, "공공임대아파트 거주자와 일반아파트 거주자의 정신건강 차이 및 영향요인에 관한 연구", 「행정논총」 제56권 제2호, 서울대학교 한국행정연구소, 2018, pp. 313-341
- Ajayi, O. D. and Akinsomi, O., "Do internally managed REITs manage earnings more than externally managed REITs?," Real Estate Management and Valuation, Vol. 32 No. 4, 2024, pp. 28-43
- Alexander, J. C. and Springer, T. M., "Valuation effects of REIT mergers and the role of diversification," Managerial Finance, Vol. 44 No. 4, 2018, pp. 424-438
- Alexandridis, G., Antypas, N. and Travlos, N. G., "Value creation from M&As: New evidence," Journal of Corporate Finance, Vol. 45, 2017, pp. 632-650
- Allen, P. R. and Sirmans, C. F., "An analysis of gains to acquiring firm's shareholders: The special case of REITs," Journal of Financial Economics, Vol. 18 No. 1, 1987, pp. 175-184
- Amel-Zadeh, A. and Meeks, G., "Bidder earnings forecasts in mergers and acquisitions," Journal of Corporate Finance, Vol. 58, 2019, pp. 373-392
- Asquith, P., Bruner, R., and Mullins, D., "The gains to bidding firms from merger," Journal of Financial Economics, Vol. 11 No. 1-4, 1983, pp. 121-139
- Baum, J. A. C. and Ingram, P., "Survival-enhancing learning in the Manhattan hotel industry, 1898-1980," Management Science, Vol. 44 No. 7, 1998, pp. 996-1016
- Bers, M. K. and Springer, T. M., "Economies of scale for real estate investment trusts," Journal of Real Estate Research, Vol. 14 No. 3, 1997, pp. 275-291
- Bradley, M., Desai, A. and Kim, E. H., "Synergistic gains from corporate acquisitions and their division between the stockholders of target and acquiring firms," Journal of Financial Economics, Vol. 21 No. 1, 1988, pp. 3-40
- Campbell, R. D., Ghosh, C. and Sirmans, C. F., "The Great REIT Consolidation: Fact or Fancy?," Real Estate Finance, Vol. 15 No. 2, 1998, pp. 45-54
- Campbell, R. D., Ghosh, C. and Sirmans, C. F., "The information content of method of payment in mergers: Evidence from Real Estate Investment Trusts (REITs)," Real Estate Economics, Vol. 29 No. 3, 2001, pp. 361-387
- Campbell, R. D., Ghosh, C. and Sirmans, C. F., "Value creation and governance structure in REIT mergers," Journal of Real Estate Finance and Economics, Vol. 31 No. 2, 2005, pp. 225-239
- Campbell, R. D., Ghosh, C., Petrova, M. and Sirmans, C. F., "Corporate governance and performance in the market for corporate control: The case of REITs," Journal of Real Estate Finance and Economics, Vol. 42 No. 4, 2011, pp. 451-480
- Capozza, D. R. and Seguin, P. J., "Debt, agency, and management contracts in REITs: The external advisor puzzle," The Journal of Real Estate Finance and Economics, Vol. 20 No. 2, 2000, pp. 91-116
- Cho, S. Y. and Arthurs, J. D., "The influence of alliance experience on acquisition premiums and post-acquisition performance," Journal of Business Research, Vol. 88, 2018, pp. 1-10
- Dong, M., Hirshleifer, D., Richardson, S. and Teoh, S. H., "Does investor misvaluation drive the takeover market?," The Journal of Finance, Vol. 61 No. 2, 2006, pp. 725-762
- Eichholtz, P. and Kok, N., "How does the Market for Corporate Control Function for Property Companies?," Journal of Real Estate Finance and Economics, Vol. 36 No. 2, 2008, pp. 141-163
- Elayan, F. A. and Young, P. J., "The value of control: Evidence from full and partial acquisitions in the real estate industry," Journal of Real Estate Finance and Economics, Vol. 8 No. 2, 1994, pp. 167-182

27. Finkelstein, S. and Halebian, J., "Understanding acquisition performance: The role of transfer effects," *Organization Science*, Vol. 13 No. 1, 2002, pp. 36-47
28. Fowler, K. L. and Schmidt, D. R., "Determinants of tender offer post-acquisition financial performance," *Strategic Management Journal*, Vol. 10 No. 4, 1989, pp. 339-350
29. Glascock, J. L., Zhang, Y. and Zhou, T., "A Review and Extension of Merger and Acquisition Research between REITs and General Corporations," *Journal of Real Estate Literature*, Vol. 26 No. 2, 2018, pp. 223-253
30. Halebian, J. and Finkelstein, S., "The influence of organizational acquisition experience on acquisition performance: A behavioral learning perspective," *Administrative Science Quarterly*, Vol. 44 No. 1, 1999, pp. 29-56
31. Haspeslagh, P. C. and Jemison, D. B., *Managing Acquisitions: Creating Value Through Corporate Renewal*, Free Press, 1991
32. Haunschild, P. R. and Beckman, C. M., "When do interlocks matter? Alternate sources of information and interlock influence," *Administrative Science Quarterly*, Vol. 43 No. 4, 1998, pp. 815-844
33. Hayward, M. L. A. and Hambrick, D. C., "Explaining the premiums paid for large acquisitions: Evidence of CEO hubris," *Administrative Science Quarterly*, Vol. 42 No. 1, 1997, pp. 103-127
34. Hayward, M. L. A., "When do firms learn from their acquisition experience? Evidence from 1990-1995," *Strategic Management Journal*, Vol. 23 No. 1, 2002, pp. 21-39
35. Healy, P. M., Palepu, K. G. and Ruback, R. S., "Does corporate performance improve after mergers?," *Journal of Financial Economics*, Vol. 31 No. 2, 1992, pp. 135-175
36. Jörgensen, G. and Harbecke, Z., "Acquisition Premiums and Market Shocks: Firm-Level Evidence from Global M&A Transactions," Master Thesis, University of Gothenburg, 2024
37. Kallberg, J. G. and Shimizu, Y., "Acquisitions and the Opportunity Set," *The Journal of Real Estate Finance and Economics*, Vol. 66 No. 4, 2023, pp. 904-938
38. Kim, J. and Finkelstein, S., "The effects of strategic and market complementarity on acquisition performance: Evidence from the U.S. commercial banking industry, 1989-2001," *Strategic Management Journal*, Vol. 30 No. 6, 2009, pp. 617-646
39. Kim, J.-Y., Halebian, J. and Finkelstein, S., "When firms are desperate to grow via acquisition: The effect of growth patterns and acquisition experience on acquisition premiums," *Administrative Science Quarterly*, Vol. 56 No. 1, 2011, pp. 26-60
40. Kusewitt, J. B. Jr., "An exploratory study of strategic acquisition factors relating to performance," *Strategic Management Journal*, Vol. 6 No. 2, 1985, pp. 151-169
41. Levinthal, D. A. and March, J. G., "The myopia of learning," *Strategic Management Journal*, Vol. 14 No. S2, 1993, pp. 95-112
42. Loughran, T. and Vijh, A. M., "Do long-term shareholders benefit from corporate acquisitions?," *The Journal of Finance*, Vol. 52 No. 5, 1997, pp. 1765-1790
43. Malmendier, U. and Tate, G., "Superstar CEOs," *The Quarterly Journal of Economics*, Vol. 124 No. 4, 2009, pp. 1593-1638
44. Moeller, S. B., Schlingemann, F. P. and Stulz, R. M., "Firm size and the gains from acquisitions," *Journal of Financial Economics*, Vol. 73 No. 2, 2004, pp. 201-228
45. Nadolska, A. and Barkema, H. G., "Learning to internationalise: the pace and success of foreign acquisitions," *Journal of International Business Studies*, Vol. 38 No. 7, 2007, pp. 1170-1186
46. Omokhomion, I., Egbu, C. and Robinson, H., "Real estate investment trusts (REITs): Management structure and performance," *RELAND: International Journal of Real Estate & Land Planning*, Vol. 1, 2018, pp. 143-154
47. Park, N. K., Ko, C. Y., Kim, J. and Kim, H., "Merger and Acquisition Strategies of Platform vs. Non-Platform Firms," *Academy of Management Proceedings*, Vol. 2021 No. 1, 2021
48. Rau, P. R. and Vermaelen, T., "Glamour, value and the post-acquisition performance of acquiring firms," *Journal of Financial Economics*, Vol. 49 No. 2, 1998, pp. 223-253
49. Reuer, J. J., Tong, T. W. and Wu, C.-W., "A signaling theory of acquisition premiums: Evidence from IPO targets," *Academy of Management Journal*, Vol. 55 No. 3, 2012, pp. 667-683
50. Roll, R., "The hubris hypothesis of corporate takeovers," *Journal of Business*, Vol. 59 No. 2, 1986, pp. 197-216
51. Rosenbaum, P. R. and Rubin, D. B., "The central role of the propensity score in observational studies for causal effects," *Biometrika*, Vol. 70 No. 1, 1983, pp. 41-55
52. Sahin, O., "The performance of acquisitions in the real estate investment trust industry," *Journal of Real Estate Research*, Vol. 27 No. 3, 2005, pp. 321-342
53. Sirower, M. L., *The Synergy Trap: How Companies Lose the Acquisition Game*, Free Press, 1997
54. Slusky, A. R. and Caves, R. E., "Synergy, agency, and the determinants of premia paid in mergers," *The Journal of Industrial Economics*, Vol. 39 No. 3, 1991, pp. 277-296
55. Vermeulen, F. and Barkema, H., "Learning through acquisitions," *Academy of Management Journal*, Vol. 44

No. 3, 2001, pp. 457-476

56. Womack, K. S., "Real estate mergers: corporate control and shareholder wealth," *Journal of Real Estate Finance and Economics*, Vol. 44 No. 4, 2012, pp. 446-471
57. Yap, K. H. S., Ong, S. E. and Yeo, W. Y., "Demystifying the Management Structure Puzzle: an Empirical Investigation into the Drivers of REIT Internalization," *The Journal of Real Estate Finance and Economics*, Vol. 57 No. 3, 2018, pp. 367-399
58. Zaheer, A., Hernandez, E. and Banerjee, S., "Prior alliances with targets and acquisition performance in knowledge-intensive industries," *Organization Science*, Vol. 21 No. 5, 2010, pp. 1072-1091
59. Zollo, M. and Reuer, J. J., "Experience spillovers across corporate development activities," *Organization Science*, Vol. 21 No. 6, 2010, pp. 1195-1212
60. Zollo, M. and Singh, H., "Deliberate learning in corporate acquisitions: post-acquisition strategies and integration capability in U.S. bank mergers," *Strategic Management Journal*, Vol. 25 No. 13, 2004, pp. 1233-1256

<국문요약>

리츠기업의 M&A 인수가격 프리미엄 결정요인 연구 : 인수경험의 조절효과

심 승 현 (Sim, Seung-Hyeon)
노 승 한 (Ro, Seung-Han)

본 연구는 1995년부터 2022년까지 10개국 506건의 M&A 거래 데이터를 바탕으로, 위계적 조절 회귀 모형을 적용하여 리츠 여부 및 관리유형이 인수가격 프리미엄에 미치는 영향과 인수경험의 조절 효과를 분석했다. 분석 결과, 리츠는 리츠가 아닌 기업보다 낮은 인수가격 프리미엄을 지불했으며, 인수경험이 축적될수록 프리미엄을 더욱 감소시켰다. 반면 리츠가 아닌 기업은 경험 축적 시 프리미엄이 증가했다. 이는 엄격한 공시 규정과 투명한 지배구조가 경영진의 과도한 지불을 억제한다는 투명성 이론에 부합한다. 한편, 관리유형은 자기관리형 리츠가 위탁관리형 리츠보다 더 높은 프리미엄을 지불하는 것으로 나타났다. 나아가 상호작용 분석에서는 자기관리형 리츠의 경우 인수경험이 많을수록 프리미엄을 낮춘 반면, 위탁관리형 리츠는 프리미엄을 증가시키는 결과를 보였다. 이러한 연구 결과는 투명성 이론을 바탕으로, 리츠 고유의 특성과 정보 비대칭성 및 대리인 비용이 기업 인수 결정을 이끄는 핵심 요인임을 확인한다.

주 제 어 : 인수가격 프리미엄, 리츠, 리츠 관리유형, 인수경험, 투명성 이론