

조절초점이 금융소비자의 투자 행동에 미치는 영향 - 처분효과와 처분 후 위험 대안 선택 행동에 대한 조절초점의 조절적 역할을 중심으로 -*

하영원(제1저자)
서강대학교 경영학과 교수
(ywha@sogang.ac.kr)
김영두(교신저자)
동양미래대학 경영학부 겸임교수
(ydkimcrn@hotmail.com)

확정이자형 상품과는 달리 금융투자상품에 투자하는 금융소비자들은 투자 후에 이익 혹은 손실 상황에 직면하게 된다. 이때 투자자들의 행동으로 많이 보고된 것들 중 하나가 처분효과(the disposition effect)이다. 이것은 투자자들이 이익이 난 주식은 너무 일찍 매도하고 손실이 발생한 주식은 너무 오래 보유하는 현상(행동)을 의미한다(Shefrin and Statman 1985). 처분효과는 일종의 행동적 편향(bias)이며, 그 결과는 손익에도 영향을 미칠 뿐만 아니라 처분 후 이미 이익 또는 손실이 실현된 상황에서의 의사결정에도 영향을 미치는 등 금융소비자의 복리와 밀접히 연관되어 있다. 그러므로 처분효과와 관련된 최근의 연구들은 개인차에 초점을 맞추고 있다. 그러나 처분효과와 관련된 기존의 연구 결과들을 보면 처분효과가 발생하는 경우와 발생하지 않거나 약화되는 경우로 연구 결과가 혼재되어 나타나고 있으며, 처분 후 이미 이익 또는 손실이 실현된 상황에서의 의사결정에서도 위험추구적 현상과 위험회피적 현상이 혼재되어 나타나고 있다.

본 논문의 주된 목적은 처분효과와 처분 후 이미 실현된 손익이 금융소비자의 의사결정에 미치는 영향을 투자 목적 또는 동기에 의한 조절초점(regulatory focus)이 조절하고 있는지를 실험실 상황에서 살펴보는 것이다. 연구 결과, 1) 처분효과가 개인 차원의 금융소비자에게서도 발생한다는 것을 밝혔다. 2) 이러한 처분효과는 항상초점의 금융소비자 보다는 예방초점의 금융소비자에게서 두드러지게 발생하였다. (항상초점의 금융소비자에게서는 효과가 약하게 발생하거나 통계적으로 유의하지 않았다) 3) 이익 상황에서는 행동 (매도 또는 매도 후 매수) 비중이 무행동(보유) 비중에 비해서 높았으나 조절초점 간 처분에 차이가 발생하지 않았다. 4) 손실 상황에서는 현상유지(보유) 비중이 높고 조절초점 간 처분에 차이가 발생하였다(손실 상황에서는 예방초점의 금융소비자들의 경우, 항상초점의 금융소비자들의 경우보다 현상유지 현상이 더 많이 발생했음). 5) 이전 이익이 발생한 상황에서는 후속 의사결정시 조절초점 간 처분에 차이는 없었으나 이전 손실이 발생한 상황에서는 후속 의사결정시 조절초점 간 처분에 차이가 발생하였다는 것 등을 들 수 있다.

본 연구 결과는 이론적으로는 처분효과가 누구에게나 보편적으로 발생한다기보다는 투자 목적 혹은 동기에 따라서 달라질 수 있다는 점을 발견하였다는 것과, 처분 후 이미 이익 혹은 손실이 실현된 상황에서 후속 의사결정의 차이를 조절초점에 따라 설명할 수 있다는데 의의가 있다. 또한 실무적으로는 처분효과가 금융소비자들의 성과와 관련이 깊다는 점에서 정책 입안자, 금융회사, 금융투자상품 상담 직원 그리고 금융 교육 관련 학계에 시사하는 바를 제시했다.

주제어: 처분효과, 조절초점, 프로스펙트 이론, 위험, 손실회피, 현상유지 편향, 이전 손익

1. 서론

금융자산관리의 목적인 이익극대화와 손실최소화를 달성하기 위하여 금융소비자들은 여러 가지 금융(투자)상품 중 자신의 금융자산관리 목적에 맞는 상품을 선택한다(Zhou and Pham 2004). 예컨대, 금융상품에 투자하는 소비자(이하 “금융소비자”라 한다)는 자신의 금융자산관리의 목적을 달성하기 위하여 확정이자형 상품에 가입하거나 금융투자상품¹⁾에 투자하거나 혹은 이 둘을 적절히 배분하는 것이 보통이다. 금융투자상품의 경우 일반적으로 그 시세는 시시각각으로 변화하므로 금융투자상품을 보유한 금융소비자는 이익 혹은 손실 상황에 시시각각 노출될 뿐만 아니라 손실(이익) 상황에 놓여 있던 금융소비자가 이익(손실) 상황으로 전환되는 것을 경험하기도 한다. 이러한 위험 하에서 금융소비자행동을 설명하기 위한 틀을 제공하는 모형으로 프로스펙트 이론을 들 수 있다(Kahneman and Tversky 1979). 이 이론에 따르면 투자자가 이익 상황에 놓여 있는 경우 일반적으로 위험회피 성향 때문에 불확실한 대안 보다는 확실한 대안을 선호하며, 따라서 투자 상품의 보유를 통해 위험을 지속하기 보다는 이익을 실현하는 매도 대안을 선택할 가능성이 높다. 반면 손실 상황에 놓여 있는 경우 일반적으로 손실회피 경향 때문에 위험을 추구하는 성향이 나타나며, 그 결과 손실을 실현하는 투자 상품 매도 대안 보다는 위험이 지속되는 보유를 선택할 가능성이 높다.

Shefrin and Statman(1985)이 프로스펙트 이론을 기반으로 한 투자자들의 투자행동에 대한 연

구에서 “처분효과”(the disposition effect)를 발견한 이후 처분효과는 여러 학자들에 의하여 연구되어 왔다(대표적으로는 Dhar and Zhu 2006; Odean 1998; Weber and Camerer 1998 이 있음). 처분효과는 투자자들이 일반적으로 이익이 발생한 주식은 너무 빨리 매도를 하는 반면 손실이 발생한 주식은 너무 오래 보유하는 현상(또는 행동)을 말한다. 금융소비자들의 이러한 행동은 투자 행동에서 발생하는 투자 행동상의 편이(bias)이며 투자 성과에도 영향을 미칠 수 있다는 점에서 주요한 연구의 대상이 되고 있다(Odean 1998). 처분효과의 초기연구는 처분효과의 존재를 입증하는 것에 초점이 맞추어졌다(Shefrin and Statman 1985). 그 이후 처분효과와 투자-성과 간의 관계를 알아내고자 하는 연구들이 진행되었고, 처분효과와 성과 간에 부정적인 상관관계가 있다는 것이 다수의 연구자들에 의해 지지(Choe and Eom 2009; Garvey and Murphy 2004; Locke and Mann 2000; Odean 1998; Weber and Camerer 1998)되면서 처분효과는 금융소비자의 복리에 영향을 미치는 요인으로 인식되어 행동 재무 분야 뿐 아니라 마케팅 분야에서도 연구가 증가되는 상황에 있다. 최근 처분효과의 연구의 중심은 처분효과에 영향을 미치는 개인적 요인(Dhar and Zhu 2006; Wong, Carducci, and White 2006) 등을 규명하는 것으로 연구의 초점이 이동하고 있다.

본 연구의 첫 번째 목적은 처분효과의 존재 여부를 재확인한 후, 그 같은 처분효과가 나타나지 않거나 완화되는 조건을 규명하는데 있다. 처분효과는 이익실현과 손실실현에 있어서의 비대칭성을 의미하는데, 이익과 손실에 대해 주의(attention)를

1) 자본시장과 금융투자업에 관한 법률에 의하면 금융투자상품의 범위는 주식, 펀드 등 본 논문에서 다루고자 하는 주요 상품들이 금융투자상품의 범주에 들어가므로 본 논문에서도 법률상의 용어와 통일을 기하기 위하여 “금융투자상품”이라는 용어를 사용하고자 한다.

차별적으로 기울이는 것에 조절초점(Higgins 1997, 1998, 2002)이 영향을 미칠 수 있으므로(Zhou and Pham 2004) 조절초점에 따라 이익이라는 긍정적 결과와 손실이라는 부정적 결과 중 어디에 초점을 맞추는지에 의하여 금융소비자들의 이익 달성 행동과 손실 방지 행동에 차이가 발생할 가능성이 높다. 조절초점(regulatory focus) 이론에서는 자기조절시스템을 향상초점(promotion focus)과 예방초점(prevention focus)으로 구분하며, 향상초점의 경우 희망, 발전 등의 이상을 추구하고 긍정적 결과의 존재 및 부재에 관심을 가지고 있어 부작용우류를 범하지 않으려고 하는 반면 예방초점의 경우 안전, 책임 등의 당위를 추구하고 부정적 결과의 부재 및 존재에 관심을 가지고 있어 작위우류를 범하지 않으려고 한다는 것이다.

조절초점 이론에 따르면 예방초점의 피험자들은 향상초점의 피험자들에 비해 현상유지 편이가 강하고 안정성에 민감한 성향을 가지고 있는 반면 향상초점의 피험자들은 예방초점의 피험자들에 비해서 현상유지 편이가 상대적으로 약하고 변화에 민감한 성향을 가지고 있으며 위험스러운 선택을 더 하는 경향이 있다(Crow and Higgins 1997; Chernev 2004; Liberman et al. 1999). 그러므로 향상초점의 금융소비자는 예방초점의 금융소비자에 비해 처분효과가 완화되어 나타날 가능성이 높다. 본 논문에서는 이러한 투자자들 간의 차이를 발생시키는 요인을 투자자들의 투자 목적 혹은 동기와 관련된 조절초점을 중심으로 살펴보고자 한다.

본 연구의 두 번째 목적은 투자자들이 금융투자 상품 처분(매도)에 의해 이익 혹은 손실이 발생한 경우 그 다음으로 위험 대안 선택 시 보이는 행동의 차이를 조절초점을 통해 규명해 보는 것이다. 기존 연구들 중 이미 처분에 따른 이익 또는 손실

이 실현된 상황에서 후속 의사결정을 살펴보는 일련의 연구들이 있었다(Barberis, Huang, and Santos 2001; Coval and Schumway 2005; Thaler and Johnson 1990). 이 같은 연구들의 결과는 위험 추구와 회피가 혼재되어 나타나는 경향을 보이고 있다. 이미 이익이 실현된 상황에서는 그 이익을 '공돈'(house-money)으로 간주하는 경향인 '공돈 효과'(the house-money effect)가 발생하여 더욱더 위험을 추구하는 행동을 보인다는 결과(Thaler and Johnson 1990, 실험 4의 문제1에 관한 결과)가 있는 반면 오히려 위험 회피가 상대적으로 심화된다는 연구 결과도 보고되고 있다(Coval and Schumway 2005). 이미 손실이 실현된 상황에서는 본전을 회수할 수 있는 위험한 대안이 주어진 경우 안전한 대안을 통해 본전을 회복할 수 있지 않는 한 안전한 대안 보다 위험한 대안을 택하는 위험 추구적인 경향을 보이는 '본전 효과'(break-even effect)가 나타나거나(Thaler and Johnson 1990, 실험 4의 문제3, 7, 8에 관한 결과), 손실 회피 심리 때문에 위험을 추구하는 행동을 보이는 경우가 관찰(Coval and Schumway 2005)되는 반면에 이와는 반대로 이미 손실이 발생했을 때 유사한 크기의 추후 손실에 민감해져서 사람들은 추가적인 위험을 회피하려는 경향을 보이기도 한다(Thaler and Johnson 1990, 실험 2와 3 그리고 실험 4의 문제4에 관한 결과).

조절초점 관점에서 보면 향상초점의 금융소비자는 예방초점의 금융소비자에 비해 변화와 위험 대안 선택을 선호할 가능성이 높다(Crowe and Higgins 1997; Liberman et al. 1999). 따라서 이익 상황에서는 매도 후 매수와 같은 공돈효과가 강하게 나타나는 반면 손실 상황에서는 이익의 존재에 관심이 크므로 본전에 도달할 기회가 주어진다면 본

전효과가 강하게 나타나 위험을 추구하는 변화를 선택하는 경향을 보일 가능성이 크다. 한편, 예방 초점의 금융소비자는 항상초점의 금융소비자와는 달리 이익 상황에서는 매도 대안 선택을 통한 위험회피 성향이 강하게 나타나는 반면 손실 상황에서는 손실회피에 따른 현상유지 편 의(status-quo bias)가 강하게 나타날 가능성이 크다(Chernev 2004). 이러한 예측을 검증해 보는 것이 본 연구의 두 번째 연구 목적이다.

연구 목적을 달성하기 위하여 실험실 상황에서 처분효과와 처분 후 이미 실현된 손익상황에서의 후속적 위험 대안의 선택과 관련된 실험을 실시하였다. 실험결과를 실증 결과 부분에서 논의한 다음, 결론 부분에서는 실험에서 발견한 사항들이 이론적 혹은 실무적으로 어떻게 활용될 수 있는지에 대해 기술하였다. 본 논문은 금융 상품의 거래와 관련하여 처분효과와 처분 후 이익/손실 상황에서 후속 투자 의사결정 행동이 현실적으로 많이 발생하는 현상이며 투자 성과와 관련하여 금융소비자 복리 차원에도 밀접히 관련되는 내용임에도 불구하고 이와 관련하여 그 메커니즘과 경제 조건을 밝힌 연구가 많지 않은 실정에 비추어 볼 때 이론적으로 그리고 금융 실무 및 정책수립 측면에서 많은 시사점을 제공할 수 있으리라 기대된다.

II. 이론적 배경

2.1 처분효과

처분효과는 투자자의 투자 의사결정과 관련하여 발생하는 편 의이며, 핵심적 내용은 투자자들이 이

익을 본 주식은 너무 빨리 매도하고 손실을 본 주식은 너무 오래 보유하고 있는 경향이 있다는 것이다. 처분효과는 Shefrin and Statman(1985)이 보고한 이래로 지속적으로 연구되어 오고 있는 주제일 뿐만 아니라(Ferris, Haugen, and Makhija 1988; Grinblatt and Keloharju 2001; Odean 1998; Weber and Camerer 1998), 미국(Shefrin and Statman 1985; Odean 1998), 핀란드(Grinblatt and Keloharju 2001), 호주(Brown et al. 2006), 말레이시아(Chong 2009), 마카오(Chui 2001), 대만(Barber et al. 2007; Goo et al. 2010; Shu et al. 2005), 한국(최운열 외 2004; Choe and Eom 2009) 등 세계 여러 나라에서 각국에 투자하는 투자자들을 대상으로 조사한 연구에서도 보편적으로 발생하는 현상으로 보고되고 있다. Shefrin and Statman (1985)은 두 가지 자료 원천, 즉 Schlarbaum, Lewellen, and Lease(1978)의 개인 주식 투자자들의 주식 거래 이력 자료와 뮤추얼 펀드 거래에 관한 시장 단위 자료(aggregate data)를 이용하여 처분효과가 있음을 입증하였다. 이들은 거래가 세금 옵션(tax option)에 의하여 주로 동기부여가 되어 거래를 한다고 가정하는 경우 이익 실현과 손실 실현의 기대치는 보유 기간에 따라서 달라져야 하지만 Schlarbaum et al.(1978)의 표본에서 나타난 이익 실현과 손실 실현의 실제 자료는 보유 기간에 관계없이 전체 실현 대비 이익 실현의 거래 비율이 0.57에서 0.59 사이의 수치로 나타났음을 증거로 처분효과가 존재함을 입증하였고, 1961년부터 1981년 사이의 뮤추얼펀드 지분의 매도와 매수를 분석한 결과에서도 처분효과가 있음을 보여주 고 있다.

Odean(1998)은 10,000 계좌(accounts)의 거

래기록을 분석하여 처분효과가 12월을 제외하고는 연중 나타나고 있음을 입증하였다. 개인투자자들은 이익이 발생한 주식을 손실이 발생한 주식 보다 1.68배 만큼 더 매도하며, 이익이 발생한 주식은 평균적으로 104일을 보유하고 있는 반면 손실 주식은 평균적으로 124일을 보유하고 있음을 발견하였다. 반면 12월에는 손실 주식의 거래 비율이 유의하게 증가하였는데, 아마도 손실을 본 그해 말에 투자자들이 손실을 실현함으로써 세금 혜택을 받으려고 하기 때문인 것 같다고 설명하고 있다.

Weber and Camerer(1998)는 통제된 조건하에서 처분효과를 검증하기 위하여 실험실 실험을 시행하였다. 그들은 피험자들에게 여섯 개의 자산과 이익/손실의 기회와 관련된 정보를 제시한 후 피험자들에게 14 라운드의 거래를 할 수 있도록 하였다. 그 결과 처분효과를 지지하는 결과가 나왔다. 매도 주문의 60%는 이익 난 주식이고 40%만이 손실 난 주식이었다. 준거점은 그 자산의 매수 가격과 그 자산의 이전 라운드의 가격이었다. 한편, Grinblatt and Keloharju(2001)는 투자자들이 크게 손실을 본 주식 보다는 적게 손실을 본 주식을 매도하는 경향이 있음을 발견하였다. 이러한 처분효과는 개인투자자 뿐만 아니라 전문적인 투자자에게도 영향을 미치는 것으로 보고되고 있다(Heisler 1994; Locke and Mann 2000; Odean 1998).

처분효과의 발생을 설명하는 대표적인 이론으로는 프로스펙트 이론(Kahneman and Tversky 1979; 처분효과와 프로스펙트 이론의 관계에 관한 상세한 설명은 'Dacey and Zielonka 2008'을 참고)을 들 수 있다. 프로스펙트 이론은 위험 하에서의 의사결정에 관한 기술적(descriptive) 이론으로 개인들은 마치 가치함수의 가중기대치를 최대화하는 것

처럼 행동한다고 전제하고 있다(Weber and Zuchel 2005). 여기서 가치함수는 3가지 중요한 특성을 가지고 있다. 첫째로는 가치함수가 특정한 준거점에 따라 이익과 손실을 규정한다는 것이다. 둘째로 가치함수는 손실에 대해서는 볼록하고 이익에 대해서는 오목하다. 셋째로 가치함수의 기울기는 이익 보다는 손실에서 더 가파르다. 즉, $x > 0$ 인 조건하에서 $v(x) < -v(-x)$ 을 보이며, 이를 손실회피(loss aversion)라고 부른다. 결과 함수는 원점에서 비틀린(kinked) 독특한 "S"자 모양을 가지고 있다. 프로스펙트 이론에 따르면 준거점은 위험수용에 있어서 중요한 역할을 수행한다(Barberis and Thaler 2003). 예를 들면 만일 준거점이 항상 현재 상태(현재의 부(wealth))와 동일하다면 이전 결과가 위험한 선택에 아무런 영향도 미치지 못할 것이라는 것은 쉽게 알 수 있다. 그러나 만일 의사결정자가 이전 결과에 충분히 적응하지 못해 준거점이 이전의 이익과 손실을 완전히 반영하지 못한다면, 이전 결과는 추후의 대안 선택에 영향을 미칠 가능성이 있다. 중요한 점은 상이한 준거점이 상이한 행동을 유발한다는 것이고 준거점 그 자체에 이전 결과가 영향을 줄 수 있다는 것이다.

처분효과를 설명하는 메커니즘으로는 프로스펙트 이론 이외에도 의사결정과 관련된 후회(decision regret) 이론(Bell 1982, Tsiros and Mittal 2000, Zeelenberg and Pieters 2007)을 들 수 있다. 후회이론에 따르면 투자자들이 이익 투자 대상을 빨리 매도하는 이유를 시장 흐름의 변화로 인하여 이익이 감소할 때 생기는 후회를 회피하는 것을 선호하기 때문이라고 보고 있다. Thaler(1999)는 투자자들이 손실을 본 투자대상을 매도하는 것은 그 투자 대상과 관련된 손실을 복구할 기회를 잃어버린다고 느끼고 있기 때문에 고통으로 느끼며, 그

결과 투자자들은 손실을 본 투자대상을 보유하는 것을 선호하게 된다고 제시하였다.

처분효과는 현상유지 편익에도 관련되어 있는 것으로 보인다. 현상유지 편익의 영향을 받는 개인들은 불확실한 결과를 선택하는 대신 현재 상태를 그대로 유지하려는 경향이 있다(Kahneman, Knetsch, and Thaler 1991). 재무 영역에서 현상유지 편익은 손실을 본 포트폴리오를 보유하고 있는 투자자들에게서 볼 수 있는데, 이러한 투자자들은 한층 더 큰 손실을 입을 것을 두려워하기 때문에 이러한 현상이 나타난다. Samuelson and Zeckhauser (1988)는 실험을 통해 재무적 의사결정에서 현상유지 편익이 존재함을 보여주었다. 그들은 피험자들이 물려받은 자금을 어떻게 운영하는 것을 선호하는지를 보고자 하였다. 첫 번째 집단에게는 두 가지 포트폴리오를 제시하여 현금으로 물려받은 자금을 어떻게 운영할 것인지를 보았고, 두 번째 집단에게는 이미 두 가지 포트폴리오 중 한 가지에 투자된 자금을 물려받은 것으로 가정하고 그 포트폴리오를 변경할 것인지 아닌지를 결정하도록 하였다. 실험 결과는 두 번째 집단에서 강력한 현상유지 편익이 발생하였다. 첫 번째 집단에서는 피험자들이 첫 번째 혹은 두 번째 포트폴리오를 선택하는데 별 차이가 없었으나 두 번째 집단에서는 대다수가 그들의 초기 포트폴리오를 그대로 가지고 있는 것을 선호하였다. 연구자들은 두 번째 조건에 있는 피험자들이 손실을 보는 경우 그들이 느끼게 될 강력한 후회 때문에 변화하지 않는 것을 선호한다고 설명하고 있다. 결국 현상유지 편익은 손실회피와 행동에 따른 손실 발생 시 후회 그리고 다른 대안의 선택에 따른 불확실성 회피가 원인이 되어 발생

하는 현상으로 볼 수 있다.

처분효과의 결과는 금융소비자들의 재무적 및 심리적 성과와 밀접히 관련된다. 처분효과는 투자 성과와는 관련이 없다는 연구 결과도 보고(Boebel and Taylor 2000)된 바 있으나 처분효과와 성과 간에 부정적인 상관관계가 있다는 것이 다수의 연구자들에 의해 지지되는 상황이다(Choe and Eom 2009; Garvey and Murphy 2004; Locke and Mann 2000; Odean 1998; Weber and Camerer 1998). Odean(1998)은 개인투자자들이 이익을 실현한 주식의 수익 보다는 보유한 이익 주식의 수익이 더 높고 손실을 실현한 주식의 손실 보다는 보유한 손실 주식의 손실이 더 큼을 보여줌으로써 처분효과가 성과와 부정적인 관계가 있음을 입증하였고(Odean 1998 표 3 참조), 이에 의하여 그는 주식 투자자들의 전략이 최적이 아님을 지적하고 있다. Garvey and Murphy(2004)는 전문 거래자에게서도 처분효과가 나타남을 보여주고 있다.²⁾ 비록 이들 전문 거래자들은 전반적으로 손실을 보는 거래 보다는 이익을 보는 거래를 더 많이 수행하여 수익을 내고는 있으나 처분효과가 수익성을 낮추는 요인으로 작용한다고 분석하였다. Locke and Mann(2000)은 성과가 낮은 전문 투자자는 처분효과의 영향을 더 받고 있음을 보고하였다.

처분효과가 성과에 부정적인 영향을 미치는 행동적 편익이면 금융소비자의 복리 증진 차원에서도 처분효과가 사라지거나 감소될 수 있는 조건을 규명하는 것으로 처분효과의 연구 초점이 옮겨가는 것은 매우 자연스러운 변화일 것이다. Boebel and Taylor(2000)는 평균 매수 가격과 이전 라운드 의 가격을 준거점으로 하여 처분효과를 검증해 보았는

2) Garvey and Murphy (2004)는 미국의 자기자본 매매 주식거래팀(proprietary stock-trading team)에게서도 처분효과가 나타남을 보여주고 있다.

데, 평균 매수 가격이 준거점 일 때에는 처분효과가 나타나지 않았으나 이전 라운드 가격이 준거점인 경우 약간의 처분효과가 나타남을 발견하였다. Brown et al.(2002)은 오랜 기간 투자하고 투자 금액이 높은 경우 처분효과가 감소함을 보여주고 있다. Dhar and Zhu(2006)는 학력이 높고, 전문직에 종사하는 투자자에게서 처분효과가 감소함을 보고 하였는데, 그 이유는 전문 상담자들로부터 상담을 받을 기회가 많기 때문이라고 설명하였다. 전문투자자는 개인투자자(private investor)에 비해 처분효과의 영향을 덜 받는다는 결과도 보고되었다(Dhar and Zhu 2006; Menkhoff, Schmeling, and Schmidt 2010³⁾; Shapira and Venezia 2001). Weber and Camerer(1998)는 주식이 일정 기간 이후에 자동적으로 매도될 때 처분효과가 크게 감소함을 보여주고 있다. 그들은 가격이 하락한다는 것은 주식이 하방향 추세를 가질 가능성이 높으므로 주식은 매도되어야만 한다(should)는 것을 의미하는 반면 가격이 상승한다는 것은 주식이 상방향 추세를 가질 가능성이 높으므로 매도되지 않아야만 한다(should not)는 것을 의미하기 때문에 자신들의 설계 상에서 볼 때 처분효과는 해로운 것임(harmful)을 지적하고 있다.

처분효과와 관련된 연구문헌들 살펴보면 이익/손실을 실현한 것과 그대로 보유한 것을 중심으로 분석할 경우 처분효과가 나타난다는 것을 보여주고 있다. 방법론적으로는 전체 이익이 발생한 것 중 이익을 실현한 비율에서 전체 손실이 발생한 것 중 손실을 실현한 비율을 차감한 것이 양의 수치를 보이는 경우 이를 처분효과로 보고 있다(Odean 1998). 그런데 기존 문헌의 데이터 중에는 이익이 발생해

도 이익 실현을 하지 않은 경우가 있는 반면 손실이 발생해도 손실을 실현하는 경우도 있다. 이것은 투자자들에 따라서 처분효과가 크게 발생하는 투자자가 있는가 하면, 처분효과가 적게 발생하거나 역의 처분효과(이익 발생 주식을 보유하고 손실발생 주식을 매도하는 것)가 나타나는 투자자도 존재함을 시사하고 있다(Dhar and Zhu 2006; Shafran, Benzion, and Shavit 2009의 case 2).

이상을 요약해 보면 처분효과는 여러 나라에서 광범위하게 보고되고 있으며, 실험실 상황과 실제 시장 거래 상황에서도 발생하는 현상으로 성과에 부정적인 영향을 미칠 가능성이 높다. 개인투자자 뿐만 아니라 전문투자자들에게서도 정도의 차이는 있지만 일정 부분 발생하는 현상이며, 개인투자자의 경우에도 처분효과의 영향이 차이가 날 가능성이 있다.

2.2 처분효과와 조절초점

처분효과가 금융소비자들의 투자 성과와 관련이 있다면 이에 영향을 미치는 요인에 대한 연구는 금융소비자 복리 차원과 금융 마케팅 차원에서 매우 중요한 의미를 지닌다. 처분효과의 차이를 가져오는 요인을 규명한 기존의 연구들은 투자자들의 학력 및 직업(Dhar and Zhu 2006), 투자 기간과 금액(Brown et al. 2002), 투자자의 전문성(Menkhoff, Schmeling, and Schmidt 2010), 일정 기간 후 자동적 매도 여부(Weber and Camerer 1998) 등 금융소비자의 투자 심리 이외의 외적 요인에서 그 이유를 찾으려고 하였다. 특히 Dhar and Zhu(2006)의 경우 학력과 직업이 처분효과

3) 본 논문에서 사용되는 '처분효과'의 의미를 Menkhoff, Schmeling, and Schmidt(2010)에서는 '손실을 실현하기를 꺼려하는 것'으로 정의하였고, 해당 항목에 대해서 개인투자자와 전문투자자 간에 차이가 있음을 보여주고 있다.

의 감소에 기여하는 이유를 투자자가 학력이 높고 전문직에 종사할수록 투자 전문가로부터 상담을 받을 기회가 많기 때문인 것으로 해석하기도 하였다. 그러나 본 연구에서는 처분효과를 발생시키는 요인들 중에서 투자자의 심리와 직접적으로 관련이 있는 요인에 주목하고자 한다. 투자 심리에 직접 관련된 요인들이 개인 차원에서 처분효과를 발생시키는 메커니즘을 이해하는데 좋은 이론적 틀을 제공하는 심리학 이론은 조절 초점 이론이다(Higgins 1997, 1998). 조절 초점은 자기 행동에 대한 조절 지향성을 말하는데, 일반적으로 향상초점과 예방초점으로 구분된다. 향상초점은 이익이라는 긍정적 결과가 주요 관심사인 반면 예방초점은 손실이라는 부정적 결과가 주요 관심사다. 금융소비자들의 투자 의사결정의 기본적 목표는 재무적 이익 달성과 재무적 손실 방지에 있고, 조절 초점은 이익과 손실 중 어디에 주의(attention)를 차별적으로 기울이는지에 영향을 미치므로(Zhou and Pham 2004), 이익이라는 긍정적 결과의 달성과 손실이라는 부정적 결과의 방지와 관련된 행동에 투자자의 조절초점이 영향을 미칠 가능성이 크다. 따라서 조절 초점은 투자 행동에 있어 이익실현과 손실실현의 비대칭성을 의미하는 처분효과를 조절하는 중요 요인으로 작용할 가능성이 크며, 처분 후 위험대안의 선택 행동을 조절하는 요인으로서도 중요한 역할을 할 것으로 생각된다. 하겠다.

조절초점이론에서는 사람들의 자기조절(self-regulation)을 관련된 목표 및 기준에 자신의 행동을 맞추고자 하는 과정으로 보고 있는데(Chernev 2004), 전술한 바와 같이 자기조절시스템은 향상초점 시스템과 예방초점 시스템으로 구분할 수 있다. 개인의 욕구 관점에서 보면 향상초점은 성장, 발전과 연관된 반면 예방초점은 안전, 방어 등과 연관되어 있

다. 사람들이 성취하고자 하는 기준 측면에서 보면 향상초점은 개인의 희망과 포부가 반영된 '이상적인 자기'(ideal self)에 초점을 맞추는 반면 예방초점은 책임과 책무가 반영된 '당위로서의 자기'(ought self)에 초점을 맞춘다. 행동적 결과와 관련해서는 향상초점은 긍정적 결과의 존재를 선호하여 적중(hits)의 존재와 부작위오류의 부재(absence of errors of omission) 등을 확실히 하기 위해 노력한다. 반면 예방초점은 부정적 결과의 부재를 선호하여 부정적 결과를 초래할 만한 대안을 확실하게 거부하는 것(presence of correct rejections)과 작위오류의 부재(absence of errors of commission)를 실현하기 위해 노력한다.

조절초점을 금융투자상품의 대안 선택과 연결하여 살펴 볼 때 그 접근 방법에 있어서 두 가지 점에 관심을 집중할 필요가 있다. 하나는 대안이 가지고 있는 위험과 관련된 것이고, 다른 하나는 변화(혹은 현상유지)와 관련된 것이다. 이러한 점에 주목하는 이유는 금융투자상품이 본질적으로 내포하고 있는 위험이 금융소비자의 의사결정에 크게 영향을 미칠 것이라는 점을 주시하였고, 금융투자상품(예컨대 주식)은 수많은 종류의 상품 선택 대안들이 존재하므로 현재 보유하고 있는 것을 그대로 보유할 것인지 아니면 현재 보유하고 있는 대안을 처분하고 다른 대안을 선택할 것인가가 중요하기 때문이다.

먼저 조절초점과 위험 성향 간의 관계를 연구한 결과들의 의하면 사람들은 자신들의 조절초점에 의존하여 서로 다른 접근 방법으로 위험을 받아들일 준비가 되어 있음을 보여주고 있다. 즉, 조절초점 간에는 목표를 추구하는 동기 및 방식에 있어서도 차이를 보인다는 것이다. 첫째, 향상초점은 바람직한 상태의 최종점에 부합하도록 접근하는데 초점을

맞추기 때문에 이러한 시스템은 존재하는 기회를 최대한 많이 포착하려고 하는 내재적 동인(inherent drive)을 만들어낸다(Higgins 1998). 이러한 동인은 일반적으로 더 열정적인 형태의 탐구와 더 큰 위험추구로 표현된다(예컨대 Crowe and Higgins 1997; Förster, Grant, Idson, and Higgins 2001; Zhou and Pham 2004). 반면 예방초점은 바람직한 상태의 최종점에 부합하지 않는 것들을 회피하는데 초점을 맞추기 때문에 이러한 시스템은 잠재적 실수를 막는 동기를 만들어낸다. 이 동기는 더 경계적인(vigilant) 형태의 탐구와 더 큰 위험회피로 표현된다. 위험 성향에 있어서 차이는 두 가지 시스템이 이익과 손실에 대하여 차별적인 주의를 기울이는 것에 기인한다. 많은 영역에서 더 큰 잠재적인 이득을 가지고 있는 옵션은 또한 더 큰 잠재적 손실도 가지고 있는 것이 일반적이다. 반면 작은 잠재적인 손실을 가지고 있는 옵션은 또한 작은 잠재적인 이득을 가지는 것이 보통이다. 더 큰 잠재적 이득과 더 큰 잠재적 손실을 가지고 있는 위험한 대안과 더 작은 잠재적 손실과 더 작은 잠재적 이득을 가지고 있는 보수적 대안 사이에서 선택을 함에 있어서, 긍정적 결과에 초점을 맞춘 향상초점을 가진 소비자는 위험한 옵션을 선호할 가능성이 큰 반면, 부정적 결과에 초점을 맞춘 예방초점 소비자는 보수적 옵션을 선호할 가능성이 크다(Zhou and Pham 2004). 한편 조절초점(Higgins 1997, 1998)과 변화에 관한 선택간의 관계를 연구한 결과에 따르면 향상초점에서는 변화에 개방적인 반면 예방초점에서는 안정성을 선호한다고 예측할 수 있다. Liberman et al. (1999)의 연구에 의하면 조절초점이 상황적으로 유도된 경우와 만성적 심리적 특성 차이인 경우 모두 이러한 예측을 지지하는 것으로 나타났다. 예방

초점을 가진 사람들은 향상초점을 가진 사람들에 비해 과업을 대체하는 것 보다는 중단된 과업을 지속하는 경향이 있음을 보여주고 있으며, 예방초점에 놓여있는 사람들은 향상초점 하의 사람들과는 달리 현재 소유하고 있는 대상물이나 이전에 소유했던 것을 교환하는 것을 꺼려함을 보여주고 있다. 이상에서 언급한 조절초점 간 위험 선택 의사결정과 변화에 대한 태도를 처분효과 관점에서 살펴보면 향상초점의 경우 손실 발생 시 본전에 도달할 수 있는 대안이 주어지는 경우 새로운 대안을 선택할 가능성이 예방초점 보다는 높을 가능성이 있고, 이에 따라 처분효과가 예방초점에 비해서는 덜 나타날 가능성이 높다고 할 수 있다. 반면 예방초점의 경우 손실 발생 시 본전에 도달할 수 있는 새로운 대안은 위험한 대안으로 인식할 가능성이 높아 현재 보유하고 있는 대안을 그대로 보유함으로 인하여 향상초점에 비해서는 처분효과가 크게 발생할 가능성이 높다고 하겠다.

2.3 처분효과의 확장으로서의 이전 손익에 따른 위험 하에서의 의사결정

처분효과의 확장으로서 이미 매도 처분이 이루어져 손익이 실현된 상태에서 이러한 손익이 후속의 위험 관련 선택 행동에 어떻게 영향을 미치는지에 관한 연구가 있어왔다. 이 연구의 중심은 이전 손익이 있는 상황에서의 위험 선택 행동이 이전 손익이 없는 상황에서의 위험 선택 행동과 어떻게 차이가 있는지를 규명하는데 있다. Odean(1998)은 투자자들이 손실을 본 주식의 추가적인 매수 보다는 이익을 본 주식의 추가적인 매수를 상대적으로 덜 하고 있음을 발견하였는데, 이러한 행동을 손실 후에는 위험회피가 감소하고 이득 후에는 손실회피

가 증가하는 것을 보여 주는 증거라고 해석하여 이전 이익 혹은 손실이 현재 위험 선택 행동에 영향을 미치고 있음을 보여주었다. Thaler and Johnson (1990)은 투자자의 손실회피 정도는 이전의 이익과 손실에 따라 달리질 수 있음을 입증하였고, Barberis et al.(2001)은 투자자가 얼마나 손실회피적인가는 투자자의 이전 투자성과에 의존한다고 하였다.

그러나 이전에 이익 혹은 손실이 발생한 상황에서의 위험 선택 행동에 대한 연구는 그 결과가 혼재되어 나타나고 있다. 이전 이익이 있는 경우에는 그 이전 이익이 위험 추구 성향을 상대적으로 완화시킨다는 연구(Coval and Shumway 2005)가 있는 반면 위험 수용 의지를 증가시킨다는 연구(Barberis et al. 2001; Thaler and Johnson 1990)도 존재한다. Coval and Shumway(2005)의 연구에 의하면 아침에 이익을 본 시장조성자들은 아침에 손실을 본 시장조성자들에 비해 상대적으로 위험을 회피하려는 성향을 보였다고 보고하였다. 그러나 Thaler and Johnson(1990)은 이전 이익이 '공돈효과'라는 위험 추구 현상을 가져온다고 설명하고 있다. 이전 이익 후에 발생하는 손실은 이전 이익이 완충 역할을 하기 때문에 그렇지 않은 경우 보다 덜 고통스럽게 여기므로 이전 이익 후에는 위험 회피 성향이 약해진다는 것이다.

한편 이전 손실이 있는 경우에는 위험 수용 의지가 감소된다(Barberis et al. 2001; Thaler and Johnson 1990)는 연구가 있는 반면 위험 추구가 증가한다는 연구가 있으며(Coval and Shumway 2005), '본전효과'가 기대되는 경우에만 위험 수용 의지가 증가된다는 연구도 존재한다(Thaler and Johnson 1990). Thaler와 Johnson(1990)은 이전 손실이 위험 수용 의지를 감소시킬 수 있다고

하였으며, Barberis et al.(2001)은 이전에 손실을 본 후에는 투자자들은 초기 손실이 기화점이 돼서 추가적인 손실에 훨씬 더 민감해 지기 때문에 더 손실 회피적이 된다고 주장하였다. 반면 Coval and Shumway(2005)는 아침에 손실을 본 시장조성 거래자는 이익을 본 시장조성 거래자에 비해 15.5%만큼 위험을 더 수용하려는 의지를 보였다고 보고하고 있다. 이상을 정리해 보면 이익 주식을 빨리 처분하는 이익 상황에서의 처분효과는 투자자 행동이 위험 회피적임을 보여주는 반면 공돈효과 등은 이익 상황에서도 위험 추구적 행동을 보이는 경우이므로 투자자들이 이익 상황에서 항상 위험 회피적인 것은 아님을 보여주는 한편 손실 주식을 너무 오래 보유하고 있다는 손실 상황에서의 처분효과는 투자자 행동이 위험 추구적임을 보여주는 반면 초기 손실 각인 효과는 그 이후 위험 회피적 행동을 보이는 경우이므로 투자자들이 손실 상황에서 항상 위험 추구적인 것은 아님을 보여주는 것은 아님을 추론해 볼 수 있다.

이익 혹은 손실과 관련된 위험 하에서의 연속적 의사결정에 관한 혼재된 결과를 조절하는 변수를 규명하고자 하는 시도가 있었다. Weber and Zuchel (2005)은 문제 제시 형태(presentation format)에 따라 이러한 상충된 결과를 설명하려고 하였다. 그들의 연구에 따르면 피험자들이 연속되는 포트폴리오 처치(portfolio treatment) 일 때에는 손실 후에 위험 회피가 약화되는 반면 2단계로 분리 실시된 복권 처치(lottery treatment) 일 때에는 위험 회피가 소폭 증가함을 발견하였다. 전자의 결과는 Thaler와 Johnson의 연구결과(1990)와 일치하는 것이며 후자의 결과는 Staw(1976)의 몰입 상승효과(escalation of commitment)와 일치하는 결과를 보여주고 있다. 본 논문에서는 연속되는

위험 하에서의 의사결정에 관한 흔재된 결과를 조절하는 변수로서 조절초점의 역할을 규명해 보고자 하였다. Crowe and Higgins(1997)에 따르면 향상초점의 경우 부작용위오류의 부재가 없도록 하며, 위험 추구적 성향을 보이는 반면 예방초점의 경우 작위오류의 존재가 없도록 하며, 위험 회피적 성향을 보인다. 또한 향상초점은 이익의 존재 혹은 부재가 관심사항인 반면 예방초점은 손실의 부재 혹은 존재가 관심사항이다. 따라서 향상초점은 이전 손익 여부 보다는 이상점(ideals)에의 도달 여부에 관심을 더 가질 가능성이 높은 반면 예방초점의 경우에는 이전 이익은 작위오류의 부재로 경험되므로 안도할 가능성이 높아 위험 수용 의지가 증가하는 반면 손실은 작위오류의 존재로 경험되므로 위험 수용 의지가 감소될 가능성이 높다.

III. 가설 설정

프로스펙트 이론(Kahneman and Tversky 1979)에 따르면 금융소비자들은 일반적으로 이익 상황에서는 위험 회피 심리로 인하여 이익 실현을 할 가능성이 높은 반면 손실 상황에서는 손실 회피 심리로 인해 보유를 통한 위험 추구를 할 가능성이 높다. 이익 상황에서 투자자들이 이익 투자 대상을 빨리 매도하려는 이유를 후회 이론(Bell 1982)의 관점에서 보면 이익이 감소할 때 생기는 후회를 회피하려고 하기 때문이라고 볼 수 있다. 반면 손실 상황에서 투자자들이 손실 대상을 계속 보유하려는 이유를 Thaler(1999)는 투자자들이 손실을 본 투자대상을 매도하는 것이 그 투자 대상과 관련된 손실을 복구할 기회를 잃어버리는 고통으로 느끼기

때문이라고 설명하고 있다.

이러한 이익과 손실 상황에서의 심리적 특성은 거래의 비대칭성, 즉 처분효과로 나타날 가능성이 높다. 처분효과는 전문투자자 보다는 개인투자자에게서 더 크게 발생할 가능성이 높다는 연구 결과(Menkhoﬀ, Schmeling, and Schmidt 2010; Shapira and Venezia 2001)는 이러한 심리적 특성이 거래에 영향을 미쳤을 가능성이 높음을 시사한다. 그리고 처분효과가 시장 전체 차원에서 발생하였다는 기존 연구(Odean 1998; Shefrin and Statman 1985)에서 보면 시장 전체적으로는 처분효과가 나타날 가능성이 높다. 그러므로 처분효과와 관련된 가설은 다음과 같이 설정 하였다.

가설 1: 이익 상황에서의 처분 선택과 손실 상황에서의 처분 선택 간에는 비대칭성이 존재할 것이다.

처분효과가 시장 전체적으로 발생할 가능성이 높다고 하더라도 본 논문의 주요한 관심사는 이러한 처분효과를 조절초점이 조절할 것인가에 있다. 따라서 처분효과를 이익/손실 상황과 조절초점을 연관 지어서 살펴보기로 하겠다. 먼저 이익 상황에서는 위험 회피(Kahneman and Tversky 1979) 심리로 인하여 이익이 난 주식을 매도할 가능성이 높다. 이러한 위험 회피 심리는 향상초점의 금융소비자나 예방초점의 금융소비자 간에 크게 차이가 날 가능성이 적다. 긍정적 피드백이 주어지는 경우에는 피험자들은 행복하거나 안도하므로(Idson et al. 2000) 대안 선택에 관하여 크게 고려할 요인이 손실 상황 보다는 적다고 할 수 있다. 그러나 손실 상황에서는 예방초점의 금융소비자는 손실회피에 따른 현상유지 성향이 강하고(Chernev 2004),

기존 소유물을 변경할 의도가 적으며(Liberman et al. 1999) 작위 오류에 의한 후회 가능성을 경계(Higgins 1998)하므로 현재 보유하고 있는 대안을 그대로 선택할 가능성이 높은 반면 항상초점의 금융소비자는 기존 소유물을 변경하려는 경향이 강하고(Liberman et al. 1999) 부작위 오류에 의한 적중의 부채를 경계(Higgins 1998)하므로 현재 보유하고 있는 대안을 그대로 선택하기 보다는 다른 대안으로의 변경에 더 민감할 가능성이 높다. 이러한 논의를 종합해 보면 이익 영역에서는 위험회피에 따라 보유주식을 매도하는 처분효과가 조절초점에 관계없이 나타날 가능성이 높은 반면, 손실 영역에서는 조절초점에 따라 현상유지에 따른 손실회피 현상이 상이하게 나타날 가능성이 높다. 또한 조절초점 관점에서 다시 분석해 보면 처분효과는 항상초점의 금융소비자 보다는 예방초점의 금융소비자에게서 더 나타날 가능성이 높다. 따라서 가설은 다음과 같이 설정하였다.

가설 2: 처분효과는 항상초점의 금융소비자에 비해서 예방초점의 금융소비자에게서 더 크게 나타날 것이다.

이미 이익 혹은 손실이 발생한 경우 해당 이익 혹은 손실이 현재의 대안 선택 의사결정에 미치는 영향은 서로 상이하게 나타났다. 이전 이익의 경우에도 공돈효과 혹은 이것이 완충역할을 하므로 더 위험 추구를 할 것(Thaler and Johnson 1990, 실험 4의 문제1에 관한 결과)이라는 견해와 위험 추가가 약화될 것(Coval and Shumway 2005)이라는 견해로 나뉘어져 있으며, 이전 손실의 경우에도 이것이 패배 역할을 하므로 위험에의 민감성을 높여 위험 회피적이 될 것(Barberis et al.

2001)이라는 견해와 몰입상승효과(Staw 1976), 본전효과(Thaler and Johnson 1990, 실험 4의 문제3, 7, 8에 관한 결과)와 같이 더 위험 추구를 할 것이라는 견해로 나뉘어져 있다. 조절초점 관점에서 보면 손실을 경험한 경우 항상초점의 소비자들은 적중(hit) 최대화(Higgins 1998)를 위해 손실을 경험한 경우 줄더 적극적으로 변화 대안을 탐색하고 선택할 가능성이 높은(Liberman et al. 1999) 반면 예방초점의 소비자들은 항상초점의 소비자들에 비해 현상유지 편의(Chernev 2004)에 따라 현상유지를 선택하거나 손실을 확정함으로써 추가적인 손실을 예방하려는 심리가 강할 것으로 예상할 수 있다. 한편 이익인 상태에서는 예방초점의 소비자들은 보수주의 경향(Liberman et al. 1999)과 이득 영역에서의 위험회피(Kahneman and Tversky 1979) 성향에 따라 이익을 간직하고 싶은 위험 회피 대안을 더 많이 선택할 가능성이 높은 반면 항상초점의 소비자들은 이전의 성공 경험이 열망을 유지시키므로(Idson et al. 2000) 더 높은 수익을 추구하는 방향으로 행동할 가능성이 높다고 볼 수 있다. 따라서 가설은 다음과 같이 설정하였다.

가설 3: 이익 발생에 따른 후속적 대안 선택 시 항상초점의 소비자는 예방초점의 소비자에 비해 위험 회피 대안 보다는 위험 추구 대안을 더 많이 선택할 것이다.

가설 4: 손실 발생에 따른 후속적 대안 선택 시 예방초점의 소비자는 항상초점의 소비자에 비해 위험 추구 대안 보다는 위험 회피 대안을 더 많이 선택할 것이다.

IV. 실험설계 및 절차

4.1 실험설계 및 표본의 선정

실험설계는 “2(이익/손실 피드백 : 이익 대 손실) X 2(조절초점 : 향상 대 예방)” 피험자 간 설계 방식으로 구성되었다. 피험자들은 경영학부에 재학 중인 대학생 총127명(남성 55명)이 최종 실험에 참여하였다.

4.2 실험 자극 선정 및 조작

실험 자극의 대상 상품으로는 금융투자상품 중 주식을 선정하였다. 주식은 처분효과 연구 대상으로 많이 활용(Odean 1998) 되었을 뿐만 아니라 처분 의사결정에 따라 현재의 손익과 미래의 기회비용이 동시에 발생하여 의사결정의 환회 혹은 후회가 나타나기도 하는 특성을 지니고 있어(예컨대 매도하여 이익을 확정된 주식이 매도 후 더 상승하거나 매도하지 않아 이익을 확정하지 못한 주식의 가격이 하락한다면 기회비용 상실에 따라 후회를 경험할 가능성이 높다), 처분효과 및 처분 후 위험 대안 선택 행동을 보는데 적합한 금융투자상품으로 판단되어 선정되었다. 그리고 처분효과와 처분 후 위험 대안 선택 행동을 살펴보기 위해서는 금융소비자들이 놓여 있는 상황을 이익과 손실로 구분(성공으로서의 이익과 실패로서의 손실을 구분하였다는 점에서 Crowe and Higgins 1997 및 Idson, Liberman, and Higgins 2000의 실험설계 참조) 하였다.

실험에서는 만성적 조절초점(Higgins et al. 2001)에 먼저 응답하도록 하였다. Higgins et

al.(2001)은 성공/실패 이력을 바탕으로 만성적 조절초점 설문항목(Regulatory Focus Questionnaire: RFQ)을 개발하였고, 본 논문에서는 RFQ 항목을 바탕으로 하여 조절초점을 측정하였다.

그 다음으로 주식에 대하여 의사결정 및 그 결과를 중심으로 기술한 것을 읽도록 하였다. 주식 관련 의사결정을 매수, 매도, 보유의 3가지로 구분하여 각각의 내용과 의사결정의 결과(예컨대 매수한 주식을 매도하면 손익이 확정되는데, 만일 그대로 보유한다면 미래의 주식 가격 변화에 따라 손익이 확대 혹은 역전될 수 있음)를 기술하였고, 피험자들이 주식과 관련된 지문을 충분히 이해하였는지를 확인한 후 다음 단계로 진행하였다. 투자 자금은 1천만원으로 하였고 자금 원천에 대한 영향을 통제하기 위하여 물려받은 것으로 가정하도록 하였다(Samuelson and Zeckhauser 1988). 또한 거래에 따르는 세금과 수수료는 없다고 가정하여 매수 또는 매도에 따른 의사결정에 영향을 미칠 수 있는 외생변수들을 통제하였다. 투자기간은 사전에 확정하지 않았으나 처분 의사결정은 매수 후 1개월이 경과한 시점에서 내리도록 하였고, 기대수익률 수준은 주식 시장 평균 수익률로 제시하였다. 그 다음으로 서로 다른 가격패턴을 보이고 있는 주식 4종류를 보여준 후 향후 가장 상승 가능성이 높은 주식을 스스로 선택하도록 하였다. 이는 향후 이익 혹은 손실이 스스로 내린 의사결정이 스스로의 동기 혹은 목적에 따라 이루어진 것이며, 이익과 손실 성과에 대한 명확한 피드백을 줌과 결과에 대한 귀인을 스스로에게 하도록 하기 위하여 설계하였다. 그리고 주식에 투자하는 것이 얼마나 위험하다고 생각하는지에 관한 사전 측정을 실시하였다. 이것은 이익/손실 피드백 후에 위험에 대한 태도가 바뀌는지를 보기위해 사전 측정 항목으로 배

치한 것이다.

그 다음으로 이익/손실을 조작한 지문을 읽도록 하였다. 이익/손실의 원인이 자신의 선택 때문에 발생하였음을 인지하도록 하기 위하여 주식시장은 매수 시점과 동일한 지수 상황으로 설정하였고, 이익 피드백 피험자에게는 10%의 이익(미실현 이익)이 발생한 지문을 보도록 하였고, 손실 피드백 피험자에게는 10%의 손실(미실현 손실)이 발생한 지문을 보도록 하였다. 조작점점 관련 문항을 체크하도록 한 후 매수한 주식에 대한 이익/손실 피드백이 주어진 상황에서 매수한 주식에 대한 처분의 사결정을 내려 보도록 하였다. 즉, 그대로 보유할 것인지 아니면 매도만 할 것인지 또는 매도 후 다른 대안을 매수할 것인지에 관한 의사결정을 하도록 하였다. 그대로 보유하는 경우에는 그 원인을 선택하도록 하였다. 그리고 마지막으로 인구통계적 변수를 측정하였다. 실험 절차를 모두 마친 후 피험자들에게 실험 참여에 대한 감사 인사를 드렸다.

4.3 변수 측정

Higgins와 그의 동료들은 주관적 성공/실패를 기반으로 하여 향상 성공/실패, 예방 성공/실패 등의 문항으로 구성되어 있는 조절초점 질문 문항(RFQ)를 개발하였다(Higgins et al. 2001). 그런데 이 문항을 모두 그대로 적용하기에는 두 가지 문제점이 발생되었다. 첫째는 학생들과 같이 특정 대상에 대한 질문(예컨대 '성적을 A학점을 받기 위하여 노력한다')이 포함되어 있다는 점이고, 둘째로는 성공/실패에 따라 원문이 긍정문 혹은 부정문, 의문문 등으로 구성되어 있어 응답자들이 질문의 의미를 오해할 소지가 있다는 점이다. 이 두 가지 문제를 해결하고자 조절초점 질문사항은 보편적으

로 적용될 수 있는 문항을 선정하였고, 질문은 긍정문으로 작성하였다. 사전 검증(pilot test) 결과 응답자들이 문항에 대한 오해가 없어, 이 문항들을 이용하여 본 실험을 실시하였다.

먼저 RFQ 중 추출된 11가지 문항(부록 참조)으로 조절초점 문항 간 신뢰성을 측정해 본 결과 향상초점 관련 6개 문항(1, 3, 7, 9, 10, 11번 문항)의 신뢰도를 측정해 본 결과 Cronbach's α 값이 0.78로 나타나 향상초점과 관련된 문항 6개는 모두 분석에 활용되었으나 예방초점 관련 5개 문항(2, 4, 5, 6, 8번 문항) 중 하나의 문항(8번 문항)은 여타 문항과의 상관계수가 낮아 이를 제외한 4가지 문항(Cronbach's α 값 0.61)을 분석에 활용하였다. 신뢰도를 측정한 후 향상초점과 예방초점 질문들이 동일한 요인으로 분류되는지를 보기 위하여 요인분석을 실시하였다. 요인분석에서 요인 추출방법으로는 주성분분석을, 그리고 회전방법으로는 Kaiser 정규화가 있는 varimax 방법을 활용하였다(Higgins et al. 2001). 요인분석의 결과 향상초점과 예방초점을 구분하는 항목들이 각각 동일한 요인에 속하는 것으로 분류되어 총 10개의 문항들이 조절초점을 구분하는데 최종적으로 활용되었다.

향상초점과 예방초점의 구분은 향상초점 및 예방초점 각각 평균을 구하고, 향상초점 평균에서 예방초점 평균을 차감한 후 중위수(median split) 방법을 통해 향상초점(64명)과 예방초점(63명)을 구분하였고, 조절초점 간 구분은 성공($F=271.00$, $p < 0.01$)적으로 이루어졌다.

4.4 실험 결과 분석

4.4.1 처분효과 관련 가설 검증

가설 1은 이익과 손실 피드백에 따른 처분효과가 전반적으로 나타나는지를 금융 소비자 행동 측면에서 살펴본 것이다. 처분효과는 투자자들이 이익 주식을 너무 일찍 매도하고 손실 주식을 너무 오래 보유하고 있는 것으로 이익영역에서는 위험회피, 손실영역에서는 손실회피 현상 또는 현상유지(status quo) 현상이 나타나고, 그 결과로서 이익 대 손실 상황에서의 처분이 비대칭적으로 발생하게 된다는 것이다. 먼저 금융 소비자들이 선택한 대안의 비대칭성을 알아보기 위하여 대안 선택을 처분대 비처분(보유, 즉 현상유지)으로 구분하였다. 비처분(현상유지) 선택은 현재 상태를 그대로 유지(보유)하는 대안 선택을 말하며 처분(행동) 선택은 매도를 하거나 매도 후 다른 매수 대안을 선택하는 것을 말한다. 분석은 로지스틱 회귀분석과 교차분석의 두가지 방법을 모두 활용하였다. 로지스틱 회귀분석에서는 이익/손실 상황을 독립변수로 하고 대안 선택을 종속변수로 하여 분석을 실시하였다. 그 결과 통계적으로 유의한 효과(Wald=7.79, $p < 0.01$)가 발생하여 가설1은 지지되었다. 분석 결과를 조금 더 상세히 보기 위하여 교차분석을 실시하였다. 교차분석 결과를 보면 통계적으로도 의미 있는 차이가 발견되었는데($\chi^2=7.982$, $p < 0.01$), 이익 피드백 조건에서는 처분(행동)대안을 선택하는 비율이 높았고, 손실 피드백 조건에서는 비처분(현상유지) 대안을 선택하는 비율이 높아 이익-손실 간 처분의 비대칭성이 발생함을 알 수 있다.

선택 대안 중 비처분(현상유지) 대안을 선택한 금융 소비자들이 비처분(현상유지) 대안을 선택한

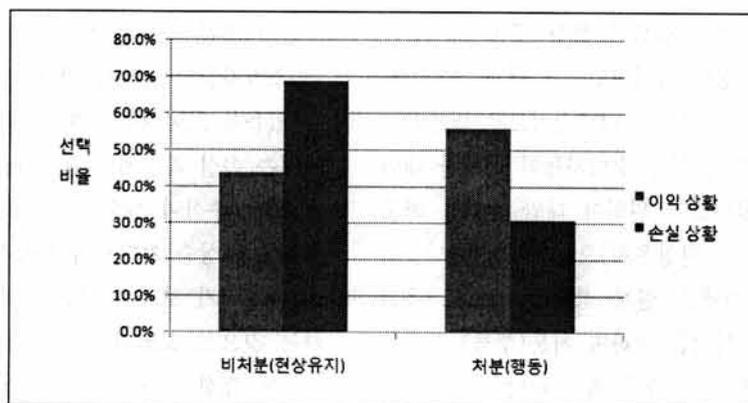
이유가 평균회귀 기대 때문인지, 아니면 후회 가능성 때문인지를 살펴보았다. 이익 상황에서는 응답자 중 88%(22명)가 추가상승을 기대하기 때문이라고 응답한 반면 후회 가능성을 언급한 피험자는 12%(3명)에 불과하였다. 손실 상황에서는 69%(20명)의 피험자들이 다시 상승할 것을 기대하기 때문이라고 응답한 반면 31%(9명)는 후회 가능성을 언급하였다. 이러한 결과는 동일한 비처분(보유, 즉 현상유지) 대안을 선택하였더라도 이익 상황인지 혹은 손실 상황인지에 따라 대안을 선택하는 소비자들의 심리적 메커니즘에는 일정부분 차이가 있음을 보여주는 것이라 하겠다. 즉, 손실 상황에서는 손실 확정에 따른 심리적 고통과 손실 확정 후 해당 주식이 상승 할 때의 후회감 그리고 평균회귀로의 상승 기대감이 복합적으로 작용하여 손실을 확정하기 보다는 보유를 통한 현상유지를 선택하는 것으로 보인다. 이익 상황에서는 추가적인 상승에 대한 기대감이 높은 반면 후회가능성은 낮은데, 이것은 설사 추가적으로 상승하더라도 다른 대안의 선택을 통해 보상이 가능하다고 생각하기 때문인 것으로 보인다. 이익 주식을 처분한 것 보다는 손실 주식을 보유한 것에 대하여 더 많은 응답자들이 후회하였고 후회는 만족에 부정적으로 영향을 미친다는 연구(Fogel and Berry 2006)에 따르면 손실 상황에서는 다른 대안을 신속히 발견하지 못할 경우 금융 소비자들이 후회를 크게 경험할 가능성이 높음을 시사한다고 하겠다.

4.4.2 처분효과에 대한 조절초점의 조절 역할 관련 가설 검증

향상초점의 금융소비자 보다는 예방초점의 금융소비자에게서 처분효과가 더 발생하는지를 검증해

〈표 1〉 이익/손실 상황에 따른 처분효과

손익상황 \ 처분여부	비처분 (현상유지)	처분 (행동)	전체
이익	43.9% (29명)	56.1% (37명)	100.0% (66명)
손실	68.9% (42명)	31.1% (19명)	100.0% (61명)
전체	55.9% (71명)	44.1% (56명)	100.0% (127명)



〈그림 1〉 이익/손실 상황에 따른 처분효과

보기 위하여 항상초점 금융소비자와 예방초점 금융 소비자 각각에 대한 처분효과를 보았다. 즉, 항상 초점 금융소비자와 예방초점 금융소비자를 구분하여 각각 이익과 손실 영역에서의 거래의 비대칭성을 검증해 보았다. 검증방법은 로지스틱 회귀분석(이익/손실 영역을 독립변수로 하고 대안의 선택을 종속변수로 하여 측정)을 활용하였다. 검증 결과 항상초점의 금융소비자에게서는 유의한 차이가 발견되지 않았으나($p > 0.1$), 예방초점의 금융소비자에게서는 유의한 차이가 발견되었다(Wald=9.25, $p < 0.01$). 따라서 가설 2는 지지되었다. 또한 교차분석 결과를 보면 예방초점의 금융소비자는 유의미한 차이가 발견($\chi^2=9.817, p < 0.01$)되었으나

항상초점의 금융소비자에게서는 통계적으로 유의한 차이가 나타나지는 않았다($p > 0.1$).

이와 같은 결과는 처분효과가 모든 사람에게서 보편적으로 발생하는 현상이라기 보다는 예방초점의 금융소비자에게서 많이 나타나지만 항상초점의 금융소비자에서는 통계적으로 유의하게 차이가 나지 않는 현상임을 알 수 있다.

4.4.3 처분 후 조절초점 간 후속적 위험 대안 선택 차이 관련 가설 검증

처분 후에 발생하는 이익/손실 상황에서 후속적 위험 대안 선택을 조절초점이 조절하는지를 알아보

〈표 2〉 이익/손실 상황에서 항상초점 금융소비자의 처분효과

손익상황 \ 처분여부	비처분 (현상유지)	처분 (행동)	전체
이익	52.8% (19명)	47.2% (17명)	100.0% (36명)
손실	64.3% (18명)	35.7% (10명)	100.0% (28명)
전체	57.8% (37명)	42.2% (27명)	100.0% (64명)

〈표 3〉 이익/손실 상황에서 예방초점 금융소비자의 처분효과

손익상황 \ 처분여부	비처분 (현상유지)	처분 (행동)	전체
이익	33.3% (10명)	66.7% (20명)	100.0% (30명)
손실	72.7% (24명)	27.3% (9명)	100.0% (33명)
전체	54.0% (34명)	46.0% (29명)	100.0% (63명)

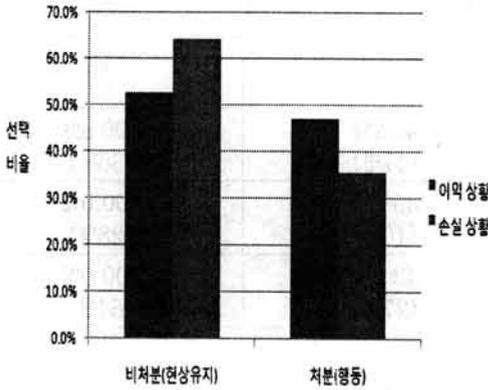
기 위하여 이익 상황과 손실 상황을 분리하여 분석을 실시하였다. 분석 대상은 이전 이익에 따라 현재 의사결정이 어떻게 되는지를 보기 위한 것이므로 처분 대안을 선택한 피험자들을 대상으로 처분만 선택한 경우(위험회피)와 처분 후 매수를 한 경우(위험추구)를 비교하였다.

먼저 이익 상황에서 조절초점 간 처분(매도)만 하는 경우와 처분(매도) 후 매수를 하는 경우를 교차분석을 통해 분석해 본 결과 통계적으로 유의한 차이는 발생하지 않았으나($p > 0.1$). 손실 상황에서는 한계적으로 유의한 차이가 발생($\chi^2=4.33$, $p < 0.1$)하였다. 따라서 가설 4는 지지되었으나 가설 3은 지지되지 않았다.

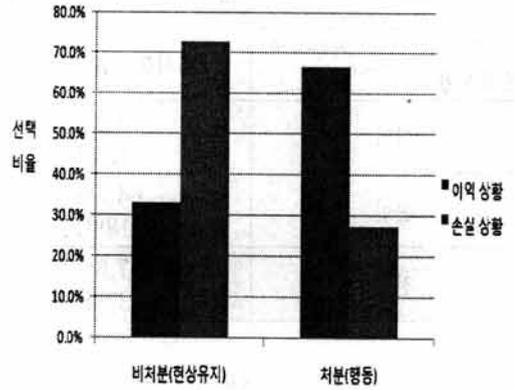
본 실험 결과에 따르면 이익 처분 후 조절초점 간 위험 추구 현상은 통계적으로 유의하지 않았으

나 손실 처분 후 위험추구 현상은 항상초점 금융소비자에게서 더 많이 나타나는 반면 위험회피 현상은 예방초점 금융소비자에게서 더 많이 나타남을 보여주고 있다.

가설은 설정되지 않았으나 추가적으로 항상초점과 예방초점 금융소비자들은 이익 혹은 손실 발생 상황에서 처분 대안들('매도' 혹은 '매도 후 매수' 대안) 간의 선택 행동이 대칭적인지 혹은 비대칭적인지를 분석해 보았다. 그 결과 항상초점의 금융소비자들은 이익/손실 조건에서 비교적 일관된 반응을 보여주고 있는 반면 예방초점의 금융소비자들은 이익/손실 조건에서 비교적 상이한 반응을 보여주었다. 즉, 처분 대안을 선택한 항상초점의 금융소비자 중 70% 정도는 후속 의사결정 시 이익 상황 이전 손실상황이건 매도를 한 후 매수 대안을 추가



〈그림 2〉 이익/손실 상황에서 항상초점 금융소비자의 처분효과



〈그림 3〉 이익/손실 상황에서 예방초점 금융소비자의 처분효과

〈표 4〉 처분 후 이익 상황에서 조절초점에 따른 후속 대안 선택

조절초점 구분 \ 대안 구분	매도만 선택	매도 후 매수 동시선택	전체
향상	29.4% (5명)	70.6% (12명)	100.0% (17명)
예방	45.0% (9명)	55.0% (11명)	100.0% (20명)
전체	37.8% (14명)	62.2% (23명)	100.0% (37명)

〈표 5〉 처분 후 손실 상황에서 조절초점에 따른 후속 대안 선택

조절초점 구분 \ 대안 구분	매도만 선택	매도 후 매수 동시선택	전체
향상	30.0% (3명)	70.0% (7명)	100.0% (10명)
예방	77.8% (7명)	22.2% (2명)	100.0% (9명)
전체	52.6% (10명)	47.4% (9명)	100.0% (19명)

적으로 선택하는 위험추구 대안을 선호하는 것을 보여주고 있는 반면 예방초점의 금융소비자들은 이익 피드백이 주어지는 경우 후속 의사결정 시 매도

후 매수 대안을 동시에 선택하는 비율이 높았으나 (55.0%), 손실 피드백이 주어지는 경우에는 매도 후 어떠한 대안도 선택하지 않는 비율이 월등히 높

았다(77.8%). 이것은 예방초점의 금융 소비자들은 처분 상황(이익 상황과 손실 상황)에 따라서 위험 회피/추구 성향에 변화가 발생할 수 있음을 시사한다고 하겠다.

이익 처분 후 향상초점의 소비자들이 예방초점의 소비자들에 비해 위험추구 성향이 강화 될 것이라고 예측한 가설은 지지되지 않았다. 이러한 결과가 발생한 원인으로 행동재무 분야에서도 연구된 자기 귀인(Daniel, Hirshleifer, and Subrahmanyam 1998; Gervais and Odean 2001)을 들 수 있다. 자기귀인(Langer and Roth 1975; Miller and Ross 1975)은 사람들이 과거의 성공은 자신의 공로로 돌리고 과거의 실패는 나쁜 운으로 귀인한다는 것이다. 이 이론에 따르면 과거의 성공이 운에 의한 것이 아니라 자신의 능력에 의한 것으로 귀인하여 자신의 능력을 과신(overconfidence) (Barberis, Shleifer, and Vishny 1998; Daniel, Hirshleifer, and Subrahmanyam 2001; Odean 1999)하게 될 가능성이 높다. 과신하는 소비자들이 이전 경험과 비슷한 상황에 처하게 되면, 이를 이익을 얻을 수 있는 신호로 받아들여 위험추구를 하게 될 가능성이 높다. 본 논문의 실험 조건에서 주식 선택을 피험자들이 직접 하도록 하였기 때문에 피험자들이 이익 발생이 운이 아닌 자신의 선택 능력에 따른 결과라고 해석했을 가능성이 높다. 특히 이러한 과신은 경험이 쌓여감에 따라 회석(Gervais and Odean 2001)되는데, 본 논문의 피험자들은 학생들로서 투자 경험이 상대적으로 낮은 상황이므로 이러한 결과가 발생했을 가능성이 있다. 따른 한 가지 해석은 공돈효과이다. 성공을 경험한 피험자들이 자신에게 주어진 이익금은 공돈이라고 생각하여 그 공돈 정도에 해당하는 손실 발생은 감수하여 위험 추구적이 되었을 가능성이 있다. 마지막으

로 투자 기간의 제약이 없으므로 이러한 결과가 발생했을 가능성이 있다. Coval and Shumway (2005)의 연구에서는 아침에 이익을 본 시장조성자가 오후에는 위험회피 성향을 보였는데 이것은 일일정산평가에 따라 이러한 행동을 하였을 가능성이 있다. 반면 본 실험에서는 투자 기간을 명시적으로 제시하지 않았으므로 투자자들이 장기적으로 보고 이러한 행동을 하였을 가능성이 있다. 이러한 세 가지 해석 가능성은 성공 경험이 후속적 선택에 미치는 영향을 소비자 행동과 마케팅적으로 해석할 때 중요한 시사점을 준다고 하겠다. 즉, 경험이 부족한 금융 소비자들이 자신의 신념 이상으로 이익이 발생했을 경우에는 과신을 하기 쉽고, 이에 따라 위험을 더욱 더 추구할 가능성이 높아짐을 시사하기 때문이다.

V. 결론

5.1 연구 결과의 요약

이익/손실 피드백이 주어진 상황에서 처분효과와 처분 후 위험 대안 선택 행동을 조절초점이 조절하고 있는지를 살펴 보았다. 전체적으로 보면 처분효과가 실험실 상황에서도 발생하였으나 조절초점별로 세분하여 살펴 본 결과 예방초점의 금융소비자에게서는 처분효과가 통계적으로 유의하게 발생하였으나 향상초점의 금융소비자에게서는 처분효과가 통계적으로 유의하게 발생하지는 않았다. 이러한 결과는 처분효과가 모든 개인 금융소비자에게서 공통적으로 발생하는 현상이라기 보다는 조절초점에 따라 그 현상이 완화되거나 발생하지 않을수도 있

음을 보여준다고 하겠다. 이익 상황에서는 조절초점 간 대안 선택에 차이가 없었으나 손실 상황에서는 향상초점의 금융소비자 보다는 예방초점의 금융소비자들이 현상 유지 대안을 더 많이 선택하는 것을 발견할 수 있었다. 현상유지의 원인은 다시 상승할 것으로 기대하는 소비자들이 가장 많았으나, 매도 시 후회가능성(특히 실패 상황)도 큰 요인 중 하나로 자리 잡고 있음을 알 수 있었다. 그리고 손실이 발생한 상황에서 처분 후 위험 대안에 관한 의사결정 시 향상초점의 금융소비자 보다 예방초점의 금융소비자들이 위험 회피 현상이 두드러지게 발생하였으나 이익이 발생한 상황에서 처분 후 위험 대안에 관한 의사결정 시 조절초점 간 대안 선택에 차이가 발생하지는 않았는데, 그 이유는 이전 이익이 완충 역할을 하거나 자신감 상승에 따른 과신의 결과라고 추정된다.

5.2 연구의 시사점

처분효과와 관련된 기존의 연구들은 처분효과가 여러 나라에서 보편적으로 발생하는 현상이며, 시장데이터와 실험실 상황에서 전체적으로 처분효과가 발생하는 것으로 보고되었으나 본 연구 결과에 의하면 처분효과가 모든 금융소비자에게 보편적으로 발생하는 현상 이라기 보다는 예방초점의 금융소비자들에게서 더 많이 발생하는 현상임을 밝혔으며, 향상초점의 금융소비자들은 손익 상황에서 대칭적으로 행동을 하지만 예방초점의 금융소비자들은 손익 상황에서 비대칭적으로 행동을 함을 보여주고 있다는 점에서 이론적 기여를 하고 있다. 또한 프로스펙트 이론(Kahneman and Tversky 1979)에서는 이익 영역에서는 위험 회피적이고 손실 영역에서는 손실 회피에 따른 위험 추구적 현상

이 발생한다고 하였으나, 본 연구 결과에 따르면 이익 상황에서의 위험 회피적 성향과 손실 상황에서의 위험 추구적 성향이 조절초점에 따라 상이하게 발생함을 보여주었다는데 이론적 기여를 하고 있다. 그리고 연속되는 의사결정에서 처분 손실이 발생한 경우에는 향상초점의 금융소비자들은 위험 추구적 성향이 높은 반면 예방초점의 금융소비자들은 위험 회피적 성향을 보인다는 점을 발견하였다는 점에서 이론적 기여를 하고 있다.

금융소비자 입장에서 실무적 시사점은 다음과 같다. 먼저 손실 상황에서 위험 추구적/회피적 행동은 조절초점에 따라 상이하게 나타났는데, 예방초점의 금융소비자들은 손실회피 심리가 강하여 현상 유지(보유)를 하려고 하는 반면 향상초점의 금융소비자들은 이익이 발생할 가능성이 있는 새로운 위험 대안의 선택을 통해 위험을 추구하는 것으로 나타났다. 만일 시장이 추세적으로 하락한다면 예방초점의 금융소비자들에게 미치는 부정적 영향이 더 클 가능성이 있다는 점이다. 따라서 금융소비자는 손실 감내 수준에 관한 명확한 자기지침을 갖고 투자에 임하는 것이 필요하며, 이러한 지침은 예방초점의 금융소비자에게 더 중요할 가능성이 높다. 다음으로 이익 상황에서 위험 추구적/회피적 행동을 보면 조절초점에 따라 차이가 발생하지 않았다. 따라서 이익 상황에서는 금융소비자들이 처분효과가 발생하는 것이 이익극대화 목표를 저해할 가능성이 있음을 인식하는 것이 필요하다고 하겠다.

처분효과를 완화하기 위한 대안으로 예방초점의 금융소비자들이 금융투자상품을 선택 할 때에는 손실이 제한되는 상품을 선택할 필요가 있을 것이다. 예컨대 원금보존형 상품이지만 이익이 발생하는 영역은 지속적으로 증가될 수 있는 상품이 이에 해당될 것이다. 그리고 예방초점의 금융소비자들은 로

스켓 제도를 활용하는 것이 처분효과를 감소시킬 수 있는 대안 중 하나로 고려해 볼 수도 있을 것이다. 또한 매도의 원인이 후회 가능성에 있다면 의사결정의 기준점을 최고 가격 보다는 매수 가격, 매수가격 보다는 시장에서 형성되는 가격을 기준으로 의사결정을 하는 것이 처분효과를 감소시키는 방안이 될 것이다.

정책적 측면에서 보면 처분효과가 성과에 부정적으로 영향을 미친다는 연구 결과(Odean 1998)로 미루어 볼 때 금융소비자들에게서 처분효과가 발생하지 않도록 하거나 최소한 처분효과의 원인을 금융소비자들 자신이 지각하고 있어 자기조절을 할 수 있는 능력을 향상시키는 교육이 강화될 필요가 있다. 특히 예방초점의 금융소비자들에게는 손실회피 심리를 스스로 통제할 할 수 있는 자기지침과 주식 가격을 추세적으로 결정하는 요인(예컨대 경기 상황 등)에 관한 교육의 필요성이 높다고 하겠다.

금융기관 입장에서는 소비자들의 현재의 부정적 목소리(불평 기록)가 미래 주식 수익을 저해하는 요인이 되므로(Lou 2007), 손실 상황의 금융소비자에 대한 특별한 관심이 요구되며, 금융상품을 설계하는 경우에는 금융소비자들의 행동적 측면을 고려한 상품을 설계(Shefrin and Statman 1993)하여 출시하는 것이 바람직할 것이다. 금융 상담자 입장에서는 예방초점의 금융소비자들에게는 손실이 제한되는 상품을 소개하거나 포트폴리오를 구성하는 경우 확정이자형 상품의 비중을 높이는 것이 바람직할 것으로 판단된다.

5.3 연구의 한계

본 연구에 참여한 피험자들은 대학생들로 구성되어 있어 연령대가 제한되어 있을 뿐만 아니라 이들

의 투자경험은 미미할 가능성이 높아 연구 결과를 전체 투자자로 확대하는 데에는 한계가 있다고 하겠다. 또한 처분효과 라는 것을 실험실 상황에서 조작적 정의에 따라 측정하였으므로 실제 거래 상황과는 차이가 있을 가능성이 있다. 이러한 연구의 한계에도 불구하고 본 실험을 통해 밝혀진 사항들을 기초로 하여 추가적인 다른 연구가 많이 진행될 수 있을 것으로 판단된다. 예컨대 모의 투자를 통해 실제와 유사한 시뮬레이션 방법을 통해 처분효과와 이를 조절하는 변수들을 발견하는 것도 하나의 대안이라고 생각된다.

참고문헌

- 최운열, 이근경, 정성훈 (2004), 인지행위적 재무론에서 개인투자자들의 처분효과에 관한 연구, *증권학회지*, 33(2), 83-105.
- Barber, B.M.; Y.-T. Lee; Y.-J. Liu; and T. Odean (2007), "Is the Aggregate Investor Reluctant to Realise Losses? Evidence from Taiwan." *European Financial Management*, 13(3), 423-447.
- Barberis, Nicholas, Minh Huang, and Tano Santos (2001), "Prospect Theory and Asset Prices," *The Quarterly Journal of Economics*, 116(1), 1-53.
- _____, Andrei Shleifer, and Robert Vishny (1998), "A Model of Investor Sentiment," *Journal of Financial Economics*, 49(3), 307-343.
- _____, and R. Thaler (2003), "A Survey of Behavioral Finance," in G. M. Constantinides, M. Harris and R. Stulz (Eds),

- Handbook of the Economics of Finance*, Vol.1, Part 2, Elsevier. Amsterdam: North Holland, 1053-1128.
- Bell, David E. (1982) "Regret in Decision Making under Uncertainty," *Operations Research*, 30(5), 960-981.
- Boebel, R. B. and L. Taylor (2000), "The Disposition Effect: Do New Zealand Investors Keep Their Mistakes?," *Working Paper*, Mimeo, New Zealand: University of Otago.
- Brown, Philip, Nick Chappel, Ray Da Silva Rosa, and Terry Walter (2006), "The Reach of the Disposition Effect: Large Sample Evidence Across Investor Classes," *International Review of Finance*, 6(1-2), 43-78.
- Chernev, Alexander (2004), "Goal Orientation and Consumer Preference for the Status Quo," *Journal of Consumer Research*, 31(3), 567-565.
- Choe, Hyuk and Yunsung Eom (2009), "The Disposition Effect and Investment Performance in the Future Market," *Journal of Futures Market*, 29(6), 496-522.
- Chong, Fennee (2009), "Disposition Effect and Flippers in the Bursa Malaysia," *Journal of Behavioral Finance*, 10(3), 152-157.
- Chui, Peter M. W. (2001), "An Experimental Study of the Disposition Effect: Evidence From Macau," *Journal of Psychology and Financial Markets*, 2(4), 216-222.
- Coval, Joshua D. and Tyler Shumway (2005), "Do Behavioral Biases Affect Prices?," *Journal of Finance*, 60(1), 1-34.
- Crowe, Ellen and E. Tory Higgins (1997), "Regulatory Focus and Strategic Inclinations: Promotion and Prevention in Decision Making," *Organizational Behavior and Human Decision Processes*, 69(2), 117-132.
- Daniel, K. D., D. Hirshleifer, and A. Subrahmanyam (1998), "Investor Psychology and Security Market Under- and Over-Reactions," *Journal of Finance*, 53(6), 1839-1886.
- _____, _____, and _____ (2001), "Overconfidence, Arbitrage, and Equilibrium Asset Pricing," *Journal of Finance*, 56(3), 921-965.
- Dacey, Raymond and Piotr Zielonka (2008), "A Detailed Prospect Theory Explanation of the Disposition Effect," *Journal of Behavioral Finance*, 9(1), 43-50.
- Dhar, Ravi and Ning Zhu (2006), "Up Close and Personal: Investor Sophistication and the Disposition Effect," *Management Science*, 52(5), 726-740.
- Ferris, Stephen P., Robert A. Haugen, and Anil K. Makhija (1988), "Predicting Contemporary Volume with Historic Volume at Differential Price Levels: Evidence Supporting the Disposition Effect," *Journal of Finance*, 43(3), 677-697.
- Fogel, Suzanne O'Curry and Thomas Berry (2006), "The Disposition Effect and Individual Investor Decisions: The Role of Regret and Counterfactual Alternatives," *Journal of Behavioral Finance*, 7(2), 107-116.
- Förster, J., H. Grant, L. C. Idson, and E. T. Higgins (2001), "Success/Failure Feedback, Expectancies, and Approach/Avoidance Motivation: How Regulatory Focus Moderates Classic Relations," *Journal of Experimental Social Psychology*, 37(3), 253-260.
- Gervais, S. and T. Odean (2001), "Learning to be Overconfident," *Review of Financial Studies*, 14(1), 1-27.

- Goo, Yeong-Jia, Dar-Hsin Chen, Sze-Hsun Sylcien Chang, and Chi-Feng Yeh (2010), "A Study of the Disposition Effect for Individual Investors in the Taiwan Stock Market," *Emerging Markets Finance and Trade*, 46(1), 108-119.
- Grinblatt, Mark, and Matti Keloharju (2001), "What Makes Investors Trade?," *Journal of Finance*, 56(2), 589-616.
- Heisler, J. (1994), "Loss Aversion in Futures Market: An Empirical Test," *Review of Future Markets*, 13(3), 793-822.
- Higgins, E. Tory (1997), "Beyond Pleasure and Pain," *American Psychologist*, 52(12), 1280-1300.
- _____ (1998), "Promotion and Prevention: Regulatory Focus as a Motivational Principle," in Mark P. Zanna, (Ed.), *Advances in Experimental Social Psychology*, Vol. 30., New York: Academic Press, 1-46.
- _____ (2002), "How Self-Regulation Creates Distinct Values: The Case of Promotion and Prevention Decision Making," *Journal of Consumer Psychology*, 12(3), 177-191.
- _____, Ronald S. Friedman, Robert E. Harlow, Lorraine Chen Idson, Ozlem N. Ayduk, and Amy Taylor (2001), "Achievement Orientations from Subjective Histories of Success: Promotion Pride versus Prevention Pride," *European Journal of Social Psychology*, 31(1), 3-23.
- Idson, Lorraine C., Nira Liberman, and E. Tory Higgins (2000), "Distinguishing Gains from Non-losses and Losses from Non-gains: A Regulatory Focus Perspective on Hedonic Intensity," *Journal Experimental Social Psychology*, 36(3), 252-274.
- Kahneman, D. and A. Tversky (1979), "Prospect Theory: An Analysis of Decision under Risk," *Econometrica*, 47(2), 263-291.
- _____, Jack K. Knetsch, and Richard H. Thaler (1991), "The Endowment Effect, Loss Aversion, and Status Quo Bias," *Journal of Economic Perspectives*, 5(1), 193-206.
- Langer, E. J. and J. Roth (1975), "Heads I Win, Tails It's Chance: The Illusion of Control as a Function of the Sequence of Outcomes in a Purely Chance Task," *Journal of Personality and Social Psychology*, 32(6), 951-955.
- Liberman, Nira, Lorraine Chen Idson, Christopher J. Camacho, and E. Tory Higgins (1999), "Promotion and Prevention Choices Between Stability and Change," *Journal of Personality and Social Psychology*, 77(6), 1135-1145.
- Lou, Xueming (2007), "Consumer Negative Voice and Firm-Idiosyncratic Stock Returns," *Journal of Marketing*, 71(3), 75-88.
- Menkhoff, Lukas, Maik Schmeling, and Ulrich Schmidt (2010), "Are All Professional Investors Sophisticated?," *German Economic Review*, 11(4), 418-440.
- Miller, D. T. and M. Roth (1975), "Self-Serving Bias in Attribution of Causality: Fact or Fiction?," *Psychological Bulletin*, 82(2), 213-225.
- Locke, P. R. and S. C. Mann (2000), "Do Professional Traders Exhibit Loss Realization Aversion," *Working Paper*, The George Washington and Texas Christian University.
- Odean, Terrance (1998), "Are Investors Reluctant to Realize Their Losses?" *Journal of Finance*, 53(5), 1775-1798.

- _____ (1999), "Do Investors Trade Too Much?" *American Economic Review*, 89(5), 1279-1298.
- Samuelson W. and R. Zeckhauser (1988), "Status Quo Bias in Decision Making," *Journal of Risk and Uncertainty*, 1(1), 7-59.
- Schlarbaum, Gary G., Wibur G. Lewellen, and Ronald C. Lease (1978), "Realized Returns on Common Stock Investment: The Experience of Individual Investors," *Journal of Business*, 51(2), 299-325.
- Shafran, S., U. Benzion, and T. Shavit (2009), "Investors' Decision to Trade Stocks - An Experimental Study," *Journal of Behavioral Finance*, 10(2), 81-88.
- Shapira, Z. and I. Venezia (2001), "Patterns of Behavior of Professionally Managed and Independent Investors," *Journal of Banking and Finance*, 25(8), 1573-1587.
- Shefrin, H. and M. Statman (1985), "The Disposition to Sell Winners Too Early and Ride Losers Too Long: Theory and Evidence," *Journal of Finance*, 40(3), 777-790.
- _____ and _____ (1993), "Behavioral Aspects of the Design and Marketing of Financial Product," *Journal of Financial Management*, 22(2), 123-134.
- Shu, P. G., Y. H. Yeh, S. B. Chiu, and H. C. Chen (2005), "Are Taiwanese Individual Investors Reluctant to Realize Their Losses?" *Pacific-Basin Finance Journal*, 13(2), 201-223.
- Staw, Barry M. (1976), "Knee-Deep in the Big Muddy: A Study of Escalating Commitment to a Chosen Course of Action," *Organizational Behavior and Human Performance*, 16(1), 27-44.
- Thaler, Richard H. (1999), "Mental Accounting Matters," *Journal of Behavioral Decision Making*, 12(3), 183-206.
- _____ and Eric Johnson (1990), "Gambling with the House Money and Trying to Break Even: The Effects of Prior Outcomes on Risky Choice," *Management Science*, 36(6), 643-660.
- Tsiros, Michael, and Vikas Mittal (2000), "Regret: A Model of Its Antecedents and Consequences in Consumer Decision Making," *Journal of Consumer Research*, 26(4), 401-417.
- Weber, Martin and Colin F. Camerer (1998), "The Disposition Effect in Securities Trading: An Experimental Analysis," *Journal of Economic Behavior and Organization*, 33(2), 167-184.
- _____ and Heiko Zuchel (2005), "How Do Prior Outcomes Affect Risk Attitude? Comparing Escalation of Commitment and the House-Money Effect," *Decision Analysis*, 2(1), 30-43.
- Wong, Alan S., Bernardo J. Carducci, and Alan Jay White (2006), "Asset Disposition Effect: The Impact of Price Patterns and Selected Personal Characteristics," *Journal of Asset Management*, 7(3/4), 291-300.
- Zeelenberg, Marcel and Rik Pieters (2007), "A Theory of Regret Regulation 1.0," *Journal of Consumer Psychology*, 17(1), 3-18.
- Zhou, Rongrong and Michel T. Pham (2004), "Promotion and Prevention Across Mental Accounts: When Financial Products Dictate Consumers' Investment Goals," *Journal of Consumer Research*, 31(1), 125-135.

〈부록〉

■ 조절초점 측정 설문 항목

01. 다른 사람들과 비교해 보았을 때, 당신은 인생에서 원하는 것을 대체로 잘 얻으시는 편이십니까?
02. 당신은 지금까지 자라오면서 부모님이 묵인하지 못하는 경계선을 넘어본 적이 있습니까?
03. 당신은 힘을 들더라도 당신이 흥분될 정도의 일을 얼마나 자주 해 보셨습니까?
04. 당신은 지금까지 자라오면서 부모님의 신경을 자주 거슬리게 한 적이 있습니까?
05. 당신은 부모님이 만들어 놓은 규칙과 규제를 얼마나 자주 따랐습니까?
06. 당신은 자라오면서 당신의 부모님의 사고방식에 이의를 제기하는 행동을 한 적이 있습니까?
07. 당신은 당신이 하고자 하는 것을 다른 방법으로 시도해서 종종 성공하는 편입니까?
08. 충분히 주의를 기울였기 때문에 곤경에 처하지 않은 경우가 종종 있습니까?
09. 나는 중요한 일을 달성했을 때, 내가 이상적으로 수행하기를 원한 만큼 수행함을 발견한다.
10. 나는 인생의 성공을 향하여 지금까지 발전해 왔다고 느끼고 있다.
11. 나는 인생에서 열정적으로 해보고 싶은 흥미 또는 동기가 부여된 취미나 활동을 많이 발견하였다.

The Influence of Regulatory Focus on Financial Consumers' Investment Behavior: The Moderating Role of Regulatory Focus in the Disposition Effect and Post-disposition Risky Alternative Choice Behavior

Young-Won Ha* · Young Doo Kim**

Abstract

The disposition effect describes the tendency of financial consumers to sell winning stocks too early and to hold losing stocks too long(Odean 1998; Shefrin and Statman 1985). This effect implies that investors behave asymmetrically under conditions of (paper) gains and (paper) losses. Research on the disposition effect showed that it was widely accepted for researchers to negatively relate investors' outcomes with the disposition effect, and its' influence on financial consumers' welfare. Therefore recent research on the disposition effect has focused on individual difference.

Generally speaking, investment goals that financial consumers pursue are profit maximization and loss minimization. If financial consumers distinctively focused on either profit maximization or loss minimization, they would likely to act differently in the domain of gain or loss. Regulatory focus(Higgins 1997, 1998) suggests that people give distinctive attention to profit or loss(Zhou and Pham 2004) and the disposition effect acts asymmetrically in the domain of gain and loss, therefore regulatory focus influences financial consumers' behavior in the gain or loss domain differently. Regulatory focus theory suggests that people are concerned with advancement and growth when they are pursuing promotion-focused goal and security and safety when they are pursuing prevention-focused goal. When accomplishing promotion concerns, people are focused on gain(existence of positive outcome) and non-gain(nonexistence of positive outcome), but when accomplishing prevention concerns, people are focused on loss(existence of

* First author, Professor, School of Business, Sogang University

** Corresponding author, Adjunct Professor, Dept. of Business Administration, Dongyang Mirae University

negative outcome) and non-loss (nonexistence of negative outcome). In this paper, using an experimental method, we demonstrate that regulatory focus(promotion focus vs. prevention focus) moderates the disposition effect and post-disposition risky alternative choice behavior.

Our findings in this study can be summarized as follows: 1) The disposition effect occurs at an individual investor level, 2) but the disposition effect tends to occur more often in prevention-focused individuals than in promotion-focused individuals; regulatory focus moderates the disposition effects. 3) In condition of gains, the proportion of action(selling or selling-and-buying) is higher than that of inaction but there is no difference between promotion-focused and prevention-focused individuals; there were no differences between regulatory focus to sell the winning stocks 4) but in condition of losses, the proportion of inaction (holding) is higher than that of action and there is a difference between promotion-focused and prevention-focused individuals; a greater status quo bias appeared in the condition of loss than gain and this type of bias occurred more with prevention focused subjects than promotion focused subjects. 5) Prior outcomes influence subsequent decision-making in condition of losses from the perspective of regulatory focus. The disposition effect is not appeared or diminished by promotion-focused individuals; it is moderated by regulatory focus.

Implications we found in this study suggest that regulatory focus moderates the disposition effect. And risk averse behavior in the domain of gain and risk seeking behavior in the domain of loss are moderated by regulatory focus in the condition of prior outcomes.

Key words: the disposition effect, regulatory focus, prospect theory, risk, loss aversion, status quo bias, gain and loss, prior outcomes