한국심리학회지 : 사회문제
Korean Journal of Psychological and Social Issues
2007, Vol. 13, No. 3, 89～109.

개인투자자의 자기고양적 지각과 투자확신이 위험투자행동에 미치는 영향

한 미 영 **김 재 휘†**

중앙대학교 심리학과

본 연구는 개인투자자의 비합리적 투자의사결정 및 투자행동에 영향을 미치는 중요한 심리적 요인 중 하나가 개인투자자의 과신이라는 많은 행동재무론적 연구결과들을 중심으로, 개인투자자의 투자에 대한 확신(투자확신)에 영향을 미치는 자기고양적 지각 요인들을 탐색적으로 알아보았다. 또한, 개인투자자의 주식투자와 관련된 자기고양적 지각 요인이나 투자확신과 같은 심리적 요인이 개인의 잘못된 위험투자행동에 영향을 미치는지를 알아보았다. 연구결과, 개인투자자의 투자확신에 영향을 미치는 자기고양적 지각 요인과 투자확신에 있어 남녀 간의 차이가 발견되었다. 즉, 남성 투자자의 경우에는 '자신의 투자능력에 대한 긍정적 평가' 요인이, 여성 투자자의 경우에는 '수익률에 대한 낙관적 기대' 요인이 투자확신에 영향을 미치는 것으로 나타났으며, 남성 투자자가 여성 투자자에 비해 투자에 대해 더 확신하는 것으로 나타났다. 또한, 개인투자자의 '자신의 투자능력에 대한 긍정적 평가', '자신의 통제가능성에 대한 확신', 그리고 '수익률에 대한 낙관적 기대'와 같은 자기고양적 지각 요인이나 투자확신과 같은 심리적 요인들이 개인의 잘못된 위험투자행동에 영향을 미칠 수 있음을 부분적으로 증명하였다. 그러나 그 영향은 크지 않아, 개인투자자의 심리적 요인과 잘못된 위험투자행동 간을 매개해 줄 수 있는 여러 다른 변수들에 대한 연구가 필요함을 시사해준다.

주요어 : 자기고양적 지각, 투자확신, 위험투자행동, 개인투자자

---

† 교신저자 : 김재휘, 중앙대학교 심리학과, 서울시 동작구 흑석동 221
E-mail : kinjei@ cau.ac.kr

주식시장에 처음으로 발을 들여놓게 되는 개인투자자들뿐만 아니라 수십 년 동안 투자한 사람들에게도 주식시장은 불확실성이 지배하는 예측 불가능한 세계이다. 또한 주식시장에서 잘못된 의사결정에 대한 처벌은 금전적 손실이고, 올바른 판단에 대한 보상은 금전적 이익이라 할 수 있다. 이러한 불확실성이 지배하고 금전적 손실이 야기될 수 있는 위험한 주식시장에서, 개인투자자들이 올바른 판단을 하고, 자신의 투자의사결정에 인내심을 갖고, 자신이 원하는 거래 시점까지 투자결정을 유지하며 밀어붙이기란 결코 쉬운 일이 아니다. 불확실한 미래 상황은 개인의 합리적인 의사결정을 제한하게 되며, 실제 의사결정 상황에서 인간은 제한된 합리성(bounded rationality) 하에서 최적의 판단보다는 여러 가지 대안들 가운데 해당 상황의 요구조건을 최소한 만족시키는 적절한 대안(satisficing solution)을 찾게 된다(Simon, 1956). 이러한 관점에서 보면, 개인투자자는 최적의 투자대상을 모색하는 것이 아니라 개인의 영역에 존재하는 한정된 대상들 중에서 가장 만족스러운 대안을 추구하게 된다.

그러나 오랫동안 전통적 재무 분야에서는 사람들이 합리적으로 행동한다는 가정 하에, 사람들의 재무의사결정(financial decision making)이 심리적 요인에 의해 좌우될 수 있음을 쉽게 수용하지 않았다. 전통적인 재무이론에서는 사람들이 부를 극대화하기 위해 위험하고 불확실한 상황에서 합리적으로 의사결정을 한다고 가정하고, 합리적인 모형을 구축하여 이를 바탕으로 사람들의 경제 행위를 설명하여 왔다. 그러나 시장에서는 합리적 모형으로 설명할 수 없는 여러 가지 이례현상(Basu, 1983; De Bondt & Thaler, 1985; Jegadeesh & Titman, 1993; Shiller, 1990)이나 개인투자자의 비합리적 투자결정(Barberis, Shleifer, & Vishny, 1998; Daniel, Hirshleifer, & Subrahmanyam, 1998: Wang, 2001)이 발견되었고, 전통적 재무이론으로는 이러한 현상을 설명하는데 한계가 있었다. 실제로 현실의 개인투자자들은 자신의 부와 관련된 투자의사결정이나 투자행동에서조차 잘못된 추론 오류를 범하며, 심지어 기분이나 감정에 의해서도 많은 영향을 받는다는 것이 밝혀지게 되었다. 따라서 최근에는 사람들의 제한된 합리성과 의사결정 과정에서 나타나는 인지적 편향들(cognitive biases)을 고려한 가운데 사람들의 투자행동을 설명하는 행동재무론(behavioral finance)이 출현하였다. 행동재무론은 전통적 재무이론으로 설명되지 않는 시장의 이례현상들을 시장 구성원인 개인들이 범하는 의사결정 상의 편향에 귀인하여 설명한다.

현재 행동재무론 연구에서 확인된 개인투자자의 일상적이면서 비합리적인 투자행동 특성 중의 하나는 개인투자자들이 너무 빈번하게 거래한다는 것이고, 이러한 개인투자자의 과도거래는 개인투자자의 금전적 손실로 이어진다는 것이 많은 연구를 통해 밝혀졌다(Odean, 1999; Barber & Odean, 1999; Barber & Odean, 2000; Barber & Odean, 2001; Gervais & Odean, 2001). 이러한 개인투자자의 과도거래에 영향을 미치는 요인으로, 행동재무론에서 가장 중요하게 연구되고 있는 주제 중의 하나가 개인의 과신(overconfidence)이다. 특히 Odean(1999)은 투자에 대한 과신이 개인투자자의 과도한(잦은) 거래량을 극명하게 설명할 수 있는 요인이라고 주장하였다.

그러나 이러한 대부분의 행동재무론적 접근방법을 취한 연구들이 재무경제학자들에 이루어짐으로써, 이들의 연구는 개인투자자의 투

자행동이나 비이성적 투자를 유발하는 의사결정 과정의 원인을 직접적으로 측정하지 못하였다. 즉, 대부분의 행동재무론적 연구들이 주로 개인투자자의 증권거래계좌를 분석하여 투자자의 비합리적 투자행동을 밝혀내고, 그러한 개인투자자의 비합리적 투자행동은 개인투자자들의 인지적 편향인 투자에 대한 과신 때문이라는 사후 추론적 해석을 함으로써, 그 기저에 깔려있는 심리적 변수나 기제에 대한 연구는 거의 이루어지지 않았다.

따라서 본 연구는 개인투자자의 비합리적 투자의사결정 및 투자행동에 영향을 미치는 중요한 심리적 변수 중의 하나가 개인투자자의 투자에 대한 과신이라는 많은 행동재무론적 연구결과들을 기초로 하여, 그렇다면 심리학적 관점에서 개인투자자들의 투자에 대한 지나친 확신, 즉 과신에 영향을 미치는 요인은 무엇인가를 탐색적으로 알아보고자 하는 목적에서 출발하였다. 본 연구에서는 우선적으로 투자의사결정 상황에서 개인투자자들이 가지게 되는 투자에 대한 확신 정도에 영향을 미치는 심리적 편향 요인들을 탐색적으로 밝혀보고자 한다. 이와 함께 행동재무론의 사후 해석적인 접근방법의 한계를 극복하여 설문을 통해 직접 개인투자자의 투자에 대한 확신 정도를 측정하고, 개인투자자가 가지고 있는 이러한 투자에 대한 확신의 정도가 실제로 개인의 비합리적 투자의사결정 및 투자행동에 영향을 미치는지를 알아보고자 한다.

지금까지 국내 주식시장에서 개인투자자의 투자행동이나 비이성적 투자를 유발하는 의사결정 과정에 대해 심리학적으로 접근한 연구는 거의 없다. 따라서 개인투자자의 비합리적 투자의사결정 과정이나 투자행동에 영향을 미치는 심리적 변수나 기제를 규명하는 작업은 개인투자자의 투자의사결정 및 투자행동을 보다 잘 설명할 수 있는 유용한 근거가 될 수 있을 것이다. 또한, 개인투자자 측면에서도 투자자 자신이 투자의사결정이나 투자행동에서 저지를 수 있는 실수나 오류에 대해 아는 것은 투자의 성공 요인을 밝히는 것만큼이나 중요하며, 이를 극복할 수 있다면 지금보다 나은 투자성과를 얻을 수 있을 것이다.

자기고양적 편향과 과신

일부 심리학자들은 인간의 비합리적 의사결정을 일으키는 몇 가지 심리적 기제에 대해 논의하여 왔다(Knetsch & Sinden, 1984; Langer, 1975). 이러한 심리적 기제 중의 하나가 자기고양적 동기(self-enhancement motive)로서, 사람들의 자기고양적 동기는 사람들로 하여금 자신뿐만 아니라 자신과 관련된 것들에 대한 긍정적인 결과와 평가를 추구하게 하여 때로는 현실을 왜곡하는 기제로 작용한다. 자신에게 긍정적인 일이 실제로 일어날 확률보다 더 많이 일어날 것이라고 판단하는 낙관적 편향(optimistic bias)과 자신과 관련된 모든 것들을 실제의 그 가치보다 더 높게 긍정적으로 평가하는 자기본위적 편향(self-serving bias)이 자신이 가지고 있는 복권 혹은 도박과 같은 손실의 위험을 수반한 행동을 설명하는데 중요한 요인이라고 제안하였다(Helweg-Larsen & Shepperd, 2001; 허태균, 2004a, 2004b).

또한, 이러한 낙관적 편향을 초월하여 자기고양적 동기는 통제력에 대한 착각(illusion of control)과도 연결되어 있다고 주장하여 왔다. 일부 심리학자들은 실제로 통제할 수 없는 환경의 통제를 통해 자신에게 긍정적인 결과를 유도할 수 있다는 통제력에 대한 착각이 도박

과 복권에서의 비합리적 판단을 설명한다고 주장하였다(Dixon, 2000; Langer, 1975; 허태균, 2004a, 2004b; 한성열, 2003). Talyor와 Brown (1988)는 정신적으로 건강한 사람은 지금까지 주장되어왔던 현실을 있는 그대로 왜곡 없이 받아들이는 사람이 아니라, 자기 자신에 대해 긍정적으로 평가하며, 더 나은 개인적인 통제력을 가지며, 자신의 미래에 대해 낙관적으로 지각한다고 주장하였고, 이러한 입장에서 이것을 긍정적 착각(positive illusion) 혹은 자기고양적 편향(self-enhancement bias)이라고 명명하였다.

사람들의 사회적 추론은 부정확할 수 있는 많은 요소를 그 과정에 함유하고 있다. 그렇지만 이러한 과정에 대하여 이해를 못하거나 대수롭지 않은 것으로 여기는 경향이 크다. 따라서 자신들이 지니게 된 판단에 대하여 그 정확성을 의심하지 않으며, 지나칠 정도로 과신을 보이는 경향이 있다.

사람들은 자신의 능력을 과신한다. 대학생을 대상으로 다른 운전자들과 비교하여 자신의 운전능력을 평가하게 하였을 때, 조사대상 학생의 82%가 자신의 운전능력을 평균 이상으로 평가하였고(Svenson, 1981), 2,994명의 벤처 창업자에게 자기 사업의 성공 가능성을 물어보았을 때 자신의 성공확률은 70%로 점친데 반해, 동종 업종에 종사하는 다른 기업들의 성공확률은 39%라고 응답하였다(Cooper, Woo, & Dunkelberg, 1988). 이러한 자신의 능력에 대한 과신은 전문가에게서도 발생한다. Malkiel(1995)에 따르면, 가장 실적이 좋다는 주식전문가들이 선택한 회사의 주식들이 주는 수익성은 장기간에 걸쳐서 판단하면 주식시장에서 무선적으로 선택된 주식들의 수익성을 능가하지 못한다고 한다.

사람들은 또한 자신이 결과를 통제하는 듯한 느낌이 들면 더 자기 과신에 빠져든다. 예를 들어, 사람들은 동전을 던지기 전에 내기를 하면 돈을 더 많이 걸지만, 동전을 던지고 결과를 감춘 후에 돈을 걸라고 하면 보다 작은 액수의 돈을 거는 경향이 있다(Langer, 1975). 사람들은 자신의 개입이 동전던지기의 결과에 어떤 영향을 미칠 수 있는 것처럼 행동한다. 이러한 통제력에 대한 착각은 투자에서도 나타난다. 개인투자자들은 자신이 보유한 주식이 다른 주식보다 실적이 좋을 것으로 믿는다. 그럴 만한 정보를 가진 것도 아닌데, 어떤 주식을 보유했다는 사실이 그 주식의 실적을 통제한다는 착각을 불러일으킨다(Nofsinger, 2002).

사람들은 자신의 미래에 대해 자신이 현재 어떤 환경, 상황에 처했는지에 상관없이 대체로 긍정적으로 생각하며, 현재가 과거보다 더 낫고, 미래는 현재보다 더 나아질 것이라고 믿는다(Brickman, Coates, & Janoff-Bulman, 1978). 또한 대부분의 사람들은 자신들의 미래가 다른 사람들에 비해 밝고 낙관적이라고 믿는다. 그러나 모든 사람들의 미래가 자신의 동료보다 더 나을 수는 없기 때문에 개인이 지닌 낙관주의는 착각이라고 할 수 있다(Talyor & Brown, 1988). 사람들의 이런 비현실적 낙관주의 경향성은 여러 연구에서 나타나고 있다. 사람들은 자신들이 다른 사람들에 비해 재정적 성공, 장수와 같은 긍정적인 사건을 더 많이 경험하리라고 생각한다(Weinstein, 1980). 반대로 교통사고나 질병 등의 부정적 사건들은 자신들의 동료보다 덜 경험하리라고 생각한다(Perloff, 1983; Perloff & Fetzer, 1986; Peterson & de Avila, 1995). 이러한 낙관주의 경향성은 개인의 믿음과 판단을 왜곡한다. 낙관적인 사람

은 질병에 걸리거나 이혼을 당하거나 범죄의 희생자가 될 가능성이 적다고 믿는다. 이러한 믿음으로 인해 낙관적인 사람은 불필요한 위험을 부담하기도 한다. 낙관적인 투자자는 철저한 분석도 없이 투자종목을 선택하는 경향이 있거나, 자신이 보유한 종목에 대한 부정적 정보를 무시하는 경향이 있다(Nofsinger, 2002). 갤럽과 페인웨버사(2001)가 공동으로 실시한 개인투자자에 대한 조사에서 그 당시 조사대상자의 상당수가 기술주의 거품붕괴로 어느 정도 손실을 입었음에도 불구하고, 다음 12개월간 주식의 시장수익률을 어느 정도 예상하느냐는 질문에 대해 개인투자자들은 평균 10.3%의 시장수익률을 예상한데 반해, 개인의 포트폴리오에 대한 기대수익률은 평균 11.7%를 예상하였다. 일반적으로 개인투자자들은 평균 이상의 수익률을 거둘 수 있다고 기대한다는 것이다.

개인투자자의 과신과 투자행동

개인투자자의 과신에 관한 연구에 따르면, 사람들은 자신의 지식이 정확하다고 과신하는 경향이 있고, Grinffin과 Tversky(1992)에 따르면 낮은 예측력으로 예견을 해야 할 때 또는 피드백이 없을 때 과신이 가장 크게 나타난다고 한다. 일반적으로 주식시장에서 많은 수익을 얻는 것은 힘든 일이고, 예측력도 낮기 때문에 주식을 선택하는 일은 사람을 과신하게 만드는 상황이 된다. 합리적인 투자자는 기대효용이 증가할 때에만 거래를 하고 정보를 구입한다. 그러나 과신을 하는 투자자는 자신의 예측력이 정확하고 수익률을 올릴 것이라는 비현실적 믿음을 갖고 거래를 자주하게 되어 기대수익률이 떨어지게 된다(변진호, 김민수, 최인철, 2005).

Odean(1999)은 '개인투자자들이 너무 과도한 거래를 하지 않는가?' 라는 연구 논문에서 개인투자자의 과신에 대한 문제를 제기하였다. 그는 인간은 능력, 지식, 미래예측에 대해 과신을 가지고 있으며, 과신하는 투자자는 이성적 투자자보다 많은 거래를 하고, 낮은 기대효용을 갖는다고 주장하였다. 또한 과신은 자기 자신에 대한 과도한 확신 때문에 다른 사람의 의견에 상관없이 주식거래를 증가시킨다고 주장하였다. Odean(1999)은 1987년부터 1993년까지 10,000 계좌의 주식거래를 분석하여 개인투자자들의 주식매수 후 수익률이 주식매도 후 수익률보다 저조하였음을 보여주었다. 이는 개인투자자들이 자신이 가진 정보의 정확도에 대하여 과신을 하기 때문에 불필요한 거래를 하였다는 증거라고 주장하였다.

Barber와 Odean(1999)에 의하면, 일반적으로 투자자는 자신이 입수한 정보의 정확성을 과대평가하고, 그러한 정보를 편파적으로 해석하는 경향이 있다고 한다. 자신의 능력을 과대평가하는 투자자는 특정 주식에 대한 자신의 평가를 지나치게 신뢰하고, 다른 사람의 믿음에 대해서는 상대적으로 관심을 덜 기울인다. 이에 따라 과신하는 투자자는 거래를 빈번하게 할 뿐만 아니라, 과신으로 인해 자신의 투자 의견을 지나치게 확신하기 때문에 투자금액을 늘린다. 투자자들은 자신이 입수한 정보의 정확성 및 자신의 정보 분석 능력에 대한 믿음을 바탕으로 투자 의견을 도출한다.

최운열과 정성훈(2004)은 한국 주식시장에서 개인투자자의 매수 · 매도에 따른 성과 차이를 실제 데이터로 분석함으로써, 개인투자자의 과신적 투자행위가 나타나는지를 검증하였다.

연구결과, 개인투자자의 매수에 따른 시장평균조정수익률이 매도에 따른 시장평균조정수익률보다 작은 것으로 나타나, 투자자들이 매수한 종목의 수익률이 매도한 종목의 수익률보다 투자성과가 낮다는 것을 보여주었다. 이것은 투자자들의 투자의사결정이 잘못되고 있다는 것을 보여주는 것으로, 이러한 잘못된 의사결정이 개인투자자의 과신에 근거한 투자매매행위의 오인된 판단에 기인할 수도 있다는 것을 부분적으로 주장하였다.

Barber와 Odean(2000)은 자기 과신이 잦은 거래를 초래할 뿐만 아니라 그릇된 종목선정을 유도한다는 것을 밝혀내기 위해, 한 종목을 모두 매각하고 3주 내에 다른 종목에 재투자한 위탁계좌만을 대상으로 하여, 투자자들의 매도종목 및 매입종목의 실적을 4개월 및 1년 단위로 추적하였다. 조사 결과, 투자자들이 매도한 종목은 다음 4개월 동안 2.6%의 수익률을 냈는데 반해, 매입한 종목의 수익률은 0.1%에 불과하였다. 뿐만 아니라, 교체매매가 이루어진 1년 후에 매도종목의 수익률은 매입종목의 수익률을 5.8%나 상회하였다. 즉, 자기 과신은 잦은 매매를 부추겨서 수수료로 투자자금을 잠식하게 할 뿐만 아니라, 실적이 우수한 종목을 처분하고 상대적으로 실적이 나쁜 종목을 매입하는 결과를 빚기도 한다.

자기 과신은 투자자의 위험부담 행동에도 영향을 미친다(Nofsinger, 2002; Chuang & Lee, 2006). 합리적인 투자자는 위험부담을 최소화하면서 수익률을 극대화하려 한다. 그러나 자기 과신 성향이 있는 투자자는 위험부담 수준을 잘못 해석한다. Barber와 Odean(2001)의 연구결과에 의하면, 자기 과신 성향을 지닌 투자자가 위험을 보다 많이 감수한다. 그들은 미혼남성이 위험이 가장 큰 포트폴리오 투자를 하고, 뒤이어 기혼남성, 기혼여성, 미혼여성 순으로 위험이 큰 포트폴리오 투자를 한다는 사실을 발견하였다. 즉, 미혼남성의 포트폴리오가 가장 큰 변동성(volatility)[1]과 베타계수[2]를 가지며, 상대적으로 고위험 주식인 소형주를 많이 포함하는 경향이 있다. 거래 회전율(turnover)로 분류한 5개 투자자 집단의 경우에서도 회전율이 높은 집단이 베타계수가 큰 소형주에 상대적으로 많이 투자하였다. 이는 자기 과신 성향을 지닌 개인투자자는 자신의 투자행동을 실제보다 덜 위험한 것으로 인식한다는 것이다.

일반적으로 남성은 여성에 비해 자신의 투자결정 능력을 보다 과신하는 경향이 있고, 남성 투자자는 여성 투자자보다 더욱 빈번하게 거래한다고 한다(Odean, 1999; Barber & Odean, 2000; Barber & Odean, 2001; Glaser & Weber, 2004).

Prince(1993)에 의하면, 남성적인 영역으로 인식되는 업무, 예컨대 자금관리 업무에서는 남성이 여성보다 과신 성향이 강하다는 사실을 발견하였다. Lenny(1977)는 피드백이 없거나 불분명한 경우에 여자가 남자에 비해 능력을

1) 변동성은 포트폴리오 가치의 상승과 하락의 정도를 측정한다. 변동성이 큰 포트폴리오는 극심한 가치 변동을 나타내며, 이는 분산투자가 충분치 않음을 나타낸다.

2) 베타계수는 투자업계에서 널리 사용되는 변수로서, 개별증권의 위험도를 측정하는 지표이다. 이것은 주식시장의 변동에 대해 포트폴리오의 수익률이 얼마나 민감하게 변하는지를 측정한다. 베타계수 1은 포트폴리오의 수익률이 시장수익률과 동일하게 움직인다는 의미이다. 베타계수가 높으면 위험이 보다 크다는 것을 나타내며, 개별증권 혹은 포트폴리오의 수익률은 시장수익률보다 큰 폭으로 변동한다.

저평가한다고 주장하였다. 주식시장에서의 피드백은 불분명하기 때문에 남자가 여자보다 더 과신한다고 기대할 수 있다. Barber와 Odean(2001)은 한 대형증권회사를 통해 1991년에서 1997년 사이에 거래했던 3만 8천 가구의 주식거래 행태를 조사하였다. 그들은 심리학 분야에서 증명한 남자가 여자보다 자기 과신 성향이 강하다는 사실을 주식시장에 적용하였다. 연구결과, 남성 투자자들이 여성 투자자들보다 45% 더 많은 거래를 하였고, 거래로 인한 순이익은 남성 투자자가 1.4% 이익이 적었다는 것을 실증적으로 보여줌으로써, 거래가 많을수록 주식투자에 대해 부(−)의 영향을 미친다고 주장하였다.

이상의 이론적 고찰을 통해 본 연구에서는 다음과 같은 연구문제를 설정하였다.

연구문제

1. 개인투자자의 주식투자와 관련된 자기고양적 지각이 투자확신에 영향을 미치는가?
2. 남성투자자와 여성투자자 간의 투자확신에는 차이가 있는가?
3. 개인투자자의 주식투자와 관련된 자기고양적 지각 요인이나 투자확신과 같은 심리적 요인이 개인의 위험투자행동에 영향을 미치는가?

방 법

조사대상자

본 연구는 개인투자자의 주식투자행동을 알아보기 위한 연구이므로, 조사대상자는 한 번이라도 직접투자를 해본 경험이 있는 사람만을 조사대상으로 제한하였다.

조사는 2006년 10월 30일부터 11월 19일까지 3주 동안 이루어졌고, 표집 방법은 연구의 편의상 눈덩이표집(snowballing sampling)을 사용하였다. 표집 처음 단계에서는 우선적으로 연구자의 주변에 직접투자 경험이 있는 사람들을 소개받아 이들을 대상으로 설문조사를 실시하였고, 다시 이들을 통해 주변의 직접투자 경험이 있는 사람들을 소개받는 식의 과정을 되풀이하였다.

본 연구에서는 조사대상자들의 성실한 설문응답을 위해 5,000원 권 문화상품권을 설문에 대한 사례로 제공하였으며, 최종적으로 총 255명의 설문을 회수하여 분석에 이용하였다.

본 연구에 참여한 조사대상자의 인구통계학적 특성은 표 1에 제시하였다. 총 255명의 표본 중에서 남자는 176명으로 69.0%, 여자는 79명으로 31.0%를 차지하였고, 개인투자자의 연령 분포는 30대가 52.5%(134명)로 가장 많았고, 다음으로는 40대가 32.9%(84명)로 많았다. 교육정도는 대졸자가 전체 69.0%(176명)로 가장 많았고, 결혼여부로는 기혼자가 80.8%로 높게 분포되었는데, 이는 본 연구의 연령 분포가 30대 이상이 많은 것과 연관해서 생각할 수 있다.

측정도구

주식투자 관련 자기고양적 지각 문항의 개발

주식투자 관련 자기고양적 지각 문항은 Taylor와 Brown(1988)의 자기고양적 편향의 3가지 요인, 즉, 자신에 대한 지나친 긍정적 평가

표 1. 조사대상자의 인구통계학적 특성

변인	구 분	빈 도	%
성별	남자	176	69.0
	여자	79	31.0
연령	20대	10	3.9
	30대	134	52.5
	40대	84	32.9
	50대	21	8.2
	60대	6	2.4
교육 정도	고졸	36	14.1
	대졸	176	69.0
	대학원 이상	43	16.9
직업	사무직	86	33.7
	기술/엔지니어/IT	54	21.2
	교직/공무원	42	16.5
	연구원/전문직	26	10.2
	자영업	16	6.3
	가정주부	16	6.3
	무직	1	0.4
	기타	14	5.5
결혼 여부	미혼	48	18.8
	기혼	206	80.8
	기타	1	0.4
가계 소득	100-150만원 미만	8	3.1
	150-200만원 미만	29	11.4
	200-300만원 미만	72	28.2
	300-400만원 미만	63	24.7
	400-500만원 미만	39	15.3
	500-600만원 미만	16	6.3
	600만원 이상	26	10.2
	무응답	2	0.8
전 체		255	100

(better-than-average effect), 통제력에 대한 착각(illusion of control), 그리고 비현실적 낙관주의(unrealistic optimism) 개념을 그대로 주식투자 상황에 적용하여 개발하였다. 설문 문항들은 본 연구자와 주식투자 경험이 10년 이상인 개인투자자 2인, 그리고 자산운용회사 종사자 1인과의 여러 번의 사전토의를 거쳐, 개인투자자가 자신의 주식투자와 관련하여 자기고양적 지각을 할 수 있는 질문들로 구성하였다. 예를 들어, 자신에 대한 지나친 긍정적 평가 측면을 주식투자 상황에 적용하면, 개인투자자들은 자신의 투자 능력에 대해 실제보다 더 과대평가할 수 있다. 통제력에 대한 착각 측면에서는 자신이 통제할 수 없는 투자 상황에서도 자신의 행동과 결과를 자신과 연결시켜 생각할 수 있다. 또한, 비현실적 낙관주의 측면에서는 자신의 투자에 대해서 지나치게 낙관적으로 생각하여 자신의 미래수익률을 과대평가할 수 있다. 이렇게 작성된 문항들을 다시 대학원 학생 및 개인투자자들을 대상으로 안면 타당도(face validity) 검사를 통해 문장 표현이 어색하거나 분명치 않은 문항들을 제거하여 최종적으로 총 25문항을 선별하였다. 각 문항에 대한 응답은 '전혀 아니다(1)'에서 '매우 그렇다(7)'의 7점 Likert 척도로 측정하였다.

투자에 대한 확신(투자확신)

개인투자자의 주식투자와 관련한 과신을 통상적인 방법을 사용하여 측정한다면, 투자 전에 투자자 자신이 수익을 낼 확률(예측확률)을 판단하게 하고 실제 수익률과 비교하여 그 차이를 개인투자자의 과신으로 보는 것이 타당하다. 그러나 본 연구에서는 그러한 절차를 거치지 않았기 때문에, 개인투자자의 과신을 대신하여 투자에 대한 확신(투자확신) 정도를

알아보았다.

투자확신에 대한 설문 문항은 본인의 투자 결정에 대한 확신의 정도를 묻는 4문항, '나는 나의 투자에 대해 믿음을 가지고 있다', '나는 다른 사람의 의견보다 내 자신의 판단으로 투자한다', '나는 내 투자에 자신이 있다', '투자에 대한 내 판단은 옳은 편이다' 로 측정하였다. 각 문항을 합산하여 문항수로 나눈 평균 점수가 개인투자자의 투자에 대한 확신의 정도를 나타내는 것으로, 점수가 높을수록 자신의 투자에 대해 확신하는 것으로 본다. 각 문항에 대한 응답은 '전혀 아니다(1)'에서 '매우 그렇다(7)'의 7점 Likert 척도로 측정하였고, 본 연구에서 얻어진 신뢰도 계수(Cronbach's α)는 .88 이었다.

위험투자행동

본 연구의 종속변인이라 할 수 있는 개인투자자의 위험투자행동은 개인투자자들의 실제 주식거래 데이터를 통해 가장 잘 알 수 있을 것이다. 그러나 실제 주식거래 데이터를 이용할 수 없는 연구의 제약으로 인해, 본 연구에서는 앞의 이론적 고찰에서 언급한 개인투자자의 과신이 잘못된 투자행동을 초래할 수 있는 것들을 기초로 하여, 크게 향후 위험자산 투자의향, 거래행동, 그리고 위험감수적 행동 측면으로 나누어 위험투자행동을 다각적으로 알아보고자 노력하였다.

향후 위험자산 투자의향은 '향후 추가적인 투자계획이 있을 경우, 위험자산(주식, 금리변동 신탁재산 등)에 투자하실 의향이 있으시다면, 귀하의 총자산 중 최대 몇 %까지 위험자산에 투자하실 의향이 있으십니까?'의 문항을 백분율(0%～100%)로 측정하였다.

거래행동(trading behaviors)은 크게 거래정도와 거래횟수, 그리고 교체매매시 그릇된 종목 선정 정도로 측정하였다. 거래정도는 '주식거래(매수 · 매도)를 자주 하는 편이다', '잦은 거래로 수수료를 많이 내는 편이다'의 2문항으로 측정하였고, 본 연구에서 얻어진 신뢰도 계수(Cronbach's α)는 .86이었다. 거래횟수는 응답자들에게 일일 평균 주식 거래횟수, 한 달 평균 주식 거래횟수, 년 평균 주식 거래횟수를 개방형으로 직접 기재하게 하였고, 본 연구에서는 년 평균 주식 거래횟수만을 분석에 이용하였다. 교체매매시 그릇된 종목 선정은 '내가 가지고 있는 주식을 다른 주식으로 교체매매했을 때 새로 매수한 주식의 수익률이 매도한 주식보다 크게 오르지 않는 편이다'의 1문항으로 측정하였다.

위험감수적 행동(risk-taking behaviors)은 크게 고위험주식투자 정도와 분산투자 정도로 나누어 측정하였다. 고위험주식투자 정도는 '벤처기업 주식에 투자하는 편이다', '신생기업에 투자하는 편이다'의 2문항으로 측정하였고, 본 연구에서 얻어진 신뢰도 계수(Cronbach's α)는 .84 이었다. 분산투자 정도는 '원자재주, 산업재주, 에너지주, 통신서비스주, 금융주 등 분산투자를 하는 편이다', '주식을 매수하거나 매도할 때 조금씩 분산해서 매수하거나 매도하는 편이다'의 2문항으로 측정하였고, 본 연구에서 얻어진 신뢰도 계수(Cronbach's α)는 .71 이었다.

그 외 투자 및 주식거래 관련 질문들

그 외에, 본 연구에서는 개인투자자들의 투자 및 주식거래 특성들의 기초적인 정보를 얻기 위해 여러 가지 주식투자와 관련된 기본적인 질문들을 포함하였다.

자료 분석

구조화된 설문지를 통해 수집된 자료를 SPSS WIN 13.0을 이용하여 분석하였다. 본 연구에서 실시한 자료 분석은 크게 다음과 같다.

첫째, 각 조사대상자들의 인구통계학적 변인, 투자 및 주식거래 특성 변인들의 기초적인 통계 자료를 얻기 위해 빈도분석을 실시하였다.

둘째, 개인투자자의 주식투자 관련 자기고양적 지각 문항들의 구조를 알아보기 위해 탐색적 요인분석을 실시하였다.

셋째, 성별에 따른 개인투자자의 투자확신 간의 차이를 검증하기 위해 t-검증을 실시하였다.

넷째, 개인투자자의 주식투자 관련 자기고양적 지각 요인들이 투자확신에 미치는 상대적 영향을 알아보기 위해 단계적 중다회귀분석과 개인투자자의 투자확신에 영향을 미칠 수 있는 인구통계학적 변인과 투자관련 변인을 통제한 후 위계적 회귀분석을 실시하였다.

마지막으로, 개인투자자의 주식투자 관련 자기고양적 지각 요인 및 투자확신과 같은 심리적 요인이 위험투자행동에 미치는 영향을 알아보기 위해 단계적 회귀분석을 실시하였다.

결 과

조사대상자의 투자 및 주식거래 특성에 대한 기초통계

조사대상자의 투자 및 주식거래 특성은 표 2와 표 3에 각각 제시하였다.

본 연구의 조사대상자들의 투자관련 특성들을 살펴보면(표 2. 참조), 현 조사대상자들의 58.3%(148명)가 경제신문이나 증권사 사이트, 인터넷 등의 매체를 통해 주로 투자정보를 획득하는 것으로 나타났고, 주된 투자목적은 79.8%가 자산증식 및 재테크로 나타났다. 이는 본 연구의 조사대상자들의 연령분포가 30대와 40대가 많은 것과 연관해서, 30, 40대의 주

표 2. 조사대상자의 투자관련 특성

변인	구 분	빈도	%
투자 정보원	개인적 네트워크(친구, 가족 등)	57	22.4
	컨설턴트(은행 PB, 애널리스트, 자산 매니저 등)	45	17.6
	언론매체(경제신문, 증권사 사이트, 인터넷 자료 등)	148	58.3
	기타	4	1.6
투자 목적	주택마련	12	4.7
	사업자금 마련	3	1.2
	자녀양육 및 교육	8	3.2
	자산증식 및 재테크	202	79.8
	노후대비	19	7.5
	기타	9	3.5
투자목적 실현을 위한 투자 예정 기간	6개월 미만	23	9.1
	6개월-1년 미만	65	25.6
	1년-2년 미만	53	20.9
	2년-3년 미만	36	14.2
	3년 이상	67	26.4
	기타(10년 이상의 장기)	10	3.9
현재 가장 선호하는 투자 대상	부동산	105	41.7
	주식(직접투자)	69	27.4
	펀드 등 간접투자	71	28.6
	기타	6	2.4

표 3. 조사대상자의 주식거래 특성

변인	구 분	빈도	%	변인	구 분	빈도	%
거래방법				자산 대비 현재 주식투자 비중			
	객장방문	12	4.8		0%	14	5.6
	전화	28	11.2		10% 이내	109	43.4
	객장방문+전화	27	10.8		10%-30% 이내	79	31.5
	인터넷(IHS)/PDA	183	73.2		30%-50% 이내	23	9.2
거래시장					50% 이상	26	10.4
	코스피(유가증권)시장	152	62.0	손실허용 수준 범위			
	코스닥 시장	82	33.5		0%	23	9.2
	장외시장	6	2.4		5% 이내	74	29.5
	선물/옵션시장	5	2.0		10% 이내	80	31.9
선호하는 주식유형					20% 이내	49	19.5
	대형주(블루칩)	59	23.7		30% 이내	18	7.1
	중가대형주	83	33.3		기타	7	2.7
	중소형주	61	24.5	주식투자 성공경험 횟수			
	코스닥	46	18.5		없음	61	24.3
주식투자 경력					1-2번 미만	125	49.8
	6개월 미만	14	5.5		3-5번 미만	51	20.3
	1년 미만	27	10.7		5번 이상	14	5.6
	1년-3년 미만	74	29.2	주식투자 실패경험 횟수			
	3년-5년 미만	57	22.5		없음	89	35.2
	5년-10년 미만	60	23.7		1-2번 미만	121	47.8
	10년 이상	21	8.3		3-5번 미만	29	11.5
주식투자 금액					5번 이상	14	5.5
	1,000만원 미만	111	44.6	수익률 만족도			
	1,000만원-3,000만원 미만	21	28.9		불만족하는 편	88	37.1
	3,000만원-5,000마원 미만	33	13.3		보통	95	40.1
	5,000만원-1억 미만	22	8.8		만족하는 편	54	22.8
	1억-3억 미만	8	3.2				
	3억 이상	3	1.2				

된 투자 관심사는 자산증식과 관련된 재테크라고 볼 수 있다. 투자목적 실현을 위한 투자 예정기간은 대체로 골고루 분포되어 있으나, 전체적으로 볼 때 개인투자자들의 투자기간은 3년 미만 내에 많이 분포되어 있어 아직까지 장기적인 관점에서 주식투자를 하고 있지는 않은 것으로 나타났다. 현재 가장 선호하는 투자대상으로는 부동산이 41.7%로 가장 높게 나타났고, 다음으로 펀드 등 주식 간접투자(28.6%)와 직접투자(27.4%)가 총 56.0%로 높게 나타났다. 이는 최근의 주식 간접투자 상품이 다양화되고 적립식 펀드 등이 일반 대중들에게 인기를 얻게 됨에 따라 주식을 이용한 직·간접 투자가 투자 상품으로 자리 잡아가고 있는 상황에 있음을 보여주고 있다고 볼 수 있다.

이 외에 본 연구의 조사대상자들의 주식거래 특성을 살펴보면(표 3. 참조), 대부분의 투자자들은 인터넷을 통해 주식거래를 하는 것으로 나타났고(73.2%), 거래시장은 유가증권시장이 62.0%, 코스닥 시장이 33.5% 순으로 높게 나타났다. 선호하는 주식유형은 중가대형주(33.3%)>중소형주(24.5%)>대형주(23.7%)>코스닥(18.5%) 순으로 나타났다. 현 조사대상자들의 주식투자 경력은 대체로 골고루 분포되어 있으나, 5년 이상의 투자경력을 가진 투자자도 높은 비율을 차지하고 있었다. 주식투자 금액은 조사대상자의 44.6%가 1,000만원 미만으로 나타났고, 다음으로 1,000-3,000만원 미만이 28.9%로 나타나, 대부분의 조사대상자들의 투자금액은 3,000만원 미만이었다. 자산대비 현재 주식투자 비중은 10% 이내가 43.4%로 가장 많았고, 다음으로 10-30% 이내가 31.5%로 나타나, 아직까지 자산 대비 주식투자 비중은 높지 않은 것으로 나타났다. 손실허용 수준범위는 10% 이내(31.9%)>5% 이내(29.5%)>20% 이내 (19.5%) 순으로 나타났다. 주식투자 성공 및 실패경험 횟수는 1-2번 미만이 가장 많았고, 수익률 만족도는 보통(40.1%)>불만족하는 편(37.1%)>만족하는 편(22.8%) 순으로 나타났다.

개인투자자의 주식투자 관련 자기고양적 지각 문항들에 대한 요인분석

개인투자자의 주식투자 관련 자기고양적 지각 문항들의 구조를 알아보기 위해 탐색적 요인분석을 실시하였다. 요인추출모델은 주성분분석과 직교회전방식(Varimax)을 이용하였다. Varimax 회전에 의한 탐색적 요인분석에 의해 이중으로 부하되는 문항들을 제외하고 총 18문항만이 최종적으로 분석에 이용되었다. 요인분석 결과(표 4 참조), 고유가(eigen value) 1 이상인 3개의 요인이 추출되었다. 이는 Taylor와 Brown(1988)의 자기고양적 편향에 대한 3가지 요인이 투자상황에서도 명확하게 구분되어질 수 있음을 보여준다.

요인 1(7문항)의 설명변량은 38.97%로, 개인투자자의 투자관련 능력과 관련된 문항들로 묶였기 때문에 '자신의 투자능력에 대한 긍정적 평가'로 명명하였다. 요인 2(6문항)의 설명변량은 11.90%로, 자신이 소유하고 있는 주식이나 미래수익률에 대한 낙관적 기대를 나타내는 문항들로 묶였기 때문에 '수익률에 대한 낙관적 기대'로 명명하였다. 요인 3(5문항)의 설명변량은 8.20%로, 투자에 관해 자기 스스로가 선택하고 관리할 수 있을 때, 즉 자신이 통제할 수 있을 때 투자에 대해 더 확신하는 문항들로 묶였기 때문에 '자신의 통제가능성에 대한 확신'으로 명명하였다.

표 4. 주식투자 관련 자기고양적 지각 문항들의 요인분석 결과

	요인1	요인2	요인3
나는 주식을 선택하는 능력이 뛰어나다	.841		
나는 대체적으로 언제, 어떻게 주식을 팔아야 할지 잘 알고 있는 편이다	.814		
특정 주식에 대한 나의 평가는 정확한 편이다	.811		
나는 주식시장을 분석하는 능력이 있는 편이다	.808		
나는 많은 정보 중에서 가치있는 정보를 취사선택하는 능력이 있는 편이다	.777		
나는 내 능력으로 가장 적절한 매수/매도 시점을 결정할 수 있다	.759		
나는 투자정보에 대한 분석 능력이 뛰어난 편이다	.754		
주식을 매수할 때 목표로 하는 수익률이 시장평균수익률과 비교하여 높은 편이다		.754	
내가 소유하고 있는 주식은 멀지 않아 주가가 오를 것이다		.698	
나는 주식시장이 상승장일 때는 매수시점의 목표수익률보다 더 높은 목표수익률로 바꾸는 편이다		.612	
나는 일반적으로 시장수익률보다 높은 수익률을 기대한다		.611	
나는 주식 매수시점에 목표수익률 없이도 수익성과를 달성할 수 있다		.588	
주식시장은 떨어지고 있지만 내 주식에 대해서는 걱정하지 않는 편이다		.539	
온라인 거래를 통해 투자를 나 스스로 실시간 관리할 수 있을 때 투자에 더 확신을 느낀다			.816
내 주가정보를 원할 때마다 확인할 수 있을 때 투자에 더 확신을 느낀다			.772
내가 스스로 종목을 선택하는 것이 친구가 추천한 종목을 선택한 것보다 투자에 더 도움이 된다			.612
내가 직접 투자정보를 수집하고 분석한 정보를 바탕으로 투자결정을 내리는 것이 투자성과에 도움을 준다			.582
매매종목을 나 스스로 선택하는 것이 투자성과에 도움을 준다			.561
고유가	7.01	2.14	1.48
설명변량(%)	38.97	11.90	8.20
누가설명량(%)	38.97	50.87	59.07

성별에 따른 투자확신 간의 차이

남녀 간의 투자확신에 차이가 있는지를 알아보기 위해 t-검증을 실시하였다. 실시한 결과(표 5. 참조), 남녀 간의 투자확신에는 유의미한 차이가 있었다(t=2.08, p<.05). 즉, 남성 투자자가 여성 투자자에 비해 투자에 대한 확신이 더 높은 것으로 나타났다.

추가적으로, 성별 이외에 개인투자자의 투자확신에 영향을 미칠 수 있는 주식투자 경력,

주식투자 성공 및 실패 경험 횟수 등과 같은 주식거래 특성에 따라 차이가 있는지를 알아보기 위해 일원변량분석을 실시하였다. 변량분석 결과(표 6. 참조), 주식투자 경력이나 주식투자 실패 경험 횟수에 따른 투자확신 간에는 유의미한 차이가 나타나지 않았고, 주식투자 성공 경험 횟수에 따른 투자확신 간에는 유의미한 차이가 나타났다(F=5.46, p<.001).

표 5. 성별에 따른 투자확신 간의 차이 검증

	남자 (n=175)	여자 (n=77)	전체 (n=252)	t값
평균 (표준편차)	4.51 (.08)	4.20 (.13)	4.42 (1.10)	2.08*

*p<.05

표 6. 주식투자 성공경험 횟수에 따른 투자확신 간의 차이 검증

변인	구 분	사례 수	평균 (표준편차)	자유도 (df)	F
성공 경험 횟수	없다	60	13.65(4.23)	(3,246)	5.46***
	1-2번	122	14.15(3.38)		
	3-5번	51	16.13(3.35)		
	5번이상	14	15.57(3.11)		
	전 체	252	14.51(3.68)		

***p<.001

개인투자자의 주식투자 관련 자기고양적 지각 요인이 투자확신에 미치는 영향

개인투자자의 투자확신에 영향을 미치는 주식투자 관련 자기고양적 지각 요인들의 상대적 영향을 알아보기 위해 단계적 중다회귀분석을 실시하였다. 회귀분석의 결과는 표 7에 제시하였다.

표 7에 제시된 바와 같이, 개인투자자의 투자확신에 영향을 미치는 자기고양적 지각 요인은 '자신의 투자능력에 대한 긍정적 평가'(β=.54, p<.001)와 '수익률에 대한 낙관적 기대'(β=.23, p<.001) 요인이 유의미한 영향을 미쳤고, '자신의 통제가능성에 대한 확신' 요인은 유의미한 영향을 미치지 않는 것으로 나타났다.

개인투자자의 주식투자 관련 자기고양적 지

표 7. 주식투자 관련 자기고양적 지각 요인이 투자확신에 미치는 상대적 영향

예측 변인	β	R^2	F	P
전 체				
자신의 투자능력에 대한 긍정적 평가	.54***	.40	160.19	.000
수익률에 대한 낙관적 기대	.23***	.45	96.07	.000
남 성				
자신의 투자능력에 대한 긍정적 평가	.65***	.42	122.40	.000
여 성				
수익률에 대한 낙관적 기대	.54***	.48	63.88	.000
자신의 투자능력에 대한 긍정적 평가	.36***	.59	47.98	.000

***p<.001

각 요인 중 '자신의 투자능력에 대한 긍정적 평가' 요인은 개인투자자의 투자확신을 40% (R^2=.40, p<.001)로 가장 크게 영향을 미치는 요인으로 나타났다.

또한, 개인투자자의 투자확신 간에는 성별의 차이가 존재하므로, 이번에는 성별로 나누어 단계적 중다회귀분석을 실시하였다. 회귀분석 결과(표 7 참조), 남성과 여성의 투자확신에 영향을 미치는 요인이 다르게 나타났다. 남성의 경우에는 투자확신에 영향을 미치는 자기고양적 요인은 '자신의 투자능력에 대한 긍정적 평가'(β=.65, p<.001) 요인만이 유의미한 영향을 미치는 것으로 나타난 반면, 여성의 경우에는 투자확신에 영향을 미치는 자기고양적 요인으로 '수익률에 대한 낙관적 기대'(β=.54, p<.001)와 '자신의 투자능력에 대한 긍정적 평가'(β=.36, p<.001) 요인이 유의미한 영향을 미치는 것으로 나타났다.

남성 투자자의 자기고양적 요인 중 '자신의 투자능력에 대한 긍정적 평가' 요인은 개인투자자의 투자확신을 42%(R^2=.42, p<.001)로 가장 크게 영향을 미쳤고, 여성 투자자의 경우는 '수익률에 대한 낙관적 기대' 요인이 투자확신을 48%(R^2=.48, p<.001)로 가장 크게 영향

표 8. 주식투자 관련 자기고양적 지각 요인이 투자확신에 미치는 영향(위계적 회귀분석)

변 인	Model 1	Model 2	Model 3
Step 1. 인구통계학적 변인			
성별	-.17**	-.15*	-.10
연령	-.04	-.12	-.03
결혼여부	-.06	-.08	-.04
가계수입	-.05	-.11	-.13*
Step 2. 투자관련 변인			
주식투자경력		.05	.07
현재 자산대비 주식투자비중		.04	.03
주식투자금액		.24**	.10
손실허용수준		.01	.02
Step 3. 자기고양적 지각 요인			
자신의 투자능력에 대한 긍정적 평가			.52***
수익률에 대한 낙관적 기대			.23***
자신의 통제가능성에 대한 확신			.03
R^2	.04	.11	.48
$\triangle R^2$		.07**	.38***
F	2.03	3.23**	18.30***

*p<.05, **p<.01, ***p<.001

을 미치는 요인으로 나타났다. 이를 통해 알 수 있는 것은 여성들의 투자에 대한 확신은 남성들과 달리 '수익률에 대한 낙관적 기대' 요인에 의해 더 많은 영향을 받고, '자신의 투자능력에 대한 긍정적 평가' 요인에 의해서는 남성보다 덜 영향을 받는다. 즉, 남성들은 여성들에 비해 자신의 투자능력을 더 높게 평가하는 경향이 있음을 알 수 있다.

마지막으로, 개인투자자의 자기고양적 지각 요인이 투자확신에 미치는 영향을 알아보기 위해, 개인투자자의 투자확신에 영향을 미칠 수 있는 인구통계학적 변인과 투자관련 변인을 통제한 후 위계적 회귀분석을 실시하였다. 회귀분석의 결과(표 8 참조), 주식투자 관련 자기고양적 지각 요인들이 개인투자자의 투자확신을 38%($\triangle R^2$=.38, p<.001) 설명하는 것으로 나타났다.

개인투자자의 심리적 요인이 투자행동에 미치는 영향

개인투자자의 심리적 요인인 자기고양적 지각 요인과 투자확신이 본 연구의 종속변인인 위험투자행동, 즉 향후 위험자산 투자의향, 거래행동, 그리고 위험감수적 행동에 미치는 영향을 알아보기 위해 단계적 중다회귀분석을 실시하였다.

회귀분석의 결과(표 9 참조), 개인투자자의 위험자산 투자의향에는 '투자확신'(β=.28, p<.001)만이 유의미한 영향을 미쳤고, 나머지 요인들은 영향을 미치지 않는 것으로 나타났다. 즉, 투자에 대해 확신할수록 향후 위험자산 투자의향은 높다.

개인투자자의 거래행동에 영향을 미치는 요인으로는 '자신의 통제가능성에 대한 확신' 요인이 거래정도(β=.16, p<.05), 년 평균 거래횟수(β=.15, p<.05), 그리고 교체매매시 그릇된 종목 선정(β=.15, p<.05)에 유의미한 영향을 미쳤다.

교체매매시 그릇된 종목 선정과 '투자확신' 간에는 부적으로 유의미한 영향을 미치는 것

표 9. 개인투자자의 심리적 요인이 위험투자행동에 미치는 영향

종속변인	독립변인	β	R^2	F	P
향후 위험자산 투자의향	투자확신	.28***	.08	19.79	.000
거래행동					
① 거래정도	자신의 통제가능성에 대한 확신	.16*	.02	5.86	.05
② 년 평균 거래횟수	자신의 통제가능성에 대한 확신	.15*	.02	5.11	.05
③ 교체매매시 그릇된 종목선정	투자확신	-.23***	.05	13.43	.000
	자신의 통제가능성에 대한 확신	.15*	.07	9.13	.000
위험감수적 행동					
① 고위험 주식투자	자신의 통제가능성에 대한 확신	.21***	.05	10.93	.001
② 분산투자 정도	수익률에 대한 낙관적 기대	-.26***	.07	16.95	.000
	자신의 통제가능성에 대한 확신	-.18**	.09	11.72	.000

*p<.05, **p<.01, ***p<.001

으로 나타나(β=-.23, p<.001), 예상과는 반대의 결과가 나타났다. 즉, 투자에 대해 확신할수록 교체매매시 그릇된 종목 선정을 덜 함으로써 불필요한 거래를 하지 않는 것으로 나타났다.

개인투자자의 위험감수적 행동에 영향을 미치는 요인으로는 '자신의 통제가능성에 대한 확신' 요인이 고위험 주식투자에 유의미한 영향을 미치는 것으로 나타났다(β=.21, p<.001). 분산투자 정도에 영향을 미치는 요인으로는 '수익률에 대한 낙관적 기대'(β=-.26, p<.001) 요인과 '자신의 통제가능성에 대한 확신'(β=-.18, p<.01) 요인이 부적으로 유의미한 영향을 미치는 것으로 나타났다. 이 또한 기존의 주장과는 반대의 결과가 나타난 것으로, 수익률에 대한 낙관적 기대를 할수록, 그리고 자신의 통제력에 대해 확신할수록 분산투자를 하고 있다는 것이다.

그러나 대체적으로 개인투자자의 심리적 요인들이 위험투자행동을 설명하는 변량은 매우 작게 나타났다.

결과 및 결론

본 연구는 개인투자자의 비합리적 투자의사결정 및 투자행동에 영향을 미치는 중요한 심리적 변수 중 하나인 개인투자자의 투자확신을 중심으로, 개인투자자의 심리적 요인들이 실제로 위험투자행동에 영향을 미치는지를 탐색적으로 알아보았다.

연구결과, 개인투자자의 투자확신에 영향을 미치는 주식투자 관련 자기고양적 지각 요인은 '자신의 투자능력에 대한 긍정적 평가' 요인과 '수익률에 대한 낙관적 기대' 요인으로 나타났고, '자신의 통제가능성에 대한 확신' 요인은 영향을 미치지 않는 것으로 나타났다. 또한, 투자확신 간에 남녀 차이가 발견되었다. 즉, 남성들은 여성들보다 투자경력이나 기타 투자관련 변수에 상관없이 투자에 대해 더 확신하는 경향이 있었다.

개인투자자의 투자확신에 영향을 미치는 자기고양적 지각 요인에 있어서도 남녀 간의 차이가 나타났다. 남성 투자자의 경우에는 '자신의 투자능력에 대한 긍정적 평가' 요인이 투자확신에 많은 영향을 미치는 반면, 여성 투자자의 경우에는 '수익률에 대한 낙관적 기대' 요인이 투자확신에 더 많은 영향을 미치는 것으로 나타났다. 즉, 남성들은 자신의 투자능력을 통해 투자에 대한 확신을 가지는 반면, 여성들은 자신의 투자능력보다는 미래에 대한 장밋빛 기대, 즉 낙관적 기대를 통해 투자에 대한 확신을 가지는 경향이 있었다.

또한, 본 연구에서는 개인투자자의 주식투자 관련 자기고양적 지각 요인이나 투자확신과 같은 심리적 요인들이 개인의 잘못된 투자의사결정 및 투자행동에 영향을 미칠 수 있음을 부분적으로 증명하였다. 그러나 그 설명량이 크지 않아, 이러한 심리적 요인이 직접적으로 개인의 투자행동에 영향을 미치기보다는 개인투자자의 심리적 요인과 투자행동을 중간에 매개해 줄 수 있는 상황적 변수나 또 다른 심리적 변수들에 대한 연구가 필요함을 시사해준다.

본 연구에서는 개인의 투자의사결정 및 투자행동에 영향을 미치는 요인이 인구통계학적 변인이나 투자관련 변인과 같은 개인의 외적인 요인보다는 투자확신과 같은 개인의 심리적 요인에 의해 영향을 받는다는 것을 탐색적으로 검증하였다. 이는 개인의 투자의사결정 및 투자행동이 인구통계학적 변인이나 투자관련 변인 등 개인의 외적인 요인뿐만 아니라

개인의 심리적 요인에 의해서도 많이 의존함을 암시한다. 따라서 개인의 투자의사결정 및 투자행동에 영향을 미칠 수 있는 개인의 심리적 요인, 특히 잘못된 의사결정을 일으킬 수 있는 심리적 편향 요인에 대한 이해를 통해, 이러한 요인들이 개인의 잘못된 투자의사결정과 투자행동, 더 나아가 투자성과에 어떻게 영향을 미치는지를 연구할 필요가 있음을 제언하고자 한다. 또한, 본 연구는 개인투자자의 투사의사결정 및 투자행동을 설명하는데 있어 재무학과 심리학의 학제간 연구(interdisciplinary study)가 필요함을 제시하였다는데 의의를 찾을 수 있을 것이다.

본 연구는 개인의 주식투자행동을 심리학적 측면에서 탐색적으로 알아보고자 시도했기 때문에 많은 한계점을 가지고 있다. 본 연구의 제한점 및 추후 연구를 위해 다음과 같은 것들을 제언하고자 한다. 첫째, 본 연구의 종속변인인 개인의 위험투자행동을 측정하는데 있어 한계가 있었다. 개인투자자의 투자행동을 측정하는데 있어 가장 정확한 정보를 제공해 주는 것은 개인투자자의 실제 주식거래 데이터이다. 그러나 실제 주식거래 데이터에 대한 접근이 어렵다는 방법론적 제약으로 인해 불가피하게 자기보고식으로 개인의 주식투자행동을 측정하였기 때문에, 본 연구에서 알아보고자 하는 것들을 명확하게 검증하지 못했다. 즉, 자신의 주식투자행동을 자기보고식으로 측정하는데 있어 사람들의 기억의 재구성, 즉 개인투자자의 편향에 맞는 방향으로 선택적으로 기억되거나 일반적으로 바람직한 투자방식을 자신도 따른다고 생각하여 왜곡된 보고를 했을 가능성을 배제할 수 없다. 본 연구에서 주식투자 관련 자기고양적 지각 요인이나 투자확신과 같은 예측변인들이 주식투자행동에 미치는 설명량이 적은 것이나 예상과는 반대되는 결과들이 일부 나타난 것도 투자행동에 대한 기억이 정확하지 않기 때문일 수도 있다. 따라서 추후 연구에서는 실제 거래 데이터를 가지고 보다 객관적으로 분석할 필요가 있다. 둘째, Barber와 Odean(2001)의 개인투자자의 과도거래 행동에 관한 연구에 의하면, 잦은 거래는 나쁜 투자성과를 가져오고, 그러한 결과에 대한 원인을 과신이라고 추정하였다. 그러나 본 연구에서는 개인투자자의 투자확신이 과신인지의 여부와 개인투자자의 위험투자행동과 투자성과 간의 관계를 알아보지 못했다. 따라서 추후 연구에서는 개인투자자의 과신과 위험투자행동, 위험투자행동과 투자성과 간의 관계까지도 알아봄으로써, 개인의 투자의사결정이나 투자행동이 비합리적으로 이루어지고 있는 원인 중의 하나가 개인투자자의 과신이라는 심리적 편향 요인 때문이라는 것을 직접적으로 밝힐 필요가 있다. 셋째, 본 연구의 자료 수집은 무선표집(random sampling)이 아닌 눈덩이표집(snowballing sampling) 과정을 통해 특정 도시의 일부 조사대상자만을 대상으로 이루어졌기 때문에 그에 따른 표집오류의 가능성을 완전히 배제할 수 없다. 따라서 추후 연구에서는 연구의 일반화를 위해 보다 광범위한 지역의 많은 대상자들을 포함한 연구가 필요할 것이다.

참고문헌

변진호, 김민수, 최인철 (2005). 개인투자자의 성격요인과 투자행동. 경영학 통합학술대회 발표 논문, 1-26.

유필화, 이화연 (2006). 투자자마케팅을 위한

투자자집단 세분화와 광고효과에 관한 연구. 마케팅연구, 제21**(3),** 1-23.

최운열, 정성훈 (2004). 투자자들의 인지적 편의에 관한 소고. 금융학회지, 9**(1),** 72-97.

한성열 (2003). 자기고양 편파와 심리적 적응의 관계에 대한 비교문화 연구. 한국심리학회지: 사회문제, 9**(2),** 79-99.

허태균 (2004a). 왜 복권은 바꾸려 하지 않는가?: 예상되는 사후가정사고와 후회의 역할. 한국심리학회지: 사회 및 성격, 18**(3),** 201-215.

허태균 (2004b). 복권 구매행동의 심리적 결정요인과 그 영향. 한국심리학회지: 사회문제, 10**(3),** 19-36.

Baber, B., & Odean, T. (2000). Trading is hazardous to your wealth: The common stock investment performance of individual investors. *The Journal of Finance, 55,* 773-806.

Baber, B., & Odean, T. (2001). Boys will be boys : Gender, Overconfidence, and Common Stock Investment. *Quarterly Journal of Economics, 116,* 261-292.

Barber, B., & Odean, T. (1999). The courage of misguided convictions. *Financial Analysis Journal, 55(6),* 41-55.

Barberis, N., Shleifer, A., & Vishny, R. (1998). A model of investor sentiment. *Journal of Financial Economics, 49(3),* 307-343.

Basu, S. (1983). The relationship between earnings' yield, market value and return for NYSE common stocks : Further evidence. *Journal of Financial Economics, 12(1),* 129-156.

Brickman, P., Coates, D., & Janoff-Bulman, R. (1978). Lottery winners and accident victims : Is happiness relative. *Journal of Personality and Social Psychology, 35,* 917-927.

Chuang, W. I., & Lee, B. S. (2006). An empirical evaluation of the overconfidence hypothesis. *Journal of Banking & Finance, 30,* 2489-2515.

Cooper, A. C., Woo, C. Y., & Dunkelberg, W. C. (1988). Entrepreneurs' perceived chances for success. *Journal of Business Venturing, 3(2),* 97-115.

Daniel, K., Hirshleifer, D., & Subrahmanyam, A. (1998). Investor psychology and security market under and overreactions. *Journal of Finance, 53,* 1839-1886.

De Bondt, W., & Thaler, R. (1985). Does the stock market overreact?. *Journal of Finance, 40,* 793-805.

Dixon, M. R. (2000). Manipulating the illusion of control: Variations in gambling as a function of perceived control over change outcomes. *Psychological Reports, 50,* 705-720.

Gervais, S., & Odean, T. (2001). Learning to be overconfidence. *Review of Financial Studies, 14*, 1-27.

Glaser, N., & Weber, M. (2004). Overconfidence and trading volume. Working Paper, University of Mannheim.

Griffin, D., & Tversky, A. (1992). The weighing of evidence and the determinants of confidence. *Cognitive Psychology, 24,* 411-435.

Helweg-Larsen, M., & Shepperd, J. A. (2001). Do moderators of the optimistic bias affect personal or target risk estimates?: A review of the literature. *Personality and Social Psychology Review, 5,* 74-95.

Jegadeesh, N., & Titman, S. (1993). Returns to buying winners and selling losers: Implications for stock market efficiency. *Journal of Finance, 48,* 65-91.

Knetsch, J. L., & Sinden, J. A. (1984). Willingness to pay and compensation demanded: Experimental evidence of an unexpected disparity in measure of value. *Quarterly Journal of Economics, 99,* 507-521.

Langer, E. (1975). The illusion of control. *Journal of Personality and Social Psychology, 32,* 311-328.

Lenny, E. (1977). Women's self-confidence in achievement settings. *Psychological Bulletin, 84,* 1-13.

Malkiel, B. G. (1995). Returns from investing equity mutual funds 1971 to 1991. *Journal of Finance, 50(2),* 549-572.

Nofsinger, J. R. (2002). The psychology of investing. New Jersey : Pearson Education.

Odean, T. (1998). Are investors reluctant to realize their losses?. *The Journal of Finance, 53(5)*, 1775-1798.

Odean, T. (1999). Do investors trade too much?. *American Economic Review, 89,* 1279-1298.

Perloff, L. S. (1983). Perceptions of vulnerability to victimization. *Journal of Social Issues, 39,* 41-61.

Perloff, L. S., & Fetzer, B. K. (1986). Self-other judgements and perceived vulnerability to victimization. *Journal of Personality and Social Psychology, 50,* 502-510.

Peterson, C., & de Avila, M. (1995). Optimistic explanatory style and the perception of health problem. *Journal of Clinical Psychology, 51,* 128-132.

Prince, M. (1993). Women, men, and money styles. *Journal of Economic Psychology, 14,* 175-182.

Shiller, R. J. (1990). Market volatility and investor behavior. *American Economic Review, 80,* 58-62.

Simon, H. (1956). Rational choice and the structure of the environment. *Psychological Review, 63,* 129-138.

Svenson, O. (1981). Are we all less risky and more skillful than our fellow drivers?. *Acta Psychologica, 47,* 143-148.

Taylor, S. E., & Brown, J. D. (1988). Illusion and well-being : A social psychological perspective on the mental health. *Psychological Bulletin, 103,* 193-210.

Wang, F. A. (2001). Overconfidence, investor sentiment, and evolution. *Journal of Financial Intermediation, 10,* 138-170.

Weinstein, N. D. (1980). Unrealistic optimism about future life events. *Journal of Personality and Social Psychology, 39(5),* 806-820.

1 차 원고 접수일 : 2007. 5. 14
최종 원고 접수일 : 2007. 7. 6

한국심리학회지 : 사회문제
Korean Journal of Psychological and Social Issues
2007, Vol. 13, No. 3, 89～109.

The Effect of Self-enhancement Perception and Confidence of Investment of Individual Investors on Risky Investment Behaviors

Mi Young Han **Jae Hwi Kim**

Department of Psychology, Chung-Ang University

This study is an exploratory study on stock investment behaviors of individual investors in psychological perspective. The study is based on many behavioral finance studies which overconfidence of individual investors has an effect on irrational investment decision making and investment behaviors such as excessive trading. Accordingly, this study was to investigate the factors of self-enhancement perception on confidence of investment of individual investors and to find whether these psychological biases lead to irrational investment behaviors. The results indicated that there were sex differences in the factors of self-enhancement perception on individual investors' confidence of investment. In case of male investors, they were confident of their ability of investment but in case of female investors, they were confident of optimistic expectation of return. Also, male investors were more confident of investment than female investors. In addition, the result showed that risky investment behaviors of individual investors were influenced by psychological factors such as favorable self-evaluation, confidence of self-controllability, optimistic expectation of return and confidence of investment in part. This study suggests that further researches need to search after other variables which can mediate between psychological factors and investment behaviors of individual investors.

Key words : self-enhancement perception, confidence of investment, risky investment behaviors, individual investors