벤처창업연구 제12권 제2호 (통권50호)
Asia-Pacific Journal of Business Venturing and Entrepreneurship Vol.12 No.2. pp.21-29

주식시장에서 개인투자성향과 투자정보에 관한 연구

김신 (호서대학교 벤처대학원 박사과정)*
하규수 (호서대학교 벤처대학원 교수)**

국 문 요 약

주식 투자는 요즘 가장 대중적인 투자 중 하나이며, 주식시장에서 투자자들의 궁극적 목적은 이익극대화 및 손실최소화이며, 이를 달성하기 위해서 투자정보를 바탕으로 선택하게 된다. 또한 투자자는 위험에 대한 태도에 따라 투자성향에 영향을 받는다. 이러한 배경을 중심으로 본 연구는 개인투자자들의 투자성향과 투자정보탐색을 조사함으로서 투자자의 투자만족도에 미치는 영향력을 조명해보고자 한다. 또한 투자심리의 매개효과를 검증하고자 한다.

본 연구의 대상은 증권거래 경험이 있는 투자자이며, 설문 조사는 온라인으로 실시되었으며, 설문조사는 2016년 12월 1일~12월 30일까지 30일간 실시하였으며, 총 330부를 분석 자료로 이용하였다. 분석방법은 SPSS 21.0을 사용하여 기초통계, 신뢰도, 회귀분석을 수행하였다. 분석결과는 다음과 같다.

투자성향 중에서 수익추구성향, 분석추구성향, 투자추구성향이 투자성과에 영향을 미쳤다. 반면, 증권사 정보, 인적정보, 기업회계 정보는 투자성과에 유의미한 영향을 미쳤다. 마지막으로 자기과신 투자심리의 매개역할을 확인하였다.

핵심주제어: 투자성향, 투자정보, 투자성과

Ⅰ. 서론

주식시장에서 투자자들의 궁극적 목적은 이익극대화 및 손실최소화이며, 주식투자의 높은 위험성 때문에 자산의 손실을 유발할 수 있다는 경고에도 불구하고 주식투자는 보편적인 자산 투자방식으로 자리 잡고 있다.

그러나 현재 자본시장에서의 투자환경이 복잡해지고 빠르게 변화하면서 불확실성이 증가되고 있어 주식 투자자들은 선택에 많은 어려움을 경험하고 있다. 주식시장의 의사결정은 수많은 정보와 미래의 불확실성으로 인해 합리적 방법으로 투자정보를 평가하기는 현실적으로 불가능하다. 결국 투자자는 복잡한 여러 상황적 요소를 단순화하여 결정을 내리기 때문에 많은 심리적 편향(Bias)이 발생하기 쉽다. 따라서 방대한 투자정보탐색은 인지능력의 한계로 인해 제한적이며, 이러한 주식투자의 정보탐색 경험과 투자성향은 판단의 오류를 통해서 투자성과에 영향을 미칠 것으로 가정된다.

행동주의 재무이론가들은 투자자의 불완전성과 심리적 요소가 미치는 투자현상에 대한 연구를 통해서 투자자의 비합리적 판단과 행동이 자본시장에 영향을 미친다고 주장하였다. 현실적으로 시장 참여자들이 활용 가능한 모든 정보를 사용해 합리적으로 판단한다는 가정을 바탕으로 하고 있는 전통적 재무이론과는 상당한 차이가 있다.

현실적으로 투자자들의 제한된 합리성을 바탕으로 한 심리적 편향(Bias)에 대한 영향력이 증가되면서 많은 실증적 연구결과는 투자자 심리가 주가와 수익률 형성에 영향을 주고 있는 것으로 나타났다(Johnson, et al., 2005; Zhou & Pham, 2004).

한편, 주식시장에서 투자자들은 과거 투자경험에 따른 투자성과에 대한 평가와 투자실패에 따른 리스크 경험을 통해 투자성향이 내재되어 있다. 심리학 관련 문헌은 개인적인 경험결과가 단순하게 정보획득보다 개인의 의사결정에 더 많은 영향을 미친다고 하였다(Hertwig, et al., 2004). 즉, 투자자는 주식시장에서 미래 수익에 대한 신념을 업데이트 할때 다른 사용 가능한 과거 정보보다 자신의 경험과 위험에 대한 대처방식에 따른 투자성향 등에 영향을 받게 된다.

본 연구는 다양한 경로에 따른 수많은 정보들 속에서 투자에 영향을 미치는 정보의 영향력과 투자성향이 투자성과에 미치는 영향력을 검증하고자 한다. 한편 선행연구에 의하면 금융서비스 영역에서 소비자들이 많이 범하는 중요한 편향(Bias) 중 과잉확신(Overconfidence)의 투자심리가 주식시장에 영향을 미칠 수 있다는 다양한 연구결과가 제기되어왔다.

그러나 이들 연구들은 대부분 주식관련 거래 데이타를 사용하여 주식시장에서의 개인투자자의 투자심리의 영향력과 시장상황에 따라 개인투자자의 참여 정도가 달라짐을 확인하였지만 구체적으로 투자심리가 어떻게 영향을 미치는가에 대한

* 제1저자 호서대학교 벤처대학원 경영학과, kmleesan@gmail.com
** 교신저자 호서대학교 벤처대학원 경영학과, ksh@hoseo.edu
· 투고일: 2017-03-21 · 수정일: 2017-04-16 · 게재확정일: 2017-04-27

경험적 분석은 하지 못하였다.

따라서 본 연구에서는 정보탐색과 투자성향이 투자의사결정에 미치는 영향력을 확인하고, 동시에 이 과정에서 자기과신의 매개역할의 영향력을 통해서 투자성과 만족도에 미치는 영향력을 파악하고자 한다.

II. 이론적 배경

2.1 주식시장의 투자성향

투자성향에 대한 논의는 위험에 대한 태도로 설명하고 있으나 아직 학문적으로 체계화된 명확한 정의는 없다. 다만 위험을 기준으로 위험에 대한 태도로 설명하고 있다. 일반적으로 위험수용성향은 원하는 결과를 추구하여 원하지 않는 결과가 일어날 가능성을 수용하는 정도(Faff, et al., 2008), 개인이 어떤 목적을 추구하는 과정에서 기꺼이 수용하고자 하는 위험의 크기(Roszkowski & Davey, 2010)로 정의되고 있다.

Grable & Rabbanir(2014)는 투자성향을 재무적 손실을 견디어 낼 수 있는 개인의 능력이라고 하였으며, Louw(2015)는 사람들이 자신의 투자성향을 결정하기 위해서는 손실을 견디기 위한 개인적 능력, 투자의 필요성을 충족하는데 요구되는 위험의 양 그리고 개인이 감정적으로 견디어 낼 수 있는 위험의 총량을 고려해야 한다고 하였다. 주소현(2009)은 개인투자자가 투자시 기꺼이 감당하고자 하는 손실의 크기를 투자성향으로 정의하였으며, 개인 투자자의 투자행동에 직접적인 영향을 미치는 변수라고 하였다. 그러므로 금융시장에서 투자성향은 투자시 수익에 따른 위험에 대한 태도로서 투자자가 얻고자 하는 수익이 높을수록 감수해야 할 위험도 커지게 되는데, 이러한 투자위험을 기꺼이 받아들이고자 하는 위험에 대한 투자자의 성향을 투자성향이라 할 수 있다.

투자자는 실질적으로 원금이 손실되는 위험이 닥쳐도 투자자가 심리적으로 편안하게 받아들일 수 있는 투자를 하도록 해야 하기 때문에 투자권유나 투자의사결정에 있어서 투자자의 위험수용성향에 대한 정확한 판단은 매우 중요하다(Faff et al., 2008; Roszkowski & Davey, 2010). 그러나 Myatt & Wallace(2014)는 손실에 대한 허용치를 평가할 수 있는 일관된 평가기준은 아직 없다고 주장하였다.

현재 관련 연구들은 자본시장 투자자들의 위험 관련 성향을 분석하고 있지만, 일반적으로 투자정보 확인서와 유사한 자기진단형 설문에 대한 응답 결과로 투자자들을 분류하고, 인구통계 및 사회경제 변수와 투자와 관련된 기타 변수들과의 관련성과 재무적 포트폴리오에 초점을 맞춘 것이 대부분이다. 그러나 현실적으로 투자성향이 투자성과에 미치는 영향력을 파악하기 위해서는 투자성향에 대한 위험감수도를 기본으로 하되 좀 더 다양한 접근방법을 통해서 투자행동의 예측성을 높여주는 것이 필요하다.

2.2 투자정보의 중요성

자산시장에서 투자정보는 투자자의 효율적인 의사결정을 위해서 매주 중요한 역할을 담당하고 있다. 특히 주식시장은 다양한 정보와 소문 등 관련 정보가 너무 많기 때문에 투자정보탐색의 과정을 거치게 되는데, 문제는 투자자의 정보탐색 활동을 통해서 이러한 정보를 어떻게 처리하느냐가 핵심이다.

이와 관련해서 Barber & Odean(1999)은 투자자들이 자신이 입수한 정보의 정확성 및 자신의 정보분석 능력에 대한 믿음을 바탕으로 투자의견을 도출한다고 주장하였다.

주식투자자의 의사결정은 긴 정보탐색 과정을 거치는데, 경제, 시장, 산업, 업종, 종목의 순으로 넓은 영역에서부터 범위를 좁혀가며 방대한 양이 투자정보를 처리하게 된다. 그러나 주식투자는 부동산 투자와는 달리 유동성이 좋고, 정보가 더 효율적이며, 정보 수집이 용이하다(윤재희·송동근, 2011).

주식시장은 정보의 불균형 현상과 정보의 불완전성이 전형적으로 나타나는 시장이다. 주식시장과 같이 투기적 성격이 강한 중개시장(Mediatemarket)에서 주식의 가치(Value)는 본질적으로 애매한 성격을 갖는다(Zuckerman, 1999).

따라서 주식시장은 불확실성이 지배하는 예측 불가능성을 특성을 갖음으로 주식시장은 다른 투자 관련 의사결정과 달리 미래예측을 위한 현재 정보의 중요성이 크다고 할 수 있다. 그러나 주식시장에서 투자자들의 정보탐색에 대한 논의는 많지 않다.

Grinblatt & Keloharju(2000)은 핀라드 주식시장을 대상으로 투자자 유형별 투자성과를 분석한 결과, 투자성과가 투자자의 전문성(Sophistication)과 정적인 관계가 있는 것으로 나타났다.

Coval, et al.(2005)는 미국 증권사 거래 자료를 분석한 결과 전문적인 지식이 있는 개인투자자들(Skillful Individual Investors)은 시장비효율성을 이용하여 지속적인 초과수익률을 얻고 있다는 결과를 제시하였다. Biddle et al.(2009)은 정보의 질이 높을수록 투자효율성이 향상시킨다고 하였다.

재무분석가(Analysts)는 사적정보를 포함한 시장의 이용 가능한 모든 정보를 통하여 기업을 분석하고 이를 자본시장에 공개함으로써, 기업과 투자자들 사이의 정보비대칭을 완화시키고 시장효율성을 높이는 정보매개체로써의 역할을 수행한다. 관련 연구들은 애널리스트들이 공표하는 정보의 정확성과 수익률과의 관련성을 분석하였다(Barber, et al., 2001; Kothari, 2001; Asquith et al., 2005).

한편, 주식투자에 대한 의사결정시 재무정보에 대한 중요성 인식실태에 관한 연구에서 기관 투자자나 개인 투자자가 모두 기업의 재무제표를 주식투자와 관련된 중요한 자료로 인식하고 있음을 밝혔다. 그러나 개인투자자들의 경우 재무분석 능력과 이해력이 상대적으로 부족하기 때문에 단기매매 형태 투자를 위해 기본적 분석보다는 주가와 거래량 추세를 분석하여 장세를 판단하는 것으로 나타났다(안태일·김종민, 2002).

2.3 자기과신

자기과신이란 일반적으로 사람들이 능력을 과대평가하거나 자신들이 다른 사람들에게 실제보다 더 좋게 보일 것이라고 믿으며, 어떠한 것을 예측시 실수할 확률이 적다고 믿는 성향을 말한다(주소현, 2009). Pompian(2012)은 자기과신을 한 개인의 직관성, 판단능력, 인지 능력들에 대한 무한한 믿음, 신뢰감으로 정의하였다. 또한 자기과신은 자신의 지식과 능력을 과대평가하고 자신의 미래 예측 능력을 지나치게 자신하는 성향이다(Taurani-Rad & Kirkby, 2005). Barber & Odean(1999)도 자신이 가지고 있는 정보의 평가능력 및 해석에 대한 과대평가와 자기과신이 관련 있다고 하였다.

Baker & Nofsinger(2002)는 자신의 지식을 과대평가하면서 의사결정에서의 위험요소를 과소평가하는 것이라 주장하면서 자기기과신은 어떤 상황에서 사건을 통제할 능력이 있다고 자신하는 것으로 설명하였다. 이렇게 자기과신은 자신의 판단능력에 대한 과대평가 뿐 아니라 외부요소 대표적으로 위험에 대한 과소평가를 포함하는 개념이라고 할 수 있다. 이러한 자기과신은 금융시장에서 의사결정시 개인들의 신념을 형성하는 중요한 투자심리이며, 또는 편견(Bias)의 하나이다.

자기과신(Overconfidence)에 대한 연구는 개인의 투자행동과 관련한 영역에서 사용되어 왔으며, 그동안 금융시장에서 발생했던 과잉거래 현상과 투자성과가 좋은 주식을 처분하고 투자성과가 좋지 않은 주식을 지속적으로 보유 등, 낮은 수익률을 설명하고 있다(Barber & Odean, 1999; Tourani-Rad & Kirkby, 2005; Moore & Healy, 2008 등).

한미영·김재휘(2007)은 개인투자자를 대상으로 한 자기과신 연구에서 자기고양적인 동기를 긍정주의편향, 자기고양편향, 통제에 대한 환상으로 나누고 이러한 요인이 개인의 투자의사결정 및 투자행동에 영향을 미치는 요인임을 간접적으로 밝혔으며, 그러한 요인이 개인의 투자확신과 관련된다는 것을 보여주었다. 특히 주식투자에 있어서 자기과신에 대한 상황은 주식투자 정보에 대한 믿음과 신뢰에 영향을 받을 수 있으며, 또한 위험요소를 낮게 평가할 수 있다.

지금까지 선행연구 결과를 통해서 이러한 자기과신 성향은 수익률을 상대적으로 높게 예측하고, 그에 따른 의사결정을 하게 되므로 투자의 손실이 더욱 커지게 된다는 것이다.

투자에 있어서 자기과신의 경향이 높은 경우는 과다거래를 낳고 수익률의 손실을 가져오는 것으로 보고되고 있다. 자기과신이 투자결정에 영향을 미치고 있음을 알 수 있다. 그러나 주식시장에서 이러한 자기과신에 영향을 미치는 요인에 대한 탐구는 부족하다. 주식시장에서 자기과신이 정보에 대한 자신감과 확신으로 시작되는 것임으로 투자정보탐색은 자기과신에 영향을 미칠 것으로 예측된다.

Ⅲ. 연구방법

3.1 연구가설

투자성향과 정보탐색에 대한 선행연구를 바탕으로 투자성과 만족도에 미치는 영향력을 분석하기 위해 다음과 같은 연구모형과 연구가설을 설정하였다.

가설 1: 투자성향은 투자성과 만족도에 정적인 영향을 미칠 것이다.

가설 2: 투자정보탐색은 투자성과 만족도에 정적인 영향을 미칠 것이다.

가설 3: 자기과신은 투자성향이 투자성과 만족도에 미치는 영향에 대해 긍정적인 매개역할을 할 것이다.

가설 4: 자기과신은 투자정보탐색이 투자성과 만족도에 미치는 영향에 대해 긍정적인 매개역할을 할 것이다.

3.2 조사 표본 선정

본 연구의 대상은 주식투자경험이 있는 서울·경기지역의 개인투자자들을 대상으로 온라인설문조사를 실시하였다. 본 연구의 설문은 2016년 12월 1일부터 12월 30일까지 진행되었으며, 총350부의 설문지가 배포되었다. 그 중 357부가 회수되었으나 불성실하거나 중심화경향이 있다고 판단한 7부를 제외한 총 350부의 설문지를 실증분석의 자료로 이용하였다.

3.3 설문지 구성

본 연구를 위한 설문지 구성을 위한 조작적 정의는 다음과 같다.

투자성향이란 주식시장에서 수익을 추구하고 손실을 회피기 위한 위험에 대한 투자자의 태도로 정의한다. 금융투자회사의 표준투자권유준칙 설문지의 투자성향과 관련한 척도와 투자성향은 선행연구(김영숙·김지현, 2003; 최창열 외, 2010)를 참고하여 본 연구에 적합한 문항 등을 차용하여 측정에 사용하였다. 본 연구에서는 손실회피와 수익률 추구성향을 내용으로 하는 문항을 구성하여 이를 Likert의 5점 척도를 사용하여 측정하였다.

투자정보탐색이란 정보채널로서 정보를 습득하는 출처를 말한다. 본 연구에서는 주식시장에서 정보탐색 채널을 측정하였다. 구체적으로 Srinivasan & Ratchford(1991), Loibl & Hira(2009), 김지현(2002), 김혜민(2009), 길재욱 외(2008)의 연구를 참고하였다.

주식시장의 투자정보 탐색행동과 관련하여 정보탐색채널에 대한 평가는 정보탐색 결과인 유용성으로 측정하였다. 본 연구에서는 투자정보 탐색을 위한 정보채널은 실제로 주식과 관련한 정보가 생산, 유통되는 채널을 선정하여 기업회계 정보, 인터넷 등 투자정보, 증권사 정보, 사적정보 채널의 정보 유용성을 Likert의 5점 척도를 사용하여 측정하였다.

본 연구에서 사용하는 투자심리는 주식시장에서 의사결정에 편향(Bias)으로 나타날 수 있는 심리상태로 자기과신을 측정하였다. 자기과신은 선행연구인 주소현(2009), Pompian(2012) 등의 정의에 따라 자신의 능력을 과대평가하거나 인지능력,

판단능력에 대한 믿음과 신뢰감으로 정의하고, 한미영·김재휘(2007)의 연구를 참고하여 주식투자 시장 상황에 적용하여 개인투자자가 자신의 투자능력에 대한 실제보다 과대평가할 수 있는 내용으로 개발하였다. 이를 Likert의 5점 척도를 사용하여 측정하였다.

일반적으로 투자만족도는 투자의 목적인 수익의 극대화를 목표로 하지만 본 연구에서는 이계웅·하규수(2014), 주우진·임미자(2009)의 선행연구를 참고로 하여 투자성과에 대한 투자자의 주관적인 평가인 만족도를 측정하였다. 본 연구의 목적에 맞게 Likert의 5점 척도를 사용하여 측정하고자 한다.

3.4 통계분석 기법

본 연구에서 이용한 통계분석기법은 자료특성과 분석목적에 따라 빈도분석(Analysis of Frequency), 요인분석(Factor Analysis), 신뢰도 검정(Reliability Test), 다중회귀분석(Multiple Regression Analysis)을 실시하였으며, 다중공선성문제를 파악하기 위하여 VIF 등 검증을 실시하였다.

Ⅵ. 결과

4.1 조사대상자의 일반적 특성

조사대상자의 일반적 특성과 주식거래 특성은 다음과 같다.

<표 1> 조사대상자의 일반적 특성

구분		N	%
전체		350	100.0
성별	남	175	50.0
	여	175	50.0
연령	20대	90	25.7
	30대	70	20.0
	40대	70	20.0
	50대	70	20.0
	60대 이상	50	14.3
교육 정도	고졸 이하	40	11.4
	대학 재학/졸업	272	77.7
	대학원 이상	38	10.9
직업	관리/경영/전문직	47	13.4
	사무직	170	48.6
	자영/판매/서비스직	30	8.6
	생산/기능/노무직	13	3.7
	학생	21	6.0
	주부	51	14.6
	기타	18	5.2
결혼 여부	미혼	127	36.3
	기혼	223	63.7
연간 소득	2,000만원 미만	67	19.1
	2,000~3,000만원 미만	58	16.6
	3,000~4,000만원 미만	56	16.0
	4,000~5,000만원 미만	45	12.9
	5,000~6,000만원 미만	39	11.1
	6,000~7,000만원 미만	32	9.1
	7,000만원 이상	53	15.1

<표 2> 주식거래 특성

구분		N	%
전체		350	100.0
증권사 거래기간	2년 이하	102	29.1
	3 ~ 5년	109	31.2
	6 ~ 10년	92	26.3
	11년 이상	47	13.4
증권 계좌 갯수	1개	170	48.6
	2개	112	32.0
	3개	40	11.4
	4개 이상	28	8.0
평균 종목 보유기간	3개월 미만	84	24.0
	4 ~ 12개월	138	39.4
	13개월 이상	128	36.6
보유 주식 종목 수	2개 이하	140	40.0
	3 ~ 5개	145	41.4
	6개 이상	65	18.6
선호 종목	대형주	121	34.6
	중소형주	229	65.4
금융자산 중 주식비중	10% 이하	82	23.4
	11 ~ 30%	119	34.0
	31 ~ 50%	76	21.7
	51% 이상	73	20.9

4.2 측정 항목의 신뢰도와 타당도 분석

본 연구에서 사용된 척도의 타당도와 신뢰도를 검증하기 위해서 탐색적 요인분석과 신뢰도 분석을 실시하였다. 먼저 탐색적 요인분석으로서 요인 추출모델로는 주성분 분석(Principle Component Analysis)을 사용하였고, 요인 적재치의 단순화를 위해서 Varimax방식을 수행하였다. 요인의 수는 고유치 1.0을 기준으로 하여 결정하였다. 그 결과는 다음과 같다.

<표 3>은 주식투자성향에 대한 요인분석을 수행한 결과 초기 고유치가 1.0이상인 4개의 요인으로 추출되었으며, 기준치에 적합하지 않은 문항은 제거하였다. 문항의 내용적 특성을 고려하여 다음과 같이 정의하였다.

요인 1은 수익지향성, 요인 2은 분석지향성, 요인 3은 안정지향성, 요인 4은 투자지향성이라 명명하였다. 또한 신뢰도를 Cronbach α로 확인한 결과 0.787 이상으로 나타나 척도의 타당성과 신뢰도를 확보하였다.

<표 4>은 주식투자를 위한 정보원천의 유용성에 대한 요인분석을 수행한 결과 고유치가 1.0이상인 4개의 요인으로 추출되었으며, 문항의 특성을 고려하여 요인 1을 기업회계정보, 요인 2을 인터넷 투자정보, 요인 3을 증권사 정보, 요인 4를 사적정보라 명명하였다. 또한 정보원천 활용도의 신뢰도를 Cronbach α로 확인한 결과 0.688 이상으로 나타나 척도의 타당성과 신뢰도를 확보하였다.

이 외에 자기과신과 투자성과 만족도의 신뢰분석결과 각각 .832, .801로 나타나 척도의 신뢰성을 확보하였다.

<표 3> 투자성향

	문항	적재치	고유치 분산 신뢰도
요인 1	손실이 예상되더라도 수익 기회가 높은 투자를 선호한다	.731	3.501 16.671 .823
	주식시장이 떨어지면 오히려 좋은 기회라고 생각해서 주식을 더 매수한다.	.707	
	간접투자보다 직접투자인 주식을 선호한다.	.705	
	장기적인 수익을 위해 단기적 손실을 감수하겠다.	.695	
	나는 고수익을 투자를 선호한다.	.659	
	원금보존보다는 손실이 예상되더라도 수익이 중요하다	.648	
	주식이 떨어지면 주식투자를 새롭게 시작하겠다.	.489	
요인 2	투자정보 내용을 꼼꼼하게 확인하는 편이다.	.795	3.211 15.289 .844
	정보를 최대한 수집하여 투자결정한다	.776	
	금리변동이나 환율 등 주가변동에 미치는 위험요소에 민감하다	.701	
	보유한 주식종목에 대해 자세히 알고 있다	.695	
	종목 선정시 기업정보 및 차트분석을 한 후 신중히 선택한다.	.659	
요인 3	원금손실을 최소화하는 방향으로 투자한다	.761	2.801 13.340 .789
	나는 투자원금의 손실위험은 최소화하고 이자소득이나 배당소득 수준의 안정적인 투자를 목표로 한다.	.731	
	이익이 높더라도 투자방법이 위험하면 그 방법을 선택하지 않는다.	.708	
	투자할 수 있는 여유가 있을 때만 투자계획을 세운다.	.700	
	주식투자를 할 때 종목을 분산하여 투자를 한다	.613	
요인 4	종목이 정해지면 미수를 내서라도 매수하는 편이다	.817	2.626 12.507 .787
	하루라도 주식시세를 보지 않으면 다른 일을 할 수 없다	.805	
	보유주식의 손절매를 잘 하는 편이다	.702	
	다른 투자수단(부동산, 예금, 적금)보다 주식투자를 더 선호한다.	.48	

<표 4> 투자정보탐색

	문항	적재치	고유치 분산 신뢰도
요인 1	상장기업의 영업보고서	.858	4.051 28.939 .901
	기업실적 자료	.858	
	해당회사의 경영실적 자료	.839	
	공시된 회계정보	.780	
	기관투자자 및 외국인 투자자의 매매 동향 자료	.733	
	기업의 최신 동향	.669	
요인 2	주식정보 포탈의 정보와 추천	.791	2.730 19.500 .864
	카페의 사이버 전문가 정보와 추천	.781	
	모바일 투자 정보	.741	
	인터넷 투자 정보	.695	
요인 3	증권사 직원의 상담	.880	1.849 13.207 .900
	증권사 직원의 조언	.871	
요인 4	가족의 조언	.826	1.692 12.086 .688
	친구 및 직장 동료의 조언	.754	

4.3 연구가설 검증

가설검증을 위해 다중회귀분석(Multiple Regression Analysis)을 수행하였다. 가설 1과 가설 2에 대한 검증을 바탕으로 투자심리의 매개효과를 분석하였다. Baron & Kenny(1986)의 3단계 매개효과는 1단계, 2단계 결과를 바탕으로 3단계 매개효과를 분석한다. 회귀모형의 안정성을 확보하기 위해 독립변수들 간의 다중공선성(Multicollinearity)을 위해 공차(Tolerance)을 확인한 결과 다중공선성의 문제는 없는 것으로 나타났다.

1단계는 투자성과 만족도에 미치는 영향력을 살펴본 결과 증권사 거래기간은 투자성과 만족도에 부적인 영향을 미치는 것으로 나타났다. 투자성향은 수익추구성향, 분석추구성향, 투자추구성향이 투자성과 만족도에 정적인 영향을 미치는 것으로 나타났다. 정보탐색 유용성은 기업회계정보, 증권사 정보와 사적정보가 투자성과 만족도에 정적인 영향을 미치는 것으로 나타났다.

2단계의 자기과신에 미치는 영향력을 살펴본 결과 증권사 거래기간은 부적인 영향을 미치는 것으로 나타났다. 이러한 연구결과에 대해 Dhar & Zhu(2006)는 실제주식 투자의 투자이력데이터를 기반으로 투자빈도 및 전문성이 처분효과를 줄여 합리적 행동으로 유도한다고 주장한 것처럼 증권사 거래기간은 투자경험의 대리변수로서 증권 투자경험이 많을수록 투자심리의 자기과신의 영향력을 감소시키는 것으로 추측된다.

투자심리의 매개효과를 검증한 모형분석 결과 3단계에서 투자성과만족도에 미치는 영향력을 살펴본 결과 증권사 거래기간은 투자성과 만족도에 부적인 영향을 미치는 것으로 나타났다. 투자성향은 분석추구성향, 투자추구성향이 투자성과 만족도에 정적인 영향을 미치는 것으로 나타났다. 정보탐색 유용성은 증권사 정보가 투자성과 만족도에 정적인 영향을 미치는 것으로 나타났다.

수익추구성향은 1단계, 2단계 검정과정에서 모두 1단계 종속변수(투자성과 만족도)와 2단계 종속변수(자기과신)에 대해 유의한 영향을 미치나 3단계 매개변수와 같이 투입될 경유 유의미한 영향을 미치지 못했다. 이는 매개변수인 자기과신이 수익추구성향이 투자성과 만족도에 미치는 영향력을 모두 포괄하는 것으로 완전 매개효과를 나타낸다. 즉 수익추구성향은 자기과신을 완전매개하여 투자성과 만족도에 영향을 미치는 것이다.

분석추구성향과 투자추구성향은 3단계 매개효과분석에서 비표준화회귀계수 값이 1단계 값보다 작게 나타남으로써 자기과신이 분석추구성향, 투자추구성향이 미치는 일부효과를 부분 매개한다고 볼 수 있다.

정보탐색에서는 기업회계정보와 사적정보는 1단계, 2단계 검정과정에서 모두 1단계 종속변수(투자성과 만족도)와 2단계 종속변수(자기과신)에 대해 유의한 영향을 미치나 3단계 매개변수와 같이 투입될 경유 유의미한 영향을 미치지 못했다. 이는 매개변수인 자기과신이 기업회계정보와 사적정보가 투자성과 만족도에 미치는 영향력을 모두 포괄하는 것으로 완전매개효과를 나타낸다. 즉 기업회계정보와 사적정보는 자기과신을 완전매개하여 투자성과 만족도에 영향을 미치는 것이다.

증권사 정보는 3단계 매개효과분석에서 비표준화회귀계수 값이 1단계 값보다 작게 나타남으로써 자기과신이 증권사 정

보가 투자성과만족도에 미치는 일부효과를 부분매개한다고 볼 수 있다. 또한 설명변수와 매개변수를 포함시켜 다중회귀분석을 시행한 모형의 R^2가 설명변수만을 포함시켰을 때 보다 높게 나타나 매개변수가 포함된 모형이 설명력이 높고 보다 적합하다고 할 수 있다.

<표 5> 투자성과 만족도에 미치는 영향력

단계		1단계	2단계	3단계
종속변수		투자성과 만족도	자기과신	투자성과 만족도
		β	β	β
증권사 거래기간		-.171***	-.148**	-.134**
증권 계좌 갯수		.018	.058	.003
평균 종목 보유기간		.013	.023	.007
보유 주식 종목 수		.023	.031	.015
선호 종목(대형주)		.007	.008	.005
금융자산 중 주식비중		-.024	-.012	-.021
손실허용 범위		-.007	-.081	.013
투자성향	수익추구성향	.128**	.307***	.051
	분석추구성향	.209***	.301***	.133*
	안전성추구 성향	-.044	.025	-.050
	투자추구성향	.386***	.212***	.332***
정보탐색유용성	기업회계 정보	.099*	.104*	.072
	인터넷 등 투자정보	.082	.071	.064
	증권사 정보	.111*	.118**	.082*
	사적 정보	.104*	.146**	.067
매개변수	투자심리			.252***
F		14.969***	17.555***	15.989***
R2		.399	.441	.434
Adjusted R2		.372	.416	.407

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

Ⅴ. 결 론

투자의사결정(Financial Decision)은 높은 위험을 수반하고 투자자의 수익에 중요한 영향을 미치기 때문에, 투자성과에 영향을 미치는 요인에 대한 탐구는 중요한 연구영역이다. 투자성과는 투자위험에 대한 태도인 투자성향과 투자정보탐색 정도에 따라 영향을 받게 되며, 또한 투자자들의 투자심리는 무의식적인 편향으로 나타나 투자행동과 투자성과에 영향을 미치게 된다. 본 연구는 투자성향과 투자정보탐색이 투자성과에 미치는 영향을 분석하고 투자심리가 주식시장에 미치는 매개역할을 분석하였다.

투자성과 만족도에 미치는 영향력을 살펴본 결과 증권사 거래기간은 투자성과 만족도에 부적인 영향을 미치는 것으로 나타났다. 투자성향은 수익추구성향, 분석추구성향, 투자추구성향이 투자성과 만족도에 정적인 영향을 미치는 것으로 나타났다. 투자정보 탐색은 기업회계정보, 증권사 정보와 사적정보가 투자성과 만족도에 정적인 영향을 미치는 것으로 나타났다.

투자심리 중 자기과신의 심리적 요인은 투자성과에 영향을 미침으로서 매개효과가 있는 것으로 증명되었다. 구체적으로 살펴보면, 투자성향은 수익추구성향이 투자성과에 미치는 영향에서 자기과신이 완전매개효과가 있는 것으로 나타났으며, 분석추구성향, 투자추구성향은 투자성과 만족도에 미치는 영향에서 부분매개효과 있는 것으로 나타났다.

정보탐색활동과 투자성과 사이에 매개효과는 사전정보가 투자성과만족도에 미치는 영향력을 완전매개효과 역할이 나타났으며, 증권사 정보는 투자성과만족도에 미치는 영향력을 부분매개효과 역할이 나타났다. 본 연구결과를 통해서 자기과신의 긍정적 역할을 확인하였다. 이러한 연구결과는 주우진·임미자(2009)의 손실 및 이익의 미래투자 의사결정 결과에 대한 안정적인 예측정서(Affective Forecasting)가 합리적 투자행동 및 투자성과인 최적 의사결정에 영향을 준다는 것으로 나타난 결과와 유사하다.

본 연구결과 주식시장에서 투자자는 의사결정을 위해 다양한 투자정보단서들에 의존한다. 그러나 본 연구결과 사적정보가 비록 투자성과 만족도에 긍정적인 영향을 미치는 것으로 나타났지만, 이러한 사적정보의 의존도가 높다는 것은 부정확한 정보로 인해 손실의 위험이 크다는 것을 의미한다. 그러므로 개인 투자자의 투자판단은 투자전문가의 도움을 받는 것이 바람직하다. 한편, 사적정보의 의존도가 높다는 것은 공적인 정보채널의 역할이 부족하다는 것으로 평가된다. 따라서 증권사에서는 공적인 정보인 기업회계정보나 애널리스트의 분석 등의 신뢰성을 높일 수 있는 전략이 필요하다. 증권사의 추천정보는 정보비대칭성과 투자성숙도 측면에서 투자자별로 다르게 인식될 수 있으며, 정보인식의 차이는 투자성과에 영향을 미칠 수 있다. 따라서 투자자의 투자성향에 따른 맞춤화된 정보제공이 필요하다.

본 연구는 개인투자자 투자성향 측정도구 개발을 위한 중요한 기초자료로 사용될 수 있다. 투자성향은 개인투자자들의 수준을 가늠할 수 있는 중요한 자료이다. 기존의 투자성향은 위험감수능력만을 고려하여 측정되었기 때문에 한계점이 있다.

본 연구에서 사용한 투자성향 척도는 투자자들의 위험에 대한 태도뿐만 아니라 정보 분석능력까지 포괄적인 영역으로 확대하여 측정하였다. 그러므로 본 연구에서 사용한 투자성향 척도는 투자성향 진단에 활용될 수 있을 것이다. 실무적 관점에서 금융투자회사의 고객 투자성향 파악에 도움이 될 것이며, 이를 바탕으로 투자만족도 제공을 통해서 기업이미지에 긍정적인 효과를 기대할 수 있을 것이다.

REFERENCE

김지현(2002), *사이버 증권투자자의 투자유형과 투자행동에 관한 연구*, 석사학위논문, 경성대학교 대학원

김영숙·김지현(2003), 사이버 주식투자자의 투자행태 유형에 관한 연구, *소비자학연구*, 14(4), 105-125

김혜민(2009), *주식투자정보의 지속적 이용에 영향을 주는 요인*, 석

사학위논문, KAIST 대학원
길재욱·박영석·이재현·박성호(2008), 개인투자자의 투자행태와 위험에 대한 인식에 관한 연구, *Financial Planning Review*, 1(1), 19-46.
안태일·김종민(2002), 주식투자자들의 재무정보 중요성 인식에 관한 연구, *세무회계연구*, 10, 209-233.
윤재희·송동근(2011), 주식투자자의 행동이 투자자의 만족에 미치는 영향에 관한 연구, *한몽경상연구*, 22(2), 161-186.
이계웅·하규수(2014), 금융투자상품 투자행동에 영향을 미치는 요인에 관한 연구, *벤처창업연구*, 9(5), 53-68.
주소현(2009), 가계의 적립식펀드와 거치식펀드 투자행동, *보험금융연구*, 20(3), 247-281.
주우진·임미자(2009), 주식투자자의 정서적 예측과 투자성과 간의 관계, *마케팅연구*, 24(2), 131-149.
최창열·이주영·함형범(2010), 한 중 온라인 주식투자자의 투자특성에 대한 분석, *e-비즈니스연구*. 11(1), 245-265.
한미영·김재휘(2007), 개인투자자의 자기고양적 지각과 투자확신이 위험투자행동에 미치는 영향, *한국심리학회지*, 13(3), 89-109.

Ahn, T. I., & Kim, J. M.(2002), A Study on Importance of Stock Investors' Financial Information, *Tax Accounting Research*, 10, 209-233.
Asquith, P., Mikhail, M. B., & Au, A. S.(2005), Information content of equity analyst reports. *Journal of financial economics,* 75(2), 245-282.
Barber, B. M., & Odean, T.(1999), The Courage of Misguided Convictions, *Financial Analysts Journal*, November/ December, 41-55.
Baker, H. K., & Nofsinger, J. R.(2002), Psychological biases of investors. *Financial services review,* 11(2), 97-116.
Barber, B., Lehavy, R., McNichols, M., & Trueman, B.(2001), Can investors profit from the prophets? Security analyst recommendations and stock returns. *The Journal of Finance,* 56(2), 531-563.
Baron, R. M., & Kenny, D. A.(1986), The moderator–mediator variable distinction in social psychological research: Conceptual, strategic, and statistical considerations. *Journal of personality and social psychology,* 51(6), 1173-1182.
Biddle, G. C., G. Hilary, & R. S. Verdi(2009), How does financial reporting quality relate to investment efficiency?, *Journal of Accounting and Economics*, 48, 112-131.
Choi, C. Y., Lee, J. Y., & Ham, H. B.(2010), A Study on the Investment Patterns of the Korea&China Online Security Investor, *The e-business studies,* 11(1), 245-265
Chu, W. J. & Im, M. J.(2009), Exploring the Role of Investor Expertise in Affective Forecasting and Investment Performance, *Korea Marketing Review*, 24(2), 131-149.
Coval, J. D., Hirshleifer, D. A., & Shumway, T.(2005), Can Individual Investors Beat the Market?, Working Paper, University of Michigan.
Dhar, R., & Zhu, N.(2006), Up close and personal: Investor sophistication and the disposition effect. *Management Science,* 52(5), 726-740.
Faff, R., Mulino, D., & Chai, D.(2008), On the Linkage between Financial Risk Tolerance and Risk Aversion, *Journal of Financial Research,* 31(1), 1-23.
Grable, J. E., & Rabbani, A.(2014), Risk tolerance across life domains: Evidence from a sample of older adults, *Journal of Financial Counseling and Planning*, 25(2), 174–183.
Grinblatt, M., & Keloharju, M.(2000), The investment behavior and performance of various investor types: a study of Finland's unique data set. *Journal of financial economics,* 55(1), 43-67.
Han, M. Y., & Kim, J. H.(2008), The effect of anticipated regret and self-efficacy on sunk cost fallacy behavior, *Korean Journal of Psychology: General*, 27(3), 695-709.
Hertwig, R., Barron, G., Weber, E. U., & Erev, I.(2004), Decisions from experience and the effect of rare events in risky choice, *Psychological Science*, 15, 534–539.
Johnson, J., Tellis, G. J., & Ip, E. H.(2013), To whom, when, and how much to discount? A constrained optimization of customized temporal discounts. *Journal of Retailing*, 89(4), 361-373.
Joo, S. H.(2009), Financial planning: Behavioral finance, Seoul; *Korea Financial Planner Association*, 20(3), 247-281.
Khil, J. U., Park, Y. S., Lee, J. H., & Park, S. H.(2008), A Survey on the Investment Behavior and Risk Perception of Individual Investors, *Financial Planning Review*, 1(1), 19-46.
Kim, H. M.(2009), *Determinants of Continued Use of Stock Investment Information*, Master Thesis KAIST.
Kim, Y. S. & Kim, J. H.(2003), A Study on the Investment Behavior Pattern in Cyber Stock Investor, *Journal of Consumer Studies*, 14(4), 105-125.
Kothari, U.(2001), *Power, knowledge and social control in participatory development*, in: B Cooke & U Kothari(eds), Participation: The New Tyranny?, 139–152 (London: Zed Books).
Lee, K. W., & Ha, K. S.(2014), A Study on the Factors that Affect the Investment Behavior in Financial Investment Products: Focused on the Effect of Adjustment in Investment Consulting Service, *Asia-Pacific Journal of Business Venturing and Entrepreneurship*, 9(5), 53-68.
Loibl, Cäzilia and Tahira K. Hira(2009), Investor information search. *Journal of Economic Psychology*. 30(1), 24-41.
Louw, S.(2015), *Understanding risk tolerance in investing,* Fineweek, 54.
Moore, D., & Healy, P. J.(2008), The trouble with overconfidence, *Psychological Review,* 115, 502–517.
Myatt, D. P., & Wallace, C.(2014), Central bank communication design in a Lucas-Phelps economy. *Journal of Monetary Economics,* 63, 64-79.
Pompian, M. M.(2012), *Behavioral Finance and Wealth Management-How to build investment strategies that account for investor biases*, Second Edition, John Wiley & Sons Inc.
Roszkowski, M. & Davey, G.(2010), Risk perception and risk tolerance changes attributable to the 2008 economic crisis: A subtle but critical difference. *Journal of Financial Services Professionals*, 64(4), 42–53.
Srinivasan, N., & Ratchford, B. T.(1991), An empirical test of

a model of external search for auto mobiles, *Journal of Consumer Research,* 18(2), 233-242.

Tourani-Rad, A., & Kirkby, S.(2005), Investigation of investors' overconfidence, *familiarity and socialization. Accounting & Finance*, 45(2), 283–300.

Yoon. J. H., & Song, D. G.(2011), A Study on the Factors Affecting Investor Satisfaction by Behavior of Stock Investor, *Journal of East and Central Asian Studies*, 22(2), 161-186.

Zuckerman, E. W.(1999), The Categorical Imperative: Securities Analysts and the Illegitimacy Discount, *American Journal of Sociology*, 104(5), 1398-1438.

Zhou, R., & Pham, M. T.(2004), Promotion and Prevention across Mental Accounts: When Financial Products Dictate Consumers& Investment Goals. *Journal of Consumer Research,* 31(1), 125-135.

A Study on Individual Investment Propensity and Investment Information in the Stock Market

Kim Shin*
Ha, Kyu Soo**

Abstract

Stock investment becomes one of the most popular investments in these days, and the ultimate goal of investors in the stock market is to maximize profits and minimize losses, in order to achieve this, investors will select based on investment information. namely, the information about the company which we interest is essential to stock investors. Also, investors are affected by their propensity to invest according to their attitude toward risk.

With these situations, this research tried to show the private investors' actual performance of Investment by studying individual investors' propensity and Information explore. The purpose of this study is to analyze the effect of investors' propensity and information search on investment satisfaction.

The questionary method required some sample surveys. The data of the practical analysis was carried out with the on-line researching method. The researching time was from the 1st of Dec. 2016 to the 15th of Dec. 2016. Of the 357 questionnaires submitted, 7 were deemed inappropriate or incomplete; thus, 350 questionnaires were used in the final analysis of the study. For analysis methodology, this research is using SPSS 21.0 along with analytic techniques, such as implementation of basic statistical analysis, reliability, and regression analysis.

The practical analysis results are as follows;

Among the investment propensities, profit propensity, analytical propensity, and investment propensity has a significant effect on investment performance. On the other hand, brokerage firm information, firm accounting information, private information has a statistically significant effect on investment performance. Finally, we confirmed the mediating role of investment sentiment.

Keywords: information search, investment propensity, investment performance

* Ph D. Candidate, The Graduate School of Venture, Hoseo University, kmleesan@gmail.com
** Professor, The Graduate School of Venture, Hoseo University. Ksh@hoseo.edu