

주식 투자 만족도 형성 요인에 관한 연구 : 주식 메시지 프레이밍에 대한 조절효과를 중심으로

김혜영 (남서울대학교 대학원 경영학과 박사과정)¹⁾

국 문 요 약

최근 사회경제적 환경이 급격하게 변화하면서 기업은 고객 투자자들의 실체를 파악하기 위해서는 심리학, 경제학, 재무학을 기반으로 보다 현실적인 소비자행동의 틀을 제시해 줄 수 있어야 한다. 주식투자자들의 투자선택의 과정에서 사람들의 판단 및 평가가 다르게 나타나는 차이를 프레이밍 효과라고 하는데, 이것은 판단이나 선택에 관한 구성(decision frame)을 다르게 정의함으로써 투자자들의 투자에 대한 의사결정에 변화를 유발시킬 수 있다. 선행연구에서는 주식투자 관련 메시지프레이밍이 시장참여자들에게 어떤 영향을 미치는지, 그리고 특히 주식투자 메시지프레이밍에 따른 시장참여자들의 위험관리행동의 차이를 밝힌 연구는 매우 미흡하다. 따라서 본 연구는 투자자들이 선택적 의사결정을 하는데 있어서 주식투자 메시지프레이밍이 시장참여자들의 투자의도에 어떠한 영향을 주는지 그리고 이러한 메시지프레이밍 효과가 주식 투자 만족도 형성 원인에 조절효과가 있는지를 실증적으로 검증하고자 한다. 본 연구의 대상은 2018년 5월 1일 부터 5월 26일 까지 주식투자경험이 있는 494명을 설문조사하여 실증분석 자료로 이용하였다. 자료분석은 SPSS 24.0 통계분석 프로그램을 이용하였다. 본 연구의 결과는 다음과 같다.

첫째, 주식 투자 행동 요인 중, 주식 이해력과 주식에 대한 주변 추천, 주식 위험 정도는 주식 투자 만족도에 정(+)의 영향을 미치는 것으로 나타났으며, 주식 투자 행동 요인 중, 주식 이해력, 주식 브랜드, 주식에 대한 주변 추천, 과거 성과, 주식 위험 정도는 지속적 주식 투자의도에 정(+)의 영향을 미치는 것으로 나타났다. 둘째, 메시지프레이밍은 주식 투자 만족도에 유의한 영향을 미치는 것으로 나타났고, 메시지프레이밍은 주식 투자 행동과 주식 투자 만족도 관계에서 유의한 조절효과가 있는 것으로 분석되었다. 셋째, 메시지프레이밍은 지속적 주식 투자의도에 유의한 영향을 미치는 것으로 나타났고, 메시지프레이밍은 주식 투자 행동 요인과 지속적 주식 투자의도 관계에서 유의한 조절효과가 있는 것으로 분석되었다.

■ 중심어: 주식투자, 주식 투자 만족도, 지속적 주식 투자의도, 메시지프레이밍, 조절효과

I. 서 론

최근에 사회경제적 환경이 급격하게 변화하면서 사람들은 안정적인 은행저축 이외에 더 높은 수익을 얻을 수 있는 투자에 대한 관심이 높아져 가고 있다. 투자는 미래에 이익을 얻기 위해서 현재의 소비를 희생하는 행위이며, 투자를 하는데 있어서 모든 투자자들은 보다 높은 수익을 가져다 줄 것으로 기대되는 자산에 투자하려고 한다.

1)주저자: 남서울대학교 대학원 경영학과 박사과정, k9047@hanmail.net

· 투고일: 2018-9-15 · 수정일: 2018-11-09 · 게재확정일: 2018-12-14

이에 따라 개인이나 가계가 직면하는 위험도 매우 다양하고 복잡해져 개인투자자나 가계의 위험관리에 대한 필요성이 점점 증가해 가는 추세다. 위험이란 손실이 발생할 수 있는 상태 또는 어떤 손해(damage)나 손실(loss)이 발생할 가능성으로 재무위험은 경제적 손실의 발생기회, 또는 경제적 손실의 크기에 대한 불확실성으로 정의되며, 그로 인한 자산과 소득의 감소 및 지출과 빚의 증가는 가계의 안정성을 위협하는 주요 요인이 된다. 즉, 주식투자의 손실(loss)이나 수익(gain)은 대부분 투자자의 주관적인 판단에 의한 것으로 투자자의 주관적인 판단(subjective judgment)이 때로는 이익에 대한 개인적인 욕구(needs)를 자제함으로써 투자의 위험(risk)을 줄일 수 있다.

이러한 투자의 위험은 기업들은 주주가치(shareholder value)의 극대화에 대한 개념이 등장하면서 자사의 주식을 구매하는 투자자들에 대한 관심이 높아지고는 있는 환경 속에서(Payne and Holt 1998; Payne et al., 2001), 개인투자자들의 투자 위험을 대비하는 투자행동에 대한 관리체계는 거의 이루어지지 않고 있다. 기업은 생존하고 성장하기 위해서는 제품이나 서비스를 시장에서 판매하고 수익을 낼 수 있어야 하는데 이러한 투자자의 동기를 파악하고 대처하는 것은 기업의 생존과 성장에 있어서 가장 중요한 기능적 활동 중의 하나다.

기업이 비교해 볼 때 개인투자자는 전문성이 있는 기관에 비해 손실이 크고, 투자 위험이 높으며, 전문성 및 규모적 측면에 의해 불리할 수밖에 없고 이에 비해 투자 만족도는 매우 낮게 평가되고 있다(서여주, 2015 ; 이형모, 2012). 더욱이 개인투자자는 합리적인 투자보다는 수익성이 높은 비합리적 투자결정의 오류를 많이 범하고 있는 것이 발견되었으며, 이러한 투자결정의사과정이나 투자행동에서 잘못된 추측에 의한 판단으로 감정적 영향에 의한 장기적 투자가 낮은 편으로 나타나고 있다(Daniel, Hirshleifer, and Subrahmanyam, 1998 ; Wang, 2001). 그 중에서도 개인투자자는 주식의 이해력이 낮고, 주식에 대한 주변 추천에 의해 주식 위험정도를 간과한채 너무 빈번하게 되고 결국 지속적인 주식 투자가 어려워지는 환경에 노출되게 된다.

따라서 기업의 고객인 투자자들의 실체를 파악하기 위해서는 무엇보다도 기존의 심리학 및 경제학과 재무학을 기반으로 보다 현실적인 소비자행동의 틀을 제시해 줄 수 있어야 한다. 최근 인간의 심리를 근거로 투자자들의 투자행동을 연구하는 행동재무론 및 인간의 뇌를 중심으로 투자행동을 연구하는 신경경제학 등을 통해 불확실한 미래에 대한 인간의 판단(judgement under uncertainty)과 관련된 현상들을 보다 폭넓게 이해하기 위한 노력이 활발히 진행 중이다.

주식투자자들의 투자선택은 선택대안이 제시되는 방법 또는 선택대안이 설정되는 방법에 따라 정보처리방식과 최종의사결정에 영향을 미칠 수 있다. 즉 동일한 대안일지라도 표현방식에 따라 사람들의 판단(judgment) 및 평가(evaluation)가 다르게 나타나는 차이를 프레이밍 효과(framing effect)라 하는데, 이는 판단이나 선택에 관한 구성(decision frame)을 달리 정의함으로써 투자자들의 투자 의사결정에 변화를 유발시킬 수 있다. 주식투자 관련 메시지프레이밍이 시장참여자들에게 어떠한 영향을 미치는지, 그리고 특히 주식투자 메시지프레이밍에 따른 시장참여자들의 위험관리행동의 차이를 밝힌 연구는 전혀 알려진 바가 없다.

이러한 연구는 금융환경에 새로운 변화로 인해 개인투자자 및 주식 투자자에 대한 관심이 증가하는 것으로 해석할 수 있지만, 이에 관한 연구가 부족하다는 점에서 시도한 것이다. 따라서 본 연구는 투자자들이 선택적 의사결정을 하는데 있어서 주식투자 메시지프레이밍이 시장참여자들의 투자의도에 어떠한 영향을 주는지 그리고 이러한 메시지프레이밍 효과가 주식 투자 만족도 형성 원인에 조절효과가 있는지를 실증적으로 검증하고자하게 거래하여, 이러한 개인투자자의 과도거래는 금전적 손실로 이어진다는 것이 많은 연구를 통해 밝혀졌다(Barber and Odean, 2000 ; Barber and Odean, 2001 ; Gervais and Odean, 2001).

또한 개인투자자의 주식 행동과 관련하여 주식에 대한 인식과 행동의 관계에서 지식적 오류를 통해 불일치를 일으키는 원인을 자신의 노력을 방해하는 주변 환경에 휩쓸려 자신을 통제하지 못하는 행동적 측면에서 찾는다. 이러한 행동적 오류는 결정적 투자 행동에 있어 부적절한 조합을 일으켜 결국, 개인 투자자는 주식에 대한 지식적 오류를 범하게 되며, 위험 정도를 망각한 채 높은 수익률을 따라 과도한 주식을 보유하는 투자자가 될 가능성이 높을 수 있다. 이러한 과도한 투자자는 자신의 포트폴리오에 부적절한 조합에 의해 만족도가 낮아진다.

II. 이론적 배경 및 문헌연구

2.1 주식투자 행동에 관한 연구

인터넷을 기반으로 한 기술발달에 의해 개인의 인터넷 사용이 보급화 되면서 온라인을 통한 주식 거래율이 높아지고 있다. 온라인 거래 서비스로 인한 환경적 변화는 거래 수수료가 낮아짐에 따라 주식시장에 진입비용이 감소하게 되고, 이에 개인 투자자들의 증가를 불러오게 되었다. 주식거래의 환경적 변화로 인해 투자자의 행동적 변화가 나타나게 되었으며, 어떤 투자자들이 어떻게 행동하는지를 분석하고, 특히 투자자의 행동 형성 요인에 대해 설명하는 연구가 필요하다.

투자(investment)란 시간에 대한 보상 뿐 아니라 개인이 감수한 위험에 대해 적절한 기대 보상으로 요구되는 행위로 정의할 수 있으며, 확실한 현재의 재화 소비를 통한 희생을 바탕으로 미래의 불투명한 이득을 바라는 행위라고 볼 수 있다. 투자의 행동적 결정 문제는 다수의 재화가 있을 때 어느 재화에 각각 얼마씩 소비할 것인가를 선택하는 문제로 볼 수 있다(이필상, 2007). 이때 투자자들은 미래의 소비 보다는 현재의 소비를 선호하게 된다. 이러한 현재 소비를 위해 어떻게 소비할 것인가는 자신의 정보를 바탕으로 이루어지게 된다. 주변 환경에서 외부 정보에 의한 관여가 나타나게 되면, 수익에 대한 불확실성이 생기게 되는데, 이때 어느 정도로 위험에 대한 부담을 갖느냐의 위험선호(risk preference)의 문제를 통해 미래에 얻어지는 투자수익을 결정지을 수 있다.

Beaver(1968)는 주식투자자의 의사결정요인으로는 기업의 양적 요인(재무요인)과 기업의 질적(기업이미지), 기업외적(경제)요인, 투자자의 주관적 가치가 있다는 것을 주장하였으며, Potter(1971)는 투자자들의 구매, 판매 유인에 대한 질문에 대응하는 태도를 평가하는 연구에서 수익배당(dividends)에 대한 욕구, 위험성, 성장률, 트레이딩을 통한 빠른 이익창출, 전문가에 의한 투자와 관리, 장기적 성장률과 같은 요인을 영향적 요인으로 분류하였다. Ekholm and Forslid(2007)의 연구에서는 수익정보의 방향성에 의해 주식 성향의 차이가 나타난다고 보고하고 있으며, 특히 새로운 수익정보에 대해 위험도가 큰 상품에 대해 주식을 서로 다르게 매도하는 경향이 나타났다고 주장하였다. 이러한 이질적 투자행동에 의해 투자자들의 위험성과 자신감을 감안한 과신감(overconfidence)의 차이적 행동 특성이 원인이라고 설명하고 있다.

이러한 투자자의 행동 특성을 결정짓는 주변 환경에 대한 요인으로는 개인적 특성에서 나타나게 되는 지식, 경험적 성과, 위험 인지 등으로 볼 수 있으며, 외부적 환경에 대한 요인으로는 브랜드 인지도, 주변인 추천으로 볼 수 있다.

2.2 메시지프레이밍에 관한 연구

메시지프레이밍에 관한 연구는 Kahneman and Tversky(1984)의 프로스펙트 이론(prospect theory)에 의해 제기되었으며, 메시지프레이밍 효과(framing effect)는 Thaler(1985)의 연구를 시작으로 가격관련 분야 가격, 제품평가, 소비자의 선택, 광고메시지 효과 등 여러 분야에서 연구 되었다(권익현 2005; 전성률 2005; 하영원, 한혜진 2002; Maheswaran and Meyers-Levy 1990 ; West and Broniarczyk 1998).

Maheswaran and Meyers-Levy(1990)는 메시지프레이밍의 효과와 관련된 연구에서 소비자 관여도 변수를 사용하여 관여도에 의한 메시지프레이밍 효과를 입증하였다. 즉, 고관여 상황과 저관여 상황에서 메시지프레이밍의 긍정적, 부정적 효과에 의해 소비자의 태도가 변화된다고 주장하였다. 권 익현의 연구에서는 성공적인 광고효과를 위해 메시지프레이밍의 효과는 위험을 수반하는 제품에서 일어날 가능성이 높다고 언급하였으며, 개인이 가지고 있는 준거점(reference point)에 의해 상대적으로 준거점이 확고하지 못한 초심자 집단이 전문가 집단보다 메시지프레이밍효과가 더 큰 것으로 나타났다고 주장하였다. 하영원, 한혜진(2002)은 가격정보가 소비

자의 구매의도에 미치는 영향에 대한 연구에서 가격을 분리하여 메시지프레이밍에 의해 제시하는 경우 구매의도가 높아진다는 결과를 언급하고 있다.

이러한 측면에서 볼 때 주식투자의 높은 이익률이나 손실은 대부분 투자자의 주관적 환경 요인에 의한 것으로 투자자의 판단이 때론 이익에 대한 욕구(needs)를 자제함으로써 위험(risk)을 줄일 수 있는 동기가 될 수 있다. 투자의 기본 맥락은 최소한의 투자를 통해 큰 수익(gain)을 얻기 보다는 과정 속에서 발생하는 손실의 최소가 올바른 투자 방법이기 때문이다. 따라서 투자자는 위험관리를 통해 예상하지 못한 손실을 최소화할 수 있으며 위험관리 행동은 개인의 손실을 최소화할 목적으로 행해지는 행동적인 맥락의 체계적 활동이라고 정의할 수 있다. 이러한 위험관리는 개인의 주관적 판단이 아닌 외부적 환경의 제어에 의해 조절될 수 있다.

선행연구 결과는 메시지프레이밍이 소비자의 행동반응측정에 영향을 준다고 볼 수 있으며, 이를 바탕으로 불확실한 환경에서 상품에 대한 위험보상의 성향이 높은 주식을 대상으로 소비자 행동 특성 요인에 의한 반응은 연구가 미비한 상태이기 때문에 투자자들의 행동반응의 특성을 이해하기 위해 매우 의미 있는 연구가 될 것이다.

III. 연구방법

3.1 연구대상 및 자료의 분석방법

본 연구의 대상은 주식투자경험이 있는 주식경험자를 대상으로 한정하여 서울·경기지역의 개인투자자들을 대상으로 직접 설문조사를 실시하였다. 본 연구의 설문은 2018년 5월 1일 부터 5월 26일 까지 약 4주간 진행되었으며, 총 510부의 설문지가 배포되었다. 그 중 507부가 회수되었으나 불성실하거나 중심화경향이 있다고 판단한 13부를 제외한 총 494부의 설문지(96.9%)를 실증분석의 자료로 이용하였다.

본 연구의 구체적인 분석방법은 SPSS 24.0 통계분석 프로그램을 이용하여 분석하였다. 본 연구에서는 연구 대상자의 특성에 대한 분석을 위해 빈도분석을 실시하였으며, 측정항목의 타당성 및 신뢰도를 알아보기 위해 요인분석 및 Cronbach's α 를 산출하였다. 또한 종속변수인 주식 투자 만족도와 지속적 주식 투자 의도에 대해 독립변수인 주식 투자 행동적 요인과의 영향 관계를 파악하고자 회귀분석을 실시하였고, 주식 메시지 프레이밍에 대한 조절효과를 위해 위계적 회귀분석을 실시하였다.

3.2 측정도구

본 연구의 실증분석을 위해 사용된 변수는 주식 규모, 주식 이해력, 주식 브랜드, 주식에 대한 주변 추천, 과거 성과, 주식 위험도 정도, 만족도, 지속적 주식 투자 의도, 주식 메시지 프레이밍을 선정하여 측정하였다.

주식 이해력은 주식 상품 전반에 대해 이해하는 정도로 정의하였으며, 주소현(2011), 나혜림(2012), 민경진(2014)의 연구에서 사용된 측정항목을 중심으로 문항으로 구성하였다. 주식 브랜드는 Roselius(1971), Schiffman and Kanuk(2007)등의 연구에서 사용된 항목을 참고하여 주식 브랜드의 인지도 중요성을 측정하였다. 주식에 대한 주변 추천과 과거 성과, 주식 위험도 정도를 물어본 주식 선택속성은 Joo(2011)의 투자에 관한 이해력에서 투자 브랜드 행태에 관한 문항과 Yoo and Hwang(2010)의 국내 투자자의 선정능력에 관한 연구, Kim and Kim(2014)의 상품을 선택할 때 고려하는 중요속성을 선정하기 위해 상품 선택속성을 참고로 하여 본 연구에 맞게 구성하였다. 메시지프레이밍은 위험을 수반하는 불확실성이 내포된 의사결정 상황에서 나타나는 표현 방식의 차이에 의해 수반되는 심리적 행동의도로 정의하고 이재은(2007)의 연구에서 사용된 긍정적 메시지프레이밍을 사용하여 측정하였다. 주식 만족도와 지속적 주식 투자 의도는 현재 상품에 대한 만족과 지속적 투자 행동의도로 정의하고, Oliver(1996)의 측정도구를 참고로 본 연구목적에 맞게 수정하여 '현재 주식상품의 만족도와 주식상품의 지속적 가입할 의도와 주식을 다음에도 거래할 것이다, 다른 사람에게

추천할 의향이 있다' 등의 내용으로 구성하여 각 3가지 항목인 총 6개의 항목으로 측정하였다.

3.3 조사대상자의 일반적 특성

본 연구에서 표본 494명에 대한 인구통계학적 특성 및 일반적 특성에 대한 분석결과는 다음과 같다. 성별에 서는 남성이 61.3%(303명), 여성이 38.7%(191명)로 나타났으며, 연령에 대해서는 20대가 27.7%(137명), 30대 27.3%(135명), 40대 38.9%(192명), 50대 이상 6.1%(30명)로 나타났다. 최종학력에 대해서는 고졸이 21.3%(105명), 2년제 대학 졸업 25.3%(125명), 4년제 대학 졸업 53.4%(264명)으로 나타났으며, 직업에 대해서는 주부가 4.9%(24명), 전문직 및 임원 22.1%(109명), 관리 및 사무직 37.2%(184명), 서비스직 22.3%(110명), 학생(대학생) 12.1%(60명), 기타 1.4%(7명)로 나타났다. 응답자의 소득에 대해서는 200만원 미만이 31.6%(156명), 201만원-500만원 미만 20.9%(103명), 501만원-800만원 미만 22.3%(110명), 801만원 이상 25.3%(125명)으로 나타났다. 금융자산의 경우 2,000만원 미만 보유자가 34.4%(170명), 2,001만원-5,000만원 미만 45.7%(226명), 5,001만원 이상 19.8%(98명)로 나타났다. 주식 수익률에 대한 응답으로는 마이너스라고 응답한 사람이 4.0%(20명), 0% 응답자 4.5%(22명), 5% 미만 48.4%(239명), 6%-10% 35.2%(174명), 11% 이상 7.9%(39명)으로 나타났다.

3.4 측정도구의 타당성 및 신뢰성

본 연구의 설문은 주식 투자 만족도 및 지속적 투자 의도 형성 요인에 관한 연구로 각 변수들의 타당성 및 신뢰성 분석은 다음과 같다.

구성항목에 대한 타당성을 검증하기 위하여 측정문항을 대상으로 탐색적 요인분석을 실시하였다. 탐색적 요인 분석을 위해 요인을 단순화시키기 방법으로 가장 많이 사용하는 직각회전방법(Varimax)을 실시하였다. 또한 요인 적재 값은 타당성 확보를 위해 0.50 이상을 기준으로 하였으며, 분석 결과 모든 항목이 0.50 이상으로 나타나 타당성을 확보하였다. Cronbach's α 는 요인들이 기준치인 0.6 이상으로 나타나 신뢰성이 있는 것으로 확인 되었으며, 이와 관련하여 분석결과는 <표 1>, <표 2>와 같이 정리하였다.

<표 1> 주식투자 행동에 대한 요인분석 및 신뢰도 분석

	성분				
	과거성과	주식이해력	주변추천	주식위험도	주식브랜드
주식브랜드1	.126	.136	.291	.099	.716
주식브랜드2	.225	.084	.147	.125	.727
주식브랜드3	.124	.130	.063	.284	.722
과거성과1	.811	.122	.160	.292	.164
과거성과2	.678	.185	.296	.258	.231
과거성과3	.881	.141	.171	.234	.197
주식이해력1	.207	.765	.177	.091	.031
주식이해력2	.086	.828	.137	.133	.178
주식이해력3	.068	.789	.266	.171	.150
주변추천1	.198	.227	.740	.186	.161
주변추천2	.141	.200	.819	.139	.098
주변추천3	.190	.189	.747	.092	.280
주식위험도1	.167	.090	.193	.816	.181

주식위협도2	.309	.124	.104	.769	.150
주식위협도3	.255	.245	.126	.681	.214
고유치	2.314	2.216	2.214	2.150	1.953
분산 %	15.424	14.775	14.761	14.334	13.020
누적 분산 %	15.424	30.199	44.960	59.294	72.315
Cronbach's a	0.749	0.777	0.727	0.89	0.798

요인추출방법 : 주성분 분석, 회전방법 : Kaiser 정규화가 있는 배리맥스, KMO=0.886
 Approx- $\chi^2=3558.142$, df=105, p=.000, 총 누적분산 설명력=72.315%

<표 2> 메시지프레이밍, 주식만족도, 지속적 투자의도에 대한 요인분석 및 신뢰도 분석

	성분		
	지속적 투자의도	주식만족도	메시지프레이밍
메시지프레이밍1	.261	.254	.681
메시지프레이밍2	.182	.242	.725
메시지프레이밍3	.221	.146	.763
주식만족도1	.228	.691	.262
주식만족도2	.224	.789	.135
주식만족도3	.236	.749	.256
주식만족도4	.293	.713	.189
지속적투자이도1	.772	.200	.304
지속적투자이도2	.657	.313	.231
지속적투자이도3	.883	.227	.217
지속적투자이도4	.711	.326	.167
고유치	2.708	2.610	1.980
분산 %	24.619	23.724	18.000
누적 분산 %	24.619	48.343	66.343
Cronbach's a	0.694	0.82	0.855

요인추출방법 : 주성분 분석, 회전방법 : Kaiser 정규화가 있는 배리맥스, KMO=0.891
 Approx- $\chi^2=2504.069$, df=55, p=.000, 총 누적분산 설명력=66.343%

3.5 상관분석

본 연구에서는 요인분석 결과를 토대로 각 측정항목의 기술통계분석을 실시하였으며, 각 구성개념간의 상관관계를 확인하기 위해 상관분석을 실시하였다. 본 연구에서는 가장 많이 사용되는 피어슨 상관계수를 사용하여 상관분석을 실시하였다. 변수들 간의 상관관계를 분석한 결과는 <표 3>과 같이 나타났다. 상관관계는 변수들 간의 상관계수가 0.8 이상이면 다중공선성의 문제를 일으킬 수 있으나, 본 연구에서는 변수간의 상관계수가 0.435~0.636으로 나타나 다중공선성이 없는 것으로 확인하였으며, 판별타당성이 확보된 것으로 판단할 수 있다.

<표 3> 변인 간의 상관분석

	주식 브랜드	과거 성과	주식 이해력	주식에 대한 주변추천	주식 위험정도	메시지 프레이밍	주식투자 만족도	지속적 주식 투자 의도
주식브랜드	1							
과거성과	.573**	1						
주식이해력	.483**	.527**	1					
주식에 대한 주변추천	.475**	.519**	.533**	1				
주식위험정도	.585**	.588**	.542**	.581**	1			
메시지프레이밍	.507**	.435**	.450**	.561**	.509**	1		
주식투자만족도	.494**	.445**	.456**	.555**	.554**	.568**	1	
지속적 주식 투자 의도	.528**	.551**	.536**	.598**	.626**	.592**	.636**	1
평균	3.51	3.40	3.62	3.62	3.54	3.60	3.56	3.67
표준편차	0.614	0.633	0.582	0.703	0.626	0.573	0.611	0.618

**p<.01

IV. 연구결과

본 연구는 주식 투자 행동 요인인 주식 이해력, 주식 브랜드, 주식에 대한 주변 추천, 과거 성과, 주식 위험 정도가 주식 투자 만족도와 지속적 주식 투자 의도에 어떠한 영향을 미치는지 살펴보기 위해 다중회귀분석을 실시하였으며, 주식 투자 행동과 주식 투자 만족도의 관계에서 주식 메시지 프레이밍의 조절효과가 있는지 알아보기 위해 위계적 회귀분석을 통하여 살펴보았다.

4.1 주식 투자 행동 요인이 주식 투자 만족도에 미치는 영향

먼저 주식 투자 행동과 주식 투자 만족도의 관계에서 주식 메시지 프레이밍에 의해 조절되는지를 알아보기 위하여 위계적 회귀분석을 실시하였다.

메시지프레이밍의 조절효과를 검증하기 위해 주식 투자 행동과 메시지프레이밍의 상호작용 변수(주식브랜드X 메시지프레이밍, 과거성과X메시지프레이밍, 주식 이해력X메시지프레이밍, 주식에 대한 주변 추천X메시지프레이밍, 주식 위험 정도X메시지프레이밍)를 추가적으로 투입한 모델Ⅲ의 설명력은 47.4% 로 2.1%가 증가하였으며, 메시지프레이밍의 조절변수는 유의하고 추가적으로 투입된 주식 이해력, 주식에 대한 주변 추천, 주식 위험 정도의 상호작용 변수만이 통계적으로 유의 하였다(p<.05).

이는 메시지프레이밍이 주식 이해력, 주식에 대한 주변 추천, 주식 위험 정도와 주식 투자 만족도의 관계에서 주식 이해력X메시지프레이밍($\beta=.087, p<.05$), 주식에 대한 주변 추천X메시지프레이밍($\beta=.117, p<.01$), 주식 위험 정도X메시지프레이밍($\beta=.181, p<.01$)은 주식 투자 만족도에 정(+의 영향을 미치는 조절효과가 있는 것으로 볼 수 있는 것으로 해석할 수 있다.

<표 4> 주식 투자 행동과 주식 투자 만족도의 관계에서 메시지프레이밍의 조절효과

변수		주식 투자 만족도						VIF
		모델 I		모델 II		모델 III		
		표준화β	t	표준화β	t	표준화β	t	
주식 투자 행동	주식브랜드	0.173	3.749***	0.113	2.483**	0.113	2.467**	1.898
	과거성과	0.017	0.350	0.013	0.284	0.006	0.125	1.918
	주식이해력	0.087	1.934*	0.063	2.444**	0.059	1.346**	1.763
	주변추천	0.284	6.214***	0.199	4.308***	0.179	4.170***	1.962
	위험정도	0.230	4.627***	0.195	4.032***	0.203	4.181***	2.128
메시지프레이밍				0.265	6.123***	0.254	5.833***	1.719
주식브랜드X메시지프레이밍						0.063	1.224	2.372
과거성과X메시지프레이밍						0.015	0.287	2.409
주식이해력X메시지프레이밍						0.087	2.110**	2.009
주변추천X메시지프레이밍						0.117	3.843***	2.160
위험정도X메시지프레이밍						0.181	4.179***	2.793
F		70.144		69.073		38.322		-
△F				1.071		30.751		
R ²		.418		.460		.487		
Adjusted R ²		.412		.453		.474		
Adjusted △R ²				.041		.021		

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

4.2 주식 투자 행동 요인이 지속적 주식 투자의도에 미치는 영향

다음으로 주식 투자 행동과 지속적 주식 투자의도의 관계에서 주식 메시지 프레이밍에 의해 조절되는지를 알아보기 위하여 위계적 회귀분석을 실시하였다.

메시지프레이밍의 조절효과를 검증하기 위해 주식 투자 행동과 메시지프레이밍의 상호작용 변수(주식브랜드X메시지프레이밍, 과거성과X메시지프레이밍, 주식 이해력X메시지프레이밍, 주식에 대한 주변 추천X메시지프레이밍, 주식 위험 정도X메시지프레이밍)를 추가적으로 투입한 모델III의 설명력은 57.6% 로 2.8%가 증가하였으며, 메시지프레이밍의 조절변수는 유의하고 추가적으로 투입된 과거 성과, 주식 이해력, 주식에 대한 주변 추천, 주식 위험 정도의 상호작용 변수만이 통계적으로 유의 하였다(p<.01).

이는 메시지프레이밍이 과거 성과, 주식 이해력, 주식에 대한 주변 추천, 주식 위험 정도와 지속적 주식 투자의도의 관계에서 과거 성과X메시지프레이밍(β=.114, p<.01), 이해력X메시지프레이밍(β=.117, p<.01), 주식에 대한 주변 추천X메시지프레이밍(β=.144, p<.01), 주식 위험 정도X메시지프레이밍(β=.231, p<.01)은 지속적 주식 투자의도에 정(+의 영향을 미치는 조절효과가 있는 것으로 볼 수 있는 것으로 해석할 수 있다.

<표 5> 주식 투자 행동과 지속적 주식 투자의도의 관계에서 메시지프레이밍의 조절효과

변수		지속적 주식 투자 의도						VIF
		모델 I		모델 II		모델 III		
		표준화β	t	표준화β	t	표준화β	t	
주식 투자 행동	주식브랜드	.116	2.772***	.062	1.503	.064	1.541	1.898
	과거성과	.124	2.967***	.127	2.940***	.129	3.063***	1.918
	주식이해력	.115	2.908***	.137	3.350***	.120	2.966***	1.763
	주변추천	.174	4.130***	.251	6.023***	.170	4.000***	1.962
	위험정도	.231	5.250***	.263	5.808***	.229	5.180***	2.128
메시지프레이밍				.239	6.074***	.241	6.045***	1.719
주식브랜드X메시지프레이밍						.037	0.781	2.372
과거성과X메시지프레이밍						.114	3.180***	2.409
주식이해력X메시지프레이밍						.117	3.372***	2.009
주변추천X메시지프레이밍						.144	3.408***	2.160
위험정도X메시지프레이밍						.231	5.250***	2.793
F		105.381		100.424		54.829		-
△F				4.957		45.595		
R ²		.519		.553		.586		
Adjusted R ²		.514		.548		.576		
Adjusted △R ²				.034		.028		

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

V. 결론

첫째, 주식 투자 행동 요인인 주식 이해력, 주식 브랜드, 주식에 대한 주변 추천, 과거 성과, 주식 위험 정도 중 주식 투자 만족도에 미치는 요인은 주식 이해력과 주식에 대한 주변 추천, 주식 위험 정도가 정(+)의 영향을 미치는 것으로 나타났으며, 지속적 주식 투자 의도에 미치는 요인은 주식 이해력, 주식 브랜드, 주식에 대한 주변 추천, 과거 성과, 주식 위험 정도가 정(+)의 영향을 미치는 것으로 나타났다. 이러한 결과는 개인투자자의 행동 요인이 투자 만족도와 재투자 의도에 대해 연구한 서여주(2015)의 연구결과와 일치한다고 볼 수 있다. 서여주(2015)는 행동 재무학의 특성 요인을 도입하여 투자자의 행동 특성에 대해 분류하였으며, 투자규모, 투자 경력, 자기통제, 자기 자신과 같은 투자 성향 요인에 의해 투자자의 만족도와 재투자 의도에 직접적으로 긍정적인 결과를 미치고 있다고 설명하고 있다.

둘째, 메시지프레이밍은 주식 투자 만족도에 유의한 영향을 미치는 것으로 나타났으며, 주식 투자 행동 요인과 주식 투자 만족도의 관계에서 메시지프레이밍에 의해 조절 될 것인지에 대한 결과는 다음과 같다. 주식 이해력, 주식에 대한 주변 추천, 주식 위험 정도는 정(+)의 조절효과가 있는 것으로 분석되었으며, 주식 이해력, 주식에 대한 주변 추천, 주식 위험 정도가 높은 개인투자자는 주식 투자 시 메시지프레이밍에 잘 반응하기 때문에 만족감이 높을 뿐 아니라 주식 이해력, 주식에 대한 주변 추천, 주식 위험 정도에 의해 높은 만족감을

전달한다는 Tversky and Kahneman(1981), 정용주와 주소현(2013)의 연구 결과와 그 맥을 같이 한다고 볼 수 있다. Tversky and Kahneman(1981)는 실제 메시지프레이밍에 의해 투자의도가 긍정적으로 변화된 것에 효과적이었다고 언급하였으며, 금융상품 광고에 대한 메시지프레이밍의 효과를 연구한 정용주와 주소현(2013)의 연구에서도 메시지프레이밍의 긍정적 속성에 의한 높은 상품 가입율이 나타났다고 밝히고 있으며, 투자성형에 대해서도 조절 되었다고 밝히고 있다.

셋째, 메시지프레이밍은 지속적 주식 투자에 유의한 영향을 미치는 것으로 나타났으며, 주식 투자 행동 요인과 지속적 주식 투자에의 관계에서 메시지프레이밍에 의해 조절 될 것인지에 대한 결과는 다음과 같다. 과거 성과, 주식 이해력, 주식에 대한 주변 추천, 주식 위험 정도는 정(+)의 조절효과가 있는 것으로 분석되었으며, 과거 성과, 주식 이해력, 주식에 대한 주변 추천, 주식 위험 정도가 높은 개인투자자는 주식투자 시 메시지프레이밍에 잘 반응하기 때문에 지속적 투자에 높은 뿐 아니라 과거 성과, 주식 이해력, 주식에 대한 주변 추천, 주식 위험 정도에 의해 높은 재투자율이 나타난다는 Cordell(2001)의 연구 결과와 그 맥을 같이 한다고 볼 수 있다. Cordell(1992)의 연구에서는 메시지프레이밍이라는 의사결정 수단을 사용하여 투자자의 위험관리행동의 차이가 있다고 가정하였으며, 실험연구를 통해 실제로 메시지프레이밍에 따른 위험행동 관리의 차이가 나타났으며, 이러한 행동적 결과로 인해 재투자율에 변화가 있다고 언급하고 있다.

이와 같은 연구결과를 토대로 본 연구의 의의는 다음과 같다.

첫째, 개인투자자의 투자 행동 특성 요인을 분류하여 주식 투자자의 만족도와 지속적 주식 투자 의도에 관한 연구방향을 제시하는데 의의가 있다고 할 수 있다. 둘째, 개인투자자의 자산을 늘리고 만족도를 높이기 위한 합리적인 주식상품 투자의 만족도 요인을 결정하는데 필요한 기초 자료로 활용할 수 있으며, 기업의 투자자에 대한 관리 및 서비스의 질을 개선할 수 있는 방향을 결정할 때 필요한 실증자료로 활용하는데 시사점을 가질 수 있다. 마지막으로 본 연구를 통해 개인투자자의 만족도 형성 요인을 학문적으로 검증함으로써 개인투자자의 투자문화 개선에 도움이 되고 효율적인 안정적인 투자에 의해 기업과의 지속적인 관계 지향적 문화를 정착시키는데 기여할 것으로 기대된다.

본 연구는 다음과 같은 한계점을 갖는다.

첫째, 본 연구는 설문대상이 개인투자자에 제한되어 있다는 한계로 인해 통계적 오류의 가능성을 완전히 배제하기 어렵다. 또한 응답자의 자기보고식 설문으로 동일방법편의(common method bias)의 문제가 발생할 수 있다. 향후 추가적인 연구에서는 개인투자자 뿐 아니라, 기관투자자를 비롯하여, 연구방법의 다양화를 통해 조사의 객관성을 높일 필요가 있다. 둘째, 본 연구는 단일 시점에 수집되어 분석된 횡단면 분석(cross-section study)의 한계점을 갖고 있다. 추가적인 연구에서는 인과관계의 방향에 대한 엄밀한 검증을 위해 연구 기간의 장기성을 고려하여 종단적(longitudinal) 자료의 수집을 고려해야 할 필요가 있다.

REFERENCE

- 권익현(2005), "지각된 위험이 메시지 프레이밍 효과에 미치는 영향에 관한 연구," *마케팅연구*, 20(3), 29-45.
- 서여주(2015), "베이비붐세대 개인투자자의 행동요인이 투자자만족도 및 재투자에 미치는 영향에 관한 연구," *대한경영학회 학술발표대회 발표논문집*, 239-251.
- 이필상(2007), *재무관리(제4판)*, 박영사.
- 이형모(2012), "개인투자자의 온라인 주식투자행태에 관한 연구," *대한경영학회지 춘계학술대회 발표논문집*, 81-98.
- 전성률(1999), "옵션프레이밍 방식이 소비자의 제품옵션선택결정에 미치는 영향에 관한 연구," *마케팅연구*, 14(2), 69-94.
- 정용주, 주소현(2013), "금융상품 광고의 속성프레이밍이 대학생의 주식형펀드 및 저축상품 가입의사에 미치는 영향," *소비문화연구*, 16, 169-187.

- 하영원, 한혜진(2002), “가격 정보의 시간적 분리 프레임이 소비자의 구매 의도에 미치는 영향,” *소비자학연구*, 13(2), 145-163.
- Barber, B. M., and T. Odean(2000), “Trading is hazardous to your health : The common stock investment performance of individual investors,” *The Journal of Finance*, 55 (2), 773-806.
- Barber, B. M. and T. Odean(2001), “Boys will be boys: Gender, overconfidence, and common stock investment,” *The Quarterly Journal of Economics*, 116 (1), 261-292.
- Beaver, W. H.(1968), “The information content of annual earnings announcements,” *Journal of Accounting Research*, 67-92.
- Cordell, V. V.(1992). “Effects of consumer preferences for foreign sourced products,” *Journal of International Business Studies*, 23(2), 251-269.
- Daniel, K., D. Hirshleifer, and A. Subrahmanyam(1998), “Investor psychology and security market under-and overreactions,” *The Journal of Finance*, 53 (6), 1839-1885.
- Ekholm, K., R. Forslid, and J. R. Markusen, (2007), “Export platform foreign direct investment,” *Journal of the European Economic Association*, 5(4), 776-795.
- Gervais, S., and T. Odean(2001). “Learning to be overconfident,” *The Review of Financial Studies*, 14 (1), 1-27.
- Kahneman, D. and A. Tversky(1984), “Choices, values, and frames,” *American Psychologist*, 39(4), 341-350.
- Maheswaran, D. and J. Meyers-Levy(1990), “The influence of message framing and issue involvement,” *Journal of Marketing Research*, 361-367.
- Payne, A. and S. Holt(1998), “Diagnosing customer value: A review of value and a framework for relationship value management,” In *6th International Relationship Marketing Colloquium*, University of Auckland, New Zealand
- Payne, A., S. Holt, and P. Frow(2001). “Relationship value management : Exploring the integration of employee, customer and shareholder value and enterprise performance models,” *Journal of Marketing Management*, 17 (7-8), 785-817.
- Potter, R. E.(1971), “An empirical study of motivations of common stock investors,” *Southern Journal of Business*, 6 (1), 41-44.
- Thaler, R.(1985), “Mental accounting and consumer choice,” *Marketing Science*, 4 (3), 199-214.
- Tversky, A. and D. Kahneman(1981), “The framing of decisions and the psychology of choice,” *Science*, 211(4481), 453-458.
- Wang, F. A. (2001), “Overconfidence, investor sentiment, and evolution,” *Journal of Financial Intermediation*, 10(2), 138-170.
- West, P. M. and S. M. Broniarczyk(1998), “Integrating multiple opinions: The role of aspiration level on consumer response to critic consensus,” *Journal of Consumer Research*, 25(1), 38-51.

A Study on the Factors of Satisfaction with Stock Investment : Focusing on the Moderating Effect of the Stock Message Framing

Kim, Hae-young¹⁾

Abstract

With the recent, rapid changes in the socio-economic environment, organizations of today are now required to present a framework of realistic consumer behaviors based on psychology, economy, and finance, in order to understand their investing customers. Stock investors show differences in terms of their decisions or evaluations in the process of investing. This is due to what is called the 'framing effect.' The decision frames of the investors are defined differently, and, as a result, this affects the decisions made by the investors. Preceding studies on stock investment rarely touched the topic of the effect of message framing on market participants in their stock investment, especially regarding the differences in terms of their risk management behaviors based on the message framing in stock investment. Therefore, the purpose of this study is to examine the influence of stock investment message framing on market participants in their investment decision making and empirically validate whether this message framing effect has a moderating effect on the factors of investment satisfaction. For this, 494 participants with stock investment experiences were interviewed from May 1 to 26, 2018, and the results were used as the data for the empirical analysis. The analysis of the data was conducted using SPSS 22.0 statistical analysis software. The results of this study were as follows;

First, of the stock investment behavioral factors, the stock comprehension, recommendation by others for a stock, and the degree of risks of a stock affected stock investment satisfaction in a positive manner. And, of the behavioral factors of stock investment, stock comprehension, stock brand, recommendation on the stocks from others, past performances, and risk levels of stocks affected the intent of continued stock investment in a positive manner. Second, message framing turned out to affect stock investment satisfaction in a positive manner, and it also had a significant moderating effect to the relationship between the stock investment behavior and stock investment satisfaction. Third, message framing was found to affect continued stock investment intent significantly, with a significant moderating effect in the relationship between stock investment behavioral factor and continued stock investment intent.

Keywords: Stock investment, stock investment satisfaction, continued stock investment intent, message framing, moderating effect

1)First Author, Doctoral Student, Business Administration, The Graduate School of Namseoul University, k9047@hanmail.net

저 자 소 개

- 김 혜 영(Kim, Hae-young)
 - 남서울대학교 경영대학원 박사과정
- <관심분야> : 벤처창업, 펀딩 및 투자전략, 배당전략과 주가관리