

대세상승장에서 개인투자자의 대체주 전환의도 결정요인

최운열

서강대학교 경영학과 교수
(wyochoi@bok.or.kr)

지성구

경남대학교 경영학부 전임강사
(saji@kyungnam.ac.kr)

정성훈

서강대학교 경영학과 박사수로
(jamesjung@freechal.com)

이 연구에서는 대세상승장에서 개인투자자들이 대체종목 매입 시 투자의사를 결정하는 요인과 투자종목 선정시 고려요인을 분석하였다. 개인투자자의 대체종목 전환의도 및 고려요인에 대해 실증 분석하였고, 이러한 실증적 결과를 바탕으로 개인투자자의 합리적 투자의사결정에 영향을 미치는 변수의 규명과 주식투자 전환의도에 대한 이론적 접근을 시도하였다. 실증분석의 결과, 대안매력도, 대안위험도, 위험성향, 정보탐색욕구는 대체주 전환의도에 유의한 영향을 미쳤고, 기업성장성, 기업기술분석, 주식장세, 기관투자동향, 재무제표분석, 루머/공시 등이 대체주로 전환하려 할 경우 고려하는 것으로 나타났으며, 대세상승장에서 투자자의 지수주 수익률과 대체주 수익률을 비교한 결과, 예상대로 지수주 수익률이 높게 나타났다.

1. 서론

1997년 이후 국내 주식시장 외국인 지분을 완전 개방이후로 국내 주가변동에 대해 외국인투자자의 영향력이 증대되었다는 사실은 이제 상식화되어 있다. 또한 외국인투자자들의 지분율이 점점 커질수록 기관과 개인투자자들의 투자패턴도 이에 영향을 받아 매우 달라지고 있다. 그리고 외국인투자자의 영향력이 커짐에 따라 주가지수 수익률에도 영향을 미쳐 왔다. 특히 대세상승장에서 기관과 외국인투자자들은 우수한 수익률을 보임에도 불구하고, 상대적으로 개인투자자들은 이들과는 달리 낮은 수익률과 손실을 보는 것으로 학계(강종만, 1994; Falkenstein, 1996) 및 언론(파이낸셜뉴스, 2002.

7.30)에서 보고된 바 있다.

그렇다면 개인투자자들이 대세상승장에서도 왜 실패하는가 혹은 기관이나 외국인보다 낮은 수익률을 나타내는가하는 의문이 제기된다. 즉, 개인이 기관 등에 비해 실제로 어떤 투자태도와 동기를 보이는 지에 대한 연구를 통해 개인투자자의 합리적인 선택행동을 유도하고 장세변화의 흐름을 파악하는 안목을 제시할 필요가 있다.

따라서, 본 연구에서는 기관이나 외국인투자자의 투자와 관련된 연구와 달리 상대적으로 연구가 소홀한 개인투자자들의 투자행동결정요인에 대해 연구하되, 연구의 범위를 좁히고자 하였다. 자칫 연구범위를 광범위하게 확장할 경우, 연구의 초점이 흐려지고, 연구대상자들이 조사문제에 대하여 지각적 오류를 범할 수 있기 때문이다. 또한 대세하락

장의 경우 개인투자자뿐만 아니라 기관과 외국인투자자도 일반적으로 수익보다는 손실을 경험하기 때문에 투자행동의 결과에서 별다른 차별점을 발견하기 어려운 것으로 판단하여, 대세상승장에서의 개인투자자의 투자행동결정요인으로 연구범위를 한정하였다.

우선 본 연구에서는 개인투자자가 초기에 고려하던 최초 지수종목을 최종 투자결정에 의해 매매시점에도 실제 투자하는 가를 밝히고자 하였다. 대세상승장에서 개인투자자들은 수익성 높은 지수종목을 투자대안으로 예측함에도 불구하고, 실제 매입시점 의사결정 시에는 고려종목을 선택하지 않고 다른 저가종목을 선택하는 경향이 높은 것으로 알려져 있다(강종만, 1994; Falkenstein, 1996). 특히, 대세상승 장임에도 불구하고 손실을 경험하고 있는 다수의 개인투자자들이 발생하고 있어, 이들에게 보다 높은 수익률을 달성하기 위한 체계적인 접근이 요구된다.

개인투자자의 이러한 대체 투자의사결정 원인에 대한 연구가 이루어지지 않았고, 국내외적으로 주식투자행동에 관한 기존 연구는 매우 드문 편으로 이는 학제간 연구가 활발하지 못한 탓으로 해석될 수 있다. 이러한 개인투자자의 투자행동에 관한 연구는 국내(백용호·차명준, 1994; 신의만, 2000)에 극히 드문 실정이고, 주로 해외에서는 투자심리나 투자자행동에 초점을 둔 연구(Fisher and Statemam, 1999; Heath, Huddart and Lang, 1999; Odean 1999; Ross, 1999; Shafir, Diamond and Tversky, 1997; Shefrin and Statman, 1993; Shefrin and Statman, 2000; Werner and Bondt 1998)가 있었으며, 심리학적 관점이나 마케팅관점(Barberis and Ming 2001; Barberis, Ming and Santos, 2001;

Kahneman and Riepe, 1998; Lopes, 1987)에서 연구가 이루어졌다. 최근 들어 물리학분야(Eguiluz and Zimmermann, 2000)에서도 투자자의 군중행동에 대한 연구가 있어 주목되기도 하였다.

따라서 대세상승장에서 개인투자자들이 지수주에서 대체주로 전환하려는 의도에 영향을 미치는 선행변수를 규명할 필요성이 제기된다. 또한 투자종목을 선정하는 데 일반적으로 고려되는 제 변수가 전환의도에 미치는 영향력도 검증할 필요가 있다. 본 연구에서는 대세상승 장에서 개인투자자의 대체종목 전환의도에 영향을 미치는 제 변수를 규명하고, 이러한 영향력정도를 투자자 유형별로 분류하여 파악하고자 하였다. 또한 개인투자자들이 실제로 대세상승 장에서 대체주로의 투자전환으로 인해 상대적으로 투자수익률이 감소했는지를 실증적으로 규명하고자 하였다. 이러한 연구를 통해 개인투자자의 투자전환의도에 대한 보다 자세한 개인 특성요인과 일반 고려요인을 파악함으로써 행동 재무(Behavioral Finance)에 대한 이론적 시사점 및 실무적 시사점을 얻을 것으로 기대하였다.

II. 기존 연구의 검토

Olsen(1998)은 행동 재무를 "금융시장을 심리적으로 예측하고 이해하는 것에 관한 재무이론의 새로운 패러다임이다"라고 주장하였으며, 행동 재무는 인간의 투자행위의 이해와 심리적 메카니즘을 재무적으로 판단하는데 중요한 요소가 된다고 하였다. 이 연구에서는 행동 재무라는 학문적 지식을

바탕으로 기존 문헌에서 제시된 여러 변수를 검토하였다.

2.1 주식 전환의도와 관련한 선호역전에 관한 연구

선호가 뒤바뀌는 선호역전(preference reversal) 현상은 Lichtenstein and Slovic(1971)이 처음 체계적으로 소개한 후 많은 연구자들의 관심을 끌어들였다. 이는 기대효용이론(expected utility theory)으로 대표되는 의사결정의 규범적 이론에서 가정하는 선호의 안정성과 일관성에 위배되기 때문이다. 의사결정의 규범적 모형(normative decision models)에서는 사람들의 선호를 안정적이며 잘 정리되어 있는 것으로 가정하며, 선호를 표현하는 절차나 대안들의 표현 방식과 구성 등에 영향을 받지 않는다고 본다. 그러나 실제 사람들의 선택 행동은 이런 요인들의 영향을 받는 것으로 나타나며 많은 연구들이 선호역전을 설명하는 이론을 제시해 왔다.

한편, Tversky et al.(1988)은 평가과업이 선택이나 값 맞추기나에 따라 대안에 대한 선호가 달라진다고 주장하였다. 이들은 피험자들에게 두 개의 대안이 있는 어떤 상황을 제시하고 그 중 하나를 선택하게 하거나, 대안의 속성에 대한 일부 정보를 빼놓은 상태에서 두 대안이 동등하게 되도록 빠진 정보를 맞추어 넣도록 하였다. 실험결과, 대안의 두 속성 중 더 중요하다고 생각되는 속성(현저한 속성)에 가중치가 부여되면서 현저한 속성에서 우월한 대안이 선택과업에서 더 선호되는 것

을 말한다.

Nowlis and Simonson(1997)은 적합성의 원칙을 선택과 평점(rating)이라는 평가과업을 통해 보여준다. 이들은 평가과업을 두 대안 가운데 원하는 것을 선택(choice)하는 경우와 개별 대안에 대해 구매가능성 점수를 주는(purchase likelihood rating) 경우로 나누고, 대안의 속성은 비교가 용이한(comparable) 속성과 질적으로 풍부한(enriched) 속성으로 구분하였다. 비교가 용이한 속성은 선택과업과 적합한 반면, 질적으로 풍부한 속성은 구매가능성을 매기는 평점과업과 더 적합하다. 즉 과업에 따라 더 적합한 속성이 달라짐으로써 선호역전이 일어나게 된다.

소비자 선호역전에 관한 기존 연구들이 대부분 평가과업에 따른 역전현상을 보여주었던 것에 반해, Bazerman et al.(1992)의 연구¹⁾와 Ritov and Kahneman(1997)²⁾의 연구는 평가모드에 따른 선호역전을 연구하였다.

이상의 연구들은 대개 심리학이나 소비자 의사결정론 관점에서 주로 연구가 이루어져왔다. 그러나 행동재무분야에서는 이러한 선호역전현상이 어떤 변수에 의해 일어날 지 경험적 증거가 부족한 실정이다. 따라서 본 연구에서는 개인투자자의 선호역전, 즉 주식전환의도에 미치는 영향변수를 행동재무관점에서 규명하고자 시도하였다.

2.2 투자심리에 관한 연구

Kahneman and Tversky(1979)의 손실회피

1) 두 대안을 동시에 비교하면서 평가하는 공동평가(joint evaluation)와 각각의 대안을 개별적으로 평가하는 분리평가(separate evaluation)에 따른 역전현상을 최초로 보여주었다.
2) 평가모드에 따른 선호역전을 규범 이론(Kahneman and Miller 1986)으로 설명했는데 이들의 이론은 주로 서로 다른 범주에 속한 대안을 평가할 때 평가모드에 따라 나타나는 선호역전을 설명하는 데 유용하다.

(loss aversion)에 관한 연구에서는 기대이론(prospect theory)³⁾에 입각하여 연구한 결과, 손실회피는 이익보다 손실을 볼 때 개인의 실망감이나 고통이 훨씬 큰 것으로 나타났다.

한편, Kahneman and Riepe(1998)의 투자자 심리측면 연구에서는 규범적인 활동에 있어서 재무적 상담은 투자자들이 투자를 결정하는데 매우 중요한 요소라고 주장하였고, 연구 결과에 의하면, 효율적인 상담을 위해서는 투자자의 투자결정과 관련하여 투자자의 감정의 변동과 인지를 정확하게 상담하여야 한다고 제안하였다.

Barberis and Ming(2001)은 기대이론과 자산가격(Asset Prices)연구에서 투자자가 직접적인 영향을 미치는 자산가격은 소비로부터 뿐만 아니라 그들의 재무적 부의 가치의 변동도 영향을 미친다고 주장하였다. 그리고 손실회피의 정도는 그들의 사전 투자 성과가 이익인지 손실인지에 따라 의존된다고 말하고 있다. 또한 Barberis, Ming and Santos(2001)는 심적 회계(mental accounting), 손실회피, 그리고 개인주식수익률(individual stock returns)에 관한 연구에서 두 가지 관점에서 동등한 회사 수준의 주가 수익률을 연구하였다. 첫째 투자자는 이들 주식 포트폴리오의 변동을 손실회피하는 것과, 둘째, 이들 자신 개인 주식의 변동을 손실회피하는 연구이다. 연구 결과, 두 번째 접근

법에서 손실회피하는 경향이 더 많은 것으로 나타났다.

이상과 같이 투자자의 투자심리에 영향을 미치는 변수나 현상에 대한 여러 연구가 있었지만, 본 연구에서는 개인투자자의 대체주 전환의도에 영향을 미치는 개인특성변수에 초점을 두고 연구하였다. 구체적으로 본 연구에서는 개인투자자의 투자의사 결정에 영향을 미치는 선행요인으로 기존 연구들(신의만, 2000; Kahn, Kalwani and Morrison 1986)에서 부분적으로 연구되었던 성취지향성, 정보탐색욕구, 위험수용성향 그리고 다양성추구성향을 통합하여 그 영향력을 분석하였다.

먼저, 성취지향성은 개인마다 정도가 다르므로 특정행위를 예측하는 데 이용되며, 성취욕구와 관련되어 있다. 성취욕구가 높은 사람들은 자신의 결과를 통제할 수 있는 권한이 부여된 상황에서 높은 성과를 올리게 되며 그 반면에, 쉬운 과업을 수행하는 데에서는 성취감을 느끼지 못한다(신의만, 2000). 따라서 성취욕구가 높은 투자자의 경우 자신의 판단하에 보다 어려운 과업인 대체주 전환을 통한 보다 높은 수익률을 추구하려는 경향이 성취욕구가 높은 투자자보다 높을 것이다.

둘째, 정보탐색욕구로, 정보를 탐색하는 사람들의 개인 특성에 따라 달라지며, 특히 목표달성에 대한 신념은 정보탐색에 강한 영향을 미친다고 볼

3) 기대이론은 위험하에서 소비자의 선택행위를 설명하기 위하여 광범위하게 이용되어온 기대효용이론을 비판하고, 소비자의 선택은 잘 짜여진 선호의 순서에 따라 이루어지는 것이 아니라, 선택 문제의 제시 방식이나 선택 문제와 결부된 다른 상황적인 요소들에 의하여 판단이나 선택이 영향을 받아 비일관된 선택경향을 나타낼 수 있음을 제시하고 있다(Tversky, Sattath and Slovic 1988). 기대이론은 기대 효용 이론과 네 가지 측면에서 차이가 있다고 볼 수 있다(Payne, Bettman and Johnson 1992). 첫째, 가치함수는 준거점인 0을 기준으로 손실인 영역에서는 오목(convex)하고 이득의 영역에서는 볼록(concave)하다. 그리고 기울기는 손실의 영역에서 더욱 기울기가 가파르기 때문에 소비자는 일반적으로 손실을 더욱 크게 지각한다는 의미를 내포하고 있다. 둘째, 준거점(reference)의 위치가 지각적 구성(perceptual framing)에 의하여 변한다. 따라서 기대 이론에서는 같은 선택 대안이라도 준거점이 어떻게 정해지느냐에 따라 이득이나 손실로 인식할 수 있다. 셋째, 확률함수는 객관적인 확률과 일치하지 않는다. 또한 낮은 확률을 객관적인 확률에 비하여 과대평가(overweighting)하는 경향이 있다. 넷째, 확률값의 추정에 편집과정이 포함된다. 즉 확률을 부호화(coding), 결합(combination), 소거(cancellation)등의 과정을 거쳐서 단순화시키게 된다.

수 있다(Kiel, and Layton 1981; Meyer, 1982). Srinivasan and Ratchman(1991)에 의하면 소비자는 지각된 위험을 감소하기 위해서 정보탐색을 한다고 했다. 즉, 소비자는 정보탐색으로 인하여 지각된 위험이 감소하는 인지된 편익이 발생한다고 볼 수 있다. 따라서 정보탐색욕구가 높은 개인투자자는 신중한 의사결정을 할 가능성이 높기 때문에 대체주 전환의도가 낮아진다고 보았다.

셋째, 위험수용성향은 매매의사결정과정에서 매우 중요한 성격 유형이다. 이러한 위험수용성향에 따라 투자자들이 의사결정을 내리는 데 소요되는 시간이나 필요로 하는 양도 달라진다. 신의만(2000)은 위험성향이 높은 위험감수자는 의사결정을 할 때, 위험성향이 낮은 위험회피자에 비해 보다 적은 정보를 활용하여 더 신속하게 의사결정을 하는 경향이 있다고 주장하였다. 따라서 위험수용이 높은 투자자일수록 대체주 전환을 통한 보다 높은 수익률을 추구하려는 경향이 높을 것이다.

마지막으로 다양성추구성향은 시간이 경과함에 따라 선택 집합에서 과거와는 다른 대안을 선택하는 행동으로서(Kahn, Kalwani and Morrison 1986), 투자자가 그동안 매매해 오던 주식에 싫증이 나서 또는 단지 새로운 것을 추구하려는 의도에서 다른 주식으로 전환하는 매매행동을 다양성 추구성향이라고 볼 수 있다. 따라서 다양성추구성향이 높은 투자자일수록 대체주 전환을 통한 보다 높은 수익률을 추구하려는 경향이 높을 것이다. 이성과 같은 변수들을 대체종목 매입 시 의사결정요인 중 투자자성향 변수에서 비중 있는 변수로 파악하

여 본 연구에서 선행변수로 측정하였다.

2.3 투자행태에 관한 연구

최근 김선호(2000)는 외국인투자자들의 우리나라 증권시장에서 투자행태를 분석하였다. 본 연구는 1995년 1월부터 1998년 12월까지의 데이터를 이용해서 분석하였고 그 결과적으로 외국인투자자들은 양성피드백전략⁴⁾을 사용하고 있고, 순 매수비율이 높은 주식은 같은 시기에 주가도 오르는 동행현상도 관찰되었다. 결론적으로 외국인투자자들의 투자행태는 주가를 불안정하게 하는 요인이었음을 나타냈다.

한편, Odean(1998)은 일반투자자들이 그들 투자의 손실을 인지하고 있는지에 대해 연구를 하였다. 이 연구에서는 손실에 대해서는 손실 기간동안 너무 오랜 동안 보유하고 있고, 이익에 대해서는 빨리 처분하고 있다고 분석하였다. 이익투자자들은 손실에 비해 이익에 대해서 강하게 인식하고 있다고 증명하였다. 또한, 개인투자자들이 주식거래를 빈번히 할 경우, 개인투자자들의 주식투자 성과에 대해서 음의 영향을 가져온다는 주장도 있다(Barber and Odean, 2000). Barber and Odean(2000)은 1991년부터 1996년까지 개인들의 실제 거래 데이터를 분석하였는데, 개인투자자들은 연간 주식 평균수익률 보다 성과가 낮았다. 이들 개인투자자들은 지수종목 관련주보다 자본금이 작은 중, 소형주로 매매를 해왔으며, 고수익 고위험주 투자를 주로 하였다고 설명했다.

국내에서는 드물게 백용호와 차명준(1994)이 도

4) 양성피드백전략이란 최근 일정기간동안 오른 주식을 사고 내린 주식을 파는 주식투자전략을 말한다. 이에 대한 이론적 연구는 De Long, Shleifer, Summers (1990)를 참조.

박심리를 이용한 주식투자 행태에 대해 분석하였다. 이 연구에서는 주식투자와 도박은 투기성이 강하고 개인의 심리적 상황과 사회적 여건 등이 주식투자패턴이나 도박성향에 영향을 미치는 등 공통점이 있다고 보았다. 빈도분석을 통해 적극적 투자자와 소극적 투자를 분류하였고, 연구결과에 의하면, 장기보다 단기투자를 선호하며, 미수보다는 신용거래가 보다 효율적인 투자전략이라고 제안하였다. 그러나 이 연구는 기술적 분석에 치우쳐 주식투자행태의 선행요인을 규명하는데는 한계가 있었다.

이와는 달리 신의만(2000)은 사이버 주식투자자의 투자행동에 영향을 미치는 영향에 대해서 분석하였다. 이 연구에서는 사이버 주식투자자의 개인특성과 사이버 투자정보시스템의 특성이 사이버주식투자자의 정보탐색과 투자행동에 영향을 미치는지 실증적으로 검증하였다. 연구결과 사이버주식투자자의 개인특성으로서 관여도, 성취지향성 및 모험성향은 정보탐색 시간과 횟수, 사이트수에 통계적으로 유의적인 영향을 미치고, 정보탐색 수와 시간은 사이버 주식투자행동으로서 주식투자 비율 및 주식투자 빈도에 정의 영향을 미치는 것으로 나타났다.

한편, Choe, Kho and Stulz(2001)는 주로 1997년도의 일중 거래(intraday trading)자료를 이용하여 국내투자자, 특히 개인투자자들이 외국인 투자자들에 비해 더 유용한 투자정보를 갖고 있다는 증거를 발견하였다.

주식투자 의사결정요인으로는 기업의 양적 요인(채무요인)과 기업의 질적 요인(기업의 이미지), 기업외적 경제요인, 투자자의 주관적 가치가 있다(Beaver, 1968). 따라서 본 연구에서는 이상의 기존 연구에서 밝혀진 변수와 함께 개인투자자의

투자의사결정에 영향을 미치는 선행요인으로 재무제표분석, 기업의 성장성, 산업 전망, 기업의 기술력분석, 경제상황, 외국인 투자동향, 기관투자동향을, 투자자의 주관적 가치에 속하는 주식장세와 루머/공시를 변수로 고려하였다.

III. 연구방법

3.1 가설의 설정

투자자가 대체종목으로 “왜” 전환하는 지에 대한 경제적 관점은 전환의 비용과 편익의 비교를 통해 설명할 수 있을 것이다. 비용-편익구조는 간결하고 명확하며, 기존 연구(Ratchford, 1982; Punj and Staelin, 1983; Hagerty and Aaker, 1984)에서 실증적으로 지지되어 일반적으로 수용되고 있다. 특히, Meyer(1982)는 비용-편익의 구조를 연구하면서 주요한 영향력으로서 위험과 기대의 중요성이라고 하였다. 또한 Perter and Tarpev(1975)는 지각된 위험은 인지된 편익의 영향을 미치는 한 부분이고, 지각된 위험은 인지된 편익의 영향 변인이라고 하였다. 대체종목 매력도는 목적달성을 위해 특정 관계의 지속 필요성을 의미하는 의존성과 밀접한 관계가 있다. Anderson and Narus(1990)는 현재보다 더 나은 결과를 기대할 수 있는 대안이 존재하면, 현 상태를 지속하려는 동기는 낮아진다고 설명하였다. 그러므로 대체종목의 매력도는 편익변수를 구성하는 중요한 요소이기 때문에 변수로 포함하였다. 따라서 투자자의 대체종목 전환의도는 지각된 편익과 그것의 투입된 비용의 결과로 가설화할 수 있을 것이다.

한편, 여러 선행연구에서 투자자의사결정에 유의한 영향을 미치는 것으로 실증된 투자자 개인특성변수인 위험수용성향, 성취지향성, 정보탐색욕구, 다양성추구성향이 대체주 전환의도에 어떤 영향을 미치는지를 분석하고자 가설을 설정하였다. 또한 판단과 선택에서 선호역전(preference reversal)이 일어날 수 있다는 기존의 연구(Tversky, Slovic, and Kahneman, 1990; Holt, 1986; Karni, and Safra, 1987; Loomes, Starmer, and Sugden, 1989)들에 입각하여, 각 선행변수의 영향력을 검증하고자 하였다.

그리고, 투자자들이 투자자의사 결정 시에 일반적으로 고려하는 양적 요인(재무요인)과 기업의 질적 요인(기업의 이미지), 기업외적 경제요인이 투자전환의도에 어떤 영향을 미칠 지에 대하여 가설을 설정하였다.

마지막으로 대세상승장에서 지수주를 매입할 경우와 대체주를 매입할 경우의 투자수익률의 차이를 검증하고자 가설을 설정하였다.

이상의 기존 문헌검토를 바탕으로 다음과 같은 가설을 설정하였다.

3.1.1 편익/비용변수와 대체주 전환의도

가설 1-1: 대체주의 지각된 매력도가 높을수록 대체주 전환의도가 높을 것이다.

가설 1-2: 대체주의 지각된 위험도가 높을수록 대체주 전환의도는 낮을 것이다.

3.1.2 개인투자자 특성변수와 대체주 전환의도

가설 2-1: 투자자의 위험수용성향이 높을수록 대체주 전환의도가 높을 것이다.

가설 2-2: 투자자의 성취지향성이 높을수록 대체주 전환의도가 높을 것이다.

가설 2-3: 투자자의 정보탐색욕구가 높을수록 대체주 전환의도가 낮을 것이다.

가설 2-4: 투자자의 다양성추구성향이 높을수록 대체주 전환의도가 높을 것이다.

3.1.3 투자고려요인과 대체주 전환의도

가설 3: 투자고려요인은 대체주 전환의도에 영향을 미칠 것이다.

3.1.4 대체주 전환수익률과 지수주 매입수익률

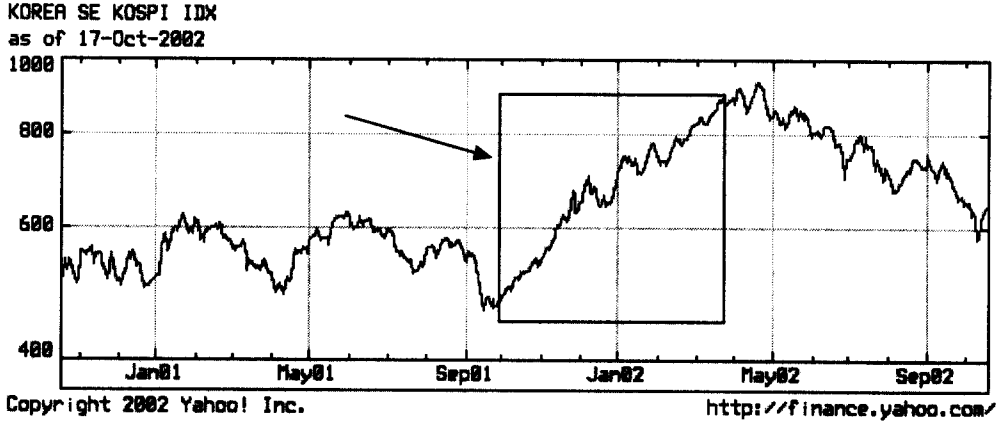
가설 4: 대세상승장에서의 지수주 매입수익률이 대체주 전환수익률보다 높을 것이다.

3.2 변수의 조작적 정의 및 측정

본 연구에서 채택한 각 변수의 조작적 정의와 측정은 다음과 같다. 먼저, 본 연구에서의 대세상승장이란 <그림 1>에서 나타난 바와 같이 “2001년 10월에서 2002년 3월까지 우리나라 주식시장에서 주가지수가 상승을 지속한 6개월”로 조작적 정의를 내리고, 응답자에게 그 기간동안의 투자경험에 입각하여 응답할 것을 요청하였다.

다음으로, 지수관련 대형주는 “주가지수 상승과 하락에 영향력이 매우 큰 주식”으로 대세상승장에서의 삼성전자, SK텔레콤, KT, 국민은행, 한국전력 등등 시가총액 상위 10종목을 설문항목에서 제시하였다. 대체 종목주는 “지수관련 대형주를 제외하고 실제 매입한 주식”으로 정의하고 상위 10종목을 제외한 주식을 직접 기재하도록 제시하였다.

〈그림 1〉 대세상승장



〈표 1〉 시가총액 상위10종목

(2002년 3월 31일 기준)

순위	종목명	종목비중(%)
1	삼성전자	20.7
2	SK텔레콤	9.5
3	KT	7.2
4	국민은행	6.5
5	한국전력	5.8
6	POSCO	4.8
7	현대차	3.4
8	LG전자	2.3
9	신한지주	1.9
10	삼성SDI	1.7

대체주 전환의도는 “지수관련 대형주를 고려종목에서 판단했음에도 불구하고 매입시에는 대체주로 변경하고자 하는 의도”로 정의하고 2항목, 5점 척도로 측정하였다.

대체종목을 매입하는데 영향을 미치는 의사결정요인으로 편익/비용과 투자자 성향의 변수를 선정

하였다.

먼저, 편익변수에서 지각된 대체종목 매력도는 “현재의 종목과 비교하여 최대로 기대되는 대체종목의 수준”이라고 정의하였다(조광행, 임채운 1999). 이 변수는 기존 연구에 입각하여 본 연구에 적합하게 수정하여 5항목, 5점 리커트 척도(1=‘전혀 그

렇지 않다', 5='매우 그렇다')로 측정하였다.

둘째, 비용변수로 지각된 대체종목의 위험도는 "현재의 종목과 비교하여 매입할 대체종목이 초래할 예기치 않은 결과에 대한 불안감의 수준"이라고 정의하였다(이학식, 안광호, 하영원 2000). 이 변수는 기존 연구에 입각하여 본 연구에 적합하게 수정하여 6항목, 5점 리커트 척도(1='전혀 그렇지 않다', 5='매우 그렇다')로 측정하였다.

셋째, 투자자의 개인성향변수로 성취지향성, 정보탐색욕구, 위험수용성향, 다양성추구성향을 선정하였다. 성취지향성은 "목표의 달성 및 능가하려는 욕구나 성공을 추구하는 정도"로 정의하였다(신의만 2000). 이 변수는 기존 연구에 입각하여 본 연구에 적합하게 수정하여 3항목, 5점 리커트 척도(1='전혀 그렇지 않다', 5='매우 그렇다')로 측정하였다.

정보탐색욕구는 "투자자의 투자종목 정보에 대해 더 많은 것을 알고자 하는 의도적 노력의 정도"로 정의하였다. 이 변수는 기존 연구에 입각하여 본 연구에 적합하게 수정하여 3항목, 5점 리커트 척도(1='전혀 그렇지 않다', 5='매우 그렇다')로 측정하였다.

위험수용성향은 "대체주 매입에 따른 위험을 감수하려는 경향"으로 정의하였다. 이 변수는 기존 연구에 입각하여 본 연구에 적합하게 수정하여 3항목, 5점 리커트 척도(1='전혀 그렇지 않다', 5='매우 그렇다')로 측정하였다.

다양성추구성향은 "투자자가 시간이 경과함에 따라 선택집합에서 과거와는 다른 대안을 선택하는 행동"으로 정의하였고, 기존 연구에서 사용된 변수

를 수정하여 4항목, 5점 리커트 척도(1='전혀 그렇지 않다', 5='매우 그렇다')로 측정하였다. 일반적인 투자 의사 고려요인으로 기업의 양적 요인에 속하는 재무제표분석을, 기업의 질적 요인에 속하는 기업의 성장성, 산업 전망, 기업의 기술력분석을, 기업외적 경제요인에 속하는 경제상황, 외국인 투자동향, 기관투자동향을, 투자자의 주관적 가치에 속하는 주식장세와 투머/공시를 변수로 측정하였다. 이 변수는 기존 연구⁵⁾에 입각하여 본 연구에 적합하게 수정하여 9항목, 5점 리커트 척도(1='전혀 그렇지 않다', 5='매우 그렇다')로 측정하였다.

3.3 표본의 선정 및 자료수집방법

본 연구는 국내의 주식거래경험자를 대상으로, 대체주 전환의도의 결정요인을 규명하는데 연구목적에 두었다. 이러한 목적달성을 위해 분석단위는 주식투자 고객으로 선정하였다. 본 연구의 모집단은 2002년 5월 현재 전국의 주식투자고객이며, 실험표본은 모집단의 고객층 시간과 예산상의 제약으로 서울에서 영업중인 국내 증권사 고객으로 한정하였다.

이들에게 2002년 5월 10일에서 30일까지 20일 동안 일대일 설문조사(400부)를 통해 설문지를 회수한 결과, 총 312명이 응답하였으며, 이중 불성실한 응답을 한 7부를 제외한 305부가 최종분석에 사용되었다. 설문지는 5점 리커트 척도로 작성되었다.

5) 이에 대한 이론적 연구는 Beaver, W. H.(1968), "The Information Content of Annual Earnings Announcement," *Journal of Accounting Research*, 6(Supplement), 67-92.를 참고할 것.

IV. 실증분석

4.1 응답자 특성

응답자들의 인구 통계적 특성은 다음과 같다(〈표 2〉 참조).

총 305명의 대상으로 성별, 연령, 결혼유무, 한달 평균수입, 직업에 대하여 분석하였다. 연령별로는 응답자 중 20대가 48%, 30대가 50%대를 차지하였고, 성별로는 남자가 90%대로 응답자의 대다수를 차지하였고, 결혼유무에 대해서는 응답자의 75%가 기혼이었고, 나머지 25%가 미혼이었다. 응답자의 직업은 사무직이 71.2%, 학생이 12.0%를 차지하여, 응답자 중 사무직과 전문직 등 상당

수가 직장인으로 구성되었음을 알 수 있고, 한달 소득은 200만원-300만원 미만이 40%, 100만원-200만원 미만이 27%의 소득분포를 나타내었다.

응답자의 주식거래 특성을 정리하면 다음과 같다(〈표 3〉 참조). 매매종목은 소형주가 43%, 중형주가 24%정도였으며, 거래시장은 거래소시장이 67%로 대부분을 차지하였고, 투자지표는 수익성이 43%로 가장 높았으며, 거래방식은 인터넷/PDA가 매우 보편화되어 응답자의 93%가 이용하고 있었다. 한편, 종목결정은 본인이 전적으로 결정한다는 응답자가 55%로 높았고, 인터넷 등의 각종 정보를 활용하여 결정한다는 응답자가 21%이었으며, 주식매입목적은 매매차익이 56%로 가장 높았다.

〈표 2〉 응답자의 인구통계적 특성

구분		빈도	%	전체	구분		빈도	%	전체
성별	남	276	90.5	305명 (100.0%)	결혼별	미혼	78	25.6	305명 (100.0%)
	녀	29	9.5			기혼	227	74.4	
연령별	25세 미만	8	2.6	305명 (100.0%)	학력별	고졸이하	24	7.9	305명 (100.0%)
	25-30세 미만	138	45.2			대학재학	12	3.9	
	30-35세 미만	140	45.9			대졸	107	35.1	
	35-40세 미만	15	4.9			대학원재학	48	15.7	
	40세 이상	4	1.3			대학원졸	114	37.4	
직업별	사무직	165	54.1	305명 (100.0%)	월평균 소득별	100만원 미만	42	13.8	305명 (100.0%)
	전문직	60	19.7			100~200만원 미만	83	27.2	
	자영업	35	11.5			200~300만원 미만	122	40.0	
	학생	24	7.9			300~400만원 미만	25	8.2	
	주부	16	5.2			400~500만원 미만	12	3.9	
	판매/기능직	4	1.3			500~600만원 미만	5	1.6	
	기타	1	.3			600만원 이상	16	5.2	

〈표 3〉 응답자의 주식거래 특성

구분		빈도	%	전체	구분		빈도	%	전체
매매 종목	지수대형주	45	14.8	305명 (100.0%)	거래 시장	거래소시장	205	67.2	300명 (100.0%)
	저가대형주	56	18.4			KOSDAQ시장	86	28.2	
	중형주	73	23.9			장외시장	8	2.6	
	소형주	131	43.0			선물·옵션	1	.3	
투자 지표	안정성	57	18.7	305명 (100.0%)	거래 방식	객장방문	6	2.0	300명 (100.0%)
	수익성	155	50.8			전화의존	14	4.6	
	활동성	11	3.6			방문/전화	2	.7	
	성장성	82	26.9			인터넷(IHS)/PDA	283	92.8	
종목 결정 방법	직원조언/본인결정	22	7.2	300명 (100.0%)	주식 매입 목적	배당수익	5	1.6	295명 (100.0%)
	본인 전적결정	169	55.4			매매차익	172	56.4	
	가족 등 조언	5	1.6			저축수단	6	2.0	
	동료조언	41	13.4			자산증식	102	33.4	
	인터넷 등 정보	63	20.7			기타	10	3.3	

4.2 측정도구의 신뢰성 및 타당성 검증

본 연구에서 수집된 자료는 Nunnally(1978)가 제시한 측정 타당화(measure validation) 과정을 바탕으로 측정 도구의 정화, 단일차원성, 신뢰성, 타당성을 검증하였다. 먼저 특정 개념을 측정하기 위한 측정 항목과 그 항목을 제외한 여타 항목들 사이의 상관관계를 살피는 정화 과정에서 item-total correlation이 0.3이상이면 특정 개념을 측정하는 항목들로 이루어진 항목들이 모집단에서 추출한 것으로 파악된다. 이에 따라 0.3미만으로 나타난 항목이 없는 것으로 나타나서 추후분석에 사용하였다. 개념별 단일차원성을 확보하기 위하여 각 변수에 대한 요인분석을 실시하여 하나의 공통요인으로 묶이는지를 확인했다. 분석 결과, 모든 변수가 단일차원으로 나타나 전 변수를 포함하여 향후 분석

이 이루어졌다.

정화 절차 및 단일차원성 확보 절차를 통해 제거되지 않은 항목들에 대한 신뢰성을 측정하였다. 신뢰성은 넓은 의미에서 측정(measure)의 오류발생이 없는 정도로 연구대상에 대해 반복 측정했을 때 결과가 얼마나 일관성 있게 나타나느냐를 판단하는 개념이다. 신뢰성을 측정하기 위한 방법은 다양하나 일반적으로 Cronbach's α 계수를 이용한 내적 일관성방법(internal consistency method)이 많이 이용되고 있으며, Nunnally(1978)에 의하면 0.6이상이면 신뢰성이 있는 것으로 판단되고, 탐색적 연구(preliminary research)에서는 0.5이상을 기준으로 이용한다고 하였다. 본 연구에서도 Nunnally(1978)가 권고한 Cronbach's α 계수를 사용하되, 기준인 0.7이상을 확보하고자 하였다.

〈표 4〉 신뢰성 검증 결과

구 분		최초항목	최종항목	최종 Alpha
편의/비용	대체종목 매력도	5	4	7298
	대체종목 위험도	6	6	8721
투자자성향	위험성향	3	3	9015
	성취지향성	3	3	8734
	정보탐색욕구	3	3	8670
	다양성추구성향	4	4	8340
전환의도		2	2	7362

각 변수의 신뢰성 낮은 항목을 제거한 후 실시한 각 변수들의 신뢰성 검증 결과는 〈표 4〉와 같다. 신뢰성 검증결과는 모두 0.7이상을 확보하여, 모든 변수들을 가지고 타당성 검증에 이용하였다.

본 연구에서 개념타당성(construct validity)의 검증은 판별타당성 위주로 하되, 판별타당성은 요인분석(factor analysis)을 이용한다. 판별타당성이란 최대한 상이한 방법을 이용하여 동일한 속성(trait)을 두 시도간의 결과의 일치정도로 조사자가 측정하고자 하는 개념을 얼마나 정확하게 측정하였나하는 문제이다(Campbell, and Fiske 1959).

본 연구에서는 측정도구의 개념 타당성을 검증하기 위하여 정보의 손실을 최대한 줄이면서 수많은 변수들을 가능한 한 적은 수의 요인으로 줄이는데 목적이 있는 주성분분석(principal component analysis)을 실시하였으며, 요인들간의 상호독립성을 유지하여 회전하는 방법인 직각회전(varimax rotation)방법을 사용하여 분석하였다(〈표 5〉 참조).

전체 변수에 대해 직각회전을 통해 판별타당성의 검증을 실시한 결과, KMO값은 0.833으로

0.6을 상회하므로 적절하게 나타났으며, Bartlett 검정도 유의한 것으로 나타남으로써 요인분석을 위한 기본가정은 만족되었다. 요인별로 아이겐 값은 허용치인 1.0을 상회하고 있고, 요인 적재량도 적정 수준을 보이고 있으며, 7개 요인에 총 설명분산비율은 75.09%로 나타났다. 이상의 결과를 통해 변수의 판별타당성을 확보했음을 알 수 있다.

4.3 가설검정

4.3.1 상관관계분석

가설검정에 앞서 변수의 평균과 표준편차를 제시하였으며, 상관관계를 파악하여 가설의 대략적 입증여부와 그 변수간 상관성정도를 조사하였다. 〈표 6〉에서 나타난 바와 같이 본 연구에서 포함된 선행변수 중 대체주 전환의도와 유의적 상관관계가 있는 변수는 대안매력도, 대안위험도, 위험수용성향, 정보탐색욕구 그리고 다양성추구성향으로 확인되었다.

대세상승장에서 개인투자자의 대체주 전환의도 결정요인

〈표 5〉 변수의 개념타당성 검증을 위한 요인행렬표

요인	항목	Component						
		factor1	factor2	factor3	factor4	factor5	factor6	factor7
대체종목 위험도	B26 걱정	.878						
	B23 재산손해	.866						
	B25 인지부조화	.826						
	B24 매입후 불안	.808						
	B22 기대수익미달	.541						
	B21 고가매입	.538						
다양성 추구성향	C52 신종목2		.839					
	C51 신종목1		.835					
	C53 신종목3		.759					
	C54 신종목4		.636					
위험성향	C12 위험			.889				
	C11 모험			.845				
	C13 위험감수			.826				
성취지향성	C32 성취2				.895			
	C31 성취1				.845			
	C33 성취3				.787			
정보탐색 욕구	C42 신정보					.838		
	C41 주식정보					.725		
	C43 다경로정보					.683		
대체종목 매력도	B11 투자가치						.858	
	B12 투자수익률						.811	
	B14 장기성장						.591	
	B15 전반적 만족						.490	
전환의도	B42 지수주 매입의도							.864
	B41 대체주 매입의도							.603
eigen value (변량 %)	75.09%	3.659 (14.637)	2.960 (11.839)	2.849 (11.394)	2.606 (10.426)	2.543 (10.170)	2.358 (9.430)	1.798 (7.191)

주 1) 요인적재량이 ±0.4이하는 표시하지 않았음.

〈표 6〉 평균과 상관관계

변수	평균	표준편차	1	2	3	4	5	6	7
1. 전환의도	3.544	.891	1.00						
2. 대안매력도	3.596	.653	.36**	1.00					
3. 대안위험도	3.196	.739	-.17**	-.33**	1.00				
4. 위험성향	3.153	.938	.24**	.03	.26**	1.00			
5. 성취지향성	3.812	.622	.06	-.05	.06	.24**	1.00		
6. 정보탐색욕구	3.531	.801	-.18**	.08	.05	.29**	.52**	1.00	
7. 다양성추구성향	3.075	.757	.22**	.16**	-.02	.43**	.33**	.48**	1.00

** p<0.01. * p<0.05

4.3.2 가설검정

주식투자에서 있어 대체주 전환의도에 미치는 선행요인의 영향력을 검증하고, 그 관계의 크기와 유의도 파악을 위해 다중회귀분석을 실시하였다. 다중회귀분석 결과는 〈표 7〉에서 요약하였다. 본 연구에서는 다중회귀분석을 통해 독립변수들간의 다중공선성(multicollinearity)⁶⁾의 발생여부를 매우 엄격한 허용오차(tolerance)기준으로 검증함으로써 정교한 가설검정을 도모하였다.

대체주 전환의도에 영향을 미치는 변수로 대안매력도, 대안위험도, 위험성향, 정보탐색욕구는 유의수준 5%에서 유의한 것으로 나타났고, 설명력은 20.8%였다. 즉, 대안 매력도와 위험수용성향은 투자자의 대체주 전환의도에 매우 유의하게 양의 영향을 미치는 것으로 나타났고, 대안위험도와 정보탐색욕구는 투자자의 대체주 전환의도에 매우 유의하게 음의 영향을 미치는 것으로 나타났다. 반면, 다양성추구성향과 성취지향성은 투자자의 대체주

전환의도에 유의하게 영향을 미치지 않는 것으로 나타났다. 이는 대안이 매력적일수록 위험수용성향이 높을수록 대체주로의 전환의도가 높아짐을 의미하고, 대안위험도가 높다고 지각하고 정보탐색을 많이 하는 투자자일수록 전환의도가 낮아진다고 해석할 수 있다. 따라서 가설 1-1, 1-2는 채택되었고, 가설 2-1, 2-3은 채택된 반면, 가설 2-2와 2-4는 기각되었다.

한편, 투자종목 선정 시 고려하는 일반요인이 전환의도에 미치는 영향을 분석하기 위해 다중회귀분석을 실시하였다(〈표 8〉 참조).

대체주 전환의도에 관해 응답자를 전체를 대상으로 투자종목선정시 고려요인에 대해 다중회귀분석을 실시한 결과, 설명력은 16.6%였고 통계적으로 유의한 모형이었다. 기업기술분석, 재무제표분석, 루머/공시는 투자자의 대체주 전환의도의 고려요인에 유의하게 양의 영향을 미치고, 기업성장성, 주식장세, 기관투자동향은 유의하게 음의 영향을 미치는 것으로 나타났다. 반면, 경제상황, 산업전망,

6) 이우리·오광우(1996), 회귀분석-입문 및 응용, 서울: 탐진, p. 269.을 참고하면 분산팽창인자(variance inflation factors : VIF)가 10보다 크면 다중공선성에 문제가 있다고 판단하게 된다고 하며, 이때 허용오차(Tolerance)=1/VIF이므로 결국 허용오차가 1보다 크면 독립변수간의 상관관계가 높아서 발생할 수 있는 다중공선성이 있다고 함.

대대상승장에서 개인투자자의 대체주 전환의도 결정요인

〈표 7〉 개인특성과 대안의 편익/비용변수의 다중회귀분석 결과

독립변수	전체모형
	β
상수	1.618
대안매력도	.308**
대안위험도	-.143**
위험수용성향	.260**
성취지향성	.076
정보탐색욕구	-.147**
다양성추구성향	.096
Adj R ²	.208
F	14.28**

주) **p<0.05

〈표 8〉 투자종목선정시 고려요인의 다중회귀분석 결과

독립변수	전체모형
	β
상수	4.715
경제상황	.057
산업전망	-.091
기업성장성	-.227**
기업기술분석	.113**
주식장세	-.153**
외국인투자동향	-.059
기관투자동향	-.157**
재무제표분석	.213**
루머/공시	.201**
Adj R ²	.166
F	7.715**

주) **p<0.05

〈표 9〉 지수주 수익률과 대체주 수익률 빈도분석

구분	유효응답자(명)	평균(주, %)	표준편차	비고
대체주 매입주	267	3.15	6.51	
지수주 매입율	289	27.40	27.90	27:73*
대체주 매입율	289	72.60	27.90	
지수주 수익률	177	33.16	44.80	33:23**
대체주 수익률	177	23.45	32.58	

* : 지수주 매입율 : 대체주 매입율, ** : 지수주 수익률 : 대체주 수익률

〈표 10〉 지수주 수익률과 대체주 수익률 쌍대 t검증

	Paired Differences		t	df	Sig. (2-tailed)
	Mean	SD			
지수주수익률 - 대체주수익률	9.71	53.51	2.413	176	.017

외국인 투자동향은 투자자의 대체주 전환의도의 고려요인에 유의하게 영향을 미치지 않는 것으로 나타났다. 따라서 가설 3은 부분적으로 채택되었다.

대세상승 장에서의 지수주 매입수익률이 대체주 전환수익률보다 높을 것이라든가 가설 4를 검증하기 위해 〈표 9〉에서와 같이 지수주 수익률과 대체주 수익률을 비교하였다. 이는 2001년 10월에서 2002년 3월까지의 최근 대세상승 장에서 응답자의 지수주 매입율과 대체주 매입율을 먼저 구한 뒤, 실제 그 기간동안 매매과정에서 발생한 수익률을 본인이 직접 기입하는 방식으로 구한 결과이다.

분석결과, 실제로 대체주 매입은 평균 3.15주 정도였고, 매입율은 27:73으로 대체주 매입비율이 월등히 높았으며, 실제 수익률을 비교한 결과 지수주의 경우 평균 33%대였으나 대체주는 23%정도로, 지수주가 약 9.7% 정도 높았다. 이를 응답자의 수익률 차이 검증을 실시하기 위해 쌍대 t검증 분석을 하였다. 분석결과 통계적으로 유의한 차이

를 보였다(〈표 10〉 참조). 따라서 가설 4는 채택되었다.

V. 결론

본 연구에서는 개인투자자들이 국내 주식시장에서 대세상승 장에서 대체종목 매입 시 투자 의사결정 요인들을 실증적으로 분석하였다. 연구결과를 요약하면 다음과 같다.

첫째, 대체주 전환의도에 관한 전체모형에서는 대안매력도, 대안위험도, 위험성향, 정보탐색욕구는 유의한 것으로 나타난 반면, 다양성추구성향과 성취지향성은 투자자의 대체주 전환의도에 유의하게 영향을 미치지 않는 것으로 나타났다.

둘째, 변수에 따라 분석해 보면 대체주의 지각된 매력도가 높을수록 전환의도가 높고, 위험도가 높을수록 전환의도가 낮은 것으로 나타났는데, 이는

대체주가 적은 위험과 동시에 매력적인 주식으로 지각할 때 대체주로 전환할 가능성이 높아진다고 볼 수 있다. 투자자의 위험수용성향이 높을수록 대체주 전환의도가 높은 것으로 나타났는데, 이는 투자에 대한 자기확신감이 높을 경우 위험을 감수하면서 대체주로 전환한다고 볼 수 있다. 또한 정보 탐색욕구가 높을수록 전환의도가 낮은 것으로 나타났는데, 이것은 각종 투자정보를 많이 탐색할수록 신중한 의사결정을 할 가능성이 높아짐에 따라 보다 유망한 종목을 선택하는 경향이 있음을 알 수 있다.

셋째, 투자종목선정 시 고려요인이 대체주 전환의도에 미치는 영향에 관해 응답자를 전체를 대상으로 다중회귀분석을 실시한 결과, 기업기술분석, 재무제표분석, 루머/공시는 투자자의 대체주 전환의도의 고려요인에 유의하게 양의 영향을 미치고, 기업성장성, 주식장세, 기관투자동향은 유의하게 음의 영향을 미치는 것으로 나타났다. 반면, 경제상황, 산업전망, 외국인 투자동향은 투자자의 대체주 전환의도의 고려요인에 유의하게 영향을 미치지 않는 것으로 나타났다.

넷째, 대세상승 장에서의 지수주 매입수익률이 대체주 전환수익률보다 높은 것으로 나타났는데, 이것은 일반 투자자들이 주식전환에 따른 지각변수가 수익률에 영향이 적음을 의미한다고 볼 수 있다.

이 연구의 이론적 시사점은 다음과 같다. 첫째, 대세상승 장에서 주식 전환의도에 영향을 미치는 변수를 최초로 규명하였다는 점이다. 국내외에서 출간된 투자자행동과 관련한 여러 연구들에서 관련 변수를 추출하여 대세상승 장에서 개인투자자들이 왜 전환행동을 하는가에 대하여 이론적으로 접근한 탐색적 연구라는 데 의의가 있다. 둘째, 투자자들이 고려하는 일반요인도 역시 투자전환의도에 영향

을 미칠 수 있음을 제시하였다는 점도 연구의 의의라 할 수 있다. 마지막으로, 대세상승장에서 개인 투자자들이 지수주 매입을 고려하였음에도 불구하고 대체주 매입의 투자 전환행동이 실제로 빈번히 발생함을 밝혔고, 대체주 투자수익률이 지수주 투자수익률보다 낮음을 실증적으로 규명하였다는 점도 이론적 의의라 할 수 있다.

이 연구가 관리자에게 제시할 수 있는 관리적 시사점은 다음과 같다. 첫째, 주식투자자들의 투자성향에 맞는 상품의 제시가 필요하다는 점이다. 투자자들은 투자에 대한 위험수용성향이나 다양성추구성향 등 개인적 특성에 따라 다양한 투자전략을 고려하므로 투자자와의 지속적인 관계를 통해 투자자의 성향을 파악하고 그에 적합한 상품제공이 필요함을 시사한다.

둘째, 본 연구결과에 의하면 기업기술분석, 재무제표분석, 루머/공시는 투자자의 대체주 전환의도의 고려요인에 유의하게 양의 영향을 미치고, 기업성장성, 주식장세, 기관투자동향은 유의하게 음의 영향을 미치는 것으로 나타났다. 증권사 영업직원들이 투자자에게 올바른 장세판단과 종목발굴을 위한 조언을 하기 위해서 위와 같은 고려요소를 참고한다면 도움이 될 것이다.

본 연구에서 누락된 연구의 주제를 향후 연구의 방향으로 제시하고자 한다. 첫째, 본 연구는 좀 더 다양한 표본을 선정하고 다수의 설문조사를 실시하여 보다 정교한 신뢰성과 타당성의 검증이 필요하고 다양한 통계기법의 활용이 필요하다. 둘째, 연구의 범위를 확장하여 투자자의 일반적인 투자행동과 관련한 변수를 모색하여 연구의 일반화의 한계점을 극복하여야 할 것이다. 셋째, 주식전환의도에 영향을 미치는 다양한 매개변수와 조절변수에 대한 확장연구가 필요하다. 넷째, 주식전환의도의 결과

에 따른 추가 수익성분석을 함에 있어 자기기입식이 아닌 객관적 자료에 의한 조사가 요구된다. 마지막으로 연구대상 기간과 실제 조사시의 표본과의 괴리로 발생할 수 있는 생존편의(survivorship bias)의 문제를 극복하기 위해 연구대상기간과 실제 조사기간의 일치가 필요하다.

참고문헌

- 강종만(1994), "외국인 투자가 증시에 미친 영향 분석," 한국증권업협회, 증권, 40-61.
- 김선호(2000), "외국인투자자들의 양성피드백 투자전략 및 성과분석에 관한 실증적 연구," 금융연구, 15(1), 97-121.
- 백용호, 차명준(1994), "도박심리를 이용한 주식투자 행태분석," 한국증권학회지, 16, 395-435.
- 신의만(2000), "사이버투자자와 투자정보시스템의 특성이 정보탐색과 투자행동에 미치는 영향," 동아대학교 대학원 박사학위 논문.
- 이우리, 오광우(1996), *회귀분석-입문 및 응용*, 서울: 탐진.
- 이학식, 안광호, 하영원(2000), *소비자 행동론*, 서울: 법문사.
- 조광행, 임채운(1999), "고객만족 및 전환장벽이 점포애호도에 미치는 효과에 관한 연구," 마케팅연구, 14(1), 47-74.
- Anderson, J. C. and J. A. Narus(1990), "A Model of Distributor Firm and Manufacturer Firm Working Relationships," *Journal of Marketing*, 54 (January), 42-58.
- Barber, B. M., and T. Odean(2000), "Trading is Hazardous to Your Wealth: The Common Stock Investment Performance of Individual Investors," *Journal of Finance*, LV(2), 773-806.
- Barberis, N., and H. Ming(2001), "Mental Accounting, Loss Aversion, and Individual Stock Returns," *Journal of Finance*, 56, 1247-1292.
- Barberis, N., H. Ming, and T. Santos(2001), "Prospect Theory and Asset Prices," *Quarterly Journal of Economics*, 116(1), 1-53.
- Bazerman, M. H., G. F., Loewenstein, and S. B. White (1992), "Reversals of Preference in Allocation Decision: Judging an Alternative versus Choosing among Alternatives," *Administrative Science Quarterly*, 37, 220-240.
- Beaver, W. H.(1968), "The Information Content of Annual Earnings Announcements," *Empirical Research in Accounting: Selected Studies, Supplement to Journal in Accounting Research*, 67-92.
- Campbell, D. T. and D. W. Fiske(1959), "Convergent and Discriminant Validation by the Multitrait-Multimethod Matrix," *Psychological Bulletin*, 56(March), 100-122.
- Campbell, J., S. Grossman and J. Wang(1993), "Trading Volume and Serial correlations in stock returns," *The Quarterly Journal of Economics*, 108, 905-939.
- Choe H., Bong-Chan Kho, and R. M. Stulz(2001), "Do domestic investors have more valuable information about individual stocks than foreign investors?" *NBER working paper*, No. 8073.
- DeLong, B., A. Shleifer, L. Summers and R. J., Waldman (1990) "Positive Feedback Investment Strategies and Destabilizing Rational Speculation," *Journal of Finance*, 45, 375-395.
- Eguiluz, V. M. and M. G., Zimmermann(2000), "Transmission of Information and Herd Behavior: An Application to Financial Markets," *Physical Review Letters*, 85(26), 5659-5662.
- Falkenstein, Eric G.(1996), "Preference for Stock Characteristics As Revealed by Mutual Fund Portfolio Holdings," *Journal of Finance*, 51, 111-135.
- Fisher, K. L., and M. Statemam(1999), "A Behavioral

- Framework for Time Diversification," *Financial Analysis Journal*, 55(May/June), 88-97.
- Hagerty, M. R. and D. A. Aaker(1984), "A Normative Model of Consumer Information Processing," *Marketing Science*, 3(3), 227-246.
- Heath, Chip., Steven Huddart and Mark Lang(1999), "Psychological Factors and Stock Option Exercises," *Quarterly Journal of Economics*, 114(2), 601-627.
- Holt, C. A.(1986), "Preference Reversals and The Independence Axiom," *American Economic Review*, 76, 508-515.
- Kahn, B. E., M. U. Kalwani and D. G., Morrison(1986), "Measuring Variety-Seeking and Reinforcement Behaviors Using Panel Data," *Journal of Marketing Research*, 23(May), 89-100.
- Kahneman, D., and A. Tversky(1979), "Prospect Theory: An Analysis of Decision Under Risk," *Econometrica*, 47(2), 263-291.
- Kahneman, D., and D. T., Miller(1986), "Norm Theory: Comparing Reality to Its Alternatives," *Psychological Review*, 93, 136-153.
- Kahneman, D., and M. Riepe(1998), "Aspects of Investor Psychology," *The Journal of Portfolio Management*, 24, 52-65.
- Karni, E., and Z. Safra(1987), "Preference Reversal and the Observability of Preferences by Experimental Methods," *Econometrica*, 55, 675-685.
- Kiel, G. C. and R. Layton(1981), "Dimensions of Consumer Information Seeking Behaviour," *Journal of Marketing Research*, 18(May), 233-239.
- Lichtenstein, S. and P. Slovic(1971), "Reversal of Preference Between Bids and Choices in Gambling Decisions," *Journal of Experimental Psychology*, 89, 46-55.
- Loomes, G., C. Starmer, and R. Sugden(1989), "Preference Reversal: Information Processing Effect or Rational Non-Transitive Choice?" *Economic Journal*, 99, 140-151.
- Meyer, R. J.(1982), "A Descriptive Model of Consumer Information Search Behavior," *Marketing Science*, 1(1), 93-121.
- Nowlis, S. M., and I. Simonson(1997), "Attribute-Task Compatibility as a Determinant of Consumer Preference Reversals," *Journal of Marketing Research*, 205-218.
- Nunnally, J. C.(1978), *Psychometric Theory*, Second Ed., New York: McGraw-Hill Book Company.
- Odean, T.(1998), "Are Investors Reluctant to Realize Their Losses?" *Journal of Finance*, 3(5), 1775-1798.
- Odean, T.(1999), "Do Investors Trade Too Much?" *American Economic Review*, 89(5), 1279-1298.
- Olsen, R.(1998), "Behavioral Finance and Its Implications for Stock-Price Volatility," *Association for Investment Management and Research, Financial Analysts Journal*, 54(2), 10-18.
- Payne, J. W., J. R. Bettman and E. J. Johnson(1992), "Behavioral Decision Research: A Constructive Processing Perspective," *Annual Review of Psychology*, 43, 87-131.
- Peter, J. P. and L. X. Tarpey((1975), "A Comparative Analysis of Three Consumer Decision Strategies," *Journal of Consumer Research*, 2(June), 29-37.
- Punj, G. N. and R. Staelin(1983), "A Model of Consumer Information Search Behavior for New Automobiles," *Journal of Consumer Research*, 9(Mar), 366-380.
- Ratchford, B. T.(1982), "Cost-Benefit Models for Explaining Consumer Choice and Information Seeking Behavior," *Management Science*, 28(2), 197-212.
- Ritov, I. and D. Kahneman(1997), "How people value the environment?." In: Bazerman, M. H., Messick, D. M., Tenbunsel A. E., Wade-Benzoni K. A. (Eds), *Environment, Ethics, and Behavior*, New Lexington Press, San Francisco, CA.
- Ross, S. A.(1999), "Adding Risks: Samuelson's Fallacy of

- Large Numbers Revisited," *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 34(3), 323-339.
- Shafir, Eldar, Peter Diamond and Amos Tversky(1997), "Money Illusion," *Quarterly Journal of Economics*, 12(2), 341-374.
- Shefrin, H. and M. Statman(1993), "Behavioral Aspects of the Design and Marketing of Financial Products," *Financial Management*, 22(2), 123-134.
- Shefrin, H. and M. Statman(2000), "Behavioral Portfolio Theory," *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 35(2), 127-151.
- Srinivasan, N. and B. T., Ratchford(1991), "An Empirical Test of a Model of External Search for Automobiles," *Journal of Consumer Research*, 18 (Sep), 233-242.
- Tversky, A., P., Slovic, and D. Kahneman(1990), "The Cause of Preference Reversal," *The American Economic Review*, 80, 204-217.
- Tversky, A., S. Sattath and P. Slovic(1998), "Contingent Weighting in Judgment and Choice," *Psychological Review*, 95, 371-384.
- Werner F. M. and De Bondt(1998), "A Portrait of the Individual Investor," *European Economic Review*, 42, 831-844.

부록 - 설문문항

* 본 부록의 설문항목은 중요 변수만을 발췌한 것입니다.

척도: ① 전혀 그렇지 않다— ③ 보통이다— ⑤ 매우 그렇다

※ 지난 6개월 동안, 종목발굴시 고려하던 지수관련 대형주 중 가장 비중이 컸던 종목과 매입한 실제종목 중 투자비중이 가장 큰 종목을 비교하여 응답하세요.

1. 대체종목 매력도

- ① 투자가치가 높다고 생각한다
- ② 더 많은 투자수익률을 보장할 것이다
- ④ 장기적으로 보아 성장할 것이다
- ⑤ 전반적으로 볼 때, 더 마음에 든다

2. 대체종목 위험도

- ① 이 종목을 고가에 구입한 것일 수 있다
- ② 기대했던 것만큼 수익이 나지 않을 수도 있다
- ③ 이 종목으로 인해 재산상의 손해를 입을 수도 있다
- ④ 이 종목을 구입하고 나서 불안하다
- ⑤ 보다 좋은 종목이 있지는 않았나 고민을 자주 하게 된다
- ⑥ 매입가보다 오르지 않을까 봐 걱정이 늘었다

3. 대체주 전환의도

- ① 나는 지수대형주보다는 대체종목을 주로 구입하려고 했다.
- ② 나는 지수대형주 위주로 구입하려고 했다(역척도)

4. 위험수용성향

- ① 나는 불확실한 상황에서도 모험을 걸고 결정을 내린다
- ② 나는 위험이 큰 반면 이익이 크다면 적극적으로 투자한다
- ③ 나는 위험을 회피하지 않고 적극적으로 감수한다

5. 성취지향성

- ① 내가 해야될 일은 어렵더라도 최선을 다하는 편이다
- ② 목표를 달성하기 위해 매우 노력하는 편이다
- ③ 나는 주어진 일 이외에도 다른 일도 기꺼이 수행하는 편이다

6. 정보탐색욕구

- ① 새로운 주식정보를 늘 찾는다
- ② 새로운 주식정보는 남보다 빨리 알고 싶어하는 편이다
- ③ 다양한 경로를 통해 주식정보를 입수하는 것을 즐긴다

7. 다양성 추구성향

- ① 한 종목을 오래 투자하기 보다 여러 종목을 자주 매입한다
- ② 종목발굴시 나는 여러 종목을 조사하는 것을 즐긴다
- ③ 나는 늘 새로운 종목을 발굴하는 편이다
- ④ 유망종목이 나타나면 일단 투자하는 편이다

Determents of alternative stock switching intent during the equity market rally

Woon-Youl Choi* · Seong-Goo Ji** · Seong Hoon Jeong***

Abstract

The objective of this paper lies in defining precedent variable that affect individual investors decision making process by which investors switching intention from index-linked shares into alternative ones when the stock market rallies. Concurrently, this paper attempts to examine the extent to which each prevailing decision variable play a part on investors selecting shares to purchase.

This paper is based on the statistical analysis of survey results that were conducted to private/retail investor clients one-on-one. To save time and cost, we limited sample pool to clients of domestic securities companies that operate in Seoul. As a result, the hypothetical analysis on conversion factors show that degree of investment attractiveness and risk level of alternative shares as well as risk-taking tendencies and information seeking activities of individuals have statistically valid effect on investors decision to switch from index-linked shares to alternative ones, whereas diversification and growth -oriented do not. We also applied multi-regression analysis on the degree to which prevailing factors that investors take into account in purchasing shares play a role in investors decision to change which stocks to buy. The study revealed that technical analysis, financial statement analysis, market rumor and company disclosures have positive correlation with investors decision making process on a significant level. On the contrary, the growth expectation on companies, the equity market sentiment, and institutional investors movements have negative correlation.

Key words: switching intent, behavioral finance, individual investors, alternative shares, conversion factors.

* Professor, Department of Business Administration, Sogang University.

** Full-time instructor, Department of Business Administration, Kyungnam University.

*** Doctoral student, Department of Business Administration, Sogang University.