

연구보고서 (Research Report)

금융상품 소비자의 투자 전 의사결정이 위험자산 선호에 미치는 영향

The Effect of Pre-Investment Decision-Making on the Preference for High-Risk High-Return Investment

김진우 • Kim, Jinwoo, 이경미 • Lee, Kyoungmi

현재 많은 금융기관에서는 소비자들의 금융상품의 구매 고려 단계에서 개인이 원하는 투자기간, 리스크, 목표 수익률, 투자 금액 등 일련의 의사결정 질문에 답하게 하여 투자 성향과 상황에 알맞은 금융상품을 선택하는 것을 돕고자 하고 있다. 본 연구에서는 이러한 일련의 질문에 응답하는 행위가 일반적인 소비자들에게는 상당한 인지적 노력을 요한다고 주장한다. 본 연구는 자원고갈이론에 기반 하여 소비자들이 일련의 의사결정을 한 후 투자상품을 선택할 때, 잠재적 보상에 민감해져서 이를 나타내는 수익률 정보에 기반 한 선택이 증가할 것이라고 예측한다. 즉, 투자상품과 관련된 일련의 질문에 응답한 소비자들은 그렇지 않은 소비자들보다 금융상품을 선택하는 후속 상황에서 고수익 고위험 투자 상품에 대한 선호가 증가할 것이라 보았다. 이와 같은 가설을 바탕으로 본 연구에서는 두 번의 행동실험을 실시하였다. 이 결과 첫 번째 실험에서는 소비자들이 일련의 투자 관련 의사결정을 수행한 후에는 그렇지 않은 경우에 비해 잠재 수익률을 바탕으로 투자상품을 선택하는 경향이 커지는 것을 발견하였다. 두 번째 실험에서는 본 연구가 주장하는 선택행위의 수행에 의한 개인의 보상민감도의 증가가 위험추구 성향에 따라 그 정도가 달라짐을 보였다. 그 결과 고위험 고수익 투자상품에 대한 선호를 증가시키는 효과는 위험추구성향이 낮은 소비자들이 위험추구성향이 높은 소비자들보다 더 현저하게 나타나는 것을 발견하였다. 이러한 결과는 개인의 투자 성향이 고정되어 수익률과 리스크가 다른 금융상품에 대한 선호를 설명할 수 있다는 견해에서 벗어나 개인의 의사결정 투자성향이 금융상품이 제시되는 방법에 따라 영향을 받을 수 있다는 최근 마케팅 문헌에 공헌한다.

핵심주제어: 투자 전 선택, 투자의사결정, 자야고갈, 위험추구성향, 금융상품, 잠재 수익률

이 논문은 서울대학교 경영대학 경영연구소의 지원을 받아 연구되었음
 김진우 | 카네기멜론 테퍼 경영대학 박사과정(jinwook1@andrew.cmu.edu)
 이경미 | 서울대학교 경영대학 부교수(kyoungmi@snu.ac.kr), 교신저자

ABSTRACT

Many financial institutions are now seeking to help consumers select a financial product that meets their investment preferences by answering a series of decision-making questions. We propose that responding to such questions can require substantial cognitive resources for consumers and thereby unduly influence their investment decisions. Based on the resources depletion account, we show that consumers are more likely to increase their preference for a risky yet lucrative portfolio after (versus before) rendering a series of investment decisions. Specifically, after (versus before) rendering a series of investment decisions by arranging the portfolio decision at the bottom (versus top) of the screens, consumers are more likely to choose investment products based on the amount of potential return (study 1). Also, this effect is more pronounced when consumers are generally sensitive to risk (study 2). Taken together, these results provide evidence that situational factors such as a choice context can lead consumers to make decisions beyond their inherent risk-seeking tendencies and eventually make a significant impact on their well-beings.

Keywords: Pre-Choice Decisions, Financial Decision-Making, Ego-Depletion, Risk-Seeking Tendency, Consumer Investment Decision

This work was supported by the SNU Institute of Management Research
Jinwoo Kim | Tepper School of Business, Carnegie Mellon University
Kyoungmi Lee | College of Business Administration, Seoul National University

1. 서론

현재 글로벌 시장에서 개인의 자산관리에 대한 관심이 증가함에 따라 다양한 금융상품에의 투자를 적극적으로 고려하는 금융소비자들의 저변은 점점 넓어지고 있다 (Economist 2016; Murad 2013; World Bank 2016). 이와 같은 추세와 일관되게 우리나라 국민들의 정기예금에 대한 관심은 감소하고 있는 반면(한국경제신문 2017. 1. 18), 국내의 주식거래 활동계좌 수와 신용거래용자 액수는 매년 최대치를 갱신하고 있다(e.g., 한국경제 2017. 6. 16.; 매일경제 2018. 1. 29). 더욱이 최근 핀테크와 인공지능 등 금융산업의 기술발전이 급속해짐에 따라, 개인 투자자들을 겨냥한 새롭고 다양한 금융상품이 속속 출시되고 있다(e.g., 머니투데이 2017. 3. 31, 매일경제 2017. 12. 21.). 이렇듯 소비자들의 금융상품에 대한 관심과 금융상품의 다양화와 복잡화가 점차 가속화되는 현실에서 개인들의 투자 의사결정에 영향을 미치는 요인들에 대한 심도 깊은 이해는 그 어느 때보다 중요하다.

소비자들의 금융상품 구매 결정을 다른 일반 소비재 상품의 구매와 비교해볼 때 뚜렷한 몇 가지 특징이 있다. 무엇보다도 금융상품의 구매의사 결정은 잘못된 의사결정 시 소비자 후생에 직접적이고 중대한 영향을 준다. 또한, 소비자들이 금융상품의 구매를 고려할 때 그 구매상황은 개인이 도달하고 싶은 궁극적인 상황과 삶의 목적에 밀접하게 연결되어 있다(예: 주택 구매, 안정된 노후, 부의 세습 등) 따라서 금융상품의 구매는 일반 소비자 구매에 비해 그 목표 지향성이 상당히 강하다고 볼 수 있다.

따라서 소비자들은 자신의 목표에 잘 맞는 금융상품을 선택하기 위해 제반 사항을 충실히 고려하고 합리적으로 판단하여야 한다. 예를 들어, 자신의 가용자산 중 금융

상품에 투자할 금액을 결정하여야 하며, 운용할 자산의 투자기간 및 목표 수익률, 그리고 손실발생 가능성 정도 등의 사항을 고려해야 한다. 더구나, 이러한 투자 목표에 대한 의사결정을 위해서는 자신의 재무계획뿐만 아니라 여러 제반 지식을 필요로 한다. 예를 들어, 금융 상품에 대한 기본지식(e.g., ETF의 정의), 금융 개념에 대한 지식(인플레이션, 복리, 위험 분산), 혹은 글로벌 경제에 대한 지식(e.g., 이머징 마켓의 전망), 그리고 기술적인 이해(e.g., 로보 어드바이저) 등이 필요하다.

하지만, 인지적 한계로 인하여 소비자들이 최적의 의사결정을 내리지 못한다는 것은 잘 알려져 있다. 많은 경우 투자 의사결정에 관련된 이러한 요소들은 상쇄효과(trade-off)가 있어 의사결정을 더욱 어렵게 한다(Wang, Novemsky and Baumeister 2010). 이에 따라 많은 금융 소비자들은 넘치는 정보에 압도되거나, 금융상품을 판단하기 위해 단순한 휴리스틱에 의존하거나 주관적인 지식에 의존한다는 것이 여러 연구에서 보고되었다(Hadar, Sood, and Fox 2013).

이와 같은 상황을 인지하여, 현재 많은 금융기관에서는 소비자들이 금융상품을 고려할 때, 자신의 상황에 적합한 금융상품을 선택할 수 있도록, 투자 상품 선택 전에 일련의 질문을 설문지 형태로 제시하여 소비자들에게 응답하게 하고 의사결정을 돕고자 한다. 예를 들어, 펀드와 같은 대중화된 금융상품 가입 시에도, 투자자의 금융투자상품에 투자경험과 금융지식에 대한 이해도, 투자 성과에 대한 기대치에 대한 질문(감수 손실수준, 기대수익, 투자가능기간, 원금보존추구 자금여부, 향후 운용계획)등을 소비자들에게 설문지 형식으로 기본적으로 응답하게 하는 경우가 많다. 이에 덧붙여서 투자기간, 자산 운용 규모, 목표 수익률 및 위험감수성향, 펀드 운용 히스토리에 대한 선호 등 다소 긴 항목을 단계별로 묻는 설문에 응답을 해야 하는 경우도 흔하다. 특별히 로보어

드라이저 등을 통해 맞춤형 상품제안을 강조하는 현 금융시장의 추세를 고려할 때, 소비자들이 특정 금융상품을 구매하기 전에 일련의 질문에 대해 설문지 형태로 응답을 해야 하는 경우가 더욱 많아질 것이라 쉽게 예상할 수 있다.

본 연구는 이러한 현상에 주목하여 새로운 금융상품에 투자하기 위해 거쳐야 하는 이러한 일련의 사전 질문들이 소비자들의 투자선택에 의도하지 않는 영향을 미치지 않는지 알아보고자 한다. 본 연구의 이러한 초점은 설문이라는 인위적인 상황이 소비자들의 행동의향(behavioral intention)에 영향을 줄 수 있다는 관점에서 기존의 질문-행동효과(question-behavior effect; Dholakia and Morwitz 2002)에 관한 연구와 관련될 수 있다. 이러한 질문-행동효과에 대한 기존 연구들은 대체로 접근가능성과 진단성 이론(Accessibility-Diagnosticity framework; Feldman and Lynch 1988)을 기반으로 하여, 설문 상황에서 소비자들이 특정 대상에 관한 태도를 묻는 문항과 그와 밀접하게 연결된 행동의도(예: 재구매의도)에 대한 문항을 순차적으로 응답할 때 두 응답사이(예: 태도와 재구매의도)의 높아진 상관관계에 초점을 맞추었다.

하지만, 본 연구는 이와 다른 접근 방법으로 위에서 언급한 현상을 탐구하고자 한다. 구체적으로 말하면, 본 연구는 소비자들이 응답해야 하는 질문들과 그 후 제시되는 상품선택이 그 내용적인 면에서 직접적으로 관련이 없는 상황에 집중하고자 한다. 즉, 투자상품의 핵심정보인 위험도나 잠재 수익과 직접적인 관계가 없는 일련의 질문에 집중하여 그러한 질문들에 응답하는 행위가 어떻게 후속되는 투자선택에 영향을 줄 수 있는지 탐구하고자 한다. 이렇게 관련 없는 선행 과업이 후속과업 수행에 의도하지 않는 영향을 주는 효과에 대해 많은 선행연구에서는 인지자원고갈 이론(cognitive resource depletion;

Baumeister et al. 1998; Muraven and Baumeister 2000)을 기반으로 설명해왔다. 즉, 서로 다른 과업이더라도 공통된 인지적 자원을 소비하기에 선행과업이 인지적 노력을 수반하는 과업일 경우 후속과업에 투여될 인지적 자원이 고갈되어 예상하지 못한 효과를 일으킨다는 것이다.

본 연구는 이러한 인지적자원 고갈이론을 바탕으로 개인의 투자선택이 의사결정상황의 부수적인 요인에 의해 영향을 받을 수 있음을 밝히고자 한다. 이로써, 개인의 내재적인 투자 성향이 일관되게 수익률과 리스크가 다른 금융상품에 대한 선호를 설명할 수 있다는 견해에서 벗어나 개인의 의사결정 투자성향이 금융상품이 제시되는 방법 등 상황적인 요인에 따라 영향을 받을 수 있다는 최근 마케팅 문헌(e.g., Zhou and Pham 2004)에 공헌하고자 한다. 더 나아가서 이를 통해 소비자들의 효과적인 금융상품선택에 도움이 되도록 만든 장치가 오히려 의사결정의 질을 저해하지 않도록 각별한 노력을 기울여야 할 것이라고 제안하고자 한다.

II. 이론적 배경 및 연구가설

본 연구는 금융상품 선택을 위해 응답해야 하는 사전 항목들이 소비자들에게 상당한 인지적 노력을 요하기에 최종 금융상품에 대한 선호를 의도하지 않게 변화시킬 수 있다고 주장한다. 즉, 일련의 투자관련 질문에 응답하는 과정인 사전 선택과정에서 의도하지 않은 심리적인 영향인 자원고갈(Baumeister et al. 1998; Muraven and Baumeister 2000)현상이 발생하게 되고, 소비자들은 이에 따라 잠재수익에 더욱 초점을 맞추어 대안을 평가하게 되어 결과적으로는 잠재수익이 높으나 수반되는 리스크가 높은 상품의 선호가 증가한다고 제안한다.

이에 소비자의 금융상품 선택 시 수반되는 인지적 노력에 대한 고찰과 자원고갈의 가능성에 대해서 알아보고자 한다.

1. 소비자 투자前 선택과 인지적 자원 고갈

금융소비자, 즉 개인 투자자들의 의사결정에 관한 연구는 주로 행동론적 의사결정이론을 바탕으로 연구되었다. 예를 들어, 이익이 난 주식은 매도를 너무 일찍 하고 손실이 발생한 주식은 너무 오래 보유하는 비대칭처분효과(the disposition effect; Shefrin and Statman 1985; 하영원, 김영두 2011), 이득은 분리하여 실현하고 손실은 통합해서 매도하는 통합 및 분리 원칙(Thaler 1985; 김동철, 최원욱, 박재완, 이윤중 2006) 등 투자행동의 편의(bias)를 중심으로 연구가 진행되고 있다(이진용 2010). 본 연구에서는 소비자들이 금융상품을 구매하고 그 후 어떠한 투자 행동을 보이는 지 초점을 맞춘 위의 연구들과 달리, 소비자들이 금융상품 선택(choice) - 즉 투자의사결정에 초점을 두고자 한다.

앞서 언급한 바와 같이, 많은 경우 소비자들은 금융상품을 구매하기 전 투자기간, 목표수익률 등 일련의 사전 선택을 질문에 대한 응답형태로 의사결정을 요구 받는다. 일반적으로 의사결정은 상당한 인지적 노력과 시간을 필요로 하는 과업이다. 이는 의사과정이 정보의 획득과, 주요 속성에 대한 대안의 비교, 선호하는 대안의 선택 과정을 요하기 때문이다(Bettman, Johnson and Payne 1990). 이러한 인지적 노력은 의사결정의 경중과 관계없이 일어나며(Sela and Berger 2012), 이러한 인지적 노력을 소요해야만 하는 의사결정 사항을 예상하는 것만으로도 인지적 노력이 소요된다(Fennema and Kleinmuntz 1995).

본 연구에서는 특별히 소비자들이 수행하는 투자前 선

택이 소비자들에게 보통의 의사결정보다 인지적으로 더 큰 부담을 야기한다고 주장하며 다음과 같은 이유를 제시한다. 첫째, 대체로 투자의사결정은 시간적으로 거리가 있는 미래에 유익한 목표를 달성하도록 실행되기에 의사결정과정 자체가 자기 통제 과정에 의해 이끌어지는 경향이 있다(Zhou and Pham 2004). 즉, 투자의사결정은 인간의 자연스러운 욕구를 해소하기 위한 “희망 목표 want-to goals”라기보다는 반드시 해야 하는 “당위 목표 have-to goals”에 더 가깝다고 볼 수 있다(Inzlicht, Schmeichel and Macrae 2014). 예컨대, 오늘 맛있는 것을 먹고, 좋은 옷을 입고 싶은 욕구를 해소하기 위해 돈을 쓰기보다, 그 돈을 은퇴 후 안정된 삶이라는 미래의 목표를 위해 금융상품에 대한 투자를 고려하는 것이다. 따라서, 투자기간을 정하는 비교적 간단하게 보이는 의사결정이라도 금융 소비자에게 의미하는 것은 내포하는 것은 그 기간동안 개인이 얼마나 일상 생활의 즐거움에 소요될 수 있는 예산을 줄이며 불편함을 감수해야 하는 가의 문제일 수 있다.

이러한 자기통제과정을 수반한 의사결정이 소비자들의 인지적인 자원을 상당히 소모함은 기존 연구에서 잘 제시되고 있다(regulatory resource theory; Muraven and Baumeister 2000). 왜냐하면, 이러한 의사결정은 관리적 통제(executive control)에 의해 감시되며 이러한 감시 과정은 개인으로 하여금 주어진 정보에 주의 집중하게 하며, 상위 목표를 끊임없이 상기하게 하고, 주어진 정보 기억하게 하는 등 인지적 부담을 야기한다(Shimamura 2000).

둘째, 이러한 투자前 의사결정은 그 자체가 의미가 있다기보다는 최종 금융상품의 선택과 개인 자산 관리, 더 나아가서는 개인의 삶의 질 향상이라는 상위 목적 달성을 위한 수단적인 의미를 가진다. 기존 연구에서는 소비자들의 선택의 수단성(instrumentality)이 강할수록

인지적 자원이 많이 소모된다는 것을 주장하였다(Choi and Fishbach 2011). 이는 상위 목표를 충족시키기 위해서 수행되는 수단적 선택은 일반적인 선택과 비교하여 소비자들 상위 목표를 끊임 없이 상기하게 하고 주어진 대안이 그 목표를 달성할 수 있는지 숙고하는 과정을 요하기 때문이다.

셋째, 많은 투자前 의사결정은 대안 사이의 상쇄관계(trade-off)를 수반한다. 예를 들어, 시장수익률을 상회하는 대안은 원금보장 가능성이 낮아지고, 원금보장이 가능한 대안은 수익률이 높지 않다. 또한, 짧은 투자기간을 선택할 경우 불확실성이 낮아지나 수익률이 낮을 수 있고, 긴 투자기간을 선택할 경우 잠재수익률은 클 수 있으나 불확실성이 커질 수 있다. 즉, 어떠한 대안의 한 속성이 다른 대안보다 바람직하지만, 다른 속성이 그렇지 않다면 대안들이 상충한다는 느낌(a feeling of conflict)이 일어나고, 이러한 상충감을 해소하는 것은 인지적으로나 감정적으로 소모적이다(Bettman, Luce and Payne 1998). 결국 이러한 상쇄관계가 있는 선택을 연속적으로 수행할 경우 관리적 자원(executive resource)의 고갈이 일어나 소비자들의 선택에 영향을 미치게 된다(Wang, Novemsky and Baumeister 2010).

위와 같은 이유로, 본 연구에서는 투자前 일련의 선택을 하는 경우는 그렇지 않은 경우보다 소비자들의 인지적 자원이 고갈을 야기하는 것이라 추론한다. 다음은 이러한 인지적 고갈상태에서 핵심 의사결정인 최종 투자상품 선택 시 일어날 수 있는 결과에 대해 알아보겠다.

2. 인지적 자원 고갈이 최종 투자 상품 선택에 미치는 영향

소비자들이 일련의 투자前 의사결정으로 인지적 자원의 고갈을 경험할 때, 후속 투자상품 선택에 미칠 수 있는

영향은 다음과 같다. 기존 연구는 소비자들이 일련의 인지적 노력을 요하는 선택을 수행할 경우 “관리적 통제(executive control)”을 위한 인지적 자원의 결핍이 일시적으로 일어나게 되고, 이에 따라 후속 선택 시에는 대안 간의 상쇄(trade-off) 고려에 인지적 노력을 기울이는 정보처리(effortful processing) 경향은 감소하여 직관적 정보처리(intuitive processing) 경향이 증가한다고 제시하고 있다(Pocheptsova et al. 2009). 즉, 대안의 상쇄성(trade-off)을 면밀히 고려하는 정보처리 경향이 줄어드는 것이다. 이런 경우, 더 나아가서 소비자들은 제시된 정보 중 일부를 기준으로 삼아서 의사결정을 하는 경향이 증가하게 된다(reference-based decision-making; Pocheptsova et al. 2009).

그렇다면, 투자상품 대안 사이의 잠재 수익률과 위험 정도가 상쇄될 경우(예: 고수익-위험 vs. 저수익-안전), 소비자들은 인지적 자원 결핍을 경험할 때 잠재 수익률과 위험수준 중 어떠한 정보를 기준으로 의사결정 하는 경향을 가질까? 본 연구에서는 이러한 경우 소비자들은 잠재 수익을 기반으로 결정을 하는 경향이 커지고, 따라서 공격적 투자대안을 선택하게 될 것이라고 예상한다.

이러한 예측은 인지 자원 결핍 시 부정적인 상황을 피하고자 하는 행동억제체계(behavioral inhibition system) 활성화 정도가 낮아지고(Inzlicht and Gutsell 2007), 이에 따라 상대적으로 행동 활성화 체계(behavioral activation system) 정도가 높아져서 접근 동기 충동(approach-motivation impulse)이 활성화된다는 연구에 의해서 지지될 수 있다(Schmeichel, Harmon-Jones and Harmon-Jones 2010). fMRI를 이용한 최근 연구에서는 자기 규제 고갈(self-regulatory depletion) 상태와 뇌의 보상(reward)관련 부분의 활성화의 신경학적인 연관성을 제시되기도 하였다(Wagner, Altman, Boswell, Kelley and Heatherton 2013). 즉, 개인

은 인지적 자원의 고갈을 경험할 때, 보상에 대한 접근 동기가 활성화되어 도박 게임에 더욱 큰돈을 걸거나, 달러 기호와 같은 보상관련 자극에 민감하게 반응하는 결과를 보이기도 하는 것이다(Schmeichel et al. 2010).

이와 비슷한 맥락에서, 기존 연구는 인지 자원의 결핍 시 개인은 꼭 해야만 하는 당위 목표(have-to goals)보다는 현재 하고 싶은 희망 목표(want-to goals)로의 동기부여가 된다고 제시하고 있다(Inzlicht, Schmeichel, and Macrae 2014). 예를 들어 일련의 선택을 실행하여 인지적 자원의 결핍을 경험하는 소비자들은, 후속 선택상황에서 맛있어 보이지만 비싼 사탕과 좀 덜 맛있어 보이지만 저렴한 사탕을 제시할 때 맛있어 보이는 측면에 더 반응하여 비싼 사탕을 선택한다(Bruyneel et al. 2006). 이와 비슷하게, 자원고갈을 경험한 소비자들은 충동 욕구를 자극하는 제품에 대한 선호가 증가한다(김태엽, 이진용 2017; 송시연, 박종원 2009; Vohs and Heatherton 2000). 즉, 앞에서 언급한 바와 같이, 관리적 통제(executive control)의 수행은 당위 목표와 그에 적합한 정보의 집중과 처리 등이 상당히 힘든 감시 과정(monitoring process)이기에 소요되는 인지적 자원이 일시적으로 결핍될 경우 개인은 당위 목표(비용관리)가 억누르고 있었던 희망 목표(쾌락)를 나타내는 자극에 더 민감하게 되고 선택하게 된다는 것이다.

따라서 본 연구에서는 소비자들이 일련의 투자 관련 의사결정을 한 후 투자상품 대안을 선택할 때, 대안 간의 잠재 수익률과 위험정도의 상쇄관계를 숙고해서 선택하기 보다는, 잠재적 보상을 나타내는 수익률 정보에 기반한 선택이 증가할 것이라고 예측한다. 즉, 인지적 자원 결핍이 소비자들로 하여금 보상 관련한 정보에 초점을 맞추어 선호를 형성할 것으로 예상하는 것이다. 따라서 투자상품의 고려에서는 위험정도보다는 잠재 수익률에 **기반 하여** 선호를 형성하여, 소비자로 하여금 공격적

인, 즉 보다 위험자산에 대한 선호를 증가하는 결과를 야기할 것이다.

가설 1: 금융 소비자들이 일련의 질문에 응답한 후에는 그렇지 않은 경우보다 후속 금융상품 상황에서 고수익 고위험 투자 상품에 대한 선호가 증가할 것이다.

위의 가설을 검증하기 위해 본 연구는 크게 두 행동 실험을 실행하였다. 각 실험에서는 투자 상품 제시 순서를 다르게 하여 소비자의 투자 성향이 일련의 의사결정을 한 후와 하기 전 두 조건에서 달라지는 지를 보았다. 앞에서 언급한 바와 같이, 투자 전 의사결정은 투자대상의 위험도와 수익률에 직접적으로 관계가 없는 경우에 집중하였다. 이 두 실험을 통하여, 소비자들의 투자 상품 선호가 투자상품 선택 전에 해야만 했던 의사결정이라는 상황적요인에 의해 영향을 받는 지 여부를 검증할 것이다.

III. 실험 1: 고수익 위험자산 선택

1. 연구 목적

실험1은 일련의 질문에 응답한 이후 소비자들로 하여금 수익률은 높지만 위험정도가 높은 금융상품의 선호를 증가시킬 것이라는 본 연구의 가설을 검증하고자 했다. 이를 위해 본 연구에서는 투자 관련 조항들의 위치를 실험 조작의 수단으로 사용했다. 즉, 일반적으로 사람들이 화면의 위에서 아래로 글을 읽으면서 응답해 나간다는 점을 고려하여, 실험군(투자 전 의사결정 有)에서는 보통의 경우처럼 일련의 투자 관련 질문을 먼저 제시하고 최

하단에 금융 상품에 대한 선택을 제시하였다. 반면, 대조군(투자 전 의사결정 無)에서는 금융 상품에 대한 선택을 먼저 제시한 후, 투자 관련 조항을 제시하였다.

2. 방법

대상 및 설계

248명이 아마존 메커니컬 톡(Mechanical-Turk; 이후 M-Turk)을 통해 실험1에 참여했다. 모든 참여자들은 실험 참여의 대가로 미리 정해진 금액을 수령했다. 참여자들의 평균연령은 37.72세였으며, 이 중 여성은 135명(54.44%)이었다. 참여자들은 실험군(투자 전 의사결정 有; N = 127)과 대조군(투자 전 의사결정 無; N = 121)에 무작위로 배치되었다.

절차

참여자들 모두 자신들이 금융기관에서 특정한 금융상품 구매를 고려하는 상황의 시나리오를 읽었다. 이 금융상품은 시중의 적립식 펀드와 유사하게, 개인이 원하는 기간 동안 일정 금액의 돈을 주기적으로 납입한 뒤 약정기간이 끝나면 투자금과 투자수익금을 수령하는 금융상품이라고 소개되었다.

실험군(투자 전 의사결정 有)의 참여자들은 해당 금융상품에 가입하기 위해서 일련의 선택을 요하는 항목이 제시되었다. 예를 들어, 1회 적립금액(최소 \$200부터 최대 \$1000까지), 적립주기(매달 vs. 매분기), 적립일(해당 월의 1일, 10일, 20일, 25일 중 하루), 투자기간(최소 1년부터 최대 5년) 등과 같은 항목에 대한 결정을 내려야 했다. 위와 같은 문항들을 모두 실제 개인의 투자 상황에서 제시되는 설문항목으로 선정하여 외적 타당성을 유지하고자 하였다. 또한 해당 항목들이 종속변수인 위험자산선택과 직접적인 연관성은 없다는 측면에서,

특정 대상에 대한 태도에 대한 질문을 먼저 함으로 후속되는 행동의향(behavioral intention)에 대한 질문에 응답에 영향을 줄 수 있다는 질문-행동효과(question-behavior effect; Dholakia and Morwitz 2002)의 영향을 최소화하고자 하였다. 참여자들은 그 후 안전자산(safe asset building)과 “공격적 이윤추구 자산(aggressive profit seeking)”의 두 종류의 투자 상품 중 하나를 선택하게 되었다. 대조군(투자 전 의사결정 無)에서는 위의 항목의 순서가 변경되어, 핵심문항인 투자상품 선택이 제일 먼저 제시되고, 그 후 다른 항목들이 제시되었다. 핵심 문항인 투자 상품 선택을 제외한 다른 항목들의 순서는 두 조건 모두 동일했다. 이 후 인구통계학적 질문들이 제시되었다.

3. 결과

표본특성

앞에서 언급한 바와 같이 실험1의 디자인은 1요인 2수준(실험군-투자 전 의사결정 有 vs. 대조군-투자 전 의사결정 無)의 실험자간 비교였다. 먼저, 투자상품 선택을 제외한 항목에 대한 응답이 두 조건 간에 차이가 있는지 확인하였다. 이에 1회 적립금액, 적립주기, 적립일자, 투자기간과 항목에 대한 선택들에 대해 카이 제곱 독립성 검정을 실시하였다. 그 결과 투자 전 의사결정 유무조건 사이의 응답자들의 각 항목에 대한 선택에는 차이가 없음을 확인되었다($p > .40$; <표 1>). 또한, 두 집단 사이의 금융지식의 간접 추정치(proxy; Lusardi and Mitchell 2007)라 간주되는 교육수준의 차이도 발견되지 않았다($p > .20$). 이를 통해, 가설에서 제시한 두 조건 간의 투자상품 선호의 차이에 실험조작이 아닌 표본 특성이 미치는 영향이 적다고 제시할 수 있다.

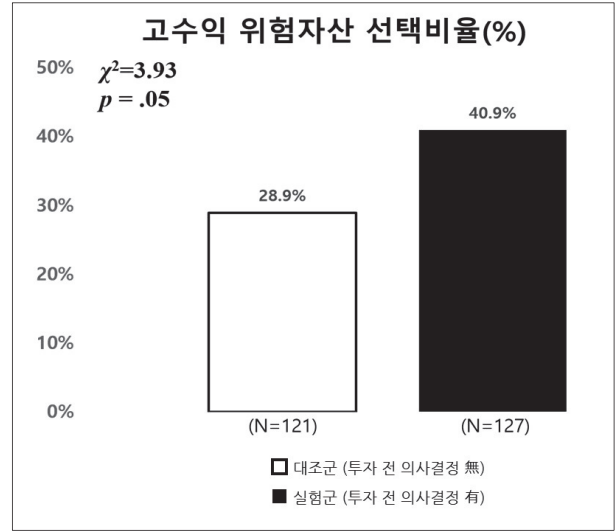
위험자산선호

본 연구의 주요 종속변수인 위험자산선호에 대하여 분석하였다. 앞에서 언급한 바와 같이, 실험1의 디자인은 1요인 2수준(실험군 vs. 대조군)의 실험자간 비교였으며, 종속변수로 투자상품(공격적 이윤추구 자산 vs. 안전자산)에 대한 선택을 사용했다. χ^2 -독립성 검정을 통해 실험군과 대조군이 각 선택지를 선택하는 비율이 상이했는지 검정한 결과, 예측과 일관되게 두 집단의 선택이 유의미하게 차이를 확인할 수 있었다($\chi^2=3.93$; $p = .05$). 구체적으로 대조군(투자 전 의사결정 無)에서는 28.9%만 고수익 위험자산을 선택한 반면, 조작집단에서는 40.9%가 고수익 위험자산을 선택해 실험군(투자 전 의사결정 有)에서 고수익 고위험 금융상품이 증가함을 알 수 있었다(〈그림 1〉).

〈표 1〉 피험자들의 각 투자관련 항목들 선택과 교육수준에 대한 기술통계 (실험1)

		대조군 (N=121)	실험군 (N=127)
적립 금액	\$200	52.07%	58.27%
	\$400	26.45%	23.62%
	\$600	9.92%	9.45%
	\$800	3.31%	0.78%
	\$1,000	8.26%	7.87%
적립 주기	매달	63.64%	66.14%
	매분기	36.36%	33.86%
적립 일자	첫째 날	42.98%	44.88%
	열 번째 날	26.45%	29.13%
	스무 번째 날	22.31%	14.96%
	스물 다섯 번째 날	8.26%	11.02%
투자 기간	1년	9.92%	11.02%
	2년	19.01%	18.11%
	3년	16.53%	23.62%
	4년	2.48%	4.72%
	5년	52.07%	42.52%
교육 수준	중학교 중퇴	0.00%	1.57%
	중학교 졸업	17.36%	11.81%
	고등학교 졸업	28.10%	30.71%
	대학교 재학	37.19%	46.28%
	대학교 졸업	17.36%	11.81%

〈그림 1〉 고수익 위험자산 선택비율(%)



4. 요약 및 논의

실험1에서는 일련의 문항에 응답하는 것이 소비자들로 하여금 고수익 고위험의 금융상품에 대한 선호를 증가시킨다는 가설을 지지하였다. 즉, 개인이 일련의 의사결정을 수행한 경우, 그렇지 않은 경우보다 인지적 자원이 고갈되어 그 후 투자선택상황에서 잠재 수익률을 기반으로 하는 경향이 커질 것이라는 예측과 일관된 결과인 것이다.

한편 투자 상품 의사결정에서 일련의 질문에 대한 선택들이 자신의 투자 상품을 더욱 신중하게 고려하게 하거나, 혹은 그 반대로 자잘한 선택을 함으로 후속 선택도 사소한 선택이라고 간주하는(trivializing) 역할을 할 수도 있다는 주장이 가능하다. 하지만, 이러한 정보 처리에 대한 동기의 변화가 반드시 고수익-고위험 상품에 대한 선호로 이어진다고 보기는 어렵다. 이것은 정보를 숙고하는 경향(need for cognition; Cacioppo and Petty 1982)은 위험추구성향과 상관관계가 낮은 명확히 구별되는 개념이라고 제시한 선행 연구들에 의해 지

지된다(Meetens and Lion 2008; Lin, Yen, and Chuang 2006). 즉, 금융상품의 잠재수익률과 위험도를 신중히 고려하는 것, 혹은 반대의 경향이 고수익-고 위험 자산을 선호하게 하는 결과를 야기하지는 않는다는 것이다.

반면에, 본 연구에서 주장하는 바와 같이, 선행질문이라는 상황적 요인이 개인의 보상에 대한 민감성을 증가시켰다면, 평소 위험에 대한 민감성이 큰 투자자일수록 이러한 효과가 현저할 것으로 예상된다. 위험회피성향이 큰 개인은 일반적인 상황에서는 대안의 보상보다 잠재위험에 초점을 맞추어 의사결정을 내리고, 위험추구 성향이 큰 개인은 보상에 비중을 둔 의사결정을 내린다는 것은 잘 알려져 있다(Brockhaus 1980; Sitkin and Pablo 1992). 따라서, 투자관련 선택행위의 수행이라는 상황적 요인이 개인의 보상민감도를 증가시키는 효과를 가진다면, 일반적으로 대안의 보상에 민감한 위험 추구성향의 개인들보다는 일반적으로 위험을 회피하는 성향이 강한 개인들에게서 그 상황적 요인에 의한 효과가 뚜렷이 관찰될 것이다. 다시 말하면, 상황적 요인이 개인의 내재된 투자성향을 반영하지 않는 선택을 이끄는 효과는 위험추구성향이 낮은 개인들에게 현저하게 나타날 것이다. 이러한 개인의 위험추구성향의 조절효과를 검증함으로써, 투자 전에 질문에 응답한다는 상황적 요인이 고수익 위험자산의 선호를 증가시키는 것이 개인의 보상민감도를 증가시키기 때문이라는 본 연구의 주장을 뒷받침할 수 있을 것이다.

가설 2: 고위험 고수익 투자상품에 대한 선호를 증가시키는 효과는 위험추구성향이 낮은 소비자들보다 위험추구 소비자들보다 더 현저하게 나타날 것이다.

IV. 실험 2: 고수익 위험 자산 투자 배분

1. 연구 목적

실험 2에서는 실험 1에서 발견한 투자 전 의사결정의 위험자산 선호에 미치는 효과를 개인의 위험추구 성향이 조절하는 것을 검증하고자 한다. 즉, 평소의 상태라면 안전자산을 더욱 선호하는 투자자들이 투자 전 선택행위로 말미암아 위험자산으로의 선호가 증가함을 보임으로, 투자 전 의사결정이 이들의 보상민감성을 증가시킴을 나타내고자 한다. 이렇게 상황적인 요인이 개인의 위험추구 성향을 넘어서 투자 선호도에 영향을 미침을 보여줌으로써, 인지자원 고갈효과에 대한 주장을 뒷받침하고자 한다. 이와 더불어, 실험2에서는 현재 미국에서 많이 거론되는 금융상품인 개인 은퇴 계정(Individual Retirement Account)을 실험 자극물로 사용해 외적 타당성을 증가하고자 한다.

2. 방법

대상

200명의 참여자들이 M-Turk을 통해 실험에 참여했다. 피험자들의 평균연령은 34.5세였다. 피험자들 중 여성은 119명이었고, 남성은 81명이었다. 모든 참여자들은 실험 참여의 대가로 미리 정해진 금액을 수령했다.

실험 설계 및 실험 자극

참여자는 실험군(투자 전 의사결정 有)과 대조군(투자 전 의사결정 無)에 무작위로 배치되었다. 실험2에서도 실험1과 마찬가지로 핵심 종속변수인 설문 상에서 고수익 위험자산의 투자선택 위치를 조정하는 방식으로 실험 조작을 실시하였다. 실험군의 경우 투자 관련 선택을 아

래에 핵심 종속변수에 관한 문항이 위치하였고, 대조군의 경우 핵심 종속변수에 관한 문항이 먼저 제시되었다.

실험절차

실험2의 실험절차는 실험1과 거의 동일하였다. 하지만, 실험2에서는 개인 은퇴 계정(Individual Retirement Account; 이후 IRA)이라는 현재 각광받는 실제 금융상품을 사용하여 외적타당성을 증가시키고자 하였다. 피험자들은 자신들이 IRA에 가입한다고 생각하며 IRA와 관련된 4개의 항목에 대해서 자신들이 원하는 선택지를 골랐다.

피험자들이 수행하게 된 투자 관련 의사결정은 투자 금액, 납입빈도, 자동이체 유무 등이다. 구체적으로 말하자면, 피험자들은 먼저 자신의 연봉이 미국인 평균소득인 3만 달러라고 가정하고(World Bank 2018) IRA 투자금액을 결정하였다. 이는 개인의 가용자산의 효과를 통제하려 함이었다. 투자금액의 범위는 연봉의 3%부터 18%까지였으며, 이를 3%간격의 6개의 선택지로 나누었다. 3%부터 18%까지의 투자범위는 IRA 실제 규정을 참고하여 설정한 것이다(Internal Revenue Service 2018). 피험자들은 또한 IRA에 얼마나 자주 납입할 것인지(매달 vs. 매분기), IRA 납입을 자동이체(Automatic Clearing House)로 할 것인지 아닌 지에 대한 결정도 수행했다.

핵심 종속변수인 고위험 고수익률의 금융상품에 대한 선호를 측정하기 위해서 자신의 투자금액의 몇 퍼센트를 고수익 위험자산(Risky but More Profitable Assets)에 배분할지를 물었다. 해당 항목에 대해 피험자들은 고수익 위험자산의 비율을 0%에서 100%까지 20% 간격으로 구성된 6개의 선택지 중 하나를 선택했다. 앞서 말한 바와 같이 이 핵심 종속변수의 측정은 실험군과 대조군이 각각 그 순서를 달리하여 측정되었다. 즉, 실험군

(투자 전 의사결정 有)에서는 상기한 투자관련 제반 의사결정 항목을(투자금액, 납입빈도, 자동이체 유무 등) 먼저 제시하고 그 후에 고수익 위험자산 투자 비율에 관한 항목을 제시하였고, 대조군(투자 전 의사결정 無)에서는 고수익 위험자산 투자비율에 관한 항목을 먼저 제시한 후 투자관련 제반 의사결정 항목을 제시하였다.

피험자들은 IRA와 관련된 선택행위를 종료한 뒤에는 개인의 위험추구 성향을 측정하는 6개의 문항에 응답했다(5점 척도; $\alpha = .63$; Nicholson, Soane, Fenton-O'Creevy and Willman 2005). 피험자들은 마지막으로 인구통계학적 질문들에 답한 뒤 실험을 마무리하였다.

3. 결과

표본특성

먼저, 투자상품 선택을 제외한 다른 항목에 대한 피험자들의 응답이 실험군과 대조군 사이에 차이가 있는지 확인하였다. 1회 적립금액, 적립주기, 적립일자, 투자기간과 항목에 대한 선택들에 대해 카이 제곱 독립성 검정을 실시하였다. 그 결과, 투자금액, 납입주기, 자동이체 여부 모두에서 유의미한 차이가 발견되지 않았다($p > .15$; <표 2>). 실험 1과 마찬가지로, 금융지식의 간접 추정치(Lusardi and Mitchell 2007)라 할 수 있는 교육수준도 차이가 있는지도 확인하였지만, 유의미하지 않았다($p > .15$).

위험자산 선호

실험2의 경우 2수준(투자 전 의사결정여부: 유 vs. 무)* 연속변수(위험추구 성향)의 독립변수들이 사용되었기 때문에 이들을 설명변수로 하는 선형 다중회귀분석을 이용해 실험결과를 분석했다. 이때 투자 전 의사결정여부는

〈표 2〉 피험자들의 각 투자관련 항목들 선택과 교육수준에 대한 기술통계 (실험2)

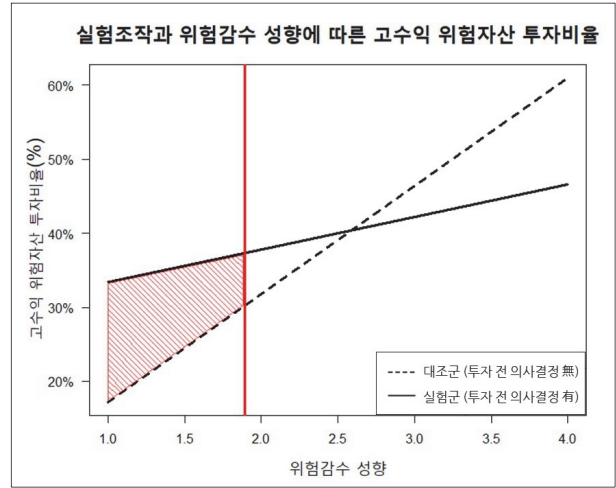
		대조군 (N=100)	실험군 (N=100)
투자 금액	3%	17.00%	20.00%
	6%	28.00%	36.00%
	9%	22.00%	14.00%
	12%	16.00%	14.00%
	15%	9.00%	7.00%
	18%	8.00%	9.00%
납입 주기	매달	76.00%	85.00%
	매분기	24.00%	15.00%
자동이체 여부	사용	89.00%	91.00%
	사용하지 않음	11.00%	9.00%
교육 수준	중학교 중퇴	2.00%	0.00%
	중학교 졸업	10.00%	17.00%
	고등학교 졸업	21.00%	27.00%
	대학교 재학	11.00%	8.00%
	대학교 졸업	42.00%	30.00%
	대학원 이상 과정	14.00%	18.00%

더미 코딩(Dummy Coding)을 실시했으며, 의사결정을 수행하지 않은 대조군이 0 의사결정을 수행한 실험군이 1로 코딩 됐다. 해당 회귀분석에는 투자 전 의사결정 여부, 위험추구 성향, 그리고 두 변수의 상호작용항이 설명변수로 추가되었다.

그 결과, 투자 전 의사결정여부와 위험추구 성향 간에 유의미한 상호작용이 존재함을 확인할 수 있었다($\beta_{Interaction} = -.51, t = -2.13, p = .03$). 특히 조절변수(위험추구 성향; $M = 2.12, SD = 0.66$)에 따라 독립변수(투자 전 의사결정여부)의 차이가 유의미한 지 확인하는 Johnson-Neyman 분석(Johnson and Fay 1950)을 실시한 결과, 예측한 바와 같이 위험 추구 성향이 낮은 피험자들에게서 투자 전 의사결정여부의 효과가 유의미하게 나타남을 확인할 수 있었다(〈그림 2〉).

구체적으로, 〈그림 2〉에서 볼 수 있듯이 실험조작과 위험추구 성향에 따른 고수익 위험자산 선택비율에서 위

〈그림 2〉 실험조작과 위험추구 성향에 따른 고수익 위험자산 투자비율



험추구 성향이 낮은 피험자들(빨간 직선 좌측; $J-N \text{ point} = 1.95$; 표준화된 $J-N \text{ point} = -.25$)에서 실험군(투자 전 의사결정 有)과 대조군(투자 전 의사결정 無)의 차이가 유의미하였다(빨간 빗금). 이는 투자 관련 선택의 수행이 위험추구 성향이 낮은 피험자들의 고수익 위험자산 선호를 증가시켰음을 보여준다. 이외의 피험자들(빨간 직선 우측)에서는 실험군과 대조군 간의 유의미한 차이가 발견되지 않았다. 예를 들어 +1 SD, 즉 원 척도 2.78에서의 유의도는 $p = .65$ 였다.

또한 상호작용과 별개로 실험조작의 결과는 여전히 유효했으며, 실험1과 마찬가지로 대조군(투자 전 의사결정 無)보다 실험군(투자 전 의사결정 有)에서 수익률이 높지만 리스크가 큰 금융상품을 선호하였다($\beta_{Treatment} = 1.32, t = 2.48, p = .01$). 또한 위험추구 성향도 고수익 위험자산의 선호를 예측하였는데($\beta_{Risk Propensity} = 0.73, t = 4.14, p < .01$), 이는 본 연구에서 사용한 척도가 효과적으로 사람들의 위험추구 성향을 측정하였음을 의미한다.

4. 요약

실험2에서도 본 연구의 가설을 지지하는 결과를 다시 한번 확인할 수 있었다. 상술하면, 투자 관련 선택을 수행한 피험자들이 그렇지 않은 피험자들보다 고수익 위험자산을 선호하였다. 그리고 이러한 효과는 투자자의 위험추구성향이 낮을수록 강하게 나타났다. 즉, 투자 상품 제시 순서와 같은 상황적 요인이 개인에게 보상에 대한 민감성을 증가시켰다면, 이러한 영향은 평소 위험에 민감한 보수적인 투자가일수록 더욱 크게 나타날 것이라는 본 연구의 주장을 지지하였다. 이렇듯, 인지적 자원이 고갈되지 않는 평소의 상태라면 안전자산을 더욱 선호하는 투자자들이, 투자 전 선택행위로 말미암아 위험자산으로의 선호가 증가함을 보임에 따라, 투자 상품이 어떻게 제시되는가 하는 상황적인 요인이 개인의 위험추구성향을 넘어서 투자 선호도에 영향을 미칠 수 있다는 것을 보여주고 있다.

V. 종합 논의

1. 본 연구의 시사점

본 연구는 소비자들의 투자상품 선호가 투자 상품 선택 전에 해야만 했던 의사결정에 의해 영향을 받을 수 있음을 발견하였다. 합리적인 선택이 중요한 투자의사결정에서 이러한 상황적인 요인으로 인한 의사결정의 왜곡은 소비자 후생과 삶의 질에 영향을 미치는 매우 중요한 문제이다.

구체적으로, 실험1에서는 일련의 투자 관련 선택 행위의 수행이 소비자들로 하여금 고수익 고위험의 금융상품에 대한 선호를 증가시킨다는 것을 발견하였다. 즉, 개

인이 투자관련 일련의 의사결정을 수행한 경우, 그렇지 않은 경우보다 인지적 자원이 고갈되어 그 후 투자선택 상황에서 잠재 수익률을 기반으로 하는 경향이 커진다는 것이다. 이러한 점은 투자에 관련된 일련의 의사결정은 겉으로 보기에 크게 인지적 부담을 일으키는 것으로 보이지 않더라도 투자라는 특성상 다른 일반적인 의사결정에 비해 인지적 자원을 많이 소비함을 제시하고 있다. 즉, 본 논문의 서두에서 제시한 바와 같이 금융상품이 가지고 있는 수단성(instrumentality) 및 상쇄성(trade-off) 등이 소비자들이 일련의 의사결정을 수행한 후에는 후속되는 중요한 의사결정에서 평소와는 다른 결정을 할 수 있음을 나타낸다.

더 나아가, 본 연구에서는 이러한 경향이 보수적 투자자, 즉, 위험자산보다는 안전자산을 더 선호하는 금융소비자들에게 더 강하게 나타남을 발견하였다. 즉, 투자 상품 제시 순서와 같은 상황적 요인이 개인의 위험에 대한 민감성을 낮추고, 대신 보상에 대한 민감성을 증가시켰다는 본 연구의 주장을 지지하는 한 측면으로, 이러한 경향이 평소 위험에 대한 민감성이 큰 보수적인 투자가일수록 더욱 크게 나타난 것이다. 이러한 결과는 선택의 맥락이 소비자들의 내재적인 위험추구성향을 넘어서 평상시와는 다른 선택을 하게 이끌 수 있으며, 궁극적으로는 의사결정의 질과 복지에 상당한 영향을 미칠 수 있다는 것을 제시한다.

현재 금융상품의 복잡도가 증가하는 경향이 뚜렷함에 따라 소비자들이 투자 과정에서 대안을 평가하고, 정보를 처리하면서 인지적 자원이 쉽게 고갈될 수 있는 상황이라는 것은 자명하다. 이와 같은 상황에서 소비자들은 대안들 사이에 존재하는 상쇄관계를 면밀히 비교하고 분석하기 보다는 대안의 한 측면인 잠재적 수익률에 큰 비중을 두어 선택을 할 가능성이 커진다는 것을 본 연구는 주장하고 있다. 예를 들어, 본 연구는 소비자들이 평

소에는 위험에 민감한 보수적인 투자기이더라도, 상황적인 요인으로 인하여 그 순간에 장밋빛 기회를 약속하는 투자상품에 끌리는 가능성이 있다는 점을 시사하고 있다.

이러한 점은 개인의 내재적인 투자 성향이 안정되게 수익률과 리스크가 다른 금융상품에 대한 선호를 설명할 수 있다는 견해에서 벗어나, 개인의 투자선택이 의사결정상황의 부수적인 요인에 의해 영향을 받을 수 있음을 제시한다. 이를 통해, 개인의 의사결정 투자성향이 금융상품이 제시되는 방법 등 상황적인 요인에 따라 영향을 받을 수 있다는 문헌(e.g., Zhou and Pham 2004; Lee 2018)에 공헌할 수 있다.

앞에서 언급한 바와 같이 본 연구는 설문이라는 인위적인 상황이 소비자들의 행동의향(behavioral intention)에 영향을 줄 수 있다는 측면에서 기존의 질문-행동효과(question-behavior effect; Dholakia and Morwitz 2002)에 관한 문헌과 관련될 수 있다. 하지만, 이러한 질문-행동효과에 대한 기존 연구들은 대체로 접근가능성과 진단성 이론(Accesibility-Diagnosticity framework; Feldman and Lynch 1988)을 기반으로 하여, 설문상황에서의 태도문항과 그와 밀접하게 연결된 행동의도에 대한 문항에 응답할 때(예: 재구매의도) 두 응답사이(예: 태도와 재구매의도)의 높아진 상관관계에 초점을 맞추었다.

이러한 기존 접근은 본 연구에서 주목하는 사전 질문과 후속 선택이 그 내용적인 면에서 직접적으로 관련이 없는 상황을 설명하기는 어렵다. 이에 본 연구에서는 금융상품선택이 일반적인 소비재 선택 상황에 비해 특별히 인지적 자원을 요한다는 측면에 주목하여 인지적 자원 결핍이론(Muraven and Baumeister 2000)을 중심으로 현상을 탐구하였다. 즉, 투자상품의 핵심정보인 위험도나 잠재 수익과 직접적인 관계가 없는 일련의 질문에 집중하여 그러한 질문들에 응답하는 행위가 어떻게

후속되는 투자선택에 영향을 줄 수 있는지 보였다는 의의가 있다.

그렇다면, 금융 소비자의 의사결정을 돕고자 만든 투자 전 설문이 야기할 수 있는 이러한 부작용을 어떻게 감소시킬 수 있을까? 기존 연구에서는 보상제공이나 과업의 결과의 중요성을 강조하는 등 동기부여를 통해 인지 자원의 고갈의 부정적인 영향을 완화할 수 있다고 제시하였다(Muraven and Slessareva 2003; Stewart et al. 2009). 따라서, 최종 단계인 금융상품 선택 시 이 선택의 결과의 중요도를 상기시킨다면 투자 전 의사결정 과정에서 고갈된 인지적 자원이 야기할 수 있는 부정적인 결과를 감소시킬 수 있을 것이다. 이렇게 금융 소비자의 의사결정 상황에서의 인지자원관리의 중요성을 인식한다면 소비자들의 의사결정의 질을 향상시키는 데 도움이 될 것이다.

2. 본 연구의 한계점

본 연구에서는 투자 상품 선택 전에 일련의 의사결정의 수행이 소비자로서 하여금 투자 대안의 위험수준 보다 잠재적인 보상인 수익률을 기준으로 투자상품을 선택하게 하는 현상에 초점을 맞추었다. 그리고 이를 의사결정수행 상에서 발생한 인지 자원 고갈이론을 바탕으로 설명하였다. 또한, 위험추구성향의 조절효과를 통해 이러한 기저변수에 대한 실증을 제시하고자 하였다.

하지만, 인지자원 고갈이라는 내재 변수를 직접적으로 검증하지 않았다는 한계가 있다. 이 분야의 많은 연구와 공통된 점으로, 인지자원 고갈의 심리상태는 실증적으로 그 상태를 측정하여 매개효과로 보여주기 어렵다는 측면에 기인한다. 따라서 향후 연구에서는 이러한 점을 보완하여 내재변수에 대한 보다 명확한 규명을 할 수 있다면 소비자들의 의사결정을 깊은 이해에 공헌할 수 있을 것이다.

또한, 미국 소비자를 대상으로 온라인 패널에서 자료를 수집했다는 한계점도 있다. 우선 더 통제된 실험실 혹은 실제 소비자들이 의사결정을 내리는 필드 스터디 등을 활용하여 본 연구의 행동실험에서 발견한 효과를 검증하는 것이 이 효과의 타당성과 신뢰성을 올리는 데 기여할 것이다.

〈최초투고일: 2018년 8월 18일〉

〈수정일: 1차: 2018년 8월 21일〉

〈 게재확정일: 2018년 8월 21일〉

참고문헌

- Baumeister, Roy F., Ellen Bratslavsky, Mark Muraven, and Dianne M. Tice(1998), "Ego Depletion: Is the Active Self a Limited Resource?" *Journal of Personality and Social Psychology*, 74(5), 1252-1265.
- Bettman, James R., Eric J. Johnson, and John W. Payne(1990), "A Componential Analysis of Cognitive Effort in Choice," *Organizational Behavior and Human Decision Processes*, 45(1), 111-139.
- Bettman, James R., Mary Frances Luce, and John W. Payne (1998), "Constructive Consumer Choice Processes," *Journal of Consumer Research*, 25(3), 187-217.
- Brockhaus Sr, Robert H.(1980), "Risk Taking Propensity of Entrepreneurs," *Academy of Management Journal*, 23(3), 509-520.
- Bruyneel, Sabrina, Siegfried Dewitte, Kathleen D. Vohs, and Luk Warlop(2006), "Repeated Choosing Increases Susceptibility to Affective Product Features," *International Journal of Research in Marketing*, 23(2), 215-225.
- Cacioppo, John T. and Richard E. Petty(1982), "The Need for Cognition," *Journal of Personality and Social Psychology*, 42(1), 116-131.
- Choi, Jinhee and Ayelet Fishbach(2011), "Choice as an End versus a Means," *Journal of Marketing Research*, 48(3), 544-554.
- Dholakia, Utpal M. and Vicki G. Morwitz(2002), "The Scope and Persistence of Mere-Measurement Effects: Evidence from a Field Study of Customer Satisfaction Measurement," *Journal of Consumer Research*, 29(2), 159-167.
- Economist(2016), "The Fall in Interest Rate: Low Pressure," *Economist*, September 24th, <http://www.economist.com/news/briefing/21707553-interest-rates-are-persistently-low-our-first-article-we-ask-who-or-what-blame>.
- Feldman, Jack M. and John G. Lynch(1988), "Self-Generated Validity and Other Effects of Measurement on Belief, Attitude, Intention, and Behavior," *Journal of Applied Psychology*, 73(3), 421-435.
- Fennema, Martin Gene and Don N. Kleinmuntz(1995), "Anticipations of Effort and Accuracy in Multiattribute Choice," *Organizational Behavior and Human Decision Processes*, 63(1), 21-32.
- Ha, Young-Won and Young Doo Kim(2011), "The Influence of Regulatory Focus on Financial Consumers' Investment Behavior: The Moderating Role of Regulatory Focus in the Disposition Effect and Post-disposition Risky Alternative Choice Behavior," *Korean Management Review*, 40(3), 606-629.
- Hadar, Liat, Sanjay Sood, and Craig R. Fox(2013), "Subjective Knowledge in Consumer Financial Decisions," *Journal of Marketing Research*, 50(3), 303-316.
- Internal Revenue Service(2018), Retirement Topics - IRA Contribution Limits, <https://www.irs.gov/retirement-plans/plan-participant-employee/retirement-topics-ira-contribution-limits>.
- Inzlicht, Michael and Brandon J. Schmeichel(2012), "What is Ego Depletion? Toward a Mechanistic Revision of the Resource Model of Self-Control," *Perspectives on Psychological Science*, 7(5), 450-463.
- Inzlicht, Michael and Jennifer N. Gutsell(2007), "Running on

- Empty: Neural Signals for Self-Control Failure,” *Psychological Science*, 18(11), 933-937.
- Inzlicht, Michael, Brandon J. Schmeichel, and C. Neil Macrae(2014), “Why Self-Control Seems (but May Not Be) Limited,” *Trends in Cognitive Sciences*, 18(3), 127-133.
- Johnson, Palmer O. and Leo C. Fay(1950), “The Johnson-Neyman Technique, its Theory and Application,” *Psychometrika*, 15(4), 349-367.
- Kim, Dong Chul, Yoon Jong Lee, Won Wook Choi, and Jai Wan Park(2006), “Individual Investors’ Mental Accounting: Asymmetric Realization of Gains and Losses,” *Korean Management Review*, 35(2), 671-692.
- Kim, Tae Yeop and Jinyong Lee(2017), “The Effects of Self Regulatory Resource Depletion and Decision Modes on Products Evaluations and Choices,” *Journal of Korean Marketing Association*, 32(2), 55-80.
- Lee, Jinyong(2010), “An Overview of Behavioral Decision Theory (BDT) in Consumer Behavior: Focusing on 2000-2009 Korean Studies,” *Journal of Consumer Studies*, 21(2), 193-236.
- Lee, Kyoungmi(2018), “Feeling Stereotyped and Its Effects on Investment Decisions,” *Seoul Journal of Business*, 24(1), 1-14.
- Lin, Chien-Huang, HsiuJu Rebecca Yen, and Shin-Chieh Chuang(2006), “The Effects of Emotion and Need for Cognition on Consumer Choice Involving Risk,” *Marketing Letters*, 17(1), 47-60.
- Lusardi, Annamaria and Olivia S. Mitchelli(2007), “Financial Literacy and Retirement Preparedness: Evidence and Implications for Financial Education,” *Business Economics*, 42(1), 35-44.
- Maeil Business Newspaper, “[Money on Stock Market] Report on Stock Trading Accounts,” 2018. 1. 29.
- Maeil Business Newspaper, “Launch of RoboAdvisor for Private Investors,” 2017. 12. 21.
- Meetens, Ree M. and René Lion(2008), “Measuring an Individual’s Tendency to Take Risks: The Risk Propensity Scale 1,” *Journal of Applied Social Psychology*, 38(6), 1506-1520.
- Money Today, “Report on Hot Popularity of ELS and ETF,” 2017. 3. 31.
- Murad, Andrea(2013), “How to Invest in a Low-Interest Rate Environment,” Fox Business, March 6th, <http://www.foxbusiness.com/features/2013/03/06/how-to-invest-in-low-interest-rate-environment.html>.
- Muraven, Mark and Elisaveta Slessareva(2003), “Mechanisms of Self-Control Failure: Motivation and Limited Resources,” *Personality and Social Psychology Bulletin*, 29(7), 894-906
- Muraven, Mark and Roy Baumeister(2000), “Self-Regulation and Depletion of Limited Resources: Does Self-control Resemble a Muscle?” *Psychological Bulletin*, 126(2), 247-259.
- Nicholson, Nigel, Emma Soane, Mark Fenton-O’Creevy, and Paul Willman(2005), “Personality and Domain-specific Risk Taking,” *Journal of Risk Research*, 8(2), 157-176.
- Pocheptsova, Anastasiya, et al.(2009), “Deciding without Resources: Resource Depletion and Choice in Context,” *Journal of Marketing Research*, 46(3), 344-355.
- Schmeichel, Brandon J.(2007), “Attention Control, Memory Updating, and Emotion Regulation Temporarily Reduce the Capacity for Executive Control,” *Journal of Experimental Psychology: General*, 13(2), 241-255.
- Schmeichel, Brandon J., Cindy Harmon-Jones, and Eddie Harmon-Jones(2010), “Exercising Self-Control Increases Approach Motivation,” *Journal of Personality and Social Psychology*, 99(1), 162-173.
- Sela, Aner and Jonah Berger(2012), “Decision Quicksand: How Trivial Choices Suck Us in,” *Journal of Consumer Research*, 39(2), 360-370.
- Shefrin, Hersh, and Meir Statman(1985), “The Disposition to Sell Winners Too Early and Ride Losers Too Long: Theory and Evidence,” *Journal of Finance*, 40(3), 777-790.
- Sitkin, Sim B. and Amy L. Pablo(1992), “Reconceptualizing the Determinants of Risk Behavior,” *Academy of Management*

- Review, 17(1), 9-38.
- Song, Sie Yeoun and Jong Won Park(2009), "The Effects of Self Regulatory Resource and Task Type on Making a Decision Between a Vice and a Virtue," *Journal of Consumer Studies*, 20(4), 1-20.
- Stewart, Christopher C., Rex A. Wright, Siu-Kuen Azor Hui, and Angel Simmons(2009), "Outcome Expectancy as a Moderator of Mental Fatigue Influence on Cardiovascular Response," *Psychophysiology*, 46(6), 1141-1149.
- Thaler, Richard(1985), "Mental Accounting and Consumer Choice," *Marketing Science*, 4, 199-241
- The Korea Economic Daily, "[Private Investment Trends Change] Consumers Prefer Financial Instruments over Fixed Deposit," 2017. 1. 18.
- The Korea Economic Daily, "The Largest Number of Stock Trading Accounts in History," 2017. 6. 16.
- Vohs, Kathleen D. and Todd F. Heatherton(2000), "Self-Regulation Failure: A Resource-Depletion Approach," *Psychological Science*, 11(3), 249-254.
- Wagner, Dylan D., Myra Altman, Rebecca Boswell, William Kelley, and Todd F. Heatherton(2013), "Self-Regulatory Depletion Enhances Neural Responses to Rewards and Impairs Top-Down Control," *Psychological Science*, 24(11), 2262-2271.
- Wang, Jing, Nathan Novemsky, Ravi Dhar, and Roy F. Baumeister(2010), "Trade-offs and Depletion in Choice," *Journal of Marketing Research*, 47(5), 910-919.
- World Bank(2016), "World Data Bank: World Development Indicator: Lending Interest Rate," <http://databank.worldbank.org/data/reports.aspx?source=2&series=FR.INR.LEND&country=JPN#>.
- World Bank(2018), United States, <https://data.worldbank.org/country/united-states>.
- Zhou, Rongrong and Michel Tuan Pham(2004), "Promotion and Prevention across Mental Accounts: When Financial Products Dictate Consumers & Investment Goals," *Journal of Consumer Research*, 31(1), 125-135.