

자금 원천이 금융상품 선호에 미치는 영향

강 현 모*

요약

본 연구에서는 투자자금을 어떻게 마련했느냐에 따라 금융상품에 대한 선호에 어떠한 차이가 생기는 지에 관해 연구하였다. 구체적으로 자금원천에 따라 투자자들의 준거점(reference point)과 손실회피성(loss aversion) 정도가 달라질 때, 프로스펙트 이론(Prospect theory, Kahneman and Tversky, 1979)의 가치함수(value function)를 이용한 수학적 모델링을 통해 투자대안에 대한 선호도가 어떻게 변화할 것인지를 예측하였다. 그리고 이를 실험을 통해 알아보았다. 실험에서는 선행 연구를 바탕으로 투자자금을 대한 애착과 과거의 투자 수익성이 투자자들의 손실회피성에 영향을 미칠 것이라 보고, 투자 자금을 적금자금과 주식투자이익자금으로 다르게 제시함으로써 자금원천에 따라 손실회피성 정도에 차이가 있음을 확인하였다. 실험 데이터 분석 결과, 자금원천에 따라 투자자금을 대한 손실회피성 정도에 유의한 차이가 나타났다. 이는 동일한 크기의 자금이어도 이를 투자자가 어떻게 마련했는지에 따라 금융 상품의 선택에 차이가 생긴다는 것을 의미한다. 또한 자금원천의 차이로 인해 투자자들의 준거점과 손실회피성 정도가 변화할 때 고수익-고위험(high-risk-high-return) 대안, 저수익-저위험(low-risk-low-return) 대안에 대한 선호도가 달라져 본 연구에서 제한한 가설이 지지됨을 알 수 있었다. 마지막으로 본 연구결과의 이론적 시사점과 향후 연구 방향에 관해 논의하였다.

핵심 주제어 : 자금원천, 손실회피성, 금융상품, 가치함수

* 국민대학교 경영대학 경영학부 부교수, E-mail : hmkang@kookmin.ac.kr

〈논문 투고일〉 2017. 04. 24

〈논문 수정일〉 2017. 05. 19

〈게재 확정일〉 2017. 05. 22

I. 서 론

현재 보유하고 있는 자금을 어떤 금융 상품에 투자 할 것인지를 결정할 때 투자자들은 매우 신중하게 결정한다. 행여 금융 상품을 잘못 선택했다가 소중한 자금을 잃을 수도 있기 때문이다. 이렇듯 투자 대안을 선택하는 과업에 대해서는 투자자들이 경제학에서 가정하는 ‘합리적인(rational)’ 결정을 하기 위해 최선을 다할 것이라 생각할 수 있다. 따라서 금융 상품을 선택하는 경우에는 ‘합리성’ 가정이 매우 적절한 것이라 생각된다. 다른 구매 상황에서는 그다지 합리적이 아닌 소비자라 할지라도 금융 상품을 선택하는 상황에서는 합리적인 태도를 가지려고 노력할 것이기 때문이다. 그러나 현실에서는 투자자들이 합리적이려면 발생하기 어려운 여러 가지 특이한 현상들이 빈번하게 발생하고 있다. 경제학에서의 가정과 달리, 현실의 금융시장에 비합리적인 또는 제한된(bounded) 합리성을 가진 투자자들이 많기 때문이다. 금융 상품 선택과 관련해서 투자자들의 행동을 연구하는 행동적 재무(behavioral finance) 분야의 여러 연구결과에 따르면 투자자들의 행동을 전통적 경제학 이론으로 설명할 수 없는 경우가 많다고 한다(Haigh and List, 2005).

1889년부터 1978년에 이르는 기간 동안 미국 금융시장에서 주식과 채권 사이의 수익률을 비교해 본 결과 독특한 현상이 나타났다(Mehra and Prescott, 1985). 평균적인 단기채권의 수익률은 1% 이하인 것으로 나타났는데 반해, 주식의 평균적인 연간 수익률은 약 7%가 되는 것으로 나타난 것이다. 그런데 금융 소비자들은 채권에 투자를 하기도 하고 주식에 투자를 하기도 하기 때문에 이 두 대안 사이에 이렇게 큰 수익률의 격차가 존재한다는 것은 매우 설명하기 힘든 현상이다. 이를 일컬어 주식프리미엄의 수수께끼(equity premium puzzle)이라 한다. 즉, 주식프리미엄의 수수께끼란, 오랜 기간 동안 주식의 수익률이 채권의 수익률에 비해 현저하게 높은 추세가 계속 지속되어 왔음에도 불구하고 이 둘 간의 수익률 격차가 계속 존재한다는 것으로 주식이 상대적으로 더 위험한 대안이라는 것만으로는 이 둘 간의 수익률 차이를 설명할 수 없어 수수께끼라는 단어로 표현한 것이다. 이러한 주식프리미엄수수께끼 현상은 투자자들의 합리성을 가정한 기존의 경제학 이론으로는 설명할 수 없다.

행동 경제학(behavioral economics)과 행동적 재무 분야의 연구들은 Kahneman and Tversky (1979)이 제안한 프로스펙트 이론(Prospect theory)의 준거점 의존성(reference point dependence), 손실 회피성(loss aversion) 등의 개념을 통해 기존 경제학 이론으로는 설명할 수 없었던 금융 소비자들의 행동을 설명한다. ‘실제로 소비자들이 어떻게 생각하고 어떠한 행동을 보이는가’에 대한 논의를 다루는 기술적 접근방식(descriptive approach)에 속하는 이 분야의 연구

들은 금융 소비자들을 이성과 완전한 합리성을 가진 존재라기보다는 제한된 합리성을 가진 존재로 본다. 따라서 소비자들은 규범적 의사결정에서 최적해(optimal solution)를 찾기위해 노력하기 보다는 적절한 수준의 만족해(satisficing solution)를 선택하게 된다. 이는 인지적인 소비자의 한계, 소비자가 보유한 정보의 양과 질의 한계 및 시간이나 비용의 한계 등으로 인해 소비자들이 완벽하게 이성적이고 합리적인 선택은 하지 못한다는 것을 의미한다.

본 연구에서는 금융 상품 선택에 대한 행동 경제학 및 행동적 재무 분야의 기존 연구들을 정리하고 이를 바탕으로 투자자금에 따라 투자자들의 금융 상품 선택이 어떻게 영향을 받는지를 수학적 분석을 통해 가설을 제안하고 이를 실험을 통해 검증하고자 한다. 만약 투자자들이 경제학에서 가정한 것처럼 합리적이려면 투자에 따른 기대수익률과 위험을 고려하여 투자 대안을 결정할 것이기 때문에 자금원천이 금융 상품의 선택에 전혀 영향을 미치지 않을 것이다. 그러나 제한된 합리성을 가진 투자자라면 같은 크기의 자금이라도 그 자금을 어떻게 마련했느냐에 따라 손실 회피성 정도가 달라지고, 준거점이 다르게 되어 결과적으로 투자 대안의 선택 역시 영향을 받게 될 것이다. 손실 회피성은 소비자들의 선택 행동을 설명하는 데 있어 전통적인 경제학 이론으로는 설명할 수 없는 여러 현상을 설명하는 개념이다. 본 연구에서는 자금원천에 따라 투자자들의 손실 회피성 정도가 달라질 것이라 생각하였다. 즉, 오랜 기간 동안 적금자금의 경우에는 많은 노력을 들여 자금을 마련했기 때문에 이에 대한 애착이 커서 손실 회피성 정도가 큰 반면, 짧은 기간에 주식투자를 통해 상대적으로 적은 노력을 들여 쉽게 마련한 주식투자이익자금은 적금자금과 비교해서 상대적으로 자금에 대한 애착이 작을 것이다. 또한 주식투자이익자금의 경우에는 과거의 투자에서 얻은 투자 수익이 혹시라도 이번 투자에서 발생할지 모르는 손해, 손실에 대해 쿠션의 역할을 해 줄 수 있으므로 적금자금보다 손실 회피성 정도가 작을 것이라 생각하였다. 따라서 동일한 액수의 자금이어도 그 자금을 어떻게 마련했는지에 따라 손실 회피성 정도가 달라져 결과적으로 투자 대안의 선택이 영향을 받게 될 것이라 생각하였다.

지금까지 금융산업에서 마케팅의 중요성은 다른 산업에 비해 상대적으로 낮은 편이었다. 또한 금융 상품의 독특한 특성 때문에 사실 마케팅 분야에서도 금융 상품을 대상으로 한 연구는 아직까지 그리 많지 않은 실정이다. 그러나 최근 금융환경이 빠르게 변화하면서 고객의 금융니즈가 다양해지면서 다른 산업에서처럼 금융산업에서도 마케팅의 중요성이 점점 높아지고 있다. 특히 투자자 개인의 의사결정행태 및 투자결정에 대한 체계적인 연구가 요구되고 있다. 따라서 이러한 필요성 하에서 본 연구에서는 투자자들의 금융 상품 선택 및 투자 대안 선호에 미치는 요인에 관해 알아보고자 수학적 모형을 통해 가설을 도출하고 이를 실험을 통해 알아보고자 한다. 특히 자금원천과 투자기간이 금융 상품 선택에 어떠한 영향을 미치는지

에 관해 살펴보고자 한다.

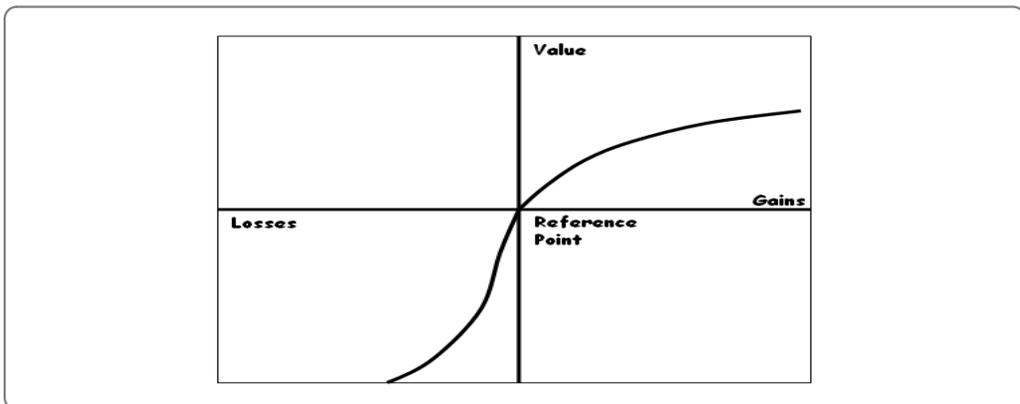
향후 본 연구의 결과는 금융산업에서 고객에게 투자상품을 추천할 때에 중요한 시사점을 가질 수 있을 것이라 생각한다. 금융 상품 마케터가 고객의 심리와 투자행태를 이해하고 있다면 훨씬 더 효과적으로 고객에게 자사의 금융 상품을 판매할 수 있을 것이다. 예를 들어 마케터는 고객이 투자자금을 어떻게 마련했는지 등을 고려해서 자사의 금융 상품을 효과적으로 추천, 판매할 수 있을 것이다. 또한 본 연구는 마케터가 금융 상품을 판매할 때 고객이 중요하게 고려하는 금융 상품, 투자기간 등을 고려하여 어떻게 효과적으로 자사의 상품을 판매할 것인지에 대해서도 지침을 제공해 줄 수 있을 것이다.

II. 이론적 고찰

1. 프로스펙트 이론(Prospect Theory)

Kahneman and Tversky(1979)이 제안한 프로스펙트 이론의 가치함수(value function)는 주류경제학의 기대효용이론의 효용함수에 해당하는 것으로 준거점 의존성, 민감도 체감성, 손실 회피성의 중요한 세 가지 특성을 갖는다(그림 1)의 S자형 가치함수참조). 이를 구체적으로 살펴보면 다음과 같다.

[그림 1] 프로스펙트 이론의 가치함수



(Kahneman and Tversky, 1979)

첫째, 준거점(reference point) 의존성이란 준거점 혹은 원점으로부터의 변화 또는 준거점과 비교하여 가치를 측정한다는 것으로 고려 대안의 효용이 준거점 아래에 있으면 이를 손실(loss)로 생각하고 준거점 보다 위에 있으면 이를 이익(gain)으로 생각한다는 것이다. 준거점에 대해 Kahneman and Tversky(1979)에서는 일반적으로 의사결정자의 현재의 상태(status quo)가 기준, 준거점이 된다고 주장하였다. 그러나 현실적으로 소비자들이 각각의 대안에 대한 평가를 할 때 어떠한 기준을 가지고 효용을 분석하거나 평가하는지를 실험이나 설문을 통해 알기는 어렵다. 대안을 평가하는데 있어 무엇을 기준으로 분석 하는지에 대한 Briesch et al.(1997)의 연구에 의하면 바로 전기의 구매에서 소비자가 지불한 가격을 준거점으로 할 때 결과적으로 소비자의 구매행동을 가장 잘 설명할 수 있었다는 결과가 나타났다. 즉, Briesch et al.(1997)의 연구에서는 여러 기준을 가지고 실증 연구를 한 결과, 직전의 구매에서 소비자가 지불한 가격을 준거점으로 하는 경우가 가장 소비자의 구매행동을 잘 설명했다는 것이다. 그러나 다른 선행연구인 K'oszegi and Rabin(2006)에서는 소비자의 기대 수준(expectation)에 따라 준거점이 결정된다는 결과가 나타났다. 실험을 통한 실증분석을 통해 준거점에 관해 연구한 Thaler and Johnson(1990)에서는 응답자들의 투자 대안 선택 시 과거의 투자 수익성이 영향을 미친다는 결과를 주장하였다. 한편, 도박(gamble)에 대한 실험을 수행한 Gneezy et al.(2003)에서는 도박을 할 때 응답자가 이익을 얻게 되면 고위험 - 고수익 대안에 배팅을 하는 경향을 보였지만, 반대로 응답자가 손해를 보았을 때에는 저위험 - 저수익 대안에 배팅을 하는 경향을 보인다고 주장하였다. 따라서 성공적인 주식 투자를 통해 마련한 주식투자이익 자금은 사전 투자 수익성이 좋아 준거점이 바로 전기의 투자 수익률이 되기 때문에 대안을 판단하는 기준인 준거점 수익률이 높은 반면, 적금을 통해 마련한 자금은 전기의 투자 수익률이 낮기 때문에 준거점 수익률도 낮을 것이라 생각할 수 있다.

프로스펙트 이론의 가치함수가 갖는 두 번째 특성은 민감도 체감성(diminishing sensitivity)이다. 이는 손익의 한계가치가 체감하는 것이다. 이익이나 손실의 가치가 작을 때에는 그 변화에 민감하여 손익의 작은 변화가 비교적 큰 가치의 차이를 가져오나, 이익이나 손실의 가치가 커짐에 따라 작은 변화에 대한 가치의 민감도는 점차 감소한다는 것이다. 이는 위 그림에서 가치함수의 기울기가 준거점에서 멀어질수록 점점 완만해지는 것을 의미한다.

마지막으로 손실 회피성(loss aversion)은 손해, 손실로 인한 상실감이 이익이 주는 만족감보다 훨씬 더 크게 느껴진다는 것이다. 손실 회피성은 위의 [그림 1]에서 이익 영역보다 손실 영역 쪽 기울기가 더 가파르다는 것으로 이해할 수 있다. 즉, 소비자의 손실회피 성향은 가치함수 그래프가 원점에서 완만하게 연결되지 않고 굴절되어 있다는 것을 나타낸다. Tversky and Kahneman(1992)의 실험연구 결과 일반적으로 이익에서 느끼는 기쁨보다 손실에서 느끼

는 고통이 약 2.5배 정도 큰 것으로 나타났다. 식(1)에서 k 는 손실 회피성 정도를 나타내는 것으로 $k=1$ 이면 손실에 대한 심리적 가치와 이익에 대한 심리적 가치가 같다는 것으로 손실 회피 성향이 없는 경우이고, k 가 클수록 손실 회피성 정도가 증가함을 나타낸다. 손실회피 성향이 강한 투자자들은 기대 손익이 동일하더라도 이익에 대한 만족보다 손실에 대한 고통을 더 강하게 인식하는 경향이 있다. 따라서 이익 영역에서는 위험을 회피하는 성향(risk aversion)을 보이는 반면, 손실 영역에서는 손실을 피하기 위해 위험을 선호(risk taking)하는 상반된 성향을 보인다. 한다. 소비자 행동 분야와 행동적 재무 분야의 선행 연구결과에 따르면 손실회피 성향은 주가에 따라 서로 다른 의사결정 행동을 보이는 처분효과(disposition effect, Shefrin and Statman, 1985), 자신이 소유한 대상을 더 가치있게 느끼는 보유효과(endowment effect, Thaler, 1980), 그리고 유인효과(attraction effect)와 같은 다양한 맥락효과(context effect) 등 여러 현상을 설명하는 중요한 개념이라 할 수 있다.

2. 애착(Attachment)

애착의 사전적으로 끌림, 매력 혹은 의존성 때문에 사람들 사이에 또는 어떠한 특정 대상에 대하여 만들어지는 '감정적 연합(emotional ties)'을 의미한다(Gladding, 2006). 애착이라는 단어에는 내재적으로 '관계'라는 의미가 포함되어 있다. 따라서 Hunter(1990)는 애착을 아주 특별한 감정을 포함하는 강렬한 관계로 정의하기도 했다. 본래 심리학에서 애착의 개념은 유아기의 어린 아이가 자신을 키워주거나 보살펴주는 양육자와 맺는 관계의 질에 대한 연구로부터 시작하였다. 일단 애착이 형성되면 이후 생애까지 지속적으로 영향을 미치고, 이렇게 애착을 형성한 특정 대상과의 정서적 유대감은 쉽게 변하지 않는다. 그리고 애착 행동은 그 대상을 보존하려는 보호반응으로 나타난다.

마케팅 영역에서 이러한 애착에 대한 연구는 주로 브랜드와 관련된 분야에서 진행되어 왔다(안광호, 김미화, 2008; 김해룡, 이문규, 김나민, 2005). 브랜드 애착이란, 특정 브랜드와의 관계에서 나타나는 강한 감정으로, 고객이 이용하거나 구매하는 어떠한 특정 브랜드와 지속적인 상호작용을 통해 마치 가까운 지인에게 느낄 수 있는 감정이나 정서적 유대감, 결속감 등이 브랜드와의 관계에서 형성되는 것을 말한다. 따라서 어떤 소비자가 특정 브랜드에 대해 애착을 갖게 되면 사람에 대해서 느끼는 정서적 유대감과 마찬가지로 해당 브랜드에 대한 지속적인 사용의도, 즉 브랜드 충성도를 형성하게 된다. 또한 어떤 소비자가 특정 브랜드에 대해 높은 브랜드 애착을 갖게 되면 해당 브랜드가 경쟁제품 보다 높은 프리미엄 가격을 갖거나 구매에 어려움이 있다 하더라도 해당 브랜드에 대한 강한 구매의도를 유지하게 된다.

한편, 같은 액수의 투자자금이어도 투자자가 그 자금을 어떻게, 어떠한 노력을 들여서 마련했는지에 따라 자금에 대한 애착 역시 달라 질 수 있다. 오랜 기간 동안 조금씩 꾸준히 열심히 모은 자금은 노력을 많이 들어간 자금으로 투자자가 높은 애착을 느낄 것이다. 그러나 짧은 기간 동안에, 운이 좋아서 별로 노력을 들이지 않고 쉽게 모은 자금은 상대적으로 투자자가 그다지 큰 애착을 갖지 않을 것이라 생각할 수 있다. 이렇게 투자자금마다 그 자금을 마련하는데 들어간 투자자의 노력 정도가 다를 수 있고 이에 따라 같은 액수의 자금이라 하더라도 자금에 대한 애착이 다를 것이다. 구체적으로 오랜 기간 동안 많은 노력을 들여 마련한 자금은 애착이 많이 가는 반면, 단기간에 쉽게 마련한 자금은 상대적으로 애착이 적을 것이다.

III. 가 설

같은 투자 자금이라 하더라도 그 자금을 어떻게 마련하게 되었는지는 투자자마다 모두 다를 것이다. 예를 들어 어떤 투자자는 오랜 기간 동안 매달 조금씩 적금을 넣어 힘들게 자금을 마련한 반면 어떤 투자자는 좋은 정보를 얻어 주식 투자를 한지 몇 달 만에 큰 돈을 마련하기도 한다. 이렇게 자금마다 자금마련에 들인 노력 정도가 다르고 이에 따라 같은 자금이라 하더라도 자금에 대한 애착이 투자자마다 다를 수 있다. 오랜 기간 동안 노력을 들여서 힘들게 자금을 마련한 경우에는 자금에 대한 높은 애착을 느끼는 반면, 단기간에 큰 노력을 들이지 않고 운이 좋아 쉽게 마련한 자금은 상대적으로 크게 애착을 느끼지 못할 것이다. 이렇게 자금원천에 들인 노력 정도에 따라 자금에 대한 애착이 달라져 손실회피성향에 차이가 나타날 수 있다.

손실 회피성은 금융 시장에서 처분효과와 같은 투자자들의 투자 행동(Benartzi and Thaler, 1995; Shefrin and Statman, 1985; Weber and Carmerer, 1998)을 설명하는 매우 중요한 개념이다. Benartzi and Thaler(1995)는 대학직원을 대상으로 실시한 실험에서 피험자에게 1년간 투자 수익률을 제공했을 때와 30년간의 수익률을 제공했을 때 주식펀드를 선택하는 사람들의 비율이 크게 달라진다는 사실을 발견했다. 1년간의 수익률을 제공했을 때 조사자 중 약 40%가 주식형 펀드를 선택한 데 반해 30년간의 수익률을 제공했을 때는 약 90%가 주식펀드를 선택했다. 이는 평가하는 시간이 짧아질수록 투자자들은 손실에 민감해지기 때문에 안정적이고 보수적인 투자를 선호하게 된다는 것이다. 이렇게 손실 회피 성향이 있는 투자자가

수익률 등락을 자주 확인하다 보면 손실을 크게 더욱 느끼게 되는데 이를 근시안적 손실 회피 경향(myopic loss aversion)이라고 한다(Benartzi and Thaler, 1995).

본 연구에서 선행 연구를 바탕으로 금융 시장에서 투자 상품을 선택하는 데 있어 투자자들의 자급에 대한 애착이 투자자들의 손실 회피성 정도에 영향을 줄 것으로 생각하였다. Kahneman and Tversky(1979)는 소비자들이 손실 회피성향을 보이는 이유에 대해 소비자가 자신이 갖지 못하는 효용에 대해 애착을 느끼기 때문이라고 설명하였다(나준희, 2005). 또한 여러 선행 연구에서 소비자들이 포기해야 하는 대안에 대해 갖는 애착이 손실 회피성 정도에 영향을 미친다고 주장하였다(Ariely, Huber, and Wertenbroch 2005; Ariely and Simonson, 2003; Dhar and Wertenbroch, 2000). 즉, 소비자가 애착을 느끼고 있는 제품을 갖지 못하거나 포기해야할 때 느끼는 심리적 고통으로 인해 손실 회피 성향을 갖게 된다는 것이다. Novemsky and Kahneman(2005)은 심리적으로 애착을 느끼기 때문에 손실 회피 성향을 갖게 되는 것이라고 주장하였다. 또한 Dhar and Wertenbroch(2000)는 애착에 대한 연구에서 소비자의 심리적인 요인(애착)이 손실 회피성향에 영향을 미친다고 주장하면서 이로 인해 기능적(utilitarian) 제품보다 즐거움을 주는 쾌락적(hedonic) 제품을 포기하는 것이 소비자에게 더 큰 고통을 준다고 주장하였다.

한편, 동일한 액수의 투자자금이라 하더라도 이를 어떻게 준비했는지에 따라 자신의 투자 자금에 대한 애착이 다를 것이라 생각할 수 있다. 꾸준히, 오랜 기간 동안 조금씩 자금을 모은 투자자는 자금을 마련하는데 노력을 많이 쏟았기 때문에 자급에 더 큰 애착을 느낄 것이다. 반면, 상대적으로 적은 노력을 들여 쉽게 자급은 마련한 경우에는 별로 애착을 갖지 않을 것이다. 예를 들어, 어떤 투자자는 몇 년 동안 매달 적금을 넣어 힘들게 자금을 마련한 반면 어떤 투자자는 운이 좋아 주식투자를 한지 몇 달 만에 큰 돈을 마련하기도 한다. 이렇게 자금마다 그 노력 정도가 다르고 이에 따라 같은 액수의 자금이라 하더라도 자급에 대한 애착정도에 차이가 생기게 된다. Novemsky and Kahneman(2005)연구에서는 노력을 많이 들일수록 대상에 대한 애착이 더 커진다고 주장하였다. 오랜 기간 동안 많은 노력을 들여 마련한 적금자금은 애착이 많이 가는 반면, 단기간에 쉽게 마련한 주식투자이익자금은 상대적으로 애착이 덜할 것이다. 따라서 자금을 마련하는데 들인 노력 정도에 따라 애착이 달라지고 이로 인해 손실 회피성 정도가 자금마다 다를 것이라 생각할 수 있다. 결과적으로 자급에 대한 애착이 투자자의 손실 회피성 정도에 영향을 미칠 것이라는 선행 연구를 바탕으로 같은 크기의 자금이라도 그것을 어떻게 마련했는지에 따라 투자자의 손실 회피성 정도가 달라질 것이라 생각할 수 있다. 따라서 다음과 같은 가설을 제안하였다.

〈가설1 : 자금원천에 따른 손실회피성향 차이〉

투자 자금을 마련하는데 들인 노력이 더 많을수록 투자자의 손실회피 성향이 더 크게 나타날 것이다.

프로스펙트 이론의 가치함수는 〈식1〉과 같이 일반적인 함수의 형태로 나타낼 수 있다.

$$v(x) = \begin{cases} (x-r)^\alpha & \text{if } x \geq r \\ -\lambda(r-x)^\alpha & \text{otherwise} \end{cases} \quad (1)$$

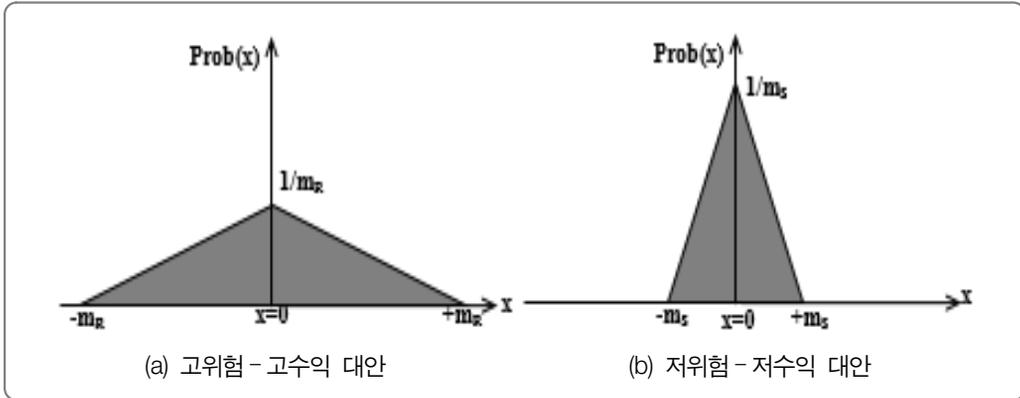
여기서 α 는 민감도 체감성을 나타내는 계수로 0과 1의 범위를 가지며, λ 는 손실 회피성을 나타낸다. 일반적으로 손실 회피성이 있는 소비자의 경우 λ 는 1보다 큰 값을 가지며, λ 가 클수록 손실 회피 성향이 더 강함을 의미한다. 실험 데이터를 바탕으로 한 Tversky and Kahneman (1992) 연구에서는 $\alpha=0.88$, $\lambda=2.25$ 으로 예측하였다. 또한 r 는 준거점을 의미한다.

한편, 금융 상품의 가장 중요한 속성으로 안정성과 수익성을 생각할 수 있다. 본 연구에서는 투자 대안의 속성으로 안정성과 수익성을 고려하여 금융 상품에 대한 예상 수익률 분포를 아래와 같이 고려하였다.

$$prob(x) = \begin{cases} -\frac{x}{m^2} + \frac{1}{m} & \text{if } 0 \leq x \leq m \\ \frac{x}{m^2} + \frac{1}{m} & \text{otherwise } (-m \leq x \leq 0) \end{cases} \quad (2)$$

위의 〈식2〉에서 x 는 투자 대안의 수익률을 나타내며, 본 연구에서는 각 투자 대안의 평균 수익률은 0, 분산은 $7m^2/6$ 을 가정하였다. 따라서 수익성이 높은 대안이 안정성이 높은 대안보다 더 큰 분산을 갖게 된다. 한편, 본 연구에서는 금융 상품 선택 시 주 고려요인인 안정성과 수익성을 바탕으로 [그림 2]와 같이 수익성이 높은 고위험-고수익(high risk high return) 투자 대안(IR)과 안정성이 높은 저수익-저위험(low-risk low-return) 투자 대안(IS)의 확률밀도함수를 고려하였다. 여기서 두 투자 대안의 평균 수익률은 동일하나 분산이 다른 경우로 수익성이 높은 대안으로는 주식형 펀드를 안정성이 높은 대안으로는 채권형 펀드를 생각할 수 있다. 식(2)에서 가정대로 안정성이 높은 대안보다 수익성이 높은 대안의 분산이 더 크므로 수익성이 높은 투자 대안(IR)은 안정성이 높은 투자 대안(IS)과 비교해서 최대 수익률이 더 높아 수익성은 좋으나 분산이 커 안정성은 낮음을 알 수 있다.

[그림 2] 두 금융 상품에 대한 확률밀도함수



본 연구에서는 투자자금에 따라 투자자들의 금융 상품 선택이 어떻게 영향을 받는지를 알아보고자 한다. 구체적으로 자금원천에 따라 준거점이 다르게 되므로 준거점이 투자 대안 선택에 어떠한 영향을 미치는지 알아보고자 한다. 이를 위해 본 연구에서는 <식2>에서 제안한 금융 상품의 주관적 가치를 <식1>의 가치함수를 바탕으로 다음과 같이 분석하였다.

$$\begin{aligned}
 EV &= \int_{-m}^0 \left(\frac{x}{m^2} + \frac{1}{m} \right) (-\lambda)(r-x) dx \\
 &+ \int_0^r \left(-\frac{x}{m^2} + \frac{1}{m} \right) (-\lambda)(r-x) dx \\
 &+ \int_r^m \left(-\frac{x}{m^2} + \frac{1}{m} \right) (x-r) dx \\
 &= - \frac{(-1+\lambda)r^3 + 3(-1+\lambda)r^2m + 3(1+\lambda)^2 + (-1+\lambda)m^3}{6m^2}
 \end{aligned}
 \tag{3}$$

<식3>은 <식1>의 가치함수를 가지고 있는 소비자가 <식2>의 예상 확률분포를 갖는 금융 상품의 가치를 어떻게 느끼는 지를 나타낸다.

한편, <식4>의 D는 안정성이 높은 투자 대안(IS)과 수익성이 높은 투자 대안(IR)의 주관적 가치의 차이로 D가 클수록 안전한 대안을 더 선호하게 된다.

$$\begin{aligned}
 D &= EV(I_S) - EV(I_R) \\
 &= - \frac{(-1+\lambda)(m_S - m_R)[-3r^2m_Sm_R + m_S^2m_R^2 + r^3(m_S + m_R)]}{6m_S^2m_R^2}
 \end{aligned}
 \tag{4}$$

준거점이 투자 대안 선택에 어떠한 영향을 미치는지 알아보기 위해 D를 준거점인 r에 대해 미분하면 다음과 같다.

$$\frac{\partial D}{\partial r} = -\frac{(-1+\lambda)r(m_S - m_R)[-2m_S m_R + r(m_S + m_R)]}{2m_S^2 m_R^2} \quad (5)$$

〈식5〉는 준거점이 높은 투자자일수록 수익성이 높은 금융 상품을 선호함을 의미한다. 본 연구에서는 자금원천에 따라 준거점이 달라질 것이라 생각하였다. 구체적으로 적금자금으로 투자자금을 마련한 경우가 주식투자이익자금으로 자금을 마련한 경우보다 준거점이 낮을 것이라 생각하였다. 따라서 지금까지의 분석을 바탕으로 다음과 같은 가설2를 설정하였다.

〈가설2 : 자금원천에 따른 금융상품선호 차이〉

자금원천에 따라 선호하는 금융 상품이 다를 것이다.

가설2-1 : 자금원천이 적금자금인 소비자는 수익성이 높은 고수익-고위험 대안보다 안정성이 높은 저수익-저위험 대안을 더 선호할 것이다.

가설2-2 : 자금원천이 주식투자이익자금인 소비자는 안정성이 높은 저수익-저위험 대안보다 수익성이 높은 고수익-고위험 대안을 더 선호할 것이다.

IV. 실 험

1. 실험설계 및 측정

서울에 위치한 K대학에 재학 중인 대학원생 총 183명을 대상으로 다음과 같이 실험을 진행하였다. 실험집단은 자금원천에 따라 두 개의 집단으로 나누어 진행되는 집단 간 실험설계 (between subjects design)로 구성하였다. 피험자에게 투자 자금을 어떻게 마련했는지에 관한 시나리오를 제시함으로써 자금원천을 조작하였다.

본 연구에서 사용한 독립변수는 자금원천이다. 구체적으로 투자자금을 어떻게 마련했는지에 따라 자금에 대한 애착이 달라져 손실 회피성 정도가 달라질 것이라 생각하였다. 또한, 자금원천에 따라 투자 대안에 대한 준거점이 달라질 것이라 생각하였다. 따라서 이를 알아보기 위해 준거점, 애착, 손실 회피 성향에 대해 다음과 같이 측정하였다. 준거점은 피험자에게

“제시된 금융 상품 중 투자 대안을 선택할 때, 정기에금수익률을 얼마나 고려하였는가?” “제시된 금융 상품 중 투자 대안을 선택할 때 주식투자수익률을 얼마나 고려하였는가?”를 7점 척도(1점: 전혀 고려하지 않았다, 7점: 매우 고려하였다)로 측정하였다. 또한 투자 대안을 선택할 때 어느 정도의 수익률을 예상하는지도 측정하였다. 그리고 투자자금을 다르게 조작함으로써 노력 및 애착에 차이가 생겼는지를 확인하기 위해, “투자자금을 힘들게 마련했다고 생각한다,” “투자자금을 마련하기 위해 많은 노력을 했다,” “투자자금을 마련하기 위해 고생을 많이 했다,”의 세 항목으로 자금마련에 들인 노력정도를 7점 척도(1점: 전혀 아니다, 7점: 매우 그렇다)로 측정하였다. 애착은 “투자 자금을 매우 소중하게 생각할 것이다,”와 “투자자금에 강한 애착을 느낄 것이다,”를 7점 척도(1점: 전혀 아니다, 7점: 매우 그렇다)로 측정하였다.

본 연구에서는 종속변수로 손실회피성 정도와 금융상품에 대한 투자 의도를 사용하였다. 구체적으로 손실회피성 정도는 “투자를 잘했을 때 느끼는 기쁨보다 투자를 잘못 했을 때 느끼는 고통이 훨씬 더 클 것이다,” “투자 대안을 잘 선택해 이익을 얻었을 때 느끼는 성취감보다 투자 대안을 잘못 선택해서 손실을 보았을 때 느끼는 상실감이 훨씬 더 클 것이다,” “탁월한 투자를 해서 느끼는 성취감 보다 잘못된 투자를 해서 느끼는 후회감이 훨씬 더 클 것이다.”를 7점 척도(1점: 전혀 아니다, 7점: 매우 그렇다)로 측정하였다. 그리고 금융 상품으로 주식에 80% 이상 투자하는 고위험-고수익의 주식형 펀드, 국공채에 80% 이상 투자하는 저위험-저수익의 채권형 펀드를 제시하고 이에 대한 투자 의도를 측정하였다. 구체적으로 제시된 대안 중 한 대안을 선택하도록 하고, 각 대안에 대한 선호도를 7점 척도로 측정하였다. 또한 이 외에도 통제변수, 인구통계적 변수로 연령, 성별, 월소득(용돈), 1000만원 가치, 펀드가입 여부 및 선호하는 금융상품, 주식투자경험, 적금상품 가입여부, 라이프스타일, 현금자산규모, 위험자산투자 의도, 불확실성이 있는 대안과 확실한 대안에 대한 선호를 묻는 항목 등을 조사하였다.

2. 실험절차

투자자금에 따라 투자자들의 애착, 손실회피성향, 그리고 금융 상품에 대한 선호가 어떻게 달라지는가를 알아보기 위해 다음과 같은 실험을 실시하였다. 우선 실험에 앞서 설문작성의 주의사항에 대해서 설명하였고, 자금원천을 조작하기 위해 다음과 같은 시나리오를 집단에 따라 다르게 제시하였다.

적금자금의 경우에는, ‘지난 3년 동안 꼬박꼬박 한 달도 거르지 않고 적금을 넣었던 회사원 K씨는 얼마 전 적금이 만기되어 1000만원이라는 목돈을 갖게 되었다. K씨는 3년 동안 힘

들게 모은 이 1000만원의 자금을 어떻게 운용하면 좋을 지 고심 중이다.'라는 시나리오를 제시하였다. 반면, 주식투자이익자금의 경우에는 '회사원 K씨는 증권회사에 다니고 있는 선배의 조언을 듣고 주식 투자를 하였다. 다행히 운이 좋아 K씨가 투자한 주식이 크게 올라 1000만원의 수익을 올리게 되었다. 쉽게 목돈을 마련한 K씨가 주식투자이익 1000만원을 어떻게 운용하면 좋을 지 고심하고 있다.'라는 시나리오를 제시하였다.

다음으로 피험자들에게 자금운용을 위해 재무상담가 A를 찾아간 K씨에게 재무상담가 A씨가 다음과 같은 두 종류의 투자 상품을 추천해주었다. 만약, 여러분이 K씨라면 각 투자 대안에 대한 선호도가 어떠한 것 같을 지를 7점 척도로 응답하도록 하였다. 제시된 투자 대안의 순서는 무작위로 섞이도록 하여 순서효과를 제거하였다. 피험자에게 제안한 투자 대안은 주식형펀드와 채권형 펀드로, 주식형펀드는 주식에 80% 이상 투자하는 고위험 - 고수익의 펀드라고 제시하였고, 채권형 펀드는 국공채에 80% 이상 투자하는 저위험 - 저수익의 펀드라고 설명하였다.

3. 실험결과

(1) 응답자 특성 및 독립변수의 조작적 점검

실험에 참가한 응답자는 남성이 88명(48.1%), 여성 95명(51.9%)이었고, 연령대 별로 20대 45명(24.6%), 30대 88명(48.1%), 40대 이상 50명(27.3%)으로 구성되어 있다. 가구 소득별로는 200만원 미만 23명(12.6%), 200~300만원 미만 46명(25.1%), 300~500만원 미만 69명(37.7%), 500만원 이상 45명(24.6%) 등이며, 저축 및 투자 등 금융상품 가입관련 지출비중은 전혀 없다 28명(15.3%), 10% 미만 39명(21.3%), 10~20% 미만 51명(27.9%), 20~30% 미만 37명(20.2%), 30% 이상 28명(15.3%) 등으로 나타났다.

다음으로 독립변수에 대한 조작적 점검을 아래와 같이 진행하였다. 우선 자금원천에 대한 조작이 제대로 되었는지를 분석하기 위해 자금마련에 들인 노력과 자금에 대한 애착 정도에 차이가 있는지를 분석하였다. 자금마련에 들인 노력 정도를 측정한 세 항목의 설문문항들의 Cronbach' α 계수값이 0.86로 나타났다. 이는 0.70 이상이면 신뢰성이 있다는 것으로 평가하는 Nunnally and Bernstein(1994)의 주장에 의해 측정 아이템 간의 내적 일관성은 확보되었다고 볼 수 있다. 또한, 자금에 대한 애착 정도를 측정한 항목들 간에 높은 상관관계(0.778, $p < 0.01$)가 있는 것으로 나타났다. 따라서 노력과 애착 정도에 대한 측정항목들을 평균 낸 값으로 조작점검을 실시하였다. T-test 결과, 적금을 통해 자금을 마련한 시나리오를 제시한 집단($M=5.9$)과 주식투자를 통해 자금을 마련한 시나리오를 제시한 집단($M=4.1$) 간 투자자금에

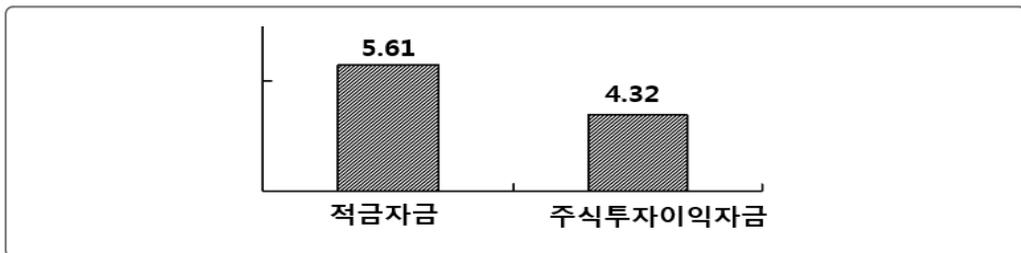
대한 노력 정도에 유의한 차이가 있었다($t=9.403, p<0.01$). 또한 자금에 대한 애착 역시 자금 원천에 따라 유의하게 다른 것으로 나타났다. 적금 자금 시나리오를 제시받은 응답자들이 갖는 애착 정도($M=6.1$)와 주식투자이익 자금 시나리오를 받은 응답자들이 느끼는 애착 정도($M=4.9$) 간에 유의한 차이가 있는 것($t=7.454, p<0.01$)으로 나타나 의도한 대로 조작이 되었음을 확인하였다. 준거점 역시 집단별 차이가 유의한 것으로 나타났다. 적금 자금 시나리오를 받은 응답자들이 금융상품 선택 시 정기예금수익률을 주식투자이익자금 시나리오를 받은 응답자들보다 더 중요하게 고려하는 것으로 나타났다($M=5.7$ vs. $M=4.2, t=8.533, p<0.01$). 반면, 주식투자이익률은 주식투자이익자금 시나리오를 받은 집단에서 더 중요하게 고려하는 것으로 나타났다($M=4.5$ vs. $M=5.3, t=3.812, p<0.01$).

마지막으로 분산분석(ANOVA)결과, 통제변수로 측정했던 모든 항목들(연령, 성별, 월소득, 1000만원 가치, 주식투자경험, 적금상품 가입여부, 라이프스타일, 현금자산규모, 위험자산투자 의도, 불확실성이 있는 대안과 확실한 대안에 대한 선호를 묻는 항목 등)에 대한 두 집단 간 차이가 유의하지 않은 것으로 나타났다.

(2) 가설검정

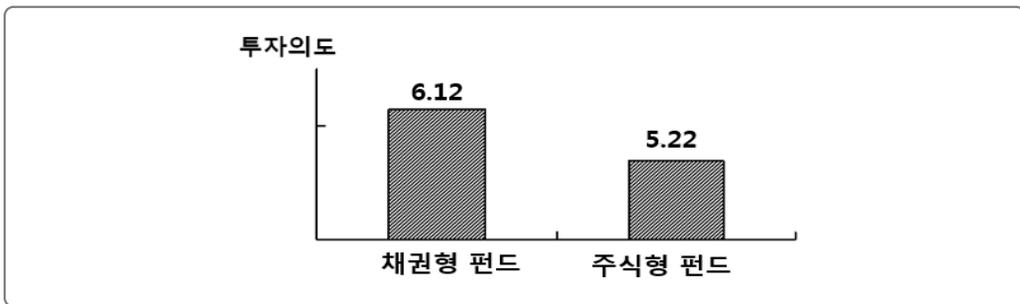
투자 자금을 마련하는데 들인 노력이 더 많을수록 투자자의 손실회피 성향이 더 크게 나타날 것이라는 가설1을 검증하기 손실회피성향을 측정한 세 항목에 대해 신뢰성 분석을 수행하였다. 분석결과 Cronbach' α 계수값이 0.79로 나타나 측정 아이템 간의 내적 일관성을 확인하였다. 따라서 세 측정항목들을 평균 낸 값을 종속변수로 하여 평균차이분석을 한 결과, 자금원천이 적금자금인 경우($M=5.6$)가 주식투자이익자금인 경우($M=4.3$)보다 더 높은 손실회피 성향을 나타내 가설1은 지지되었다($t=7.632, p<0.01$). 또한 자금마련에 들인 노력정도와 손실회피성향 간에 비교적 높은 양의 상관관계($0.558, p<0.01$)가 있는 것으로 나타나 상관분석 결과에서도 가설1은 지지되는 것으로 나타났다.

[그림 3] 자금원천에 따른 손실회피성향



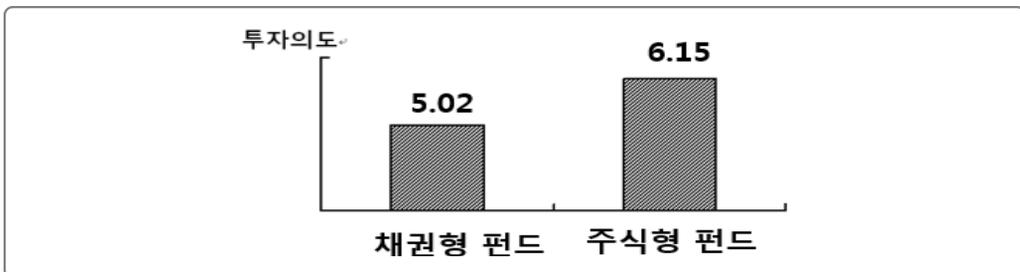
다음으로 자금원천에 따라 금융상품에 대한 선호도에 차이가 있는 지에 대한 가설2를 검증하였다. 적금자금 시나리오를 제시받은 소비자는 수익성이 높은 대안보다 안정성이 높은 대안을 더 선호할 것이라는 가설2-1 분석결과, [그림 4]과 같이 적금자금인 경우 주식형 펀드에 대한 투자 의도보다 채권형 펀드에 대한 투자 의도가 더 높은 것으로 나타나 가설2-1은 지지되었다($M=6.12$ vs. $M=5.22$, $t=4.632$, $p<0.01$).

[그림 4] 적금자금 시나리오를 제시받은 응답자의 금융상품에 대한 투자 의도



또한, 반대로 주식투자이익 자금 시나리오를 제시받은 소비자는 안전성이 높은 대안보다 수익성이 높은 대안을 더 선호할 것이라는 가설2-2 분석결과, [그림 5]과 같이 주식투자 이익 자금인 경우 채권형 펀드에 대한 투자 의도보다 주식형 펀드에 대한 투자 의도가 더 높은 것으로 나타나 가설2-2은 지지되었다($M=5.02$ vs. $M=6.15$, $t=5.287$, $p<0.01$). 따라서 자금원천에 따라 선호하는 금융 상품에 차이가 있을 것이라는 가설2는 지지되었다.

[그림 5] 주식투자이익자금 시나리오를 제시받은 응답자의 금융상품에 대한 투자 의도



V. 결 론

본 연구에서는 자금원천에 따라 투자자들의 준거점과 손실 회피성 정도가 달라져 투자 대안에 대한 선호가 어떻게 영향을 받을 것인지에 대해 알아보았다. 특히 행동 경제학의 핵심 이론인 프로스펙트 이론의 가치함수를 이용한 수학적 모델링을 통해 준거점이 달라질 때 투자 대안에 대한 선호가 어떻게 변화할 것인지를 예측하고 이를 실험을 통해 알아보았다. 상대적으로 힘들게 마련한 적금자금과 쉽게 마련한 주식투자이익자금으로 자금원천에 들인 노력 정도를 변화시켜 애착을 다르게 조작한 결과 자금원천에 따라 손실회피성향에 차이가 발생함을 확인할 수 있었다. 또한 실험 결과, 자금원천을 노력이 많이 들어간 적금자금으로 제시한 경우에는 고위험·고수익의 주식형 펀드보다 저위험·저수익의 채권형 펀드를 더 선호하였으며, 반대로 자금원천을 노력이 적게 들어간 주식투자이익자금으로 제시한 경우에는 고위험·고수익의 주식형 펀드를 더 선호하는 것으로 나타났다. 본 연구의 결과는 특히 금융기관의 투자상품 추천에 중요한 시사점을 가질 수 있다고 생각된다.

최근 금융시장에서 마케팅의 중요성이 높아지면서 실무적으로 투자자의 투자행태, 투자의 사결정 및 소비자의 금융 니즈에 대한 관심이 많아지고 있다. 그러나 아직 마케팅 분야에서 금융 상품에 대한 연구는 활발하지 못한 실정이다. 또한 국내에서 금융 상품 선택에 대한 행동 경제학 및 행동적 재무 분야에 대한 연구 역시 활발하지 못한 상태이다. 따라서 본 연구는 투자자들의 금융 상품 선택행동 및 투자 대안 선호에 미치는 요인을 수학적 모델링과 실험연구를 통해 알아보고자 한다. 특히 본 연구의 결과는 금융기관에서 투자자들의 심리를 이해하고, 고객에게 투자상품을 추천할 때 중요한 실무적 시사점을 가질 수 있을 것이라 생각한다. 금융 상품 마케터가 고객의 심리와 투자행태를 이해하고 있다면 훨씬 더 효과적으로 고객에게 자사의 금융 상품을 판매할 수 있을 것이다. 금융 상품 마케터는 고객이 투자자금을 어떻게 마련했는지 등을 고려해서 보다 효과적으로 자사의 금융 상품을 추천, 판매할 수 있을 것이다. 또한 본 연구는 마케터가 금융 상품을 판매할 때 고객이 중요하게 고려하는 금융 상품, 손실 회피 성향, 투자기간 등을 고려하여 어떻게 효과적으로 금융 상품을 마케팅할 것인지에 대해서도 유용한 가이드라인을 제공해 줄 수 있을 것이라 기대한다.

Kahneman and Tversky(1979)는 불확실성 하에서의 의사결정이론으로 프로스펙트 이론을 제안하였다. 프로스펙트 이론은 가치함수와 의사결정 가중치함수(decision weighting function)에서 출발한다. 프로스펙트 이론의 핵심적 개념인 손실회피 성향은 가치함수의 기울기가 이익영역보다 손실영역에서 더 가파른 형태라는 것으로, 이익에서 얻는 심리적 만족(효용)에

비해 동일한 금액의 손실을 보는 경우 심리적 고통(비효용)이 더 큰 현상을 나타낸다. 한편, 희망적 사고에 대한 선행 연구에 의하면 사람들이 애착을 가지고 있는 대상에 대해 자신이 바라는 결과(이익영역)가 나타날 확률은 더 크게 생각하고 바라지 않는 결과(손실영역)가 나타날 확률은 더 작게 생각해 자신이 희망하는 쪽으로 결과를 예측하는 것으로 희망적 사고를 정의하고 있다(Granberg, 1983). 따라서 희망적 사고는 프로스펙트 이론의 의사결정 가중치 함수와 관련된다고 생각할 수 있다. 즉, 희망적 사고를 해서 사람들이 특정 사건을 긍정적으로 예상을 하는 것은 프로스펙트 이론의 손실회피성향에 의해 보수적으로 결정을 내리는 것과 서로 상반되는 의사결정 결과를 낳는다. 따라서 만약 손실회피성이 의사결정에 영향을 준다면 의사결정자의 손실회피성 정도가 클수록 손실을 더 크게 생각해서 보수적인 결정을 하게 된다. 반대로, 희망적 사고가 의사결정에 영향을 준다면, 의사결정자는 이익영역 확률을 더 크게 생각해서 공격적으로 의사결정을 하게 될 것이다. 한편, 일반적으로 소비자들은 기본적으로 확실한 것보다 불확실한 것을 싫어하는 위험회피성향(risk aversion)을 가지고 있다. 따라서 향후 연구로 본 연구에서 제안한 손실회피성향과 희망적 사고, 그리고 위험회피성향 셋 간의 관계에 대한 연구가 필요할 것으로 생각된다.

참고문헌

- 김해룡, 이문규, 김나민. 2005. 브랜드 애착의 결정변수와 결과변수. *소비자학연구*, 제16권 제3호 : 45-65.
- 나준희. 2005. 구매의 변경가능성과 의사결정의 심사숙고 정도가 구매제품의 만족에 미치는 영향. *소비자학연구*, 제16권 제3호 : 67-86.
- 안광호, 김미화. 2008. 제품편익이 브랜드 애착과 브랜드 몰입에 미치는 영향. *소비자학연구*, 제19권 제1호 : 169-189.
- Ariely, D., and I. Simonson. 2003. "Buying, Bidding, Playing, or Competing? Value Assessment and Decision Dynamics in Online Auctions". *Journal of Consumer Psychology*, 13, 113-123.
- Ariely, D., Huber, J., and K. Wertenbroch. 2005. "When Do Losses Loom Larger Than Gains?". *Journal of Marketing Research*, 42, 134-138.
- Benartzi, S., and R. H. Thaler. 1995. "Myopic Loss Aversion and the Equity Premium Puzzle". *Quarterly Journal of Economics*, 110(1), 73-92.
- Briesch, R. A., Krishnamurthi, L., Mazumdar, T., and S. P. Raj. 1997. "A Comparative Analysis of Reference Price Models". *Journal of Consumer Research*, 24, 202-214.
- Dhar, R., and K. Wertenbroch. 2000. "Consumer Choice Between Hedonic and Utilitarian Goods". *Journal of Marketing Research*, 37(February), 60-71.
- Gladding, S. T. 2006. *The Counseling Dictionary, New Jersey: Pearson Education Inc.*
- Gneezy, U., Kapteyn, A., and Potters, J. 2003. "Evaluation Periods and Asset Prices in a Market Experiment". *The Journal of Finance*. 58(2), 821-837.
- Granberg, D. 1983. "Preferences, Expectations, and Placement Judgements: Some Evidence from Sweden". *Social Psychology Quarterly*, 46, 363-368.
- Haigh, M. S., and List, J. A., 2005. "Do Professional Traders Exhibit Myopic Loss Aversion? An Experimental Analysis". *The Journal of Finance*, 60(1), 523-534.
- Hunter, R. J.(Ed.) 1990. *Dictionary of Pastoral Care and Counseling*. Nashville: Abingdon Press.
- Koszegi, B., and Rabin, M. 2006. "A Model of Reference-Dependent Preferences". *Quarterly Journal of Economics*, 121(4), 1133-1165.

- Kahneman, D. and Tversky, A. 1979. "Prospect Theory: An Analysis of Decision Under Risk". *Econometrica*, 47(2), 263-291
- Mehra, R., and Prescott, E. C. 1985. "The Equity Premium: A Puzzle". *Journal of Monetary Economics*, 15(2) 145-161.
- Novemsky, N., and Kahneman, D. 2005. "The Boundaries of Loss Aversion". *Journal of Marketing Research*, 42(2), 119-128.
- Nunnally, J. C., and Bernstein, I. H. 1994. *Psychometric Theory*. 3th. New York: McGraw-Hill.
- Shefrin, H., and Statman, M. 1985. "The Disposition to Sell Winners Too Early and Ride Losers Too Long: Theory and Evidence". *The Journal of Finance*, 40(3), 777-790.
- Thaler, R. H. 1980. "Toward a Positive Theory of Consumer Choice". *Journal of Economic Behavior and Organization*, 1, 39-60.
- Thaler, R. H., and Johnson, E. J. 1990. "Gambling with the House Money and Trying to Break Even: The Effects of Prior Outcomes on Risky Choice". *Management Science*, 36, 643-660.
- Tversky, A., and Kahneman, D., 1992. "Advances in Prospect Theory: Cumulative Representation of Uncertainty". *Journal of Risk and Uncertainty*, 5(4) 297-323.
- Weber, M., and Camerer, C. F., 1998. "The Disposition Effect in Securities Trading: An Experimental Analysis". *Journal of Economic Behavior & Organization*, 33(2), 167-184.

Money Origin's Influence on Preference for Financial Products

Hyunmo Kang*

ABSTRACT

This study investigates how the money origin affects consumer preferences for high-risk and low-risk financial investments, from the perspective of prospect theory. After a discussion of the relationships between money origin and consumer loss aversion, I propose two hypotheses and test the hypotheses. The experimental study examines how money origins affect the choice between high-risk-high-return and low-risk-low-return alternatives. The respondents invest in a risky financial product (or a safe financial product) with money originating from a stock investment differently from with money originating from an installment savings account. The higher reference points of money from stock investments relative to money from installment savings result in a higher consumer preference for high-risk investments. Implications and limitations are discussed to establish more effective marketing strategies based on the results of this study.

Key Words : Money Origin, Loss Aversion, Financial Products, Value Function

* Dept. of Business Administration, Kookmin University, E-mail : hmkang@kookmin.ac.kr