

손실 상황의 주식투자결정에서 사전가정사고와 예상되는 후회의 역할

한미영 김재휘*
중앙대학교

안서원
연세대학교

본 연구에서는 개인투자자들이 손해보고 있는 주식을 너무 오래 가지고 있는 행동 편향(처분효과)을 예상되는 후회로 설명해보고자 하였다. 이를 위해 매수한 주식이 떨어지 잠재적 손실이 발생한 상황에서 사람들이 주로 어떤 유형의 사전가정사고를 하고(연구 1), 이러한 가정적 사고 중 예상되는 후회가 사람들의 이후 투자결정에 어떻게 영향을 미치는지를 알아보았다(연구 2). 연구 1의 결과는 손실 상황에서 사람들은 다양한 가정적 사고를 하지만 그 중 포기후회가 제일 빈번하게 나타나는 예상되는 후회의 형태임을 보여주었다. 연구 2의 결과는 사람들이 더 크게 느끼는 후회의 종류에 따라 투자결정이 달라짐을 보여주었다. 즉 포기후회를 더 크게 느끼는 사람은 ‘팔지 않는다’는 투자결정을, 유지후회를 더 크게 느끼는 사람은 ‘팔고 나온다’는 투자결정을 더 많이 하는 것으로 나타났다. 그리고 이러한 예상되는 후회의 영향은 주식투자 상황에서 영향을 미칠 수 있는 개인변수(예, 자기고양적 동기, 위험감수성향)를 통제한 후에도 여전히 나타났다. 마지막으로 본 연구 결과의 시사점이 논의되었다.

주요어 : 처분효과, 사전가정사고, 예상되는 사후가정사고, 예상되는 후회

주식투자에 관한 오랜 격언 중에 ‘첫 번째 손실이 가장 작은 손실이다’라는 말이 있다. 투자결정을 내릴 때는 예외 없이 손실을 재빨리 털어버리고 이익은 천천히 실현해야 한다는 것이다. 그러나 많은 개인투자자들은 이와는 정반대로 손실을 보고 있는 주식을 너무 오래 가지고 있고 이익을 내고 있는 주식은 너무 일찍 파는 경향을 보인다(Odean, 1998; Shefrin & Statman, 1985).

그렇다면 왜 사람들은 손해보고 있는 주식을 팔지 않고 계속 가지고 있는 것일까? 가장 먼저 떠올릴 수 있는 이유는 떨어지고 있는 주식을 파는 것이 잠재적인 손실을 현

실화하는 것이기 때문에, 손실 혐오적 측면에서 손해보고 있는 주식을 처분하지 못한다는 것이다. 그러나 주식투자 상황에서는 현재 가격이 떨어지고 있는 주식이 가까운 미래에 상승할 수 있는 가능성 또한 항상 존재한다. 따라서 개인투자자들은 “그냥 계속 보유하고 있으면 언젠가는 상승할지도 몰라” 또는 “내가 판 뒤에 혹시 반등할지도 몰라”라는 미래에 발생할 결과들을 미리 생각해보고 이로 인해 예상되는 감정들(희망이나 후회)의 영향으로 손해보고 있는 주식을 처분하지 못할 수도 있다.

예상되는 사후가정사고와 그에 따른 정서 경험에 대한

* 교신저자 : 김재휘, (156-756) 서울시 동작구 흑석동 221번지, 중앙대학교 심리학과, 전화 : 02) 820-5126,
E-mail : kinjei@cau.ac.kr

기존 연구들은 예상되는 사후가정사고와 그로 인해 유발되는 후회의 감정이 미래의 의사결정 및 선택에 영향을 미침을 보여주고 있다(Gleicher, Boninger, Strathman, Armor, Hetts, & Ahn, 1995; Hetts, Boninger, Armor, Gleither, & Nathanson, 2000; Tykocinski & Pittman, 1998). 그런데 대부분의 기존 연구들은 주로 부정적인 결과를 예상하게 하고 그로 인한 후회를 유발시키면 사람들이 후회를 회피하거나 최소화하는 방식으로 선택한다는 것을 보여주고 있다. 그러나 기존 연구들에서처럼 아직 일어나지 않은 미래 사건을 특정 방향으로 일어난 것으로 간주하고 그 사건에 대한 사후가정사고를 하도록 유도하는 대신, 사람들 스스로 자유롭게 사후가정사고를 하게 한다면 사람들은 어떤 방식의 사후가정사고를 주로 할까? 특히 매수한 주가가격이 폭락하여 손실을 보고 있는 투자 상황에서 사람들은 어떤 방식의 사후가정사고를 주로 떠올리고 활성화하기에 손해보고 있는 주식을 팔지 않고 계속 가지고 있는 걸까? 본 연구에서는 매수한 주가가격이 떨어져 잠재적 손실이 발생한 상황에서 사람들은 주로 어떤 유형의 사후가정사고를 하는지 알아보고(연구 1), 이러한 사후가정사고로 인해 유발되는 후회 감정이 사람들의 이후 투자결정에 어떻게 영향을 미치는지를 알아보고자 한다(연구 2).

최근에는 의사결정의 정서적 측면에 대한 이해의 중요성이 대두되고(Loewenstein, Weber, Hsee, & Welch, 2001), 다양한 영역에서 예상되는 후회(anticipated counterfactual regret)와 같은 미래에 경험하게 될 부정적 감정이 비합리하지 않거나 비합리적인 행동에 영향을 미칠 수 있다는 것이 검증되고 있다(Bazerman, Tenbrunsel, & Wade-Benzoni, 1998; Fineman, 2000; Richard, van der Pligt, & de Vries, 1999a, 1996b; Walsh, 1995). 따라서 실패하고 있는 주식투자 상황에서 예상되는 후회가 개인투자자의 투자결정에 미치는 영향 및 역할을 알아보는 것은 최근의 연구 동향에 공헌할 수 있을 뿐만 아니라 주식투자자와 관련한 개인투자자의 비합리적 의사결정 및 투자행동에 있어 실무적 시사점을 제공할 수 있을 것이다.

개인투자자의 주식투자행동

Shefrin 과 Statman(1985)은 개인투자자들이 이익종목을 너무 일찍 처분하고 손실종목을 너무 오래 보유한다는

사실을 밝혀내고, 이러한 경향성을 처분효과(disposition effect)라고 명명하였다. Odean(1998)은 한 증권회사를 통해 수집한 10,000개 계좌의 거래내역을 분석하여 처분효과를 경험적으로 검증하였다. 그의 연구에서는 오르고 있는 주식의 경우 개인투자자들이 판 후 12개월 동안 계속 보유했다라면 3.4% 더 상승하여 더 큰 수익을 볼 수 있었음을 보여주었다. Harris(1988)도 한 증권시장 자료를 바탕으로, 개인투자자들은 이익종목을 매도하고 손실종목을 보유하는 것을 선호한다고 주장하였다. Weber와 Camerer(1998)는 학생들을 대상으로 주식거래 실험을 설계하여 처분효과를 입증하였다. 그들은 6개의 거래종목을 고안하여 각 종목의 최근 3개월 주가를 학생들에게 알려 주었다. 주가는 일정한 추세에 따라 움직이도록, 즉 상승종목은 계속 상승추세를 유지하고 하락종목은 하락추세를 계속 유지하도록 설계하였고, 학생들에게 각 종목의 미래 예상가격을 보여 주었다. 실험결과, 손실종목을 매도하고 이익종목을 보유해야 하는 부의 극대화 전략과 달리, 학생들은 주가가 매입가격보다 낮을 때가 아니라 높을 때에 보다 많이 매도하였다.

처분효과에 대한 기존 연구들은 개인투자자들이 가격이 떨어지고 있는 주식을 계속 가지고 있는 심리적 이유에 대해 주로 Kahneman과 Tversky(1979)의 전망이론(prospect theory)과 주가가격에 대한 사람들의 비합리적 믿음으로 설명하고 있다(Harris, 1988; Odean, 1998). 전망이론에 의하면 사람들은 어떤 대안의 유망한 정도를 준거점과 비교하여 평가하게 되고, 이득의 영역에서는 위험을 회피하고 손실의 영역에서는 위험을 추구하는 태도를 갖게 된다. 이를 주식 상황에 적용하면, 사람들은 자신이 주식을 살 때의 가격을 준거점으로 삼고 거기에서 가격이 오르면 이득, 가격이 떨어지면 손실로 상황을 파악(framing)하게 된다. 주식을 살 때는 주식이 가지고 있는 위험보다 기대수익이 크다고 예상하기 때문에 사기로 결정을 하는데, 산 주식의 가격이 오르게 되면 위험 회피적인 태도를 갖게 되면서 매입 당시 감수하고자 하던 위험에 대한 수용 정도가 떨어지게 되어 주식을 팔게 되고, 가격이 떨어지게 되면 위험 추구적인 태도를 갖게 되면서 기대수익이 위험보다 커지게 되어 계속 주식을 갖고 있게 된다고 보는 것이다. 한편 주가가격은 장기적으로 상승과 하락을 반복하면서 전반적으로 상승하게 되는데, 사람들

은 장기간에 거친 이러한 가격변화가 단기간에도 나타날 것이라는 믿음을 가지고 있고 이러한 믿음으로 떨어지고 있는 주식을 팔지 못하고 계속 보유하게 된다는 것이다. 그러나 본 연구에서는 기존에 제시된 설명 외에 예상되는 사후가정사고와 후회 또한 사람들의 주식투자결정에 영향을 미칠 수 있음을 보이고자 한다.

예상되는 후회

일반적으로 사후가정사고와 후회는 특정 사건이 일어난 이후에 경험되는 심리적 기제이지만, 최근의 의사결정 과정에 대한 사회인지적 연구에선 경험할 것으로 예상되는 사후가정사고와 후회가 의사결정에 미치는 영향에 대한 관심이 커지고 있다(Hetts et al., 2000). 아직 일어나지 않은 특정 한 사건이 일어난 것으로 가정했을 때, 그 상황에서 사후가정사고를 추정해보고 그에 따른 후회를 생각해 보는 것을 예상되는 후회(anticipated counterfactual regret)라 한다. 일반적으로 사람들은 이러한 후회의 경험을 최소화하기 위한 노력을 하고 이러한 노력이 사람들의 의사결정에 영향을 미친다고 주장하였다(Bell, 1982; Loomes & Sugden, 1982). 실제로 최근의 연구들은 예상되는 후회가 의사결정에 미치는 영향을 다양한 영역에서 검증하였다.

사람들은 의사결정 이후에 자신이 선택하지 않았던 다른 대안에 대한 정보를 접하게 되었을 때, 그것이 실제로 자신이 선택한 대안보다 우월한 것이라는 사실을 알게 될 때 후회의 감정을 경험하게 된다(Bell, 1982; Boles & Messick, 1995; Inman, Deyer, & Jia, 1997). 따라서 의사결정 이후에 선택하지 않은 다른 대안에 관한 정보를 접하게 될 가능성에 대한 기대는 그만큼 예상되는 후회의 수준을 높일 수 있다(Larrick & Boles, 1995; Ritov & Barron, 1995; Tsiros & Mittal, 2000; Zeelenberg & Beattie, 1997). 그렇기 때문에 사람들은 때로는 어떤 것에 대해 정확히 아는 것을 피하려 하고, 후회의 가능성을 피하기 위해 더 위험한 선택을 하기도 한다(Zeelenberg, 1999). 또한 사람들은 종종 미래의 후회를 피하기 위해서 비싼 대가를 치른다. Simonson(1992)은 소비자들에게 잘못된 의사결정을 한 후에 느끼게 될 후회를 예상해보도록 요청했을 때, 기본적인 기능과 질은 같은데도 불구하고 후회를 일으킬 가능성이 낮은 제품(예를 들어, 잘 알려지

거나 보다 값비싼 브랜드)에 비해 후회를 일으킬 가능성이 높은 제품(예를 들어, 덜 알려지거나 보다 값이 싼 브랜드)을 선택하는 경향이 감소하는 것을 발견하였다. Cooke, Meyvis와 Schwartz(2001)도 미래에 경험될 후회의 감정을 최소화하려는 경향이 강하게 나타나며 이것이 구매시간의 결정에 강한 영향을 미친다고 보고하였다. 즉 구매상황에서 미래에 예상되는 후회에 초점을 맞출 때, 사람들은 결정을 내리지 못하고 구매를 뒤로 미루는 경향이 생기며, 심지어 즉각적인 구매가 최대의 이익을 제공함에도 불구하고 상대적으로 불리한 구매결정을 하는 경향이 보고되었다.

그러나 예상되는 후회가 항상 위험한 선택을 하게 만드는 것은 아니다. 때로 사람들을 조심성 있게 만들기도 한다. 예를 들어, 사람들은 복권가격보다도 더 많은 돈을 준다고 해도 자신이 산 복권을 바꾸려하지 않는다. 이것은 그 복권번호가 당첨되었을 때 자신이 경험할 후회가 너무 강하기 때문이다(Bar-Hillel & Neter, 1996). 이런 예는 협상 과정에서도 찾아볼 수 있다. 협상 중인 사람이 미래에 경험할 후회를 예상한다면 그들은 매우 보수적이고 예민해져서 최종 합의안에 도달하기 힘들어진다(Larrick & Boles, 1995). 또한 사람들은 후회를 경험할 위험이 명확해지면 보험에 더 들려고 하며(Hetts et al., 2000), 구매 상황에서 때로 ‘만약 다른데서 그 물건을 더 싸게 팔면 어찌지? 그러면 나중에 후회하게 될거야’와 같은 생각에 민감하게 반응한다(McConnell, Neidermeier, Leibold, El-Alayli, Chin, & Kuiper, 2000). 따라서 McConnell 등(2000)의 연구에서는 최저가격 보상 판매 전략은 소비자를 망설이게 해서 소비자의 구매를 방해하는 예상되는 후회와 관련된 생각을 머릿속에서 없애주기 때문에 판매 촉진에 효과적이라고 주장하였다.

이와 같이 사람들은 예상되는 후회로 인해 더 위험한 선택을 하기도 하고, 다른 한편으로는 더 조심스러운 선택을 하기도 한다. 그러나 기본적으로는 어떤 방향이든 간에 예상되는 후회로 인한 고통으로부터 자신을 지키고 벗어날 수 있는 쪽으로 의사결정을 한다(Zeelenberg, 1999).

사전가정사고

Sanna(1996)는 사전가정사고(prefactual thinking)라는

용어를 사용하여 사전가정사고를 실제 결과가 나타나기 전에 예측 가능한 여러 대안들에 대한 상상이라고 정의하였다. 사후가정사고는 대개 부정적인 결과가 나타난 것에 대해 과거의 선행 사건을 변화(mutate)시키고 그 변화된 선행사건의 결과와 현재 결과를 비교하는 것이다(Roese, 1997). 이때 상상된 결과가 실제 결과보다 더 나은 것인지 못한 것인지에 따라 후회 또는 안도감을 경험하게 된다. 그러나 사전가정사고는 아직 일어나지 않은 미래의 결과에 대해 가정적 사고를 하는 것으로 미래의 결과는 긍정적으로도 부정적으로도 나타날 수 있다. 따라서 부정적인 결과에 대해 상상해보게 하는 예상되는 사후가정사고와 사전가정사고는 다소 차이가 있을 것이다. 이에 본 연구에서는 사전가정사고와 예상되는 사후가정사고를 구분하고자 한다. 물론 사전가정사고의 구체적인 내용은 예상되는 사후가정사고들로 구성될 수 있지만 특정 방향을 미리 지정하지 않는다는 점에서 본 연구에서는 사전가정사고와 예상되는 사후가정사고를 개념적으로 구분하였다.

Roese(1997)에 의하면 사후가정사고는 두 가지 기능을 갖는데, 상향적 사후가정사고는 일시적으로는 후회와 같은 부정적인 감정을 유발하지만 장기적으로는 더 나은 미래를 위해 행동하도록 준비시키는 미래준비적 기능(preparation function)을 가지고 있다. 반면, 하향적 사후가정사고는 슬픔, 후회, 또는 분노 등의 부정적 감정들을 완화시키고, 기쁨, 만족, 또는 안도 등의 긍정적 감정들을 증대시킴으로써 자이를 보호하는 정서적 기능(affective function)을 가지고 있다. 그러나 사후가정사고에 대한 기존의 연구들은 상향적 사고가 하향적 사고보다 더 많이 보고되는 경향이 있음을 발견하였다(Roese & Hur, 1997; Roese & Olson, 1997). 이와 관련하여 사전가정사고의 구체적 내용을 조사한 Sanna(1996)와 McConnell 등(2000)의 연구결과들도 이러한 결과를 지지해준다. Sanna(1996)는 방어적 비관주의자와 낙관주의자가 과묵 시험의 전후로 어떻게 가정적 사고를 하는지 살펴보았다. 그의 연구 1에서는 사전, 사후가정사고를 하도록 유발하는 지문을 통해 사람들에게 자유롭게 자신의 생각을 적게 하였고 그 자유응답을 분류하였다. 그 결과, 방어적 비관주의자는 우선 사후가정사고보다는 사전가정사고를 더 많이 하며, 이들의 사전가정사고는 주로 상향적으로 이를 통해 미래를 준비하도록 하는 기능을 함을 보여주었다.

반면, 낙관주의자는 사전가정사고보다는 사후가정사고를 더 많이 하며, 주로 하향적 사후가정사고를 통해 자이를 보호함을 보여주었다. McConnell 등(2000)은 구매상황에서 사람들에게 구매 전에 머릿속에 드는 생각을 자유롭게 적도록 한 조건(구매전 조건)과 물건을 샀다고 가정했을 때 머릿속에 드는 모든 생각을 적도록 한 조건(구매후 조건)으로 나누어, 그 자유응답을 분석하였다. 분석결과, 사람들 머릿속에 든 첫 생각의 50%가 가정적 사고로 분류되었고 이것은 모두 상향적 사고인 것으로 나타났다. 그러나 각 조건별로 살펴보면, 구매전 조건에서는 가정적 사고가 28%였고, 구매후 조건에서는 72%로 나타나 구매후 조건에서 가정적 사고가 훨씬 많이 나타났다. 즉 특정한 행동을 예상하고 난 후에는 그 행동으로 인해 나타날 수 있는 부정적 결과와 그로 인해 예상되는 후회가 보다 쉽게 유발될 수 있지만, 아무런 결과를 제시하지 않고 스스로 생각하게 한 경우에는 가정적 사고가 상대적으로 적게 나타난 것이다. 이에 본 연구에서는 잠재적 손실이 발생한 상황에서 특정 방향으로의 사후가정사고를 하도록 유도하지 않고 사람들로 하여금 자유롭게 사전가정사고를 하도록 했을 때 어떤 방식의 가정적 사고가 주로 나타나는지를 알아보려고 한다. 또한 기존의 연구에서처럼 상향적 사고가 일반적으로 더 나타나는지도 살펴보려고 한다.

연구 1

예상되는 사후가정사고와 그로 인한 후회가 사람들의 의사결정에 영향을 미침을 보여주는 기존 연구들은 대개 특정 방향(특히 부정적)의 결과를 예상하게 하는 식으로 이루어졌다. 그 결과 기존 연구에서 보여준 예상되는 후회가 의사결정에 미치는 영향이 필요 이상으로 과장되었을 가능성이 있다. 부정적인 방향으로 사후가정사고를 하도록 하면 그에 따른 후회가 예상되고 미래에 경험하게 될 후회로 인해 이후 의사결정 및 행동이 영향을 받지만, 사람들의 예상되는 사후가정사고가 꼭 부정적인 결과에 대해서만 일어나지는 않을 수도 있기 때문이다. 이에 본 연구 1에서는 매수한 주가가 떨어지 잠재적 손실이 발생한 상황에서 사람들이 주로 어떤 방식의 사전가정사고를 하고, 그들의 가정적 사고가 이후 투자결정에 어떤

영향을 미치는지를 알아보고자 한다. 또한 기존 연구에서 제안하는 대로 상황적 사고가 주로 나타나는지 검증하고, 이런 사고들이 손해를 보고 있는 상황에서 보다 나은 선택을 하는 데 어떤 기능을 하는지 살펴보고자 한다.

방 법

실험참가자

중앙대학교에서 심리학 관련 교양 수업을 수강한 118명(통제집단 52명, 실험집단 66명)의 학생이 학점 이수의 조건으로 본 연구 1에 참여하였다. 참가자들의 평균 연령은 21.3세($SD=2.31$)였으며, 남자 54명(45.8%), 여자 64명(54.2%)이었다. 성별에 따른 차이는 없었으므로 이후 결과보고에서는 언급하지 않았다.

실험 시나리오

매수한 주식가격이 떨어져 잠재적 손실이 발생한 상황에서 사람들이 어떤 가정적 사고를 주로 하는지를 알아보기 위해, 본 연구에서는 다음과 같은 간단한 가상의 주식 시나리오 상황을 제시하였다.

“당신은 A주식 1,000주를 1주당 10,000원에 사서 총 1,000만원을 투자했습니다. 그런데 현재 A주식의 가격이 1주당 7,000원으로 하락하여 300만원의 손실을 보고 있는 상태입니다. 당신은 현재 A주식을 팔고 나와야 할지, 아니면 팔지 않고 좀 더 기다려봐야 할지에 대해 고민하고 있습니다.”

위 주식 시나리오 상황에서 실패하고 있는 투자를 계속 유지하는 것, 즉 일반적인 손절매 원칙을 훨씬 벗어난 원금의 30%를 손해보고 있는 상황에서 계속 투자를 유지하는 것은 개인투자자의 금전적 손실과 관련하여 합리적인 의사결정이라고 보기 어렵다. 앞의 이론적 고찰에서 언급하였듯이 처분효과에 대한 기존 연구들은 떨어지고 있는 주식을 계속 가지고 있는 경우 결국 손해를 보게 된다고 보고하고 있다(Ferris, Haugen, & Makhija, 1988; Odean, 1998; Shefrin & Statman, 1985; Weber & Camerer, 1998). 따라서 본 연구 1의 주식 시나리오 상황에서 개인 투자자가 손해보고 있는 주식을 팔지 않고 계속 가지고

있는 것은 고위험 저수익(high risk low return) 측면에서 비합리적이며, 이와 같은 잠재적 손실 상황에서 손실에 대한 가장 적절한 대응책은 일단 손해를 감수하고 손실주식을 처분하여 다른 투자처로 옮기거나 현금화하여 더 좋은 기회가 오기를 기다리는 것이 보다 합리적인 투자결정이라고 보았다.

실험절차

연구 1은 심리학 관련 교양 수업시간에 학생들을 대상으로 실시하였다. 설문지를 배포하기 전에 참가자들에게는 주식투자와 관련한 의사결정 상황에서 사람들이 어떻게 의사결정을 내리는지를 알아보려고 하는 것이라는 연구의 목적을 설명하였다.

본 연구 1에는 손실 상황에서 사람들이 손해보고 있는 주식을 팔지 않고 계속 가지고 있는 경향(처분효과)을 보이는지를 확인하기 위해 아무 처치도 가하지 않은 통제조건과 자연스럽게 사전가정사고를 유도한 실험조건이 포함되었다. 통제조건에서는 본 연구의 실험 시나리오만을 제시한 후 이러한 잠재적 손실 상황에 처했다고 가정했을 때 어떤 결정을 할 것인지를 -7점에서 7점 사이(-7~-1=‘팔고 나온다’의 정도, 0=‘잘 모르겠다’, 1~7=‘팔지 않는다’의 정도)에서 선택하게 하였다. 실험조건에서는 잠재적 손실이 발생한 상황에서 사람들로 하여금 자연스럽게 가정적 사고를 생성하고 활성화시키기 위해 다음의 몇 가지 단계를 거쳤다. 먼저, 실험참가자들에게 사전가정사고에 대한 지시문(1)을 제시하여 이후에 참가자들로 하여금 “만일...한다면”, “만일...하지 않는다면”과 같은 가정적 사고를 할 수 있는 단서를 제공해 주었다. 그런 다음, 현재의 주식 시나리오 상황에서 발생할 수 있는 미래의 주식투자 결과에 관해 잠시 동안 생각해 보도록 한 후(“위의 시나리오 상황에서 발생할 수 있는 여러분의 미래의 주식투자 결과에 관해 잠시 동안 생각해 보십시오”), 실험참

1) Sanna(1996)의 연구를 참고하여 본 연구에서는 다음과 같은 지시문을 제시하였다; 사람들은 흔히 앞으로 다가올 미래의 결과에 관해 생각할 때, “내가 만약~한다면”, “내가 만약~하지 않는다면”과 같은 생각들을 합니다. 그리고 이러한 생각들은 실제로 일어날 것으로 예상되는 것보다 더 좋은 결과에 관한 것일 수도 있고, 실제로 일어날 것으로 예상되는 것보다 더 나쁜 결과에 관한 것일 수도 있습니다. 예를 들어, “내가 만약 공부를 많이 한다면...”, 또는 “내가 만약 공부를 하지 않는다면...”과 같은 생각들입니다.

가자들에게 자유롭게 떠올린 사전가정사고의 내용들을 모두 기술하도록 하였다. 마지막으로, 통제조건과 마찬가지로 이와 같은 시나리오 상황에 처했다고 가정했을 때 어떤 결정을 할 것인지를 선택하게 하였다.

결 과

통제집단의 투자결정

먼저, 본 연구 1의 주식 시나리오 상황에서 개인투자자들이 손해보고 있는 주식을 팔지 않고 계속 가지고 있는 경향을 보이는지를 살펴보았다. 통제집단의 전체 응답자 52명 중 ‘팔지 않는다’는 36명(69.2%), ‘팔고 나온다’는 10명(19.2%), 무응답은 6명(11.5%) 순으로 나타나, 매수한 주가가 떨어지지 않아 손실이 발생한 상황에서 사람들은 손해보고 있는 주식을 팔지 않고 계속 가지고 있는 경향을 보여주었다.

사전가정사고의 내용분석

본 연구에 참여한 66명의 참가자들은 모두 257개의 사전가정사고를 자유롭게 기술하였다(응답자당 평균=3.89개). 그 중 본 연구에서는 손실 상황에서 사람들의 머릿속에 제일 먼저 떠오르는 생각이 무엇인지를 알아보기 위해 응답자들이 제일 먼저 기술한 사전가정사고의 내용만을 분석에 이용하였다(Markman et al., 1993; McConnell et al., 2000). 2명의 심리학과 대학원생들이 응답을 분류하였으며 판단자간 일치도는 87%이었고, 일치하지 않는 분류는 논의를 통해 합의를 이루었다.

기존의 사후가정사고에 대한 연구에서는 사후가정사고의 유형을 자신이 하지 않은 선행사건을 추가하느냐, 자신이 한 선행사건을 삭제하느냐에 따라 추가형 대 삭제형 사후가정사고로 구분하거나, 실제로 일어난 결과를 더 나은 결과와 비교하느냐, 더 안 좋은 결과와 비교하느냐에 따라 상향적 대 하향적 사후가정사고로 구분하였다. 이를 기초로 하여 본 연구에서도 사전가정사고를 각각 선행사건과 결과 부분의 전환 방법에 따라 4가지로 분류하였다. 그런데 선행사건의 분류방법인 추가형과 삭제형은 이미 과거에 일어난 일을 어떻게 변형하느냐에 따른 분류이고, 본 연구에서는 선행사건 자체도 상상을 해야 하는 것이기 때문에 추가형 대 삭제형 대신 의미가 비

슷하면서 본 연구의 내용에 보다 적합한 행위(action) 대 비행위(inaction)로 분류하였다. 결과 부분은 상향 대 하향으로 분류하였다. 사전가정사고의 구체적 내용을 직접 연구한 Sanna(1996)와 McConnell 등(2000)의 연구에서는 상향과 하향만을 구분했지만, 본 연구에서는 선행사건이 행위인지 비행위인지에 따라 이후 결과에 나오는 상향과 하향적 비교의 의미가 달라지기 때문에 선행사건도 함께 구분하였다. 예를 들어, 주가가 가격이 이후 더 오를 것이라는 상향적 사고가 후회를 가져오느냐 아니냐는 선행사건에서 자신이 주식을 팔았는지 안 팔았는지에 따라 달라진다. 따라서 본 연구의 사전가정사고의 내용은 모두 4가지 분류 범주, 즉 행위/상향, 행위/하향, 비행위/상향, 비행위/하향으로 구분하였다. 이 범주에 속하지 않는 내용은 기타로 분류하였고 보고된 응답의 내용에 근거해서 다시 세부범주로 나누었다.

사람들의 사전가정사고에 대한 내용분석 결과는 표 1에 제시하였다. 사전가정사고의 내용분석 결과는 주가의 가격이 떨어지고 있어 잠재적인 손실을 직면하고 있는 상황에서 사람들이 다양한 가정적 사고를 하고 있음을 보여준다. 먼저, 사전가정사고를 분류방법에 따라 상향과 하향(더 좋은 결과와 비교하느냐 vs 더 안 좋은 결과와 비교하느냐), 행위와 비행위(행위를 취하느냐 vs 행위를 취하지 않느냐) 사고 유형으로 나누어 빈도를 비교해 보았다. 분석결과, 상향적 사고가 전체 응답 중 34.4%, 하향적 사고가 전체 응답 중 36.3%로 큰 차이는 아니지만 상향적 사고보다 오히려 하향적 사고가 더 빈번하게 나타났다. 이러한 결과는 사전가정사고에서 상향적 사고가 주로 더 나타난다고 보고한 기존 연구와는 다른 결과이다. 반면, 행위와 비행위를 비교해보면 행위는 전체 응답 중 51.5%, 비행위는 18.2%로 비행위보다는 행위에 대한 가정적 사고가 더 빈번하였고 이는 기존 연구와 동일한 결과이다.

다음으로, 각 응답범주의 구체적인 내용 및 빈도를 살펴해보았다. 행위/상향은 주식을 팔았는데 가격이 오르게 되면 자신의 결정을 후회할 것이라는 것으로 일종의 포기 후회로 간주할 수 있고, 비행위/상향은 주식을 팔지 않았는데 가격이 더 떨어지게 되면 더 큰 손해를 볼 것이고 그 결과 자신의 결정을 후회할 것이라는 것으로 일종의 유지후회로 간주할 수 있다. 이 두 범주는 상향적 사전가정사고에 따른 후회가 예상되는 경우로, 포기후회를 한

표 1. 사전가정사고의 내용분석

응답범주	응답내용(예)	빈도(%)
행위/상향	내가 주식을 판다면, 주식의 가격이 오를 가능성이 있다 만일 주식을 판다면, 판 직후 급반등할 가능성이 있다 만약 A주식을 판다면, 내가 판 직후에 강등하여 후회할 것이다	18(27.3)
행위/하향	내가 주식을 판다면, 손해를 최소화할 수 있을 것이다 만일 A주식을 판다면, 단기적으로 더 이상 손해를 보지 않고 700만원이라도 건질 수 있다	16(24.2)
비행위/하향	내가 주식을 팔지 않는다면, 결국 가격은 올라갈 것이다 A주식을 팔지 않고 그대로 묵혀둔다면, 궁극적으로 부도나지 않는 한 가격은 상승할 것이다 만약 A주식을 팔지 않는다면, 곧 호전되어 주가가 올라갈 것이다	8(12.1)
비행위/상향	내가 주식을 팔지 않는다면, 더 큰 손실이 있을 수 있다 만일 A주식을 팔지 않는다면, 주식이 더 하락하게 되어 나 자신을 무척 원망하고 후회할 것 같다	4(6.1)
기타	내가 주식을 판다면, 나는 3백 만 원을 잃게 되는 것이다 (그리고 나는 그것을 용납할 수 없다) (손실혐오)	6(9.1)
	만약 A주식을 판다면, 다음 투자에도 내 선택에 자신이 없을 것이다	8(12.1)
	어떻게 될지 잠시 두고 본다/팔지 않고 추가정보를 구한다(유보)	5(7.61)
무응답		1(1.5)
전체		66(100)

사람은 전체 응답자 중 27.3%, 유지후회를 한 사람은 6.1%로 나타났다. 행위/하향은 미래에 발생할 더 큰 손실(추가손실)을 막고 현재의 손해를 감수하면서 손실(최소손실)을 최소화하겠다는 현실적인 생각으로, 비행위/하향은 미래에 대해 낙관적 기대를 하면서 주식을 팔지 않고 가지고 있겠다는 낙관적인 생각으로 간주할 수 있을 것이다. 이 두 범주는 하향적 사전가정사고로 인해 후회가 예상되지 않는 경우로, 현실적인 가정적 사고를 한 사람은 전체 응답자 중 24.2%, 낙관적인 가정적 사고를 한 사람은 12.1%로 나타났다. 이러한 결과는 사전가정사고에서 예상되는 후회를 언급한 응답자들이 전체 응답자의 33.4%임을 보여주며, 그 중 유지후회(6.1%)보다는 포기후회(27.3%)가 더 빈번하게 나타남을 보여준다. 그러나 본 연구의 자유응답 속에서 명시적으로 후회를 언급한 응답자들은 유지후회 1명, 포기후회 2명이었다. 또한 포기후회의 빈도(27.3%)가 가장 높기는 했지만 이외에도 유지후회, 주식의 가격이 오를 것이라는 낙관적 기대, 더 큰 손실을 막고 위험을 피하고자 하는 현실적인 위험회피, 잠재적인 손실을 현실화하는 것을 싫어하는 손실혐오, 그

리고 결정의 유보 등 여러 응답이 나타났다. 이러한 결과는 기존의 연구에서 보여주었던 예상되는 후회가 선택에 미치는 영향의 정도가 과장되어 나타났음을 잘 보여준다. 부정적인 결과를 예상하게 하면 그로 인해 유발되는 후회가 선택에 영향을 미치지만 사람들에게 자유롭게 사전가정사고를 하도록 하면 항상 부정적인 결과만을 예상하는 것은 아니다. 오히려 긍정적인 결과를 예상하면서 그 긍정적인 결과를 얻지 못했을 때 유발될 수 있는 후회를 예상하거나 또는 예상되는 후회보다는 미래에 예상되는 긍정적인 감정(기대나 희망) 자체가 그 이후의 선택에 영향을 미칠 수도 있다.

사전가정사고에 따른 투자결정의 차이

앞의 사전가정사고 내용의 응답범주 중 기타와 무응답을 제외한 네 가지 주요 응답범주 집단만을 대상으로 행위/비행위와 상향/하향 간의 투자결정에 차이가 있는지를 알아보기 위해 이원변량분석을 실시하였다. 각 집단의 평균과 표준편차는 표 2에 제시하였다. 변량분석 결과, 행위/비행위의 주효과와 상향/하향의 주효과는 유의하지 않았

표 2. 사전가정사고에 따른 각 집단별 투자결정의 평균과 표준 편차

	행위	비행위
상향	3.06(4.07)	-3.25(3.60)
하향	-.75(5.04)	3.87(3.76)

*평균값이 7에 가까울수록 ‘팔지 않는다’, -7에 가까울수록 ‘팔고 나온다’는 투자결정을 하는 것임.

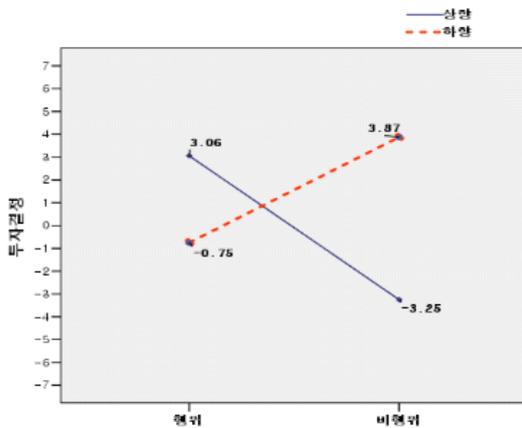


그림 1. 행위/비행위×상향/하향의 상호작용효과

으나, 상호작용효과는 유의한 것으로 나타났다($F(1, 46) = 12.73, p < .001$). 그림 1에서 볼 수 있듯이, 행위이면서 상향일 때와 비행위이면서 상향일 때 사람들의 투자결정은 극명하게 차이가 나타났다. 즉 행위이면서 상향적 사고를 통해 포기후회를 예상한 사람은 ‘팔지 않는다’는 투자결정을 한 반면, 비행위이면서 상향적 사고를 통해 유지후회를 예상한 사람은 ‘팔고 나온다’는 투자결정을 하였다. 또한 행위이면서 하향일 때와 비행위이면서 하향일 때 사람들의 투자결정에서도 차이가 나타났다. 즉 행위이면서 하향적 사고를 한 사람보다는 비행위이면서 상향적 사고를 통해 미래에 대한 낙관적 기대를 한 사람이 ‘팔지 않는다’는 투자결정을 더 많이 하였다.

위의 결과를 통해 알 수 있는 것은 기존의 연구에서처럼 상향적인 사고가 항상 미래준비적인 기능을 하는 것은 아니라는 것이다. 본 연구결과에 따르면 잠재적 손실이 발생한 상황에서 사람들은 자신이 주식을 판 후 가격이 오르면 후회할 것이라는 포기후회(행위/상향)로 인해 손해보고 있는 주식을 팔지 않고 계속 가지고 있는 행동

편향을 범하는 것으로 볼 수 있다.

연구 2

본 연구 1의 결과에 따르면, 매수한 주식이 가격이 떨어져 잠재적 손실이 발생한 상황에서 사람들은 포기후회나 유지후회를 떠올리지만, 본 연구 1에서 명시적으로 후회를 언급한 빈도는 예상되는 후회에 대한 사고내용(행위/상향, 비행위/상향)을 보고한 응답자 22명 중 3명에 불과했다. Roese(1997)에 따르면, 사후가정사고는 강한 정서적 반응(emotion responses)을 유발시킬 뿐만 아니라 부정적 결과를 피하기 위한 행동적 규범(behavioral prescriptions)도 제공한다. 따라서 본 연구 1에서 유지후회나 포기후회라고 간주한 것이 참가자들로 하여금 예상되는 사후가정사고에 따른 인과추론을 유발시켰지만, 예상되는 후회를 유발시키지 않은 채 바로 행동적 선택에 영향을 미쳤을지도 모른다. 이와 같은 결과들은 예상되는 사후가정사고의 인과추론을 통해 미래에 경험될 후회를 예상하고, 이러한 예상되는 후회가 투자결정에 직접적으로 영향을 미쳤다고 단언할 수 없게 만든다. 또한 연구 1의 결과는 매수한 주식이 가격이 떨어져 잠재적 손실이 발생한 상황에서 사람들이 포기후회와 유지후회뿐 아니라 주식의 가격이 오를 것이라는 낙관적 기대나 더 큰 손해를 피하고자 하는 위험 회피적인 생각과 같이 다양한 가정적 사고를 통해 투자결정을 내림을 볼 수 있었다. 이에 본 연구 2에서는 주식의 가격이 떨어지고 있는 상황에서 투자결정에 영향을 미칠 수 있는 개인적 변수들의 영향을 통제하고, 예상되는 후회를 보다 직접적으로 유발하여 예상되는 후회가 투자결정에 미치는 효과를 보다 명확하게 알아보려 하였다. 또한 잠재적 손실 상황에서 손해보고 있는 주식을 팔지 않고 계속 가지고 있는 행동 편향에 어떤 후회가 더 영향을 미치는지를 살펴보았다.

방 법

실험참가자

한국외국어대학교에서 심리학 관련 교양 수업을 수강한 100명의 학생이 학점 이수 조건으로 본 연구 2에 참여하였다. 연구 2에 참여한 실험참가자들의 평균 연령은

21.4세($SD=2.49$)였으며, 남자 33명(33.0%), 여자 67명(67.0%)이었다.

실험절차

본 연구 2에서는 연구 1과 동일한 주식 시나리오를 실험 시나리오로 사용하였고, 피험자내 설계(within-subjects design)를 통해 실험참가자들에게 양 방향의 예상되는 후회를 모두 유발하였다. 이를 위해 먼저, 연구 2에서는 실험참가자들에게 주식 시나리오를 제시한 후에 유지후회와 포기후회를 생각해보는 지시문을 제시하여 양 방향의 예상되는 후회를 모두 상상해보도록 하였다. 유지후회를 유발시키기 위해서는 “만일 당신이 A주식을 팔지 않았는데, A주식의 가격이 계속 떨어져 손해를 더 보았다면, 당신은 얼마나 후회할지에 관해 잠시 동안 생각해 보십시오”라는 지시문을 제공하였고, 포기후회를 유발시키기 위해서는 “만일 당신이 A주식을 팔고 나왔는데, A주식의 가격이 올라 손해를 만회할 좋은 기회를 놓쳤다면, 당신은 얼마나 후회할지에 관해 잠시 동안 생각해 보십시오”라는 지시문을 제시하였다. 이 때 순서효과를 배제하기 위해 절반의 참가자(50명)에게는 유지후회+포기후회의 순서로 제시하였고, 절반의 참가자(50명)에게는 포기후회+유지후회의 순서로 제시하였다. 순서효과는 없었으므로 이후 결과보고에서는 언급하지 않았다. 유지후회나 포기후회를 상상할 때 느끼는 후회의 정도를 각각 보고하도록 하였고, 이러한 잠재적 손실 상황에서 어떤 투자결정을 할 것인지를 선택하게 하였다.

측정변수들

양 방향의 예상되는 후회의 정도

유지후회의 정도는 “만일 당신이 A주식을 팔지 않았는데, A주식의 가격이 계속 떨어져 손해를 더 보았다면...”이라고 상상할 때, 당신이 느끼는 후회의 수준은 어느 정도입니까?”로, 포기후회의 정도는 “만일 당신이 A주식을 팔고 나왔는데, A주식의 가격이 올라 손해를 만회할 좋은 기회를 놓쳤다면...”이라고 상상할 때, 당신이 느끼는 후회의 수준은 어느 정도입니까?”를 7점 척도(1=전혀 후회하지 않는다, 7=매우 후회한다)로 측정하였다.

투자결정

연구 1과 마찬가지로, 실험참가자들은 제시된 시나리오를 읽고 자신이 이러한 상황에 처했다고 가정했을 때 어떤 투자결정을 할 것인지를 -7점에서 7점 사이(-7~-1=‘팔고 나온다’의 정도, 0=‘잘 모르겠다’, 1~7=‘팔지 않는다’의 정도)에서 선택하였다.

자기고양적 변수와 위험 감수적 성향

손실을 보고 있는 상황에서 어떤 투자결정을 내릴 것인지는 개인의 성향에 따라 달라질 수 있다. 개인투자자들의 투자행동에 대한 기존 연구에 따르면, 사람들은 일반적으로 자신의 주식투자 능력에 대해 과신을 하여 주식 거래를 필요 이상으로 많이 하고(Odean, 1999), 자신이 보유한 주식이 다른 주식보다 실적이 좋을 것이라고 믿으며, 자신이 어떤 주식을 보유했다는 사실이 그 주식의 실적을 통제한다는 착각을 갖게 하는 등의 비합리적인 믿음을 가지고 있음을 보여준다(Nofsinger, 2002). 본 연구에서 제시하는 주식 시나리오 상황도 충분히 이러한 비합리적 믿음을 유발시킬 수 있고, 이러한 비합리적인 믿음에 근거하여 주식을 계속 보유하겠다는 투자결정을 내릴 수도 있다.

또한 개인의 위험지각 및 위험행동에 중요한 영향을 미치는 것은 개인이 위험을 감수하거나 회피하려는 경향성인 위험 감수적 성향이다. 위험 회피적인 사람은 부정적 결과에 더 주의를 두거나 가중을 두는 경향이 있다. 따라서 이득의 가능성에 비해 손실의 가능성을 과대평가하거나 실패에 노출되었을 때 이를 참아내기 위해서 보다 높은 이득의 가능성을 필요로 한다. 반대로 위험 추구적인 사람은 긍정적 결과에 더 주의를 두거나 가중을 두는 경향이 있기 때문에 손실의 가능성에 비해 이득의 가능성을 과대평가하는 경향이 있다(Schneider & Lopes, 1986). 따라서 본 연구에서는 주식에 대한 개인의 비합리적 믿음의 정도를 측정할 수 있는 자기고양적 변수와 위험 감수적 성향을 함께 측정하였다.

자기고양적 변수를 측정하기 위해서 Taylor와 Brown (1988)의 자기고양적 편향의 3가지 요인, 즉 자신에 대한 지나친 긍정적 평가(better-than-average effect), 통제력에 대한 착각(illusion of control), 그리고 비현실적 낙관주의(unrealistic optimism) 개념을 기초로 하여 자기고양적 변

수의 질문 문항을 구성하였다. 자신의 투자 능력에 대한 확신 정도는 “앞의 시나리오 상황에서, A 주식으로 돈을 벌 수 있는 귀하의 능력에 대해 귀하는 어느 정도 확신하십니까?”(1=전혀 확신하지 않는다, 7=매우 확신한다)로, 상황에 대한 지각된 통제력 정도는 “앞의 시나리오 상황에서, A 주식으로 돈을 벌 수 있는 상황(사건)에 대해 귀하는 어느 정도 통제할 수 있다고 생각하십니까?”를 7점 척도(1=전혀 통제할 수 없다, 7=전적으로 통제할 수 있다)로, 그리고 낙관적 기대 정도는 “앞의 시나리오 상황에서, A 주식으로 돈을 벌 수 있다는 것에 대해 귀하는 어느 정도 기대하십니까?”(1=전혀 기대하지 않는다, 7=매우 기대한다)로 측정하였다. 본 연구에서 얻어진 자기고양적 변수의 신뢰도 계수는 .90이었다.

개인의 위험 감수적 성향은 Knowles, Cutter, Walsh와 Casey(1973)의 위험 감수적 성향 질문지(Risk-Taking Questionnaire : RTQ)를 사용하였다. Knowles 등(1973)은 위험 감수를 “위험한 상황을 피하거나 접근하려는 일반적인 성향”으로 정의하였다. 위험 감수적 성향 척도는 20문항으로 구성된 5점 척도(1=전혀 그렇지 않다, 5=매우 그렇다)로 구성되어 있으며, 위험에 접근하려는 동기 또는 성향을 측정하는 단일척도이다. 본 연구에서는 이홍표(2002)의 연구에서 사용된 15문항만을 사용하였으며, 신뢰도 계수는 .85로 나타났다.

결 과

예상되는 후회가 투자결정에 미치는 영향

본 연구에서는 먼저, 투자금액의 30%를 잃고 있는 손실 상황에서 양 방향의 후회를 모두 예상하게 했을 때 실험참가자들의 투자결정이 어떠한지를 살펴보았다. 살펴본 결과, 전체 100명의 응답 중 ‘팔지 않는다’가 55명(55.0%), ‘팔고 나온다’가 25명(25.0%), ‘잘 모르겠다’가 19명(19.0%), 무응답 1명(1.0%) 순으로 나타나, 대부분의 사람이 주식을 팔지 않겠다고 응답하였다. 이는 기존의 처분효과가 본 연구에서도 그대로 나타남을 보여준다.

손실 상황에서 주식을 팔고 나와야 할지, 아니면 팔지 않고 좀 더 기다려봐야 할지에 대한 투자결정은 개인의 성향에 따라 다를 수 있다. 이에 본 연구에서는 예상되는

후회가 투자결정에 미치는 영향만을 알아보기 위해, 투자 결정에 영향을 미칠 수 있는 성별, 연령과 같은 인구통계학적 변수, 위험 감수적 성향과 자기고양적 변수들인 투자능력에 대한 확신, 지각된 통제력, 그리고 낙관적 기대 요인과 같은 개인적 변수들을 통제한 후 위계적 중다회귀 분석을 실시하였다.

각 변수들 간의 상관계수 행렬은 표 3에 제시하였다. 표 3에서 볼 수 있는 것처럼, ‘팔지 않는다’는 투자결정과 유지후회는 부적으로 유의미한 상관관계가 있고($r=-.28, p<.01$), 포기후회와는 정적으로 유의미한 상관관계가 있는 것으로 나타났다($r=.50, p<.01$). 즉 사람들은 유지후회가 높을수록 ‘팔고 나온다’는 투자결정을 하는 반면 포기후회가 높을수록 ‘팔지 않는다’는 투자결정을 한다. 또한 개인의 위험 감수적 성향($r=.25, p<.01$)과 낙관적 기대($r=.42, p<.01$)와도 정적으로 유의미한 상관관계가 있는 것으로 나타났다. 즉 사람들의 위험 감수적 성향이 높고 낙관적 기대가 클수록 팔지 않고 가지고 있겠다는 투자결정을 더 많이 한다.

다음으로, 성별, 연령, 그리고 개인적 변수들을 통제한 후 위계적 회귀분석을 실시한 결과는 표 4에 제시하였다. 표 4에서 볼 수 있는 것처럼, ‘팔지 않는다’는 투자결정에 개인의 위험 감수적 성향($\beta=.18, p<.05$)과 낙관적 기대($\beta=.44, p<.001$)는 정적으로 유의미한 영향을 미친 반면, 지각된 통제력($\beta=-.19, p<.05$)은 부적으로 유의미한 영향을 미쳤다. 또한 ‘팔지 않는다’는 투자결정에 유지후회는 부적으로 유의미한 영향을 미친 반면($\beta=-.44, p<.001$), 포기후회는 정적으로 유의미한 영향을 미친 것으로 나타났다($\beta=.63, p<.001$). 즉 유지후회보다 포기후회를 더 크게 느낀 사람은 포기후회의 영향으로 ‘팔지 않는다’는 투자결정을 더 많이 한 반면, 포기후회보다 유지후회를 더 크게 느낀 사람은 유지후회의 영향으로 ‘팔고 나온다’는 투자결정을 더 많이 하였다. 그리고 좀 더 구체적으로, 포기후회와 유지후회의 회귀계수를 비교해보면 유지후회보다 포기후회의 영향력이 상대적으로 더 큰 것을 볼 수 있다. 이것은 잠재적 손실 상황에서 사람들의 투자결정에 더 영향을 미치는 것은 포기후회라는 것을 말해준다. 즉 손실 상황에서 사람들이 손해보고 있는 주식을 처분하지 못하고 계속 가지고 있는 행동 편향을 보이는 것은 이전 투자 행동을 유지했을 경우 발생할 수 있는 미래의 더 큰 손실

표 3. 각 변수들 간의 상관관계

	1	2	3	4	5	6	7
1. 위험 감수적 성향							
2. 지각된 통제력	.15						
3. 투자에 대한 확신	-.27**	.23*					
4. 낙관적 기대	-.26**	.17	.50**				
5. 유지후회	-.30***	-.29**	-.24*	-.21*			
6. 포기후회	-.03	-.34**	-.25*	.16	.34**		
7. 투자결정('팔지 않는다')	.25**	-.13	-.14	.42**	-.28**	.50**	

* $p < .05$, ** $p < .01$

에 대한 후회인 유지후회보다는 이전 투자행동을 포기하여 과거의 투자비용을 만회하고 더 나아가 미래의 추가적인 이득을 얻을 수 있는 기회를 잃게 됨으로써 발생할 수 있는 후회인 포기후회 때문이다.

손실 상황에서 개인의 위험 감수적 성향과 지각된 통제력, 낙관적 기대와 같은 개인적 변수가 투자결정에 유의미한 영향을 미치더라도, 양 방향의 예상되는 후회는 투자결정의 31% ($\Delta R^2 = .31, p < .001$)을 설명하는 것으로 나타났다. 따라서 매수한 주식가격이 떨어져 잠재적 손실이 발생한 상황에서, 사람들은 미래에 발생할 후회를 생각해보고 이러한 예상되는 후회를 회피하기 위한 투자결정을 한다는 것을 알 수 있다.

종합논의

본 연구에서는 개인투자자들이 일반적으로 보이는 행동 편향 중 하나인 손해보고 있는 주식을 너무 오래 가지고 있는 현상을 예상되는 후회 측면에서 설명해보고자 하였다. 이에 매수한 주식가격이 떨어져 잠재적 손실이 발생한 상황에서 사람들이 주로 어떤 유형의 가정적 사고를 하는지 알아보고, 이러한 가정적 사고 중 예상되는 후회가 사람들의 이후 투자결정에 어떻게 영향을 미치는지를 알아보았다.

연구 1에서는 사전가정사고의 유발을 통해 다양한 사고가 나타나지만 여전히 포기후회(행위/상향)가 제일 빈

표 4. 예상되는 후회가 투자결정에 미치는 영향

변인	Model 1	Model 2	Model 3
Step 1. 인구통계학적 변수			
성별	.15	.07	-.00
연령	.02	.03	.11
Step 2. 개인적 변수			
위험 감수적 성향		.18*	.08
지각된 통제력		-.19*	-.11
투자에 대한 확신		-.08	.08
낙관적 기대		.44***	.19*
Step 3. 예상되는 후회			
유지후회			-.44***
포기후회			.63***
R^2	.02	.25	.56
ΔR^2		.23	.31
F	.98	6.99***	31.55***

* $p < .05$, *** $p < .001$

번하게 나타나는 예상되는 후회의 형태임을 볼 수 있었다. 연구 2에서는 연구 1에서 참가자들이 보고한 포기후회가 인과적 추론에서 바로 행동으로 이어지고 후회 자체는 강하게 유발되지 않았을 가능성을 보완하기 위해 직접적으로 포기후회와 유지후회를 모두 유발하였다. 그리고 손실 상황에서의 투자결정에 영향을 미칠 수 있는 개인적 변수를 함께 측정하여 이런 추가적인 변인들의 영향을 통제해도 포기후회와 유지후회가 투자결정에 유의하게 영향을 미침을 살펴보고 있다. 또한 이런 상황에서 유지후회보다는 포기후회를 크게 느끼는 사람들이 더 많고 투자결정에 미치는 포기후회의 영향이 상대적으로 더 큼을 볼 수 있었다. 이와 같은 결과는 예상되는 후회의 종류에 따라 의사결정이 달라짐을 명확하게 보여주는 것이다.

본 연구결과에 따르면, 미래의 결과가 나타나지 않은 상황에서 사람들은 다양한 사전가정사고를 한다. 기존 연구에서는 상향적 사고와 행위에 대한 사후가정사고가 더 빈번하다고 보고되었으나, 본 연구에서는 행위에 대한 사고만 더 빈번한 것으로 나타났고 두 범주를 모두 포함하는 행위/상황(포기후회)이 가장 빈번하게 나타났다. 또한 기존 연구에서는 사후가정사고의 미래준비적인 기능으로 특히 사전가정사고에서는 상향적 사고가 많다고 주장하였다. 그러나 본 연구의 결과는 사전가정사고가 상향적으로만 나타나는 것이 아닐 뿐 아니라 상향적이어도 항상 미래준비적인 기능을 가지고 있는 것은 아님을 보여준다. 본 연구에서 제시한 시나리오 상황에서는 주식을 팔고 나오는 것이 보다 바람직한 투자결정이라 할 수 있다. 그러나 많은 사람들이 손해보고 있는 주식을 팔지 않겠다는 투자결정을 내렸고 이런 결정의 배후에는 예상되는 후회 중 포기후회(행위/상황)가 주된 영향을 미친 것으로 나타났다. 즉 자신이 주식을 판 후 주식이 오르면 후회할 것이라는 것이 사람들로 하여금 계속 주식을 가지고 있도록 만든 것이다. 이는 상향적인 사후가정사고가 항상 미래준비적인 기능만 하는 것이 아니라 불필요한 투자를 계속 유지하게 하는 다소 비합리적인 행동을 유발함을 보여주는 것이다. 반면, 유지후회(비행위/상황)는 비합리적 투자 행동을 수정하는데 효과적인 수 있음을 보여준다. 이와 같은 결과는 사람들이 예상되는 후회로 인해 때로는 더 위험한 선택을 하기도 하지만 한편으로는 더 조심스러운 선택을 하기도 한다는 기존의 주장과 일치하는 결과이다.

본 연구는 개인투자자들이 손해보고 있는 주식을 처분하지 않고 계속 가지고 있는 현상을 예상되는 후회 측면에서 설명해보고자 했었는데 의의가 있지만, 본 연구의 가장 큰 제한점은 본 연구에서 사용한 실험 시나리오와 관련된 것이다. 본 연구에서는 개인투자자들이 투자결정 시 일반적으로 고려하는 요인들인 기업정보나 국내 및 국제 경기 동향 등에 대한 중요한 정보가 제시되지 않은 매우 간략하게 기술된 시나리오를 사용하였다. 여러 가지 고려해보아야 할 중요한 정보가 제공되지 않은 제한적인 시나리오 상황에서 사람들에게 투자결정을 내리도록 한 것에는 문제가 있을 수 있다. 그러나 실제 주식시장에서 나타나는 처분효과가 여전히 반복적으로 관찰된다는 것은 단순화된 선택 상황이기도 하지만 처분효과가 나타나도록 하는 핵심적인 투자결정 요인은 제공하고 있음을 보여준다. 또한 본 연구의 가상적인 시나리오 상황은 실제 주식투자가 일어나는 자연적인 상황과는 상당한 차이가 있다. 본 연구에서처럼 손실 상황일 때 앞으로의 투자결정을 어떻게 내릴지 이성적인 상태에서 예측하게 하는 것과 실제로 잠재적 손실에 직면하여 손실감으로 감정이 고조된 상태에서 사람들이 내리는 투자결정에는 분명히 차이가 있을 것이다.

예상되는 후회가 사람들의 의사결정에 영향을 미친다는 기존의 연구들은 부정적인 사건이 일어날 것을 상상하고 그 상황에서의 예상되는 후회의 경험이 건강과 관련된 태도와 행동수정에 있어 매우 효과적이라고 주장하였다. 그러나 다른 한편으로, 사람들은 미래의 후회의 가능성을 피하기 위해 더 위험한 선택을 하기도 하고, 종종 미래의 후회를 피하기 위해서 보다 비싼 대가를 치르기도 한다. 한편 최근 연구에서는 사람들이 자신이 상상하고 예측하는 것보다 후회에 덜 영향을 받는다는 주장이 제기되고 있다(Gilbert, Morewedge, Risen, & Wilson, 2004). 즉 미래에 어떤 일이 발생한다면 후회할 것이라고 예상하는 것만큼 실제 결과에 대한 사람들의 후회가 그렇게 크지는 않다는 것이다. Gilbert 등(2004)에 따르면, 사람들은 미래에 발생하게 될 후회를 과대평가한다. 따라서 역설처럼 들리겠지만, 미래에 후회를 예상하는 것이 종종 실제로 후회를 경험하는 것보다 더 고통스럽다. 사람들은 후회할 것이라고 예상한 일이 실제 발생했을 때 그 일의 발생에 대한 책임이나 자기비난을 능숙하게 합리화함으로써 실

제로는 후회를 크게 느끼지 않는다고 한다. 그러나 대부분의 사람들은 이를 잘 알지 못하고 예상되는 감정을 피하기 위해 더 많은 값을 지불하게 된다. 따라서 Gilbert 등 (2004)은 미래의 후회를 회피하기 위해 비용을 지불하는 의사결정자는 실제로 “자신들에게 필요하지도 않은 감정적인 보험에 가입하는 것”이라고 주장하였다. 따라서 추후 연구에서는 의사결정 및 행동에 미치는 예상되는 후회의 순기능뿐만 아니라 역기능 측면에서, 더 나아가 예상되는 정서의 예측 오류 측면에서 더 많은 연구가 이루어질 필요가 있다.

참 고 문 헌

- 이흥표 (2002). 비합리적 도박신념, 도박동기 및 위험감수 성향과 병적 도박의 관계. 고려대학교 박사학위논문.
- Bar-Hillel, M., & Neter, E. (1996). Why are people reluctant to exchange lottery tickets? *Journal of Personality and Social Psychology*, 70, 17-27.
- Bazerman, M. H., Tenbrunsel, A. E., & Wade-Benzoni, K. (1998). Negotiating with yourself and losing : Making decisions with competing internal preference. *Academy of Management Review*, 23, 225-241.
- Bell, D. E. (1982). Regret in decision making under uncertainty. *Operation Research*, 30, 961-981.
- Boles, T. L., & Messick, D. M. (1995). A reverse outcome bias : The influence of multiple reference points on the evaluation of outcomes and decisions. *Organizational Behavior and Human Decision Processes*, 61, 262-275.
- Cooke, A. D. J., Meyvis, T., & Schwartz, A. (2001). Avoiding future regret in purchase-timing decisions. *Journal of Consumer research*, 27, 447-459.
- Ferris, S. P., Haugen, R. A., & Makhija, A. K. (1988). Predicting contemporary volume with historic volume at differential price levels : Evidence supporting the disposition effect. *Journal of Finance*, 43, 677-697.
- Fineman, S. (2000). Emotion arenas revisited. In S. Fineman(Ed.), *Emotion in organization*(pp.1-24). London : Sage.
- Gilbert, D. T., Morewedge, C. K., Risen, J. L., & Wilson, T. D. (2004). Looking forward to looking backward : The misprediction of regret. *Psychological Science*, 15, 346-350.
- Gleicher, F., Boninger, D. S., Strathman, A., Armor, D. A., Hetts, J. J., & Ahn, M. (1995). With an eye toward the future : The impact of counterfactual thinking on affect, attitudes, and behavior. In N. J. Roese & J. M. Olson(Eds.), *What might have been : The social psychology of counterfactual thinking* (pp.283-304). Mahwah, NJ : Erlbaum.
- Harris, L. (1988). Discussion of predicting contemporary volume with historic volume of differential price levels : Evidence supporting the disposition effect. *Journal of Finance*, 43, 473-506.
- Hetts, J. J., Boninger, D. S., Armor, D. A., Gleicher, F., & Nathanson, A. (2000). The influence of anticipated counterfactual regret on behavior. *Psychology & Marketing*, 17, 345-368.
- Inman, J. J., Deyer, J. S., & Jia, J. (1997). A generalized utility model of disappointment and regret effects on post-choice valuation. *Marketing Science*, 16, 97-111.
- Kahneman, D., & Miller, D. T. (1986). Norm theory : Comparing reality to its alternatives. *Psychological Review*, 93, 136-153.
- Kahneman, D., & Tversky, A. (1979). Prospect theory : An analysis of decisions under risk. *Econometrica*, 47, 263-291.
- Knowels, E. S., Cutter, H. S. G., Walsh, D. H., & Casey, N. A. (1973). Risk-taking as a personality trait. *Social Behavior and Personality*, 1, 123-129.
- Larrick, R. P., & Boles, T. L. (1995). Avoiding regret in decisions with feedback : A negotiation example. *Organizational Behavior and Human Decision Processes*, 63, 87-97.

- Loewenstein, G. F., Weber, E. U., Hsee, C. K., & Welch, N. (2001). Risk as feelings. *Psychological Bulletin*, 127, 267-286.
- Loomes, G., & Sugden, R. (1982). Regret theory : An alternative theory of rational choice under uncertainty. *The Economic Journal*, 92, 805-824.
- Markman, K. D., Gavanski, I., Sherman, S. J., & McMullen, M. N. (1993). The mental simulation of better and worse possible worlds. *Journal of Personality and Social Psychology*, 29, 87-109.
- McConnell, A. R., Neidermeier, K. E., Leibold, J. M., El-Alayli, A. G., Chin, P. P., & Kuiper, N. M. (2000). What if I find it cheaper someplace else? : Role of prefactual thinking and anticipated regret in consumer behavior. *Psychology and Marketing*, 17, 281-298.
- Nofsinger, J. R. (2002). *The psychology of investing*. New Jersey : Pearson Education.
- Odean, T. (1998). Are investors reluctant to realize their losses? *Journal of Finance*, 53, 1775-1798.
- Odean, T. (1999). Do investors trade too much? *American Economic Review*, 89, 1279-1298.
- Richard, R., van der Pligt, J., & de Vries, N. K. (1996a). Anticipated affect and behavioral choice. *Basic and Applied Social Psychology*, 18, 111-129.
- Richard, R., van der Pligt, J., & de Vries, N. K. (1996b). Anticipated affective reactions and prevention of AIDS. *British Journal of Social Psychology*, 34, 9-21.
- Ritov, I., & Baron, J. (1995). Outcome knowledge, regret, and omission bias. *Organizational Behavior and Human Decision Processes*, 64, 119-127.
- Roese, N. J. (1997). Counterfactual thinking. *Psychological Bulletin*, 121, 133-148.
- Roese, N. J., & Hur, T. (1997). Affective determinants of counterfactual thinking. *Social Cognition*, 15, 333-350.
- Roese, N. J., & Olson, J. M. (1997). Counterfactual thinking : The intersection of affect and function. In M. P. Zanna(Ed.), *Advances in Experimental Social Psychology*(Vol.29, pp.1-59). San Diego, CA : Academic Press.
- Sanna, L. J. (1996). Defensive pessimism, optimism, and simulating alternatives : Some ups and downs of prefactual and counterfactual thinking. *Journal of Personality and Social Psychology*, 71, 1020-1036.
- Schneider, S. L., & Lopes, L. L. (1986). Reflection in preferences under risk : Who and when may suggest why. *Journal of Experimental Psychology : Human Perception and Performance* 12, 535-548.
- Shefrin, H., & Statman, M. (1985). The disposition to sell winners too early and ride losers too long : Theory and evidence. *Journal of Finance*, 40, 777-790.
- Simonson, I. (1992). The Influence of anticipating regret and responsibility on purchase decisions. *Journal of Consumer Research*, 19, 105-118.
- Taylor, S. E., & Brown, J. D. (1988). Illusion and well-being : A social psychological perspective on the mental health. *Psychological Bulletin*, 103, 193-210.
- Tsiros, M., & Mittal, V. (2000). Regret : A model of its antecedents and consequences in consumer decision making. *Journal of Consumer Research*, 26, 401-417.
- Tykcocinski, O. E., & Pittman, T. S. (1998). The consequences of doing nothing : Inaction inertia as avoidance of anticipated counterfactual regret. *Journal of Personality and Social Psychology*, 75, 607-616.
- Walsh, J. P. (1995). Managerial and organizational cognition : Notes from a trip down memory lane. *Organizational Science*, 6, 280-321.
- Weber, M., & Camerer, C. F. (1998). The disposition effect in securities trading : An experimental analysis. *Journal of Economic Behavior and Organization*, 33, 167-184.

Zeelenberg, M. (1999). Anticipated regret, expected feedback and behavioral decision making. *Journal of Behavioral Decision Making*, 12, 93-106.

Zeelenberg, M., & Beattie, J. (1997). Consequences of

regret aversion 2 : Additional evidence for effects of feedback on decision making. *Organizational Behavior and Human Decision Processes*, 72, 63-78.

The Role of Prefactual Thinking and Anticipated Counterfactual Regret in a Losing Investment Decision

Miyoung Han Jaehwi Kim
Chung-Ang University

Sowon Ahn
Yonsei University

In the present study, we attempted to explain why people keep losing stocks too long (the disposition effect) with anticipated counterfactual regret. For this aim, we investigated what kinds of prefactual thinking people had when they had a losing stock facing potential loss (study 1) and whether anticipated counterfactual regret had influence on their investment decision (study 2). The results of study 1 demonstrated that people did various kinds of prefactual thinking facing a losing investment situation but that withdrawal regret was the most frequent type. The results of study 2 showed that people made decisions depending on what kind of anticipated counterfactual regret was felt more strongly. That is, those who felt the withdrawal regret more strongly decided to keep their stock, while those who felt the persistence regret more strongly decided to sell their stock. The effect of anticipated counterfactual regret was significant even after controlling related personal variables (e.g., self-enhancing bias, risk taking tendency). Finally, the implication of the results was discussed.

Keywords: *disposition effect; prefactual thinking; anticipated counterfactual thinking; anticipated counterfactual regret*

1차원고 접수일 : 2009년 4월 8일
수정원고 접수일 : 2009년 5월 23일
게재 확정일 : 2009년 5월 24일