



# 행동재무학 (Behavioral Finance)

경영대학 재무전공  
김도성

# 시장 이상현상 (Market Anomalies)

- **Fundamental Anomaly:** 증권의 현재가격  $\neq$  내재 가치  $\rightarrow$  성장 가능성이 큰 회사를 과대평가함  $\rightarrow$  PER 또는 Book-to-Market ratio가 작은 주식, 소형주 등이 상대적으로 우수한 성과를 보임
- **Technical Anomaly:** 기술적 분석 (technical analysis)에서 파악된 과거 가격, 수익률 또는 거래량 등에 나타나는 패턴  $\rightarrow$  Long-term reversal (mean-reversion), Short-term momentum
- **Calendar Anomaly:** 일년중의 특정한 시점에 나타나는 증권의 패턴  $\rightarrow$  일월효과(January effect), 주말 효과, 음력 효과

# 행동재무학 (Behavioral Finance)

- 전통적인 재무: 투자자들은 합리적(rational), 이성적 경제 주체임을 가정 → 경제분석의 단순화; 연구결과와의 계량화
- 행동재무: 투자자들은 보통의 사람들이므로 개인적인 믿음이나 편이에 영향을 받고 따라서 비합리적 (비이성적)이고 감정적인 결정과 선택을 할 수 있음을 가정 → 재무나 투자에서의 행동을 이해하기 위한 심리학의 적용
  - 미시행동 재무: 개인투자자들의 비이성적 행동에 초점
  - 거시행동 재무: 효율시장 가설에 반하는 전체시장에서의 이상현상 (anomaly) 또는 변칙현상 (irregularity)에 초점

# 행동재무학 (Behavioral Finance)

- 전통적인 재무의 예: CAPM의 가정
  - 투자자는 개별거래를 통해 시장가격에 영향을 미칠 수 없다: 다수의 투자자들의 집단적인 거래만이 시장가격에 영향을 줄 수 있다.
  - 모든 투자자들의 투자기간은 단일기간으로 동일하다.
  - 모든 투자자들은 모든 점에서 동일한 기대를 갖는다.
  - 세금과 거래비용이 없고 정보비용도 없으며 모든 투자자들은 동일한 정보를 갖는다.
  - 모든 투자자들은 동일한 투자기회를 갖고 무위험 이자율로 무제한 차입 (대출)이 가능하다.
  - 모든 투자자들은 동일한 평균-분산 원칙을 적용하여 효율적인 포트폴리오를 구성하려고 한다.

# 행동재무학 (Behavioral Finance)

- **미시 행동재무**
  - 개인의 의사결정을 개인의 인지과정으로 설명; 인지심리학
  - 주제: 개인의 행동에 영향을 미치는 태도, 신념, 선호
  - 연구: 오류 (bias), 추단법 (heuristics), 경험칙 (rules of thumb), 불확실성 하의 의사결정
    - 개인의 신념에 영향을 주는 특성: 사람들이 어떻게 생각하는가
    - 개인의 선호에 영향을 미치는 특성: 의사결정에 직접적인 영향을 주는 것, 행동과 밀접한 관련
- **거시 행동재무**
  - 전체시장에서 나타나는 현상을 설명
  - 시장 비효율성

# 행동재무학 (Behavioral Finance)

- 전통적인 재무는 실재를 지나치게 단순화하는 가정들에 기초함 → 사람들의 실제행동이 아니라 사람들이 어떻게 행동해야만 하는지에 대한 원칙에 의함
- 행동재무는 일반 투자자들이 금융시장에서 보이는 행동들을 관찰하고 파악함 → 행동재무는 사람들의 이성적인 행동들에 대한 가정이 아니라 실제 관찰된 행동들에 기초함
- Efficient market vs. Irrational market
  - 많은 연구들이 효율 시장을 지지하나 효율시장가설과 상반되는 많은 수의 지속적인 이상현상 (anomaly)이 존재함

# 투자자의 편익

- 투자자의 편익 (Investor Biases)
  - 편익(bias): 편애(preference), 성향(inclination) 또는 편견으로부터의 공정하지 못한 행위나 정책
  - 행동재무에서의 편익: 경제적 실제의 인식에 있어서의 또는 재무적 판단에 있어서의 체계적인 실수나 불완전성 → heuristics
  - 예: 배고플 때 쇼핑을 해서 더 많이 구입; 노점상에서 과일 구입 시 몇 백원의 에너리를 위해 흥정하지만 명품은 제 가격으로 구입; 성과급을 자녀 교육비로 쓸까, 내 자신의 은퇴를 위해 쓸까 고민
- 감정 (emotional) 편익
  - 감정: 무의식적으로 나타나는 정신상태 → 종종 비자발적인 신체적 표현 → 투자자들의 투자결정은 감정에 의해 영향을 받아 최선이 아닐 수 있음

# 투자자의 편의

- 인지 (cognitive) 편의
  - 모든 사람들에게 공통적으로 적용되는 기본적인 통계적 또는 정보처리상의 또는 기억력(memory)의 실수와 오류(errors)
  - 감정적 또는 지적 경향에 기인하는 것이 아니고 잠재의식상의 정보를 처리하는 절차에 기인함
  - 투자자들은 많은 정보와 데이터를 받고 투자결정시 이를 이해하기 위해 단순화된 정보처리를 선택함 → 잘못된 추론에 기초한 인지편의는 보다 나은 정보나 advisor에 의해 고쳐질 수 있음

# 행동재무학: 인지편의

- **Overconfidence (자기 과신)**
  - 자신의 운전실력, 자녀의 지능지수, 대학생의 예상학점
  - 투자자들의 자신의 예측 능력이나 자신이 가지고 있는 정보의 정확성을 과대평가 그리고 위험을 과소평가하는 경향이 있음
  - 어려운 일을 하는 경우나 특정 주식에 대한 평가가 어려운 경우에 과신이 강함
  - 자기과신이 높으면 수익률 감소, 거래빈도 높음 - 특히 남성
    - 매도한 주식의 수익률 > 새로이 매수한 주식의 수익률
    - 거래빈도가 높을수록 수익률 감소

# 행동재무학: 인지편의

- Representativeness bias (대표성 오류)
  - 어떤 현상을 판단할 때 그 현상보다 더 큰 집단이 지금 판단하고자 하는 현상에 속한다고 (큰 집단을 대표한다고) 쉽게 생각해버리는 경향 → 확률의 부정확한 이해에 기인, 즉 임의성과 무작위성을 이해하지 못함
  - 적은 수의 표본을 지나치게 확신: 소수의 법칙 (Law of small numbers)
  - 사건의 일부 특성으로 집단전체의 특성을 규정: 속성대체 (attribute substitution)
  - 연속된 사건에 대해 지나치게 긍정적으로 예측: “신의 손” 오류 (Hot Hand Fallacy) → 단기투자, 주식을 살 때
  - 연속된 사건에 대해 지나치게 부정적으로 예측: 도박사의 오류 (Gambler’s Fallacy) → 장기투자, 주식을 팔 때

# 행동재무학: 인지편의

- **Anchoring Effect (닳 내리기 효과)**
  - 사람들이 의사결정을 할 때 초기의 정보를 사용 → 사람들은 잘 알지 못하는 분야의 수치를 예측해 달라고 요구 받고 초기값 (anchor)을 제공받으면 초기값을 위 또는 아래로 조정하여 수치를 예측하려는 경향이 있음
    - “에베레스트가 600미터 보다 높을까요” vs “에베레스트가 14000미터 보다 낮을까요” → 중간값: 2400미터 vs 13000미터
  - 현재 트렌드, 과거 경험, 기존 예측 등이 고정관념으로 작용하여 미래 예측에 있어 새로운 정보나 변화의 방향성을 제대로 반영 못함 → 현재 고정관념에 심리적 닳을 내리고 벗어나지 못하여 미래의 결정이나 생각이 이에 영향을 받음
    - 최근의 수익률을 보고 투자 결정

# 행동재무학: 인지편의

- Framing Effect (프레이밍 효과)
  - 같은 하늘이라도 바라보는 창에 따라 다르게 느낌
  - 어떤 문제나 상황이 제시되는 방법, 표현되는 틀에 따라 그 문제나 상황을 파악하는 방향이 달라지는 현상
  - 속성프레이밍: 상품이나 사건의 주요속성이 제시되는 방향에 따라 평가가 다르게 나타남
  - 목표프레이밍: 어떤 행동 설명 시 행동의 긍정적 결과를 설명하는 경우와 부정적 결과를 설명하는 경우 동기 부여가 다름
  - 위험상황프레이밍: 위험선택에 관한 의사결정이 그 결과에 대한 긍정적 또는 부정적 설명에 영향을 받음
  - 프로스펙트 이론 (Prospect theory): 이익과 손실을 평가할 때 서로 다른 평가기준을 갖음

# 행동재무학: 인지편의

- **Mental Accounting (심적 회계)**
  - 현금지급 1만원 vs 신용카드 지급 1만원
  - 자신이 가지고 있는 현재와 미래의 자산이나 소득을 그 출처와 용도에 따라 개별적이고 대체할 수 없는 별개의 그룹으로 나누어 생각하는 성향
    - 현재소득 vs 미래소득: 현재소득 사용시 소비성향이 높음
    - 배당금 vs 자본이득: 배당금을 소비에 더 많이 사용
    - 9개월 계약 vs 12개월 계약
    - 매몰비용 효과: 체육관 전액 지급 vs 할인 지급
    - 마케팅: 고급화, 차별화 전략
    - 투자: 포트폴리오 개념에 반하는 의사결정 – 일관성 있는 의사결정이 불가능, 각각의 투자성으로 전체의 투자성으로 잘못 판단

# 행동재무학: 인지편의

- **Cognitive Dissonance (인지 부조화)**
  - 사람들이 자신의 기존의 믿음과는 다른 정보를 받으면 정신적인 혼란을 경험하게 되고 정신적 혼란을 피하기 위해 즉, 자신의 선택이나 실수를 인정하기를 원하지 않으므로 자기 합리화를 함
- **Availability (가용성)**
  - 균형 잡히지 않은 정보양으로 인해 비이성적 판단을 함
  - 결과의 가능성을 사람들이 그 결과의 발생빈도와 친숙도에 따라 예측함 → 뮤츄얼펀드 광고
- **Conservatism (보수)**
  - 새로운 정보를 무시하고 기존의 견해나 예측을 고수하는 경향, 새로운 정보에 under-react하는 경향

# 행동재무학: 인지편의

- **Self-Attribution (자기 귀인)**
  - Self-Serving → 잘되면 내 덕이고 잘못되면 남의 탓 → 자신의 판단이나 예측이 맞으면 자신의 실력으로 과신하고 틀리면 운이 나빴다고 생각하거나 남의 탓을 함
- **Illusion of Control (통제착각)**
  - 실제로 통제할 수 없는(불가항력의) 무작위적인 결과를 통제할 수 있다고 믿는 경향 → Ex) casino
- **Hind sight (후견지명)**
  - 결과가 알려진 후 사람들이 그 결과가 예측 가능했었다고 믿는 경향(실제로는 예측 불가능했었을지라도) → 늘 일이 벌어진 후 내가 그럴 줄 알았다니까 하는 경향
  - 사람들이 자신들의 예측능력을 과대평가하는 경향

# 행동재무학: 인지편의

- Recency
  - 과거의 사건들보다는 최근의 사건들을 더 강조하고 상기하는 경향 → 최근의 성과를 지나치게 강조하는 투자결정
- Ambiguity Aversion (모호성 회피)
  - 사람들은 모호한 상황에서 주저하기 때문에 확률분포가 불확실하면 투자를 회피함 → 자신이 모르는 것은 무조건 회피하려는 경향
- Confirmation (확인)
  - 사람들은 자신들의 믿음을 확인해 주는 정보나 의견을 강조하고 믿음에 반하는 정보나 의견을 무시하는 경향이 있음 → 달면 삼키고 쓰면 뱉음
  - 투자에 대해 부정적인 정보는 무시하고 긍정적인 정보만 취사선택하는 경향

# 행동재무학: 감정편의

- Endowment Effect (소유효과)
  - 소유 자산에 더 가치를 부여하는 경향: 자신이 가지고 있는 물건에 시장가격보다 더 높은 가치를 부여하지만 같은 물건을 사려고 할 때에는 시장가격보다 더 싸게 사고 싶어하는 성향
  - 좀 더 나은 투자기회가 있어도 기존의 투자를 처분하지 못하고 계속 보유함
  - Status Quo Bias (현실유지 오류): 기존선택이나 판단을 고수하려는 경향 (특히 많은 옵션에 직면했을 때) → 투자자들이 자신들에게 친숙하다거나 감정적으로 좋아하는 증권을 보유하려는 경향
  - 매도호가보다 매수호가보다 시장가에서 더 떨어져 있음: 적은 수량의 거래나 일반투자자의 거래의 경우 강함
  - 물건을 직접 물리적으로 가지고 있는 경우에 강함

# 행동재무학: 감정편의

- **Self-control Bias (자기통제 오류)**
  - 나는 더 나은 내일을 위해 오늘의 고생쯤은 즐길 수 있는 사람인가? 아니면 어떻게 될지 모르는 내일을 준비하기 보다는 오늘을 즐기는 사람인가?
  - 사람들이 뜻하는 바를 이루려는 노력을 하지만 그러한 노력을 방해하는 환경에 휩쓸려 자신을 통제하지 못하는 경향: 기대효용이론의 반대
  - 미래를 위한 저축을 희생하여 현재 소비하려는 경향 (절제하지 못하는 경향)
    - 현재의 가치를 크게 보는 근시안적 태도: 은퇴를 위한 저축 참여율이 낮음
    - 배당성향이 높은 주식에 과도한 투자, 주식에 대한 과도한 투자, 묻지마 투자

# 행동재무학: 감정편의

- **Loss aversion (손실회피)**
  - 100만원의 이익 (만족도) vs 100만원의 손실 (불만족도)
  - 의사결정을 할 때 손실을 피하려는 경향: 효용 평가시 최종적인 부의 수준보다는 이익과 손실의 실현을 평가; 부의 절대 수준 보다는 부의 변화에 민감
    - 300만원 손실 100% 가능성 vs 400만원 손실 80% 가능성: 주로 위험추구
    - 300만원 이익 100% 가능성 vs 400만원 이익 80% 가능성: 주로 위험회피
  - 재무위험 수용성향 (financial risk tolerance): 감당할 수 있는 손실의 크기가 개인별로 달라 (개인의 소득 수준이나 자산규모에 따라, 결혼 여부에 따라, 성별에 따라, 은퇴여부에 따라) 손실회피의 정도가 달라질 수 있음

# 행동재무학: 감정편의

- Regret aversion (후회회피)
  - 잘못된 결과로부터의 후회가 두려워 보수적인 행동을 보이거나 행동에 옮기지 못하거나 결정을 내리지 못하는 경향  
→ 짬뽕 vs. 자장면
  - 주식을 사자마자 가격하락, 기다렸는데 가격이 계속 상승  
→ 경험된 후회 (experienced regret); 주가가 오르고 있는 상황에서 주식투자 여부 결정시 상황이 예상과 다를 것을 걱정 → 예측된 후회 (anticipatory regret)
  - 후회나 손실의 실현이 두려워 가능성이 없는 투자안을 처리하지 못하거나 가능성이 높은 투자안에 투자를 못함
  - 후회는 책임이 따르거나 피드백이 있는 경우에 커져 잘못된 의사결정이 나올 가능성이 커짐

# 행동재무학: 감정편의

- **Optimism Bias (낙관주의 오류): Planning Fallacy (계획오류)**
  - “나에게는 교통사고가 발생하지 않겠지”
  - 모든 게 다 잘 될 거라고 막연히 믿는 경향 → 좋은 일이 발생할 확률은 과대평가, 나쁜 일이 발생할 확률은 과소 평가
  - 낙관적으로 생각하는 것이 좋으며 자기 자신이 갖고 있는 통제능력에 대한 과대 평가
  - 은퇴자금의 투자형태: 자사주에 대한 과도한 투자
  - 투자자가 이해하기 어려운 정보나 투자성과가 부정적일 것이라는 정보 무시로 인한 손실
  - 자신의 국가나 지역에 편중된 투자: 고향 오류 (Home Bias)

# 투자행동과 행동재무학

- **정보를 맹신하는 투자자: 자기과신**
  - 대다수가 아는 정보, 불완전한 정보, 추천종목 과신 → 확실한 고급 정보를 제공
- **타이밍을 놓치는 투자자: 후회회피**
  - 의사결정을 미루거나 내리지 못함 → 의사결정 시스템을 확립: 재무 목표의 설정과 체계화된 규칙마련
- **매매가 잦은 투자자: 자기과신, 대표성 오류**
  - 기대수익률 이상을 원함에 따라 다수의 투자자가 손해를 본다 고 느낌, 성급한 매수와 매도 → 과도한 거래의 경우 거래비용까지 고려된 수익률의 결과를 제시
- **거꾸로 사고 파는 투자자: 자기과신, “신의 손” 오류 (대표성 오류), 최신오류**
  - 과거 수익률에 특히 최근의 수익률에 집착한 종목 선택 → 의사결정 프레임을 넓힘, 확률에 대한 올바른 이해

# 소비생활과 행동재무학

- 소비를 부추기는 신용카드: 심적 회계, 자기통제 오류
  - 선불 선호, 정액제 요금 선호: 돈을 지불하는 고통 → 소비의 즐거움 감소
  - 신용카드로 물품을 구매하면, 지불해야 하는 금액을 떠 올리는 동반 (coupling) 효과 약화 → 과소비
- 선불카드의 효과: 심적 회계
  - 선불카드에 들어 있는 돈은 이미 지불한 돈 (준 매몰비용)과 비슷한 의미로 받아들여짐 → 과소비
- 미루는 습관 고치기: 낙관주의, 자기통제 오류
- 변화를 싫어하는 소비자: 현상유지 오류
  - 같은 길, 식당, 음식, 상점, 카드, 집, 투자 포트폴리오를 고집

# 은퇴준비와 행동재무학

- 소비 수준의 유지, 즉 소비의 평활화 (consumption smoothing)를 위해 은퇴 준비가 필요
- 은퇴준비가 소홀한 까닭: 낙관주의
  - 근시안적 소비법칙 (myopic consumption rule): 눈앞의 일을 중시, 하루 벌어서 하루 쓰는 소비방식
  - 근시안적 손실 회피 (myopic loss aversion): 자주 포트폴리오를 점검하면 손실에 민감해져 보수적인 투자 → 1년 수익률 제공 vs 30년 수익률 제공
  - 시간에 따른 선호가 다름: 같은 금액이라도 지금과 나중에 주는 효용이 다르고 그러한 효용이 비례적으로 나타나지 않음
- 편중된 은퇴 자산 (연금만으로 충분하다고 생각): 낙관주의
- 은퇴 후 생활비용을 과소 평가 (은퇴 전 생활비의 57%, 한경, 2007.7.3.)

# 행동재무학의 활용의 예

- 자산배분 프로그램을 계획할 때, (1) 위험허용도 설문지 작성하게 하고, (2) 고객의 재무적 목표와 제약조건을 토의하고 (3) 자산배분을 추천함
- 이 과정에서 고객의 심리적 편의로 인해 최적의 배분이 이루어지지 않을 수 있음 → 고객들의 행동적 경향에 기초하여 위험과 수익의 수준을 조정하여 효율적 프런티어상에서 고객들을 이동시키는 것이 투자자들에게 더 큰 혜택을 줄 수 있음 → Best Practical Allocation (최선의 실용적 배분)
- Best Practical Allocation은 장기적으로 약간 낮은 성과와 위험을 보일 수 있으나 고객이 장기적으로 편안하게 고수할 수 있는 배분이 됨

# 행동재무학의 활용의 예

- Best Practical Allocation을 위한 두 가지 원칙: wealth advisor 는 비이성적인 고객의 편향을 완화 (조정) 또는 순응 할지를 먼저 결정해야 함.
- wealth가 적은 (많은) 고객의 편익은 완화 (순응)
  - 자산배분이 고객의 편익에 너무 순응하여 제대로 이루어지 지 않으면, 부유하지 못한 고객의 생활 수준은 심각하게 위태로워 질 수 있음 → 편향된 배분이 고객의 생활 방식을 위협에 빠뜨릴 수 있다면, 편익을 완화시키는 것이 최선
- 인지편익은 완화; 감정편익은 순응
  - 인지편익은 잘못된 추론으로부터 발생하므로 좀더 나은 정보와 자문이 종종 편익을 수정할 수 있음
  - 감정편익은 의식적인 계산으로 보다 직관으로부터 오기 때문에 교정이 어려움

# 투자 (Investments)

---

“If you bought \$1,000 worth of Nortel stock one year ago, it would now be worth \$49.

If you bought \$1,000 worth of Budweiser (the beer, not the stock) one year ago, drank all the beer, and traded in the cans for the nickel deposit, you would have \$79.

My advice is to you is to start drinking heavily.”

Quoted by Andy Serwer at FORTUNE

## Nortel Stock Price

9/1/2000     \$82.75

9/10/2001     \$4.98

# *IPO by 724 Solutions Inc. (Nasdaq)*

---

## **Canadian Internet Services Firm**

**Filing Date: 11/2/1999; Pricing Date: 1/27/2000**

**First Trading Date: 1/28/2000; 1998 Net Income: Loss of \$1,100,000**

**IPO Price: \$26**

**First Day Opening Price: \$75.25; First Day Closing Price: \$71.81**

**Price Later: \$18.50 (1/2002), \$4.50 (1/2003)**

### *Other Examples*

<b>Theglobe.com</b>	<b>11/1998</b>	<b>\$9</b>	<b>\$63.50</b>
	11/1999	\$11.06;	11/2000 \$0.38
<b>VA Linux</b>	<b>11/1999</b>	<b>\$30</b>	<b>\$239.50</b>
	11/2000	\$8.19;	11/2001 \$2.67