

## 행동경제학을 기반으로 한 개인투자자 보호방안\*

연구위원 강소현

투자자는 자기책임의 원칙하에 자신의 자유로운 의사에 따라 투자상품을 선택하고 그 결과 발생하는 이익이나 손실을 스스로 감수해야 한다. 이는 투자자가 투자에 필요한 정보를 체계적으로 수집하고 해당 정보를 신중히 검토할 능력과 의지가 충분하며 분석을 바탕으로 합리적 판단을 내렸다는 것을 전제하고 있다. 그런데 행동경제학적 관점에서 바라보면 이러한 이상적 상황이 쉽게 실현되지 않는다. 많은 수의 개인투자자가 펀드 가입 시 상품구성, 수수료, 위험과 기대수익률, 본인이 보유한 자산 포트폴리오 상에서의 필요성을 꼼꼼히 분석하여 투자결정을 내리기보다는 주거래 금융기관에서 권유한 상품에 쉽게 가입한다. 또 투자할 상품을 직접 선택할 때에도 종종 과거에 성과가 좋았던 상품이 향후에도 수익성이 높을 것이라 믿고 투자하는 과오를 범하기도 한다. 행동경제학은 인간의 불완전성과 비합리성을 받아들이고 자기책임원칙을 지나치게 엄격히 적용하다 보면 금융소비자 보호가 어려워지는 현실적 한계를 지적한다. 본고는 행동경제학을 기반으로 개인투자자의 특성을 이해하고 정보 전달, 금융교육의 측면에서 효과적인 투자자 보호방안을 살펴보고자 한다. 향후 금융소비자법 입법을 통해 금융소비자 보호의 기본 틀이 마련됨과 동시에 투자자의 행태적 편향에 대한 관심과 연구를 통해 효과적 개인투자자 보호방안이 활발하게 논의되길 기대한다.

투자할 펀드 상품을 선택할 때 수수료가 백분율로 표시되어 있는 경우와 금액으로 표시되어 있는 경우 투자자는 동일한 투자결정을 내릴까? 합리적인 투자자를 가정하는 전통경제학에서는 수수료가라는 정보를 보여주는 형태만 다를 뿐 그 실질은 동일하기 때문에 투자결정에 영향을 미치지 않을 것이라 판단한다. 그러나 현실에서 선택 결과는 다르다. 실제로는 투자자들이 백분율이 아닌 금액으로 수수료를 제시했을 때 더 나은 투자 결정을 내렸다.

통제된 실험에서뿐만 아니라 일상에서 우리는 개인투자자의 이상 행동을 빈번하게 접한다. 많은 수의 개인투자자가 펀드 가입 시 상품구성, 수수료, 위험과 기대수익률, 본인이 보유한 자산 포트폴리오 상에서의 필요성을 꼼꼼히 분석하여 투자결정을 내리기보다는 주거래 금융기관에서 권유한 상품에 쉽게 가입한다. 또 투자할 상품을 직접 선택할 때에도 종종 과거에 성과가 좋았던 상품이 향후에도 수익성이 높을 것이라 믿고 투자하는 과오를 범하기도 한다. 실제 현실에서는 금융소비자들이 전통경제학

\* 본고의 견해와 주장은 필자 개인의 것이며, 자본시장연구원의 공식적인 견해가 아님을 밝힙니다.

에서 이야기하는 합리성으로 설명할 수 없는 많은 불합리한 결정을 내린다. 행동경제학은 인간의 이러한 불완전성과 비합리성을 보편적인 것으로 인정하는 것에서 시작한다. 시장 참여자의 오류 행태를 분석하고 더 나은 선택으로 유도할 방안을 찾기 위해 노력한다.

행동경제학적 접근법은 여러 측면에서 유용하고 효율적이다. 우선 현실에서는 규제로 해결되기 어려운 부분이 존재하는데, 행동경제학적 분석과 대응이 이에 대한 보완역할을 한다. 소비자보호를 위해 완벽한 규제체제가 마련되어 있다고 하더라도 인간의 비합리성과 행태 편향(bias)으로 인하여 실제로는 충분한 보호가 이루어지지 않을 수 있다. 또 새로운 규제를 도입할 때 행태와 편향을 고려하지 않는다면 의도치 않은 결과가 초래되거나 규제 효과가 떨어질 가능성이 있다. 또한 복잡한 상품에 투자 가능한 투자자금을 제약하고 상품 판매시를 규제하는 등 시장 환경과 시장 참여자를 직접적으로 규제하고 특정 행동을 못하도록 강제하기보다는 행동 분석을 기반으로 부드럽게 바람직한 방향으로 유도함으로써 궁극적으로는 시장 참여자의 선택의 폭을 넓히고 사회 전반의 효용을 증대시킨다. 이러한 측면에 2010년 초중반 이후 국제증권감독기구(IOSCO), 경제협력개발기구(OECD) 등의 국제기구와 각국의 금융감독당국은 행동경제학의 중요성과 유용성을 강조하며 정책에 반영하고자 노력해왔다. 본고는 행동경제학을 기반으로 개인투자자의 특성을 이해하고 정보 전달, 금융교육의 측면에서 효과적인 금융투자자 보호방안을 살펴보고자 한다.

### 금융소비자의 행태편향

휴리스틱(heuristic)은 사람들이 경제적 의사결정을 할 때 이용하는 일종의 정신적 지름길이다. 휴리스틱에 기반을 둔 결정은 전통경제학에서 말하는 합리적 의사결정과 괴리를 보이며 정형화된 형태인 오류나 편향으로 나타난다.

전통경제학의 관점에서는 비합리적 행위로 여겨지는 이례현상들이 행동경제학에서는 비합리성에도 불구하고 일관성과 체계성을 가지고 있어 특정 패턴으로 구분할 수 있다. 비합리적 행태를 보이는 원인은 크게 두 가지로 나누어 볼 수 있는데 우선은 정보처리 과정에서 오류가 발생하는 경우이다. 투자자들이 자신에게 주어진 정보를 항상 올바르게 처리하는 것은 아니기 때문에 그 과정에서 인지부조화(cognitive errors)가 일어나고 오류가 발생한다. 또 다른 하나는 정보를 해석하고 처리하는 과정에는 문제가 없었을지라도 투자자의 신념이나 선호에 따라 비합리적 선택(behavioral bias) 결과가 도출되는 경우이다.

정보를 잘못 해석해서 발생하는 오류의 대표적인 예는 자기과신(over-confidence)이다. 자기과신 오류는 자신의 능력이나 지적수준을 실제에 비해 과대평가할 때 나타난다. 더 높은 수익을 얻을 수 있다는 믿음에 따라 합리적으로 정보를 분석하기보다는 직관에 따라 행동한다. 자신의 투자능력을 과신하여 금융상품매매를 단기적으로 반복하여 도리어 수익률이 낮아지는 현상이 관측된다. 또 다른 행태

는 보수주의(conservative bias)이다. 투자자들은 새로운 정보가 유입되었을 때 이에 반응하여 신념과 행동을 바꾸는데 상당한 시간이 걸린다. 이를 바탕으로 주식시장 수익률이 지속적으로 상승하거나 하락하는 모멘텀현상(momentum effect)을 설명하기도 한다. 대표성(representativeness)에 따른 오류는 일부 표본에서 얻은 정보를 전체 모집단의 특성을 대표하는 것으로 간주해버리면서 나타난다. 대표성 오류로 인해 보수주의에 따른 과소반응(underreaction)과는 반대로 과잉반응(overreaction)이 나타난다.

한편 투자자의 선호가 감정과 심리적 상태에 영향을 받아 나타나는 비합리적 편향도 다양하게 존재한다. 가장 대표적인 것은 전망이론(prospect theory)이다. 전망이론에서는 투자자의 효용이 부의 수준에 따라 결정되는 것이 아니라 부의 변화에 의해 결정된다. 또한 투자자들이 손실에 대한 태도와 이득에 대한 태도가 다르다. 이러한 전망이론을 기반으로 투자상품에서 손실을 보았다는 사실을 인정하기 꺼려해 쉽게 손절에 나서지 못하는 손실회피(loss aversion)나 논리적 근거 없이 이익이 발생한 종목을 처분하고 손실이 발생한 종목을 계속 보유하는 처분효과(disposition effect)가 설명된다. 심리회계(mental accounting)는 동일한 사안이라도 설명하는 방법에 따라 효과가 달라지는 현상이다. 사람들이 의사결정을 할 때 통합적으로 고려하여 판단하지 않고 개별투자를 각각 별도의 심리적 계좌에 분리해서 넣어두는 경향이 있다. 각각의 투자를 별도로 취급하여 투자간의 상호작용은 고려하지 않는다. 그 외에도 금융상품 신청서에서의 표기방법과 같이 동일 사안이라도 설명하는 방법에 따라 투자자의 선택이 달라진다는 액자효과(framing effect), 다수가 특정 방향의 투자결정을 내릴 경우 별다른 근거 없이 그 선택이 옳을 것이라 판단하여 따라 행동하는 군중심리(herd behavior) 등 고전경제학으로는 설명되지 않는 다양한 행태가 존재한다.

### 정보의 전달 형태

중요한 것은 다양한 오류 패턴과 행태 편향을 벗어나서 투자자가 올바른 선택을 할 수 있도록 돕는 것이다. 우선은 효율적인 정보전달을 통해 투자자가 올바른 판단을 내릴 수 있는 근거를 제공해야 한다. 그런데 전통적인 경제학과 행동경제학은 정보에 대해 다른 관점을 가지고 있다. 전통경제학에서는 금융소비자는 정보가 주어지면 충분한 비용-편익 분석과 위험 평가를 통해 자신의 자산가치 또는 효용을 극대화하는 선택을 내린다고 가정한다. 따라서 이러한 관점에서는 금융소비자에게 접근 가능한 정보가 충분히 공개되어있는지가 합리적 의사결정 환경 여부를 판단하는 주요한 기준이 된다.

그러나 행동경제학에서는 충분한 정보가 항상 옳은 결론으로 이어지는 것은 아니라고 판단한다. 그 원인에는 투자자의 몇 가지 잠재적 행동 패턴이 존재한다. 첫째, 투자자들에게 정보가 주어졌을 때 모든 정보에 충분한 시간과 관심을 가지고 분석할 수는 없으며 실제로는 제한된 시간 안에서 제한된 집중력을 보인다는 사실이다. 예컨대 주어진 공시 내용 중 빈약한 부분이 있다고 판단할지라도 추가적

노력을 들여 해당정보를 찾아내기 보다는 주어진 정보 하에서 결론을 내리고 만다. 둘째, 투자 의사판단은 그 자체로 복잡하고 어려운 과정이라는 점이다. 올바른 투자결정을 위해서는 예상 수익률과 위험을 분석하고 복잡한 보수구조를 검토하여 유사한 상품군 사이에서 최선의 선택을 이끌어내야 한다. 이상적으로는 투자자가 인지적 한계를 느끼는 상황에 직면했을지라도 자신의 합리적 의사결정 능력치를 최대한 발휘하여 고차원적 분석을 통해 최적의 결론을 도출하기를 기대한다. 그러나 실제로는 이와 반대로 복잡한 문제 상황에서 벗어나기 위해 투자결정을 미루거나 경험 또는 직관에 따라 휴리스틱에 의존한 선택을 내리게 된다. 셋째, 객관적 정보가 투자자 내면에 존재하는 휴리스틱과 편향이라는 필터를 거치면서, 특정 정보의 가치에 대하여 잘못된 판단을 내리거나 심리적 영향에 따라 비합리적 결과가 도출되는 등 왜곡이 발생한다. 예를 들어, 현재 수수료에 작은 차이가 있더라도 복리계산으로 인하여 향후에는 순수익에 큰 차이를 보일 것이라는 점을 간과하거나 펀드를 선택할 때 수수료나 미래 수익률보다는 과거 실적에 치중하여 잘못된 판단을 내리기도 한다.<sup>1)</sup>

행동경제학은 투자자의 이러한 한계를 인식하여 정보의 양이 아닌 정보가 소비자에게 전달되는 형식과 방법, 즉 공시설계(disclosure design)에 주목한다.<sup>2)</sup> 우선 전달력을 높이려면 가장 중요한 정보는 투자자의 관심이 집중될 수 있는 위치에 배치해야 한다. 중요도에 상관없이 많은 정보를 투자자에게 제공하는 것은 긍정적인 측면보다 정보량에 투자자가 압도되어 부정적 결과가 도출될 여지가 크기 때문에, 주요정보를 가장 눈에 잘 띄는 위치에 배치하여 투자자가 직관적으로 정보를 파악할 수 있도록 유도하는 것이다. 둘째, 공시는 가급적 이해하기 쉬운 평이한 언어로 쓰여져야 한다. 앞에서 언급한 수수료 표시 단위의 사례에서처럼 쉬운 표현으로 개인투자자의 이해도를 높여 더 나은 판단으로 유도할 수 있다. 셋째, 공시에 설명과 함께 그림, 표 등 디자인적 요소들을 가미하여 투자자의 이해를 높여야 한다. 예를 들면, 펀드 투자자들이 상품의 주요 속성을 쉽게 비교할 수 있도록, 위험등급, 수익률, 수수료 수준 등을 등급화하여 그림으로 표시하여 보여준다. 특히 주식의 수익성과 위험과 같이 본질적으로 분리해서 평가하기 어려운 항목들을 도식화하여 제시함으로써 투자자들의 이해수준을 높일 수 있다.

### 금융이해력, 금융교육의 효율성<sup>3)</sup>

개인투자자에게 금융교육은 중요한 의미를 갖는다. 금융교육은 금융소비자, 특히 개인투자자의 시장에 대한 이해와 신뢰를 높이고 주어진 정보를 기반으로 바람직한 투자 의사결정을 내릴 수 있도록 돕는다. 그런데 행동경제학적 관점에서 본다면 금융교육이 특히 강조되어야 하는 투자자군이 금융교육에 더 무관심하고 소극적이며 금융이해력도 부족한 경향이 있다. 일반적으로 개인투자자는 정보가

1) OECD, 2018, Now You See It: Drawing Attention to Charges in the Asset Management Industry.  
 2) IOSCO, 2019, The Application of Behavioural Insights to Retail Investor Protection.  
 Oxera, 2014, Review of Literature on Product Disclosure.  
 3) OECD, 2013, Improving Financial Education Effectiveness through Behavioural Economics.

과다할 경우 인지적 과부하 상태가 되어 선택 자체를 회피해버린다. 또한 현재 상황을 유지하고 싶어 하는 성향(status quo bias)으로 인해 새로운 정보가 유입되더라도 선택을 변화시키지 않고 유지하거나 선택을 늦춘다. 개인투자자에 대한 행태적 분석과 접근이 더 강화되어야 하는 이유이다.

행동경제학적 관점에서 금융교육을 실시할 때 우선적으로 고려되는 방법은 비합리적 선택의 직접적 원인인 편향을 제거하거나 편향의 영향을 완화(debiasing)하는 것이다. 이는 다시 의사결정자 측면에서 행동 편향을 완화시키는 교육방법과 의사결정 환경을 변화시키는 방법으로 나누어볼 수 있다.<sup>4)</sup>

우선 교육을 통해 의사결정자, 특히 개인투자자가 의사결정과정에서 내리는 비합리적 행태 편향이 완화되길 기대할 수 있다. 예를 들어, 투자자에게 분산투자의 개념과 중요성을 교육하고 위험대비 기대수익률을 계량적으로 분석하는 방법론을 학습시킨다면 이전에 비하여 투자자가 합리적인 선택을 내릴 가능성이 높아진다. 투자자의 인지적 취약점을 교육 전에 분석하여 맞춤형 교육 프로그램을 제공한다면 그 효과는 더 높을 것이다. 자기과신(overconfidence)이나 확증편향(confirmation bias)은 시점 상 다변화를 피하도록 교육함으로써 개선할 수 있다. 현재 시점뿐만 아니라 미래시점에서의 실패 또는 성공 상황을 예측하고 원인을 분석할 기회를 갖도록 유도하는 것이다. 이는 개인투자자 뿐만 아니라 기관투자자를 대상으로 한 실험에서도 효과가 있는 것으로 나타났다. 자기과신에 대한 명시적 경고문을 제시하는 것만으로도 전문투자자의 편향을 효과적으로 감소시켰다.<sup>5)</sup>

두 번째 방법으로 환경변화를 통하여 더 나은 분석과 선택을 유도하는 것이다. 가장 간단한 방법으로는 경제적 인센티브 또는 비경제적 인센티브를 명시적으로 제시하는 것이다. 보조금, 벌금, 보너스 같은 금전적 혜택을 제공하여 행동변화를 유도하는 것이 전통적인 형태의 인센티브이다. 비경제적인 인센티브로, 규제기관이 행동에 따른 책임소재를 명확히 하거나 새로운 정보를 제공하고 사회적 규범을 명시하는 등의 방법을 이용할 수 있다.

이와는 달리 행동변화를 위하여 명시적인 보상이나 규제를 가하기보다 환경설계(choice architecture)를 통해 미묘하고 정교한 방식으로 선택을 유도하기도 한다. 가장 대표적인 예는 퇴직연금 선택의 문제에서 이상적인 저축률과 자산배분요건을 디폴트로 제시하는 것이다. 기업에 자동 가입 정책을 도입하여 미국의 퇴직 연금 제도인 401(k) 참여율이 크게 증가하였다. 적극적으로 행동하지 않고 현재 상태를 유지하려는 관성의 경향(status quo bias)이 있다는 사실을 역이용하여 올바른 결과가 기본으로 선택되도록 틀을 제시한 것이다.<sup>6)</sup> 또 다른 예로는 펀드 투자자의 수수료 민감도를 높이기 위한 실험이다. 수수료가 낮은 펀드를 선호하기보다는 과거에 성과가 좋았던 펀드를 선호하는 투자자들

4) Soll, J. B., Milkman, K. L., Payne, J. W., 2015, A user's guide debiasing, *The Wiley Blackwell Handbook of Judgment and Decision Making*. Vol. II.

5) Kaustia, M., Perttula, M., 2012, Overconfidence and Debiasing in the Financial Industry, *Review of Behavioral Finance*, 4(1): 46-62.

6) Madrian, B. C., Shea, D. F., 2001, The power of suggestion: Inertia in 401(k) participation and savings behavior, *The Quarterly Journal of Economics* 116(4): 1149-1187.

의 행태를 개선하기 위해 간단한 경고문을 제시하는 것이다. 그 결과 일반적으로 과거 수익률에 근거해 투자하지만 수수료가 낮은 펀드의 미래 수익률이 높다는 사실을 알려주는 것만으로도 더 나은 선택을 이끌어낼 수 있었다.<sup>7)</sup>

### 시사점

투자자는 자신의 자유로운 의사에 따라 투자상품을 선택하고 그 결정에 따라 발생하는 이익이나 손실은 스스로 감수해야 한다. 즉, 투자자는 투자에 필요한 정보를 체계적으로 수집하고 상품 내용과 수익구조, 투자위험성 및 비용구조를 신중히 검토해야 한다. 이후 투자결과에 대한 책임도 본인의 몫이다. 이것이 금융시장에서 일반적으로 일컬어지는 자기책임의 원칙이다.

행동경제학 또한 자기책임의 원칙을 부정하는 것은 아니다. 그러나 자기책임원칙을 지나치게 엄격히 적용하다보면 금융소비자 보호가 어려워지는 현실적 한계를 지적한다. 금융산업이 고도화되고 금융상품이 복잡해지면서 개인투자자가 투자상품의 특성, 다른 투자상품 또는 경제상황과의 연계성을 충분히 이해하고 투자판단을 내렸다고 보기 어려운 경우가 증가하였다. 외부적 요인뿐만 아니라 인간의 의사결정에 내재하는 휴리스틱과 편향으로 인해 투자자가 스스로의 행동을 제약하고 왜곡하는 상황이 발생한다.

국내에서는 현재 금융소비자보호법이 발의된 상황으로, 입법이 되면 금융소비자를 위한 기본적인 틀이 마련될 것으로 기대된다. 그런데 앞서 살펴본 투자자의 행태적 특징은 진정한 소비자 보호가 정보의 양을 확대하고 규범을 강화하고 새로운 규제를 도입하는 것으로 쉽게 이루어지지 않을 것이라는 점을 시사한다. 국내에서도 법제 마련과 함께 투자자의 행태적 편향에 대해 지속적인 관심을 가지고 연구하고 정책에 반영하여 소비자 보호의 효율성을 높이려는 노력이 필요하다.

7) Newall, P., Parker, K., 2018, Improved mutual fund investment choice architecture, *Journal of Behavioural Finance*, 20: 96-106.