

자기해석과 금융자산 배분과의 관계 연구 (The Relationship between Self-Constraint and Financial Asset Allocation)

I. 연구의 목적 및 필요성

자산배분은 성과에 영향을 미치므로(Blake et al., 1999; Brinson et al., 1986; Hensel et al., 1991; Ibbotson, 2010; Tokat et al., 2006; Xiong et al., 2010) 금융소비자들의 복리(well-being)와 관련된 금융 의사결정에서 매우 중요한 부분을 차지하고 있으며, 자산배분에 영향을 미치는 요인은 여러 가지가 있음이 기존 연구들을 통해 발표된 바 있다(Anoruo et al., 2003; Baltzer et al., 2013; Benartzi and Thaler, 1995; Beugelsdijk and Frijns, 2010; Bhandari and Deaves, 2008; Duxbury et al., 2005; Fowler and De Vassal, 2006; Fraser et al., 2000; Ho et al., 1994; Jacobs et al., 2014; Jacobsen et al., 2014; Kim and Wong, 1997; Kritzman, 1992; Meier et al., 1999; Riley Jr. and Chow, 1992; Schröder, 2013; Smith, 1997; Sundali, 2012; Zervoudi and Spyrou, 2016; Zhang, 2014). 예컨대 Ho et al.(1994)은 출생시의 기대수명이 퇴직연금의 자산배분과 관련된 의사결정에 영향을 미침을 분석한 바 있다.

자산배분의 대상이 되는 금융자산은 확정이자형 금융상품(본 연구에서는 저축상품)과 투자형 상품으로 구분해 볼 수 있다. 일반적으로 금융상품 자체의 특성만 비교한다면 확정이자형 금융상품은 그 성과가 확실한 반면 투자형 상품은 그 성과가 불확실하다는 점이 차이점이라고 할 수 있다.

그런데 확정이자형 금융상품과 투자형 상품의 차이가 성과의 불확실성에 있고, 이러한 성과의 불확실성에 대한 태도가 금융자산 배분에 영향을 미친다고 한다면 불확실성에 대한 회피 정도와 관계가 깊은 자기해석(self-construal)(Cross et al., 2011; Hofstede, 1980; Markus and Kitayama, 1991; Triandis, 1995; Yang et al., 2015) 역시 자산배분 의사결정에 영향을 미칠 가능성이 있음에도 불구하고 기존 연구에서는 자기해석과 금융자산 배분 간의 관계를 검증해 본 문헌은 거의 없는 것으로 보인다.

본 연구에서는 자기해석과 금융자산 배분 간의 관계를 확정이자형 금융상품과 투자형 상품을 중심으로 살펴보고자 한다.

II. 이론적 배경

2.1 금융소비자의 자산배분 목적 및 자기해석과의 관계

금융소비자들은 ‘이익극대화 및 손실최소화’라는 금융 관련 목표를 달성하기 위하여 금융 상품 관련 자산을 배분할 것이며, 금융 상품 중 어디에 더 자산배분을 할 것인지는 금융

관련 목표 중 어디에 더 초점을 맞추는지와 관련이 깊을 것이다.

일반적으로 금융소비자들은 확정이자형 금융상품에 저축을 하거나 투자형 상품에 투자를 하거나 혹은 두 가지 상품 유형을 적절히 배분하는 의사결정을 실행한다. 그런데 두 가지 금융상품 유형 간 차이 중 한 가지는 성과의 불확실성에 있다. 즉, 전자는 성과가 확실한 반면 후자는 성과가 불확실하다.

불확실성이 금융소비자들의 자산 배분에 영향을 미친다면 자기해석(self-construal) 역시 자산배분 의사결정에 영향을 미칠 가능성이 있다. 자기해석은 사회적 관계 속에서 사람들이 자기 자신을 보는 관점을 의미하는데, 일반적으로 독립적(independent) 자기해석과 상호의존적(interdependent) 자기해석으로 구분된다. 상호의존적 자기해석은 독립적 자기해석에 비해 사회적 관계를 중요시 여기며, 타인과의 관계 속에서 자기 자신을 바라본다. 이러한 자기해석의 차이는 불확실성 회피 정도와 관계가 깊다. 즉, 상호의존적 자기해석은 독립적 자기해석에 비해 타인과의 관계를 중요시 여기므로 사회적 위험을 회피하려고 하며, 불확실성에 대한 회피 정도가 높은 것으로 알려져 있다(Cross et al., 2011).

따라서 자기해석은 금융자산 배분 의사결정에 영향을 미칠 가능성이 높음에도 불구하고 기존 연구에서는 자기해석과 금융자산 배분 간의 관계를 검증해 본 문헌은 거의 없는 것으로 보인다.

2.2 자기해석에 관한 기존 연구

자기해석은 저축 목표에 영향을 미치며(Ma et al., 2011), 사람들이 상충되는 목표들을 관리하는 방법에 영향을 미치는 것으로 나타났다(Bayuk et al., 2010; Loibl, 2009; Lu et al., 2011). 예컨대 Lu et al.(2011)은 자기해석이 저축 대 소비 의사결정에 어떻게 영향을 미치는지를 시간 요인을 고려하여 살펴보았는데, 상호의존적 자기해석을 가진 사람들은 독립적 자기해석을 가진 사람들에 비해 초기에는 저축 목적을 선택하는 비율이 높은 것으로 나타났다. 그리고 독립적 자기해석을 가진 사람들은 상호의존적 자기해석을 가진 사람들에 비해 소비와 저축 간 균형을 유지하려는 경향이 있는 것으로 나타났다.

자기해석은 소비 행동과 관련하여 충동소비(impulsive consumption)에도 영향을 미치는 것으로 나타났다. Zhang and Shrum(2009)은 충동소비에 자기해석이 영향을 미치는지를 살펴보았는데, 독립적 자기해석을 가진 사람들이 상호의존적 자기해석을 가진 사람들에 비해 충동소비 성향이 더 높은 것으로 나타났다. 이러한 연구 결과는 자기해석이 충동소비의 절제를 통해 저축 증대에 기여할 가능성이 있음을 시사하는 것이라고 할 수 있다.

2.3 자기해석과 금융자산 배분 간의 관계

기존 연구에서는 자기해석이 금융자산 배분에 어떻게 영향을 미치는지에 대한 직접적인 연구는 거의 없는 것으로 보인다. 본 연구에서는 자기해석이 확정이자형 저축상품과 투자형 상품 간의 자산 배분에 미치는 영향을 살펴보고자 한다.

자기해석은 독립적 자기해석과 상호의존적 자기해석으로 구분하는데, 자기해석은 불확실성 회피와 관련이 깊다. Frijns et al.(2013)은 위험허용도(risk tolerance)가 낮은 지역의 CEO는

기업인수 시 높은 프리미엄을 요구하는 것으로 나타났는데, 이때 위험허용도를 불확실성 회피(uncertainty avoidance)정도로 측정하였다. 이것은 불확실성 회피가 높은 경우 위험허용도가 낮아지고, 위험을 회피하려는 경향이 높아짐을 시사하는 것이며, 위험허용도가 낮은 지역은 상호의존적 자기해석이 높은 지역과 연관성이 높은 것으로 나타났다.

III. 가설설정 및 연구방법

이상의 논리를 바탕으로 하여 본 연구에서는 상호의존적 자기해석을 하는 금융소비자들은 독립적 자기해석을 하는 금융소비자들에 비해 불확실성 회피 성향이 높을 것으로 예상되며, 이에 따라 확정이자형 저축상품의 비중을 투자형 상품의 비중 보다 상대적으로 높게 구성할 것이라는 가설을 설정하고 이를 검증해 보고자 한다.

연구 방법으로는 설문지를 활용한 실험 방법을 실시하였다. 실험 설문은 대학생들을 대상으로 진행하였으며, 총 27명이 예비조사에 참여하였다. 실험 설문 참가자들은 먼저 자기해석과 관련된 문항을 체크 한 후 자산배분에 관한 지문(저축 및 투자 관련 지문)을 읽도록 하였다. 자산배분 관련 지문을 읽은 후에는 자산이 1억이 있다고 상상하고 그 자산을 100%라고 가정한다면 저축 상품과 투자형 상품에 각각 몇 %씩 투자할 것인지를 기재하도록 하였다. 그리고 마지막으로 인구통계학적 요인을 기재하도록 하였다.

자기해석 설문 항목은 Singelis(1994)의 문항을 활용하여 측정하였다. 상호의존적 자기를 측정하는 12문항의 크롬바의 알파는 .783이 나왔으며, 독립적 자기를 측정하는 12문항의 크롬바의 알파는 .788로 나타나 측정문항의 신뢰성을 갖추었다고 판단된다. 개인의 자기해석 정도는 상호의존적 자기해석 평균에서 독립적 자기해석 평균을 차감하여 산출하였다. 따라서 수치가 높을수록 상대적으로 상호의존적 자기해석이 강함 반면 수치가 상대적으로 낮을수록 독립적 자기해석이 강함을 의미한다.

자산배분에 관하여는 실험 설문 참가자들에게 1억의 자산을 100%라고 가정하고 저축 상품 대 투자형 상품 간에 각각 몇 %씩 배분할 것인지를 기재하도록 하였다. 단, 자산배분을 할 때에는 각각에 배분한 자산의 합이 100%가 되도록 배분하도록 하였다.

V. 분석 결과 및 시사점

가설검증은 회귀분석 방법을 적용하여 실시하였다. 즉, 자기해석을 독립변수로 하고 저축상품에 배분한 비중을 종속변수로 한 회귀분석을 실시하였다. 그 결과 자기해석(=상호의존적 자기해석 평균 - 독립적 자기해석 평균)은 저축상품 배분에 긍정적인 영향을 미치는 것으로 나타났다

< 표 1 > 자기해석이 저축 상품 배분 비중에 미치는 영향

	비표준화계수		표준화계수	t	유의확률
	β	표준오차	베타		
자기해석	10.300	4.858	.390	2.120	.044**

** $p < .05$

이러한 결과가 시사하는 바는 금융기관의 시장세분화 전략, FP의 대고객 상담전략 등에 영향을 미칠 수 있다. 먼저 금융기관은 자기해석에 따른 시장세분화를 통해 고객 성향에 적합한 자산배분을 실시하는 것이 고객지향적 고객관계관리 방법이 될 것이다. 둘째, 금융소비자에게 상담 서비스를 제공하는 FP(Financial Planner)들은 금융소비자들의 성향을 분석하여 그에 맞는 자산배분 컨설팅을 통해 금융소비자의 만족도 제고에도 기여할 가능성이 높다고 하겠다.

참고 문헌

- Anoruo, Emmanuel, Vickie L. Bajtelsmit, Sanjay Ramchander, and Marc W. Simpson (2003), The Effect of Consumer Expectations on Portfolio Asset Allocation, *Journal of Financial Planning*, 16(9), 64-70.
- Baltzer, Markus, Oscar Stolper, and Andreas Walter (2013), Is Local Bias a Cross-Border Phenomenon? Evidence from Individual Investors' International Asset Allocation, *Journal of Banking & Finance*, 37(8), 2823-2835.
- Bayuk, Julia Belyavsky, Chris Janiszewski, and Robyn A Leboeuf (2010), Letting Good Opportunities Pass Us By: Examining the Role of Mind-Set During Goal Pursuit, *Journal of Consumer Research*, 37(4), 570-583.
- Benartzi, S. and R. H. Thaler (1995), Myopic Loss Aversion and the Equity Premium Puzzle, *Quarterly Journal of Economics*, 110(1), 73-92.
- Beugelsdijk, Sjoerd and Bart Frijns (2010), A Cultural Explanation of the Foreign Bias in International Asset Allocation, *Journal of Banking & Finance*, 34(9), 2121-2131.
- Bhandari, Gokul and Richard Deaves (2008), Misinformed and Informed Asset Allocation Decisions of Self-Directed Retirement Plan Members, *Journal of Economic Psychology*, 29(4), 473-490.
- Blake, David, Bruce N. Lehmann, and Allan Timmermann (1999), Asset Allocation Dynamics and Pension Fund Performance, *Journal of Business*, 72(4), 429-461.
- Brinson, Gary P., L. Randolph Hood, and Gilbert L. Beebower (1986), Determinants of Portfolio Performance, *Financial Analysts Journal*, 42(4), 39-44.
- Cross, Susan E., Erin E. Hardin, and Berna Gercek-Swing (2011), The What, How, Why, and Where of Self-Construal, *Personality & Social Psychology Review*, 15(2), 142-179.
- Duxbury, Darren, Robert Hudson, Kevin Keasey, and Barbara Summers (2005), Should Actions Speak Louder than Words? Individuals' Attitudes and Behavior in Asset Allocation Choices, *Economics Letters*, 89(1), 107-111.
- Fowler, Gordon B. and Vladimir De Vassal (2006), Holistic Asset Allocation for Private Individuals, *Journal of Wealth Management*, 9(1), 18-30.
- Fraser, Steve P., William W. Jennings, and David R. King (2000), Strategic Asset Allocation

- for Individual Investors: The Impact of the Present Value of Social Security Benefits, *Financial Services Review*, 9(4), 295-326.
- Frijns, Bart, Aaron Gilbert, Thorsten Lehnert, Alireza Tourani-Rad (2013), Uncertainty Avoidance, Risk Tolerance and Corporate Takeover Decisions, *Journal of Banking & Finance*, 37(7) 2457-2471.
- Hensel, Chris R., D. Don Ezra, and John H. Ilkiw (1991), The Importance of the Asset Allocation Decision, *Financial Analysts Journal*, 47(4), 65-72.
- Ho, K., M. A. Milevsky, and C. Robinson (1994), Asset Allocation, Life Expectancy and Shortfall, *Financial Services Review*, 3(2), 109-126.
- Hofstede, Geert (1980), *Culture's Consequences: International Differences in Work-Related Values*, Newbury Park, CA: Sage.
- Ibbotson, Roger G. (2010), The Importance of Asset Allocation, *Financial Analysts Journal*, 66(2), 1-3.
- Ibbotson, Roger G. and Paul D. Kaplan (2000), Does Asset Allocation Policy Explain 40, 90, or 100 Percent of Performance?, *Financial Analysts Journal*, 56(1), 26-33.
- Jacobs, Heiko, Sebastian Müller, and Martin Weber (2014), How Should Individual Investors Diversify? An Empirical Evaluation of Alternative Asset Allocation Policies, *Journal of Financial Markets*, 19, 62-85.
- Jacobsen, Ben, John B. Lee, Wessel Marquering, and Cherry Y. Zhang (2014), Gender Differences in Optimism and Asset Allocation, *Journal of Economic Behavior & Organization*, 107, 630-651.
- Kim, Chang-Soo and K. Matthew Wong (1997), Asset Allocation Strategies for Personal Pension Contributions, *Financial Practice & Education*, 7(2), 35-46.
- Kritzman, Mark (1992), Asset Allocation for Individual Investors, *Financial Analysts Journal*, 48(1), 12-13.
- Loibl, Căzilia (2009), Loosening the Belt: On the Effects of Goal-Conflict Situations on Regular Savings, *International Journal of Consumer Studies*, 33(4), 448-455.
- Lu, Wei, Li Pan, and Liangyan Wang (2011), The Influence of Self-construal on Managing Conflicting Saving and Spending Goals, *Advances in Consumer Research*, 39, 747-748.
- Ma, Zhenfeng, Terry Wu, Zhiyong Yang, and Tamotsu Nakamura (2011), Individualism, Collectivism, and Goal-Oriented Saving, *Advances in Consumer Research*, 39, 801-802.
- Meier, Katja, Erich Kirchler, and Angela-Christian Hubert (1999), Savings and Investment Decisions within Private Households: Spouses' Dominance in Decisions on Various Forms of Investment, *Journal of Economic Psychology*, 20(5), 499-519.
- Markus, Hazel and Shinobu Kitayama (1991), Culture and the Self: Implications for Cognition, Emotion, and Motivation, *Psychological Review*, 98(2), 224-53.
- Riley Jr., William B. and K. Victor Chow (1992), Asset Allocation and Individual Risk Aversion, *Financial Analysts Journal*, 48(6), 32-37.

- Schröder, David (2013), Asset Allocation in Private Wealth Management: Theory versus Practice, *Journal of Asset Management*, 14(3), 162-181.
- Singelis, Theodore M. (1994), The Measurement of Independent and Interdependent Self-Concepts, *Personality and Social Psychology Bulletin*, 20(10), 580-591.
- Smith, Keith V. (1997), Asset Allocation and Investment Horizon, *Financial Services Review*, 6(3), 201-219.
- Sundali, James A., Gregory R. Stone, and Federico L. Guerrero (2012), The Effect of Setting Goals and Emotions on Asset Allocation Decisions, *Managerial Finance*, 38(11), 1008-1031.
- Triandis, Harry C. (1995), Individualism and Collectivism, Boulder, CO:Westview.
- Tokat, Yestm, Nelson Wicas, and Francis M. Kinniry (2006), The Asset Allocation Debate: A Review and Reconciliation, *Journal of Financial Planning*, 19(10), 52-63.
- Xiong, James X., Roger G. Ibbotson, Thomas M. Idzorek, and Peng Chen (2010), The Equal Importance of Asset Allocation and Active Management, *Financial Analysts Journal*, 66(2), 1-9.
- Yang, Haiyang, Antonios Sтамatogiannakis, and Amitava Chattopadhyay (2015), Pursuing Attainment versus Maintenance Goals: The Interplay of Self-Concept and Goal Type on Consumer Motivation, *Journal of Consumer Research*, 42(1), 93-108.
- Zervoudi, Evanthia and Spyros Spyrou (2016), The Equity Premium Puzzle: New Evidence on the Optimal Holding Period and Optimal Asset Allocation, *Review of Behavioral Finance*, 8(1), 39-57.
- Zhang, Annie Claire (2014), Financial Advice and Asset Allocation of Individual Investors, *Pacific Accounting Review*, 26(3), 226-247.
- Zhang, Yinlong and L. J. Shrum (2009), The Influence of Self-Concept on Impulsive Consumption, *Journal of Consumer Research*, 35(5), 838-850.