



행동금융학을 마케팅 및 상품개발에 활용하는 미국 금융기관



전통적인 금융학에서는 시장에 비합리적인 개인이 존재한다는 사실은 인정하면서도 다수의 합리적 개인이 현명하고 합리적인 투자 의사결정을 내림으로써 '결과적으로 합리적인 시장이 실현된다'고 가정하고 있다. 반면 행동금융학에서는 개인은 일정한 패턴의 비합리성을 가진 주체이며 이러한 규칙성 있는 비합리성이 시장에 영향을 미침으로써 비효율적인 시장이 형성된다는 사실을 규명하고 있다. 본고에서는 행동금융학과 인간의 비합리성에 관한 최근의 연구성과를 간단히 살펴보고, 행동금융학을 펀드운용 및 금융상품 개발에 활용하고 있는 미국 금융기관들의 사례를 소개하기로 한다.

행동금융학(Behavioral Finance)이란

금융시장에서는 언제나 시장 참가자들의 불안과 기대감이 교차한다. 인간은 끊임없이 금전욕(金錢欲)을 추구하면서도 손실에 대한 공포를 함께 느끼기 때문이다. 그리고 이는 동서고금을 막론하고 투기적 성격을 가진 시장이 가진 보편적 특성이었다. 그러한 금전욕과 기대감이 현실화되어 거품이 발생하기도 하고, 불안감과 공포가 현실화되어 시장이 폭락과 패닉에 빠져들기도 하는 것은 인간의 역사에서 반복적으로 연출되고 있는 드라마이다.

그러나 금융경제학이 시장을 연구대상으로 할 때는 이와 같은 현실이 간과되어 왔다. 금리나 주가, 재무 데이터 등 객관적이며 계량이 가능한 데이터들이 풍부하게 존재하는 탓에 연구자들의 흥미는 항상 수학적으로 세련된 이론모델과 계통적 검증에 집중되었으며 그 밖의 접근방법, 특히 실증 데이터를 통한 수치검증이 어려운 분야는 '비과학적'이라며 무시되었던 것이다. 지금까지 주류 금융경제학은, 합리적 경제인은 자신의 이익을 극대화하려는 합리적인 계산에 따라 경제활동을 한다는 가정을 전제로 하였고, 정보가 효율적으로 시장가격에 반영되어 있다면 시장은 항상 합리적으로 작동할 것이라고 믿었다.

그러나 지난 20년간 이 같은 전통 금융학의 합리적 모델에 이의를 제기하는 학자들의 목소리가 점차 높아져 왔다. 그것이 바로 행동금융학이다. "경제 주체의 의사결정

이 반드시 합리적으로 이루어지는 것은 아니다"(다니엘 카너먼)라며 전통 금융학의 전제에 반기를 드는 데서 출발한 행동금융학자들은, 시장 참가자들이 공통적으로 잘못된 판단 및 의사결정을 내린 결과 시장가격도 합리적으로 형성되지 못할 가능성이 있다고 주장한다.

2002년 노벨경제학상을 수상한 다니엘 카너먼, 버논 스미스 등의 학자들에 의해 발전되어온 행동금융학은 그 기초를 인지심리학에 두고 있다. 인간의 마음이 정보를 지각하고 해석·저장하며 나중에 사용하는 과정을 연구하는 인지심리학의 연구성과를 활용해 인간의 지각이 판단의 왜곡을 초래하는 현상을 규명하고, 이 같은 시장 참가자 개개인의 비합리적인 의사결정이 결과적으로 시장가격에 어떤 영향을 미치는가를 연구하는 분야인 것이다. 그리고 행동금융학에서는 그러한 왜곡된 의사결정의 배경을 인간의 기억 및 정보처리 능력의 한계, 감정적 요인 등에서 찾고 있다.

행동금융학과 신경경제학

70년대 초반 처음 행동금융학 연구가 시작되었을 때만 하더라도 모멘텀, 리버설 등 주식시장의 이상현상(Anomaly)에 관한 논의가 활발했으나, 최근에는 펀드, 개인·기관투자자 등의 투자자행동, 기업금융, 연금의 투자 의사결정 등 다양한 분야로 연구가 확대되고 있다.

〈표 1〉 비합리적인 투자자행동 및 그 배경

	비합리적인 행동 · 현상의 예	배경
개인투자자	손실이 난 주식 장기 보유. 이익이 난 주식을 조기에 매도	손실회피 편향
	온라인 주식거래를 반복해 수익률을 떨어뜨림(특히 남성)	지나친 자기확신
	자사주 투자의 비중이 과도하게 높음	친근감에 의한 리스크의 과소 평가
	단기 수익률만으로 펀드를 선택	소수의 법칙(소수 샘플로 전체를 판단)
	펀드명을 화제성이 높은 것으로 바꾸면 자금유입 증가	대표성 편향(표면적 특징에 판단 좌우)
프로투자자	선물 트레이더는 오전에 손해를 입으면 오후에 보다 공격적인 리스크 테이킹을 함	이익이 날 때는 위험회피적, 손실이 날 때는 위험추구적 행동
연기금	투자위원회가 단기 수익률로 펀드매니저를 교체하며, 이런 조치가 결국 부정적인 결과를 초래하는 경향	후회회피 편향, 표면적으로 이해하기 쉬운 단기 실적으로 판단(대표성 편향)

자료: Byrnes, Alistar and Mike Brooks "Behavioral Finance: Theories and Evidence"(The Research Foundation of CFA Institute Literature Review)

한편 제이슨 츠바이크가 『머니 앤드 브레인』을 통해 집중 조명하면서 일약 유명해진 신경경제학(Neuroeconomics) 분야에서는 행동금융학에서 제시된 바와 같은 왜곡된 의사결정은 결국 인간의 뇌의 메커니즘에서 기인하는 것임을 과학적으로 해명하고 있다. 예를 들어 행동금융학에서는 인간에게는 손실회피 편향이 있어서 통상적인 효용함수로 설명할 수 있는 수준 이상으로 손실의 가능성이 있는 선택지를 기피한다고 지적되고 있다. 신경경제학의 연구에 따르면, 인간은 금전적인 손실에 대해서는 이익이 발생하는 경우 및 손실이 없는 경우와는 달리 뇌의 가장 원시적인 부분이 강하게 반응한다고 한다. 이는 생명의 위기로 이어질 수 있는 공포에 직면했을 때 본능적으로 회피행동을 일으키는 부위이기도 하다. 한편 소수의 샘플을 가지고 전체를 판단하는 경향도 행동금융학이 지적하는 인간의 특징 중 하나이다. 예컨대 주가가 불규칙적인 움직임을 보이고 있는데도 거기서 어떤 특정한 패턴을 찾아내 미래의 주가를 예측하려 드는 것이다.

흥미로운 사실은 인간은 뇌가 가진 이러한 특성 때문에 종을 보존해올 수 있었다는 것이다. 위험이 닥쳤을 때 즉시 도망치거나 시간을 두고 고민하기보다는 한정된 정보로 직감적인 의사결정을 내

리는 것은 인간이 600만년의 진화과정을 거치면서 키워온 능력이라 할 수 있다. 하지만 이와 같은 즉흥적 판단이 합리적인 금융행동에 있어서는 장애가 되고 있다. 다만, 주식과 채권거래는 불과 400년 전에 시작된 것임을 감안할 때 인간의 뇌가 금융거래의 시대에 충분히 적합할 정도로 진화되지 못한 것은 어찌 보면 당연한 일이라 할 것이다.

이와 같은 연구성과를 통해 얻을 수 있는 시사점은, 개인투자자의 경우 보다 합리적인 투자 의사결정을 내릴 수 있도록 타자의 관여가 필요하다는 사실이다. 종전의 논의에서는 다수의 합리적 개인에 의해 시장이 합리적인 수준에서 작동된다고 전제했기 때문에 타자의 적극적인 관여는 불필요하다고 보았다. 하지만 행동금융학의 논의에 따르면 실제 수준과 이상적인 수준 사이에는 괴리가 존재하며, 그러한 괴리를 메우기 위해서는 타자의 조언 등 개인이 적절한 투자를 하기 위한 지원이 반드시 필요하다고 지적된다.

미국 금융기관의 행동금융학 활용 사례

그렇다면 최근 미국 금융기관들은 개인투자자 대상의 상품·서비스를 개발함에 있어 행동금융학을 어떻게 활용하고 있는지 구체적인 사례를 통해 살펴보기로 하자.

(1) 행동금융학을 활용한 펀드운용 전략

JP모건그룹의 자산운용부문인 J.P. Morgan Asset Management(이하 JPMAM)는 시장에서 증권가격이 비합리적인 수준에서 형성되는 이유를 지나친 자기확신과 손실회피라는 투자자들의 심리적 특성에서 찾고, '가치투자'와 '모멘텀투자'라는 상반된 전략을 융합시킨 펀드(브랜드명은 'Intrepid')를 개발, 개인투자자들의 비합리

성을 역으로 활용함으로써 시장평균을 상회하는 수익률을 실현하고 있다.

동사는 우선, 개인투자자들은 자신감 과잉 때문에 펀더멘탈과 무관한 이벤트나 발표를 과도하게 중시해 저평가된 종목들을 무시하면서까지 단기매매를 반복한다는 특성을 가진다는 사실에 착안하였다. 그 결과 실제로 형성된 가격과 본래의 적정 가격 사이에 차액이 발생한다는 점에 주목해 Intrepid Fund는 가치주를 중심으로 한 기계적인 포트폴리오 구성 전략을 채택하였다.

한편 모멘텀투자자와 관련해서는, 개인투자자들은 손실회피 성향 때문에 보유종목에 관한 굿뉴스가 공표된 시점에 매각하는 것에는 저항감을 가지지 않지만(그 결과 시장의 가격상승 속도가 느림), 배드뉴스가 공표된 시점에 매각해 손실을 확정하는데 대해 저항감을 가진다(그 결과 시장의 가격하락 속도가 느림)는 사실에 착안하였다. 이에 따라 적정가격으로 이행하기까지의 시차에서 기회를 포착하기 위해 Intrepid Fund는 상대적으로 상승한 종목을 매수하고 상대적으로 하락한 종목을 매도하는 모멘텀투자 전략을 가치투자 전략과 혼용해서 구사하고 있다.

(2) 행동금융학을 활용한 부유층 대상 마케팅

JPMAM은 부유층 고객 대상의 마케팅에도 행동금융학을 활용하고 있다. 구체적으로는 고객의 심리 및 감정을 바탕으로 부유층 고객을 재분류한 후 각각의 분류에 속한 고객들에게 적합한 서비스를 제공하고 있는 것이다.

JPMAM이 종전에 추진한 마케팅에서는 고객의 연령 등 속성정보에서 도출되는 ‘니즈

(needs)’를 중시하였다. 그러나 이런 마케팅은 일반적으로 이루어지는 것이므로 차별화를 기하기 위해서는 고객의 심리·가치관 등을 통해 ‘무엇을 원하는가’를 파악하는 것이 중요하다고 보고 행동금융학적으로 접근하였다. 이는 투자 의사결정의 80%는 감정에 의해 좌우되며 사실에 의해 좌우되는 부분은 20%에 불과하다는 점에서 착안한 것이다. 그렇다고 해서 JPMAM이 고객이 원하는 상품·서비스를 무턱대고 제공한다는 의미는 아니다. 오히려 각 고객별로 최적의 솔루션을 제공하기 위한 재료로서 고객이 무엇을 원하는지 파악하는 것이 중요하다는 관점에서 출발한 전략이다.

JPMAM은 우선 문화인류학자들의 협력을 얻어 돈에 대한 가치관을 기준으로 부유층 고객을 다섯 가지로 분류하였다. ①부와 성공이야말로 인생이라고 생각하는 사람 ②문화·예술을 중시하는 사람 ③매일매일의 목표달성이야말로 인생이라고 생각하는 사람 ④가족·지역사회에 대한 공헌을 중시하는 사람 ⑤여러 분야의 균형을 중시하는 사람이 그것이다. 다음으로 각각의 분류와 관련된 키워드¹⁾를 설정하고, 고객과의 대화를 통해 그 키워드를 참조하면

〈표 2〉 행동금융학을 활용한 부유층 대상 마케팅

회법	· 상담직원은 각 분류에 속한 고객에 대해 가장 적합한 회법을 구사하도록 교육받음 · 고객이 ‘부와 성공이야말로 인생이라고 생각하는 사람’ 이라면 고객에 대한 존경심과 그 고객의 사회적 지위를 강조 · ‘문화·예술을 중시하는 사람’과 상담할 때는 분산투자를 물감의 색깔을 섞는 것에 비유하여 설명하는 등의 회법을 구사
서비스	· 각각의 분류에 대해 마케팅의 열쇠가 되는 서비스를 설정함 · ‘부와 성공이야말로 인생이라고 생각하는 사람’으로 분류된 고객에 대해서는 특별한 대우를 받는다는 느낌을 주도록 하며, 최근의 트렌드에 관한 정보를 제공 · ‘문화·예술을 중시하는 사람’과 상담할 때는 투자전략에 대해 시각적으로 호소하는 자료를 활용하거나 스토리텔링 방식으로 설명하며, 보다 informal한 분위기를 연출
수익률리뷰	· 대다수 개인고객이 최근에 발생한 이벤트를 과도하게 중시하거나 장기적인 목적과 관련이 없는 데이터 및 시각을 고집한다는 측면을 고려함 · 수익률 리뷰를 할 때는 단순한 숫자의 해설에 그치지 않고 고객의 심리 및 감정, 가치관을 고려해 설명함으로써 이와 같은 개인의 비합리성을 제어할 수 있을 뿐 아니라 수익률이 악화되었을 경우에도 고객을 유지할 수 있음

자료: 神山哲也, 服部孝洋, “米國金融リテール戦略における行動ファイナンスの活用”, Capital Market Quarterly 2009 Spring를 바탕으로 정리

1) 최근에 여행을 간 곳, 당신이 생각하는 영웅, 최근에 쇼핑한 물건, 좋아하는 옷, 최근에 읽은 책, 즐겨 읽는 잡지, 취미, 애완동물, 자동차 등

서 해당 고객이 ①~⑤ 중 어떤 분류에 속하는가를 판단한다. 이러한 정보를 △상당시의 화법 △서비스 △수익률 리뷰에 활용함으로써 JPMAM은 대다수 고객들이 가진 '비합리적인 투자 의사 결정' 문제 및 '수익률 악화시 금융기관과의 거래를 끊는' 문제를 어느 정도까지는 제어하는 효과를 거두고 있다(표 2) 참고).

(3) 행동금융학을 활용한 상품개발

Bank of America는 2005년 10월부터 'Keep the Change' (거스름돈은 필요 없어요)라는 서비스를 제공하고 있다. 이 상품은 카드로 결제할 때 1달러 미만의 절상금액을 결제계좌에서 저축계좌로 이동시키는 일종의 강제저축으로, 이때 은행측도 일정 금액²⁾을 매칭방식으로 저축계좌에 입금해준다(표 3) 참고). 예컨대 3.43달러짜리 커피를 체크카드로 구입하면 4달러가 인출되어 차액인 0.57달러가 저축계좌에 자동으로 저축되고, 이때 은행도 0.57달러를 동 계좌에 추가로 넣어주는 것이다(4개월째부터는 0.03달러).

〈표 3〉 Keep the Change의 구조

	체크카드의 실제 사용금액	저축계좌에 입금되는 금액	결제계좌에서 빠져나가는 금액
	\$3.43	\$0.57	\$4.00
	\$4.50	\$0.50	\$5.00
	\$14.83	\$0.17	\$15.00
자동으로 저축되는 금액: \$1.24			

자료: Bank of America

하버드대학의 센딜 무라이나탄(Sendhil Mullainathan) 교수에 따르면 Keep the Change는 행동금융학의 관점에서 매우 유효한

상품이다. 즉, 행동금융학에서는 '개인은 장래를 대비해야 한다는 필요성은 느끼지만 그 절차가 복잡할 경우 실행에 옮기지 않는' 비합리성을 가진 존재인데, 이 상품은 개인이 주체적인 행동을 하지 않아도 자동으로 저축을 하도록 설계되어 있어 과소저축의 원인이 되는 개인의 비합리성을 해결해주고 있는 것이다.

국내 은행에 대한 시사점

이상에서 살펴본바듯이 행동금융학은 개인투자자의 행동 중 상당 부분이 비합리적이라는 점에서 착안한 연구분야로, 효율적 시장가설을 제창하는 전통적인 금융이론에 비해 보다 현실을 직시하는 이론이다. 이 때문에 미국 금융계에서는 현실에 뿌리내린 상품·서비스를 이론적인 뒷받침을 가지고 제공하는 수단으로서 행동금융학의 연구성과를 활용하는 사례가 증가하고 있다. 행동금융학 이론 및 미국 금융기관의 활용사례가 국내 은행에 주는 가장 큰 시사점은, 개인의 투자판단에 대한 적절한 지원의 중요성, 그리고 그러한 지원을 효율화하기 위한 자동화된 시스템 개발의 중요성이라 할 것이다.

아울러 고객들의 상품설명 이해능력, 적절한 상품 및 서비스 선택능력을 과대평가하지 말고 인간이란 본래 합리적 판단에 실패할 가능성이 높은 존재라는 현실을 직시하고 리테일 고객이 이해하기 쉬운 어드바이스, 금융상품을 제공하는 역량을 키워야 한다는 사실에도 주목할 필요가 있다. 즉, 어떤 설명자료와 설명방법이 고객의 올바른 이해로 이어지는가를 검증하고, 자신의 연령 등 속성에 맞는 최선의 상품을 선택하지 못하는 고객을 위해 라이프사이클에 맞는 최적의 자산배분이 이뤄진 '은행상품+비은행상품' 패키지를 제공하거나 자동화된 시스템을 통해 자산운용의 적정화·효율화를 극대화할 수 있도록 지원하는 등의 시책이 요구되는 것이다. 특히 국내에서는 급속한 고령화의 진전으로 향후 개인에 의한 자산운용의 중요성이 한층 더 높아질 것으로 예상됨에 따라 고객의 투자판단에 대해 적절한 지원을 해줄 수 있는 역량이 은행의 경쟁력 및 차별화를 평가하는 중요한 잣대로 떠오를 전망이다. 🌐

2) 첫 3개월은 100%, 이후에는 5%. 한도는 연간 250달러