

# 個別株式投資者의 投資意思決定過程에 관한 實證的 研究\*

高 富 彦\*\*

## 目 次

<p>第 1 章 序 論</p> <p>  第 1 節 研究의 目的</p> <p>  第 2 節 研究方法 및 範圍</p> <p>第 2 章 投資意思決定過程에 관한 研究動向과 人間情報處理研究</p> <p>  第 1 節 미국에 있어서 投資意思決定에 관한 研究動向</p> <p>  第 2 節 우리나라에 있어서 投資意思決定에 관한 研究動向</p> <p>  第 3 節 人間情報處理研究의 理論的 背景과 既存研究의 檢討</p>	<p>第 3 章 情報處理過程 追跡法에 의한 研究設計</p> <p>  第 1 節 設計過程</p> <p>  第 2 節 被驗者 選定</p> <p>第 4 章 情報選擇, 處理 및 判斷에 관한 研究結果分析</p> <p>  第 1 節 特性과 屬性 考察</p> <p>  第 2 節 情報選擇行動</p> <p>  第 3 節 情報處理行動</p> <p>  第 4 節 株式投資戰略</p> <p>第 5 章 要約 및 結論</p>
--	--

## 第 1 章 序 論

### 第 1 節 研究의 目的

최근 수년간 우리나라 증권시장은 그 규모면에서 급격한 팽창은 물론 질적인 내용면에서도 커다란 변화가 진행되고 있으며 '85년만 해도 17.1% 상승에 그쳤던 종합주가지수가 '86년 68.9%, '87년 98.3%, '88년 70.5% 등 2년 연속 공전의 상승을 지속하였으며 전례가 드문 이같은 시장 활황에 힘입어 지난 '80년 2조 5천억원에 불과하던 시가 총액이 '89년말에는 무려 95조 5천억원으로 우리나라 GNP의 77%의 수준에 달하여 세계 10위권 시장으로 도약하였다.

그러나 주식시장의 상승분위기는 '89년 4월을 고비로 눈에 띄게 퇴색하기 시작하여 '89년  $\Delta 1.1\%$ , '90년  $\Delta 23.4\%$ , '91년  $\Delta 10.1\%$ 로 연속 3년 침체장세를 계속하고 있다. 이와 같은 시장불황

\* 이 論文은 1990년도 교육부 학술진흥재단의 지방대 육성과제 학술조성비에 의하여 연구되었음.

\*\* 濟州大學校 經商大學 經營學科 副教授

으로 '91년말 시가총액은 73조원으로 '89년말에 비하여 23조원이 거품화되고 말았으며 '91년 중에 13개 상장기업이 부도를 내고 법정관리를 신청하는 바람에 수많은 소액투자자들에게 엄청난 재산상의 손실을 가져다 주었다. 또한 '91년말 우리나라 주식인구는 총 143만 1,808명(국민주제외)으로 나타나는데 이는 총인구의 3.3%가 되지만 전년과 대비하면 17.3% 감소추세를 보이고 있다.<sup>1)</sup> 3년간 경이적인 상승률을 기록했던 주권시장을 이처럼 침체장세로 이끌어간 원인으로 흔히들 공급물량의 급증으로 수급불균형과 경기침체도 주원인중의 하나이지만 우리나라 증권시장의 객관화 비율이 미국의 50%, 일본의 75%에 비해 38% 내외에 불과하여 주가의 급등이나 급락시 증시의 안전판 노릇을 제대로 하지 못하였고 개별투자자들은 투자에 따르는 위험을 고려하지 않은 투기적 투자관으로 인한 뇌동매매도 증시침체의 주요한 원인이 되었던 것도 엄연한 사실이라고 하지 않을 수 없다.

포철, 한전등 국민주 보급으로 인한 주식대중화시대가 본격적으로 도래하고 1992년부터 자본시장개방이 본격적으로 이루어 지면 과거와 같은 투자자들이 일확천금하려는 비과학적이고 무모한 투자전략은 실패를 가져온다는 것은 자명한 사실이다.

準強型 效率의市場假說(Semi-strong form of efficient market hypothesis)에서는 증권가격이 공식적으로 이용가능한 모든 정보를 충분히 반영한다고 가정한다. 다시말하면 이용가능한 정보를 근거로 한 거래전략을 이용해서는 초과이익을 얻을 수 없다는 것이다.<sup>2)</sup> 따라서 공적으로 이용가능한 情報에는 財務諸表가 포함되기 때문에 準強型 효율적시장가설은 會計와 관계가 있다.

또 개인의 선호와 의사결정은 證券의 價格을 통하여 시장에 반영된다. 그러나 우리가 個別投資者들이 어떻게 投資意思決定을 하는가 혹은 개별투자자의 의사결정과정에 어떤 情報가 이용되는가를 반드시 알아야 할 필요는 없다. 사실 개별투자자들은 일반적으로 자신이 어떻게 투자의사결정을 하는가를 표현할 수 없기 때문에, 이들의 意思決定方法을 직접 알 수는 없다. 게다가 개별투자자의 투자의사결정은 주관적인 效用들을 總合하는 문제 때문에 개인의 의사결정과정으로부터 一般化할 수 있는 意思決定模型을 얻기란 불가능하며 각 개별투자자들은 의사결정과정에서 고려하게 되는 정보에 각각 서로 다른 加重值를 부여하게 된다.<sup>3)</sup>

개별투자자의 투자의사결정에 관하여 國內·外에서 先行研究調査가 이루어 졌으나 대부분의 연구가 數的으로 빈약할 뿐 아니라, 그 内容面에서도 限界를 보이고 있다.

이러한 의미에서 本 研究에서는 중요한 會計情報利用者인 個別投資者들의 情報選擇, 情報處理過程, 判斷行動에 대한 洞察力(insight)의 기초를 제공하기 위해 경험있는 專門株式投資者들의 투자의사결정과정을 實證的으로 分析함으로써 證市에 있어서의 투자자의 역할을 올바르게 인식하고 합리적으로 의사결정하여 행동하는데 도움을 주어 그들의 富를 증대시키는 물론 더 나아가서는 우리나라 증시의 效率性を 제고시키기 위한 基礎的 資料를 提供하는데 그 目的이 있다.

1) 한국증권거래소, 「주식」, 1992. 4월호, p.3.

2) Ahmed, Belkaoui, *Accounting Theory*, Harcourt Brace Jovanvich, INC, 1981, p.50.

3) Eldon, S. Hendriksen, *Accounting Theory 4th edition*, Richard D.Irwin, INC 1982, p.102.

## 第 2節 研究方法 및 範圍

本 研究는 文獻的研究과 實證的 研究方法를 병행하여 관련자료를 蒐集 및 分析하였다. 문헌적 연구를 위하여 人間의 情報處理過程이나 投資意思決定過程에 관한 國內外的 專門書籍, 論文, 報告書를 통하여 理論的 背景을 考察하고 기준의 研究動向과 問題點을 검토하도록 하였다.

이에 의하면 개별투자자의 투자사결정에 관한 國內외 대부분의 연구가 설문지를 이용한 探查法(survey study)을 사용했으며 人間情報處理實驗室實驗(Human Information Processing Laboratory Experiments)을 사용한 것은 수적으로도 빈약하고 그 내용면에서도 한계를 보이고 있다.

따라서 본 연구에서는 實證的 研究로서 투자사결정과정を 조사하기 위해 濟州地域에 거주하는 20명의 경험이 많고 숙련된 專門投資者들을 대상으로 그들의 실제로 賣渡·買受한 株式을 대상으로 의사결정자가 가지고 있는 情報는 무엇이며, 그 정보는 구체적으로 어떻게 處理되는 것인가를 밝혀주는 人間情報處理方法중의 하나인 情報處理過程追跡方法(process-tracing method)를 이용하였다.

本 研究는 여러가지 制約條件으로 인해 몇가지 限界點을 가지고 있다.

첫째, 시험자들이 실제 賣渡·買受한 株式들 사이에 일치성이 없어서 比較分析이 어려웠으며 제주지역 20명으로 制限시킴으로서 全國規模의 標準이 되지 못했다.

둘째, 정보탐색과정법중에서 언어조사와 정보판 이용법을 사용했으나 人間정보처리연구를 수행하는데 적합한 實驗室 實驗을 완벽하게 사용하지 못하므로써 투자사결정을 수행하는 시험자들의 모든 思考過程을 충분히 조사하지 못했다.

## 第 2 章 投資意思決定에 관한 研究動向과 人間情報處理研究

투자자의 情報選擇과 利用에 관한 조사에는 探查法(survey research)과 人間情報處理實驗室 實驗(HIP laboratory experiments) 두가지 주요한 研究方法이 있다. 本章에서는 탐사법에 의한 미국과 우리나라 의사결정과정에 관한 既存研究動向의 結果와 限界點을 살펴본 후 人間情報處理研究의 理論的 背景과 限界點 및 情報處理過程追跡方法論에 대하여 상세히 考察해 보기로 한다.

### 제 1 절 美國에 있어서 投資意思決定에 관한 研究動向

Baker(1972)는 郵便說問紙를 통해 와싱턴 D. C 메트로폴리탄지역에 거주하는 개별투자자 1623명을 대상으로 하여 조사를 실시했다.

Baker는 우선 투자자들이 사용한 株式投資決定基準을 식별하는데 흥미를 가졌다. 응답한 851명의 투자자들은 34개의 의사결정기준안의 순위를 정하였다. Baker는 34개 기준안을 세 일반요소, 즉 配當과 미래의 전망(期待值), 그리고 財務的 強度(financial strength)과 安定性 등으로 분류하여 要因 分析을 하였다. 응답자들은 配當基準을 가장 중요한 요인으로 생각했으며 그 다음으로 미래의 期待值 그리고 財務的 強度와 安定性을 가장 중요하지 않은 요인으로 생각하였다.<sup>4)</sup>

Gooding(1973)은, 세 개의 다른 被驗者集團 즉 財務管理敎授팀과 포오트폴리오管理者팀 그리고 個別株式投資者팀들 사이에서 일어나는 知覺差異(perceptual difference)를 탐구하기 위해 우승질문방법을 이용했다.

그 被驗者들은 9개의 情報側面에 근거한 9개의 주식에 대한 그들의 知覺에 관하여 일련의 많은 질문에 응답하였으며 그 결과 研究者(Gooding)는 9개의 주식에 대한 위험 및 수익의 평가와 관련하는 실질적인 차이가 被驗者集團 전체에 존재한다는 사실을 발견하였다.<sup>5)</sup>

한편 Gooding이 발견한 사실은, 회계에 있어서 人間情報處理(Human Information Processing : HIP)를 연구하는데 중요한 함축성을 갖는다. 각기 다른 한 피험자집단들 사이의 지각은 실질적으로 多岐하기때문에 회계연구는 모든 중요한 피험자집단에 대해 연구해야 한다. 그동안 회계에서의 인간정보처리연구는 대부분 개별투자자집단을 빠뜨린채 연구되어 왔다. 그래서 Libby(1981)는, 會計와 관련한 전체 68개 HIP연구중에서 개별투자자들의 피험자집단을 다루는 HIP연구가 단지 3개 밖에 없다고 상기시킨다.<sup>6)</sup>

Keck(1977)는, 애틀란타地域에 거주하는 600명의 투자자들이 우선적으로 선호하는 情報와 投資戰略 그리고 40여가지의 財務測定値에 관련하여 조사했다. 한편 Keck는, 원래의 응답자 85명에게 우승한 60개 회사의 정보측면을 개발하기위해 응답자들의 피드백을 이용했다. 응답자들에게 60개 기업 각각에 대한 상대적인 주식가격의 측정치를 7포인트 척도로 제공할 것을 요구하였으며 Keck는 중회귀방정식을 사용함으로써 被驗者들이 주식가격을 예측하는데 영향을 미치는 가장 중요한 변수들을 식별할 수 있었다. 이러한 資料를 근거로 하여 Keck는 각 模型에 있어서의 重要變數와 더불어 다음과 같은 두가지의 투자결정모형에 대해 가설을 세웠다.<sup>7)</sup>

- 4) Baker, H.K. *Investment Decision Criteria: An Empirical Analysis of Common Stock Investors in Metropolitan Washington, D.C.*, Ph.D. dissertation University of Maryland, 1972.
- 5) Gooding, A.E. *Investors' Evaluations of Common Stock: Perceptions and Information Processed*, Ph.D. Dissertation, Ohio State Univ. 1973.
- 6) Libby, R.L. *Accounting and Information Processing: Theory and Applications*, Englewood Cliffs, NJ: Prentice Hall, Inc., 1981.
- 7) Keck, J.T. *The Identification of Investment Decision models for the Individual Investor and Their Dependency on Financial Statement Information*, Ph.D. Dissertation, Georgia State University, 1977.

**長期資本의 評價模型**

- 1) 산업과 비교한 규범에 따른 投資收益率
- 2) 산업과 비교한 株價收益率
- 3) 豫想 賣出額 增加率
- 4) 配當 增加率
- 5) 利益 增加率
- 6) 負債比率

**配當所得模型**

- 1) 負債比率
- 2) 配當收益에 따른 投資收益率
- 3) 長期利子率에 따른 配當收益
- 4) 投資收益率

한편 Keck의 연구에서는 情報選擇의 한 요소<被驗者들에게 총괄선호 情報集合(the aggregate preferred cues)을 제공하기 위해>와, 중회귀방정식을 통해 의사결정전략과 정보이용을 추론하기 위한 시도 등을 포함한다. 이 方法論에서는 투자자들 자신이 이용한 정보에 대해 우수한 통찰력을 갖고 있어 그들의 選好度를 타당성있게 표현할 수 있는 것으로 가정했다. 人間情報處理의 研究結果는 情報處理者들이 지닌 自我洞察力과 더불어 혼란되었다.

Keck가 연구한 회귀방법론에서는 情報集合(the cue set)과 意思決定產出들과의 관계에 있어 외관적인 설명만을 제공하기 때문에 그 자체로서는 최종적인 판단에 도달하기까지 被驗者들이 정보요소들을 이용함에 있어 이해를 도울수 있는 가치가 거의 없다. Brunswik lens 모델(Keck가 사용한 방식)에 있어서의 한정요인에 대해서는 第 3節에서 좀더 자세히 탐구하기로 한다.

證券去來委員會의 자문위원단에서는(1977), 약 11,000명 주주들에게 15개 주식회사의 1976년도 주주목록을 사용하여 優勝질문을 실시함으로써 다음과 같은 主主들의 속성과 관련된 資料 즉 人口統計의 特性, 多角化 실제, 分析戰略 그리고 다양한 情報明細에 대한 상대적 有用性에 관한 輿論등을 발견하였다. 우편설문조사에 응답한 사람은 5,000명이었다.<sup>8)</sup>

한편 투자자들의 인구통계와 관련하는 조사결과에서는, 평균적인 투자자들은 평균소득인 화이트 칼라직의 전문인, 또는 대학졸업자로서 중년이나 노년층으로 올라가는 경향이 있다는 사실을

8) Kerckmar, J., *Individual Investors' Information Choice, Information Processing, and Judgment Behavior: A Process-Tracing Study of the Verbal Protocols Associated with Stock Selection*. Ph.D dissertation, University of Houston, 1985, p.11.

발견함으로써 기타 광범위하고 기본적으로 실시한 조사(Lease, 1974 參照, 이에 대해서는 나중에 검토)에서 나타난 투자자들의 인구통계와 대체로 일치했다. 마찬가지로 Lease 報告書에 의하여 발견된 다각화패턴을 보면 평균투자자들이 소유하고 있는 상이한 株式數에 따라 多樣性이 다소 둔화되는 경향을 보였다. 증권투자위원회에서 조사한 바에 의하면 投資者들의 意思決定戰略으로서, 이것을 보고하는 반응자들의 70%를 대상으로 하여 실시한 조사에서 투자에 대한 의사를 결정함에 있어(여기서는 기업에 대한 평가를 하기위해 기업의 財務變數를 조사했다) 基本的分析接近方法(fundamental approach)에 대해 강한 선호를 나타냈었다. 株式價格과 去來量에 대한 예비형태의 시험에서 24%는 技術과 기본적인 接近試圖를 결합한 방법을 사용했고 단 2%만이 순전한 技術的 接近方法(technical approach)을 사용했다.

증권거래위원회의 조사에 응답한 86%의 반응자들은 연차감사財務諸表를 적절히 이용한 것으로 나타났다. 그리고 반응자들은 損益計算書와 貸借對照表 그리고 최고경영자의 券頭言을 가장 철저히 참고한 것으로 나타났다.<sup>9)</sup>

또한 응답자들은 財務狀態變動表와 脚註 그리고 監査人の 意見 등을 읽는 것을 게을리 하지 않았다.

Lease와 Lewellen 그리고 Scharbaum 등은 1972년에 조사 했는데 그들의 결과는 각각 1974년<sup>10)</sup> 1977년<sup>11)</sup> 그리고 1978년에 發表되었다. 그 연구자들은 전국중개회사들이 협조해줌으로써 그 회사의 미국고객 중 2,506명을 무작위로 표본추출하여 그들에게 12페이지에 130개의 질문을 포함한 포괄적인 설문조사서를 우송했다. 그 研究標本은 1964년 1월 1일부터 1970년 12월 31일까지 7년간에 걸쳐 公開한 기업들의 會計資料들 중에서 선택한 것이다. 그 조사에 대한 반응률은 990명이 유용한 반응을 보여 40%를 기록했다.

Lease가 조사한 바에 의하면, 연령별로는 중년층과 노년층이고 교육수준은 대학졸업 그리고 직업별로는 화이트칼라이고 소득수준은 상위권을 나타내는 특성을 보였다. 한편 기타사항 조사에서는 1977년 증권거래위원회의 조사반에서 실시한 조사결과와 일치했다.

Lease 등이 실시한 조사에서는, 개별투자자들이 投資課業을 즐기고 정보에 밝으며 또한 投資收益은 投資危險과 밀접하게 연관되어 있음을 발견하였다. 그리고 포오트폴리으로써 관리하는 것이 보다 유익하다고 생각하고 있었다. 그러나 그들은 단기 주가변동을 유리하게 이용하거나 예측하는 능력에 대해서는 회의적이라는 사실을 발견했다. 投資決定課業과 관련하여 실시한

9) Ibid., p. 12.

10) Lease, R.C., Lewellen, W.G., and Scharbaum, G.G., *The Individual Investor: Attributes and Attitudes*, The Journal of Finance(May 1974): pp.413-433.

11) Lewellen, W.G., Lease, R.C. and Scharbaum, G.G., *Patterns of Investment Strategy and Behavior among Investors*, The Journal of Business(July 1977), pp.296-333.

Lease 등의 조사에 의하면, 대부분의 투자자들이 長期資本利得 指向的이며 은행과 投資相談者를 투자전문기관과 財務情報誌 보다도 덜 유용한 정보원천으로 간주하고 있는 것으로 나타났다.

Blum과 Friends가 1978년 실시한 조사가, 個別株式投資者들의 인구통계에 대해 실시한 최근 조사서 중 가장 포괄적인 것으로 나타났다. 이 연구를 위해 연구자들은, 뉴욕증권거래소에서 실시한 연방소득세수익 \$17,506(1971년)으로 기록한 해당금자료와 뉴욕 증권거래소의 상장주식중 2,500명의 주식들을 대상으로 전신, 전화를 통해 조사를 실시하였으며 그 결과는 개별주식투자자들의 대단히 危險回避的인 것으로 나타났다.

이 연구에 주로 사용한 危險指標(risk indicator)로는, 이익민감도(earnings volatility, 반응자의 42.2%가 사용)와 株式價格의 민감도(stock price volatility, 반응자의 30.3%가 사용) 그리고 발표된 베타계수<sup>12)</sup>(반응자의 17.3%가 사용) 등이었다.<sup>13)</sup>

이상에서 검토한 투자자들의 조사에서는 다음과 같은 한계점을 나타낸다.

1. 投資者人口에 대한 제한적이거나 부분적인 대표성.
2. 情報의 실제 이용보다는 정보의 認知된 有用性에 대한 초점
3. 情報의 內容보다는 情報媒介體의 有用性에 대해 초점을 둠
4. 以前에 있었던 精神活動에 대한 自己報告의 非信賴性

이와 같은 한계점에 대해 이하에서 토의하기로 한다.

위에서 언급한 조사연구에 있어서 被驗者들은, 단일도시(Baker, Keck)나 단일중개회사의 顧客目錄(Lease, 기타) 또는 주식회사내 소그룹의 株主人口(증권거래위원회, Blume and Friends)에서 채택되었다. 이와 같은 제한된 투자자들의 일부 인구통계로부터 선택하는 것은 전체적인 투자자들의 인구통계를 나타내는데 적당하지 않다.

또한 위에서 검토한 대부분의 조사에서는 정보를 실제로 이용한 것보다는 반응자들이 정보의 有用性을 認識한 것에 초점을 두었다. 실제로 정보를 이용한 資料에서는, 다양한 情報投入의 상대적 이용에 관해 투자자들이 보이는 자세에 보다 타당성있는 반영을 한 것으로 나타난다. 한편 1977년에 실시한 증권거래위원회의 조사에서는 투자자들이 실제로 이용한 정보에 대해 조사했는데 여기에 나타난 현상으로서 그들이 가장 궁금해하는 것은, 被驗者들이 이용한 특수 情報매세지(예를들어, 利益, 販賣, 負債)이라기 보다는 오히려 被驗者들이 이용한 정보매체(예를들어, 財務諸表, 자문서어비스, 중개인등)였다.

12) 베타係數 : 베타계수는 개별주식의 움직임과 증권시장 전반적인 움직임과의 관계를 나타내는 係數로 베타계수가 1보다 크다는 것은 개별주식이 증권시장의 전반적으로 움직이는 폭보다 크게 움직인다는 것이며 베타계수가 1보다 작다는 것은 개별주식이 증권시장의 움직임 폭보다 작게 움직인다는 것이다.

13) Kerckmar, John, op. cit, p. 14.

그리하여 조사서에서는 투자자들이 실제로 이용하는 특수 정보요소에 대한 상세한 자료에 대해서는 거의 제공하지 않았다.

전술한 바 있는 4가지 限界點은 대단히 심각한 것이다. 따라서 探查法은 情報處理問題들을 탐구하는데 있어서는 부적당한 방법론일 것이다. 한편 Nisbett와 Wilson(1977년)은, 그들이 몇 개의 보고서를 검토한 결과 피험자들은 그들의 精神過程(mental process)에 대해 확실하게 기술한 것이 아니라고 결론지우고 또한 그들은 다음과 같이 주장한다.

즉 사회과학자들은 被驗者들에게 그들의 評價와 選擇 그리고 行動 등을 질문함에 있어 잘못 유도했을 것이다. 그리고 關聯性 있는 연구에서는 예측은 물론 그러한 報告書들이 본질적으로 口頭說明의 조사에 있어서 그것들이 어떠한 有用性을 갖고 있다는 것 이외에는 아무런 價値를 지니고 있지 않다는 사실을 지적했다.<sup>14)</sup>

Nisbett 와 Wilson은 보고서와, 실제 處理過程 발생사이에 나타나는 시간분리현상은 근본적으로 精神過程에 대한 자기보고의 부정확성에 기인할 것이라는 가설을 세웠다.<sup>15)</sup> 被驗者가 그의 정신과업을 수행함과 동시에 그의 精神過程을 구두표현하는 研究報告書에서 이용한 동시 情報處理過程追跡方法論(concurrent process tracing methodology)에서는 개별투자자들의 情報處理行動에 관한 妥當性 있는 증거를 제공한다.

## 第 2節 우리나라에 있어서 投資意思決定에 관한 研究動向

呂東吉, 申孝哲(1983)은 大邱市内 일반투자자 133명을 대상으로 投資動機, 投資滿足度, 投資不滿足度, 認識度에 대해 설문지조사를 실시하여 5점척도로 평가했다. 조사결과는 投資動機 면에서는 社會的動機가 가장 높게 나타났으며, 投資만족도면에서는 有, 無償株 만족이, 투자불만족면에서는 잘못 투자한 후회가, 投資認識도면에서는 稅制上 혜택이 가장 높게 나타났다.<sup>16)</sup>

李輝雄(1986)은 大邱地域을 중심으로 149명의 투자자를 대상으로 설문지조사를 실시하였으며 그 주요 내용은 ① 증권투자자의 類型別 分類 ② 증권투자정보의 활용도 ③ 증권투자자의 投資態度로서 層別抽出法을 사용하였다. 조사결과는 資産增殖의 한 방안으로 증권투자를 하고 있으며 합리적인 投資決定을 수행하고자 노력하고 있으며 투기적인 목적으로 한 증권투자가 많고 포트폴리오이론을 활용하고 있는 것으로 나타났다.<sup>17)</sup>

證券投資與論調查報告書(1986)에서는 1986년 5월 서울, 釜山, 大邱, 光州 및 大田市에 거주하는 家口主 1,500명을 대상으로 ① 貯蓄實態 ② 株式現保有者 및 과거보유자 분석 ③

14) Nisbett, R.E., and Wilson, T.D., Telling more Than We Can Know: Verbal Reports on Mental Processes, Psychological Review(May 1977): p.246.

15) Ibid., p.251.

16) 呂東吉, 申孝哲, 證券投資者의 行動分析(II), 『經營研究』 제 7집, 흥익대학교부설 경영연구소, 1983, pp.197-214.

17) 李輝雄, 證券投資者의 實態에 관한 研究—대구지역을 중심으로—, 석사학위논문, 계명대학교 무역대학원, 1986. 6.



株式에 대한 態度 ④ 證券弘報의 効果測定 ⑤ 응답자의 인구통계학적 특성에 대해 설문지 조사를 실시하였다.<sup>18)</sup> 조사결과와 주요내용으로는 株式買入했을때 가장 중요하게 생각한 점으로는 배당금(41.7%)을 들고 있고, 賣渡前 株式保有期間은 1년이상인 52.5%, 주식투자에 흥미가 있다는 경우는 36.3%, 주식종목을 선택할 때 가장 도움이 되는 情報源으로는 증권기관발행자료가 21.3%, 株式投資의 매력으로는 株價上昇이 63.9%, 주식투자의 결정요인은 적절한 시기포착이 42.7%, 투자결정의 가장 큰 요인으로는 景氣展望이 44.2%로 가장 높은 비율을 나타냈다.

李淑姬(1986)는 財務諸表와 그밖의 質的 情報에 대한 상대적 중요도에 따른 정보항목의 우선 순위와 그 일치도를 檢定하고 불일치에 대한 의견의 차이를 究明하기 위하여 공시담당이사 294명, 중간해독자(證券分析士, 投資相談士, 投資信託(株), 運用擔當部, 次長) 741명, 一般投資家 498명을 대상으로 설문지법을 사용하여 조사 실시하였다.

조사결과와 주요내용 중에서 일반투자자와 관련된 것은 다음과 같다.<sup>19)</sup>

- 가) 會計情報가 株價에 미치는 영향: 영향이 다대하다 21%, 영향을 주는 것 같다 62.8%
- 나) 회계정보가 意思決定에 미치는 영향: 영향이 다대하다 18.3%, 영향을 주는 것 같다 63.9%
- 다) 財務諸表의 전반적 숙독정도: 필요한 부분 몇개만 33.8%, 전체적으로 음미함 29.4%, 약간 깊이 26.3%
- 라) 投資相談士 이용도: 가끔 참고한다 73%, 이용치 않는다 17.1%
- 마) 投資相談士 이용결과에 대한 반응: 비교적 정확한 편이다 66.6%, 우연의 일치로 맞는 것 같다 15.2%
- 바) 投資者의 情報源 이용도: 신문 28.7%, 정기간행물·잡지·동업계 간행물 16.5%
- 사) 財務報告書 서식에 관한 의견: 숫자로 나타낼 수 없는 서술적인 정보의 보완 45.1%, 더 이해하기 쉽도록 표의 삽입 21.3%
- 아) 만일 입수가능하다면 의사결정에 이용하게 될 추가적인 情報: ① 將來事業計劃, 次期事業展望, 新規投資計劃 ② 經營者의 經營哲學, 株價의 관심도 ③ 해외 수출에 관한 사항, L/C 내역도
- 차) 情報의 각 항목별 우선순위: ① 當期純利益(1주당 純利益) ② 新製品開發戰略 ③ 企業의 未來事業 展望에 대한 評價 ④ 利益剩餘金 ⑤ 普通株에 대한 配當金 ⑥ 그 기업에 대한 資産의 展望評價 ⑦ 輸出商品의 海外市場展望 ⑧ 損益計算書 ⑨ 未來利益에 관한 예측 ⑩ 주요제품의 市場占有率

김종철(1988)은 1987년 10월 서울지역 個人投資者 359명을 대상으로 설문지조사를 실시하였다. 分析方法은 X<sup>2</sup>-Test와 F-Test이며 유의수준은 0.05하에서 신뢰구간을 95%로 측정하였다. 조사결과로는 ① 個人投資者들은 세가지 형태의 意思決定基準모델을 적용: 라플라스기준, 비판주

18) 大韓證券學會, 「證券投資輿論調查報告書」, 1986, pp.9-27.

19) 李淑姬, “우리나라 證券市場에서 會計情報의 相對的 重要度 評價에 관한 研究” 博士學位論文, 中央大學校 大學院, 1986년 6월.

의기준, 낙관주의기준 ② 個人投資者들의 개인적 行動特性에 큰 영향을 미치는 요소는 투자자들의 성격과 연령, 기대수익수준과 위험에 대한 태도 등이다 ③ 공격적인 투자자들의 영역은 短期收益을 지향하는 젊은 연령층인 반면 방어적인 투자자들의 영역은 中·長期 資本利益을 지향하는 40대 이상의 중년층인 것으로 나타났다.<sup>20)</sup>

崔惠卿(1988)은 1987년 9월 서울地域 投資者 246명을 대상으로 說問紙 조사를 실시했다. 分析方法은 頻度數와 교차분석을 사용하였다. 調查結果는 ① 投資者들은 순진한 投資者들로서 會計數値만을 중요시하고 있으며 會計測定, 處理方法의 차이 등을 중요시 하지 않는 것으로 나타났다. ② 株價變動과 去來量과의 관계에서도 대다수의 투자자가 상관관계를 인식하고 있으며 ③ 소규모 企業의 投資收益이 높다고 생각하는 사람이 과반수이며 ④ 우리나라 證券市場의 株價行態가 效率性에 따르지 않는 경향이 있음을 인식하고 있는 것으로 나타났다.<sup>21)</sup>

韓國證券去來所(1989. 5)에서는 1989년 1월 전국 5,059명을 대상으로 ① 株式投資財源 ② 株式賣行行態 ③ 株式投資目的 및 種目選擇基準 ④ 株式發行會社에 대한 주주의 희망 등에 대해 面接調査를 실시하였다.<sup>22)</sup> 調查結果의 주요한 內容으로서는 株式投資目的으로서는 賣買差益이 57.1%로 가장 많고, 다음이 配當收入 28.3%이며 種目選擇基準으로서는 企業의 財務構造(26.1%), 株價上昇可能性(24.6%), 業種의 展望(22.1%)順으로 나타났다.

한국증권거래소(1990. 5)에서는 1990년 2월 전국 5,000명을 대상으로 ① 주식보유기간 및 매매빈도 ② 투자종목의 선정 ③ 투자자의 증권회사선택 ④ 투자자의 정보입수 ⑤ 증시호황의 징후 ⑥ 주식발행회사에 대한 희망사항 등에 관하여 面接調査를 실시하였다.<sup>23)</sup>

調查結果의 주요한 內容을 살펴보면 다음과 같다. ① 주식투자자의 주식 平均保有期間은 1년 이상이 33.1%로 '88년도보다 19.4%포인트나 증가하였다. ② 투자종목평가의 기준으로 생각하는 것은 88년도와 마찬가지로 株價上昇可能性과 企業의 財務構造를 가장 중시하고 있었다. ③ 투자자들이 현재의 증권회사를 이용하는 이유는 집에서 또는 직장에서 가까워서 선택하였다가 47.4%로 가장 많았다. ④ 투자자들이 주식매입시 가장 필요로 하는 情報로는 최근의 賣買價格動向이 26.5%, 회사의 재무상황이 23.3%, 업종전망이 22.4% 順이었다. ⑤ 증시호황의 징후로는 國際收支흑자 38.9%, 물가안정이 17.3%로 많았다. ⑥ 주식발행회사에 대한 희망사항은 株價管理가 24.8%, 배당금 증대 23.6%, 무상증자가 19.0% 順으로 나타났다.

이상의 研究結果를 살펴보면 1) 情報의 내용보다는 情報媒體의 有用性에 대한 兪점 2) 정보의 내용보다는 情報媒體의 有用性에 대해 兪점을 둠 3) 이전에 있었던 精神活動에 대한 自己報告의 非信賴性 등과 같이 美國에 있어서 投資意思決定에 관한 研究動向에서 나타난 限界点이 그대로 재현되고 있음을 알 수 있다.

20) 金鐘哲, "個人投資者들의 投資行態에 관한 研究", 碩士學位論文, 世宗大學校 經營大學院, 1988. 2.

21) 崔惠卿, "우리나라 證券市場에서의 投資者 認識에 관한 實證分析", 碩士學位論文, 이화여자대학교 대학원, 1988. 2.

22) 한국증권거래소, 「주식인구 및 매매행태 조사 보고서」, 1989년 5월 pp.10-25.

23) 한국증권거래소, 「1989년 주식인구 및 매매행태 조사 보고서」, 1990년 5월, pp.10-26

### 제 3절 人間情報處理研究의 理論的 背景과 既存研究의 檢討

人間情報處理研究(HIP)는 認知心理學에서 정보이용자의 意思決定의 質을 높이기 위해 제기된 것으로 個人이나 集團을 정보처리시스템으로 간주하는 것이다. 즉 시스템으로서의 개인이나 집단은 정보를 처리하는데 相異한 傾向을 띄게 되므로 의사결정의 質을 높이기 위해서는 정보이용자의 고등정신과정을 중심으로 知覺, 思考, 意思決定, 動機化 등의 心理的 問題를 다루어야 한다는 것이다.<sup>24)</sup>

한편 行動의 意思決定會計研究에서는 회계정보와 의사결정의 유용성을 제고시키기 위한 한 방안으로서 HIP에 대한 심리학의 研究結果를 援引하고 있다. 그러므로 HIP研究의 주된 研究方向은 심리학적인 지식을 바탕으로 會計的觀點에서 시스템으로서의 意思決定者, 會計擔當者, 情報이용자의 행동적 要素를 중요시 하여 인간행동을 중심으로 정보의 처리 및 의사결정과정을 파악하여 정보이용자의 의사결정의 質을 향상시키기 위한 여러가지 戰略에 관한 研究와 人間の 情報處理와 意思決定過程 자체를 깊이 이해하며 그와 관련된 變數들을 조사하는 것이다.

Robert Libby와 Barry Lewis는 行動의 意思決定會計研究에 보편성을 주기 위해 타분야 心理學(?)에서 이루어지고 있는 人間行動의 理論 및 方法論의 研究를 기초로 하지 않으면 안된다고 주장하면서 HIP會計研究方法으로서 ① 렌즈모델 ② 確率의 判斷 ③ 認知類型/複雜性 ④ 情報處理過程追跡法의 4가지 方法을 들고 있다.<sup>25)</sup>

이하에서는 4가지 研究方法과 그 限界點에 대해 고찰하기로 한다.

#### 1. 렌즈모델(lens model) 研究

이 模型은 심리학자 Brunswik, E<sup>26)</sup>에 의해 개발된 모형으로, 意思決定者는 관심있는 不確實한 環境을 판단하는데 確率的情報(probabilistic information)를 사용한다는 가정하에서, 인간의 판단을 概念化하고 調査하기 위해 만들어진 模型이다.

이 모형은 環境基準(실제의 상황)과 情報群, 정보군과 被驗者의 反應 및 그 반응과 環境基準과의 相關關係를 研究하는 데 이용된다. 특히 중요한 점은 情報의 測定可能性, 被驗者 반응의 正確性 및 의사결정에 대한 정보군의 영향 등의 變數에 대하여 정보군이 미치는 영향을 연구할

24) 南相午, 「會計理論」, 日新社, 1982, pp. 804-805.

25) Robert Libby & Barry L. Lewis, "Human Information Processing in Accounting: The State of Art", Accounting Organizations and Society, Vol. 2, No. 3, 1977, pp. 245-268.  
Robert Libby & Barry L. Lewis, "Human Information Processing in Accounting: The State of Art in 1982", Accounting Organizations and Society, Vol. 7, No. 3, 1982, pp. 231-285.

26) Brunswik, E., "Representative Design and Probabilistic Theory in a Functional Psychology", Psychological Review (May 1955): pp. 193-217.

수 있다는 점이다. 이들의 연관성을 설명하기 위하여 回歸方程式 및 相關關係가 이용된다.

이 모형은 會計學에서 광범위하게 適用될 수 있는 方法論으로 이용될 수 있으며, 이러한 方法論으로 연구자들은 의사결정 과정에서 정보가 어떻게 사용되는가에 대한 연구를 할 수 있으며 나아가, 의사결정을 향상시키기 위한 처방을 제시할 뿐 아니라 향상된 의사결정을 평가하기 위한 기준을 제공해 줄 수 있다.

렌즈모델을 이용한 初期 研究의 대부분은 회계와 監査에서의 의사결정의 특질을 설명하려고 시도하였다. 특히 그들의 基本目標은 ① 상이한 정보들의 상대적 중요성을 나타내는 數學的 模型을 구축하고 ② 判斷의 正確性和 一貫性, 合意, 豫測可能性을 測定하는 것이다.

이러한 연구에서는 주로 3가지의 의사결정의 문제들의 관심을 끌었는데 이는 ① 重要性의 決定 ② 内部統制의 評價 ③ 財務諸表 資料의 分析이었다. 또 이러한 정보처리에서 정보의 변경에 대한 영향을 조사하려는 시도도 있었다.

Wright (1977)는 7가지 情報集합을 사용하여 60개의 실제 기업에 대해 1년간의 株價變動상황을 예측하기 위해 株式投資者의 寫體(surrogates)로서 39명의 MBA학생을 被驗者로 하여 Brunswik의 렌즈모델을 이용하여 實驗을 실시하였다.

여기서 7가지 情報集합이라고 하는 것은 ① 現在 株價 ② 지난 2년 동안의 EPS ③ 지난 3년동안의 EPS 平均變化率 ④ 지난해의 負債比率 ⑤ 지난해의 配當金 ⑥ 기업의  $\beta$ 계수이다.

그의 實驗結果는 ① 의사결정예측의 형태는 부분적으로는 非線型 ② 예측가능성은 높음 ③ 정보이용의 一致性은 낮음 ④ 정보이용의 正確性은 낮음이라고 요약된다.

Brunswik 렌즈모델의 限界點에 대하여 살펴보기로 한다.

Brunswik 렌즈모델의 研究에서 가장 공통적인 產出은 環境事象에 대한 被驗者의 판단을 정보집합의 선형함수(linear function)로서 나타내는 회귀추론적 수학적 모형이다. 회귀방법론에서는 통계적인 必要條件으로 인해 Brunswik 렌즈實驗의 外的 妥當性의 높은 가치를 극찬한다.

그러나 Brunswik 렌즈의 方法論에서는 판단에 도달하기 위해 被驗者가 정보집합을 사용하는 방법에 관한 중요문제 예를 들어, 의사결정을 하기 위해 정보집합을 적용함에 있어서는 어떤 연쇄(chain)로 추리나 論理를 사용하는가에 대해서는 아무런 언급도 없었다. 대표적인 Brunswik 렌즈의 실험에서 被驗者는 주로 작은 集합의 직교정보를 제공받아 많은 경우의 각각에 대해 어떤 판단을 내릴 수 있게 한다. 실제로 세상의 判斷課業에 있어 정보는 따로따로 분리된 작은 패키지(package)에서는 設定되지 않고 대개 그것은 다양한 目的適合性을 갖고 정보를 둘러싸는 광범위한 영역에서 찾아야 한다. 사실 실제세계의 판단과업에 있어 判斷成就를 이룰 수 있는 가장 유일하고 중요한 決定要素는 處理해야 할 일에 대한 올바른 정보를 選擇(가장 관련성이 있는 것만을 선택하고 나머지는 무시한다)하는데 있는 것이다.

## 2. 確率的判斷研究(베이지안 모델)

意思決定에 있어서 情報의 利用을 研究하는데 두번째 방법은 개인의 主觀的 確率判斷을 형성하는 方法에 着점을 맞추고 있으므로 Bayes의 정리를 사용하는 연구와 휴리스틱(heuristics)을 사용하는 연구로 나누어 진다.<sup>27)</sup>

베이지안접근방법에서는 被驗者들이 이용하는 변수들은 確率分布를 가지고 있어야 한다. 이 분포는 被驗者가 그 당시 入手할 수 있는 모든 情報(사전에 알려진 諸情報를 포함함)에 따라 결정된다. 被驗者들은 새로운 정보를 얻고 이에 따라 사후 조종된 主觀的 確率分布를 가지고 있어야 한다. 이 수정(事後)確率을 베이지안 定理(Baye's theorem)의 規範的 모형에서 얻은 最適確率分布와 比較한다.

한편 Wright<sup>28)</sup>는 1979년에 주식투자과업의 내용(會計의 위험척도를 나타내는 證券의 體系的危險에 대한 추정)과 株式 投資者의 寫體(MBA와 Ph.D과정 학생)를 이용하였다. 그의 주요한 研究 관심사는 會計危險指標를 하나 또는 둘을 제공했을 때의 確率 修正에 미치는 상이한 영향에 관한 것이었다. 연구결과 그는 피험자들이 받는 완전한 정보가치를 반영하는 확률적 평가를 적절히 수정하지 못했으나 피험자들은 하나의 情報단서를 동시에 제공 받았을 때는 事後 測定을 함으로써 가장 적절한 범위에 도달했다고 발표하였다.

베이지안 接近方法의 限界點을 살펴보면 대부분의 인간들은 직관적인 통계학자가 되지 못하므로 베이지안定理는 가설의 確率을 평가하기 위한 수단을 명시해주는 處方的 또는 規範的 模型으로 쓰이므로 인간이 새로운 정보에 반응하는 방법에 대한 적절한 記述的 理論을 제공할 수 없다는데 있다.<sup>29)</sup>

## 3. 認知模型/複雜性 研究(Cognitive style/Complexity approach)

Schroder, Driver, Streufert(1967) 등의 연구는 환경의 복잡성과 概念構造의 水準(정보처리 수준)의 관계를 특히 복잡한 상황에 있어서 인간의 정보처리에 着점을 맞춘 연구이며 양자간의 일반적 관계로서 <그림 II-1><sup>30)</sup>과 같은 역 U字형 관계로 지적되어 있다.

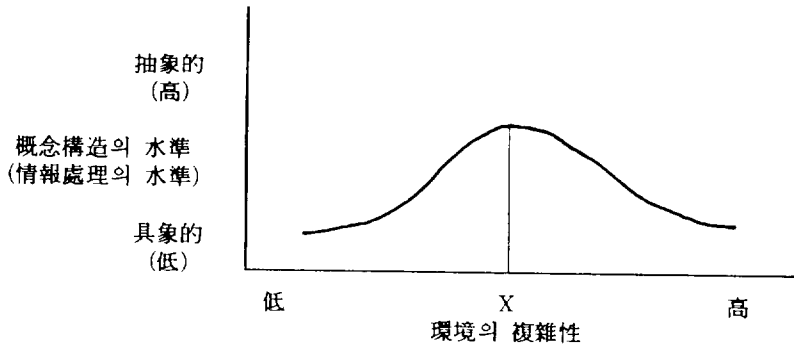
27) Libby and Lewis(1977), op.cit., pp.255-256.

28) Wright, W. F., "Accuracy of Subjective Probabilities for Financial Variable", *Behavioral Experiments in Accounting II*, Edited by T. J. Burns, Columbus, OH: Ohio State Univ., 1979.

29) 平松一夫, 「外部情報會計」, 中央經濟社, 1982, pp.194-195.

30) Lawrence S. Revsine, *Replacement Cost Accounting*, Prentice-Hall, Inc., Englewood Cliffs, New Jersey, 1973, p.16.

〈그림 II-1〉 環境의 複雜性和 概念構造와의 一般의 關係



환경의 복잡성(environment complexity)은 情報負荷(information load), 沮害要因 및 促進要因이라는 3要素의 集成으로 규정된다.<sup>31)</sup>

情報負荷란 정보저장용량과 정보처리용량의 제한으로 인한 소비자의 정보처리 의 제약조건을 의미하는데<sup>32)</sup> 여기서는 情報集에 이용가능한 정보량과 의사결정자에 의해 이용되는 정보량을 뜻하며 정보량이 증가하면 정보처리수준이 감소한다는 것은 여러 연구에서 지적되어 왔다.<sup>33)</sup> 沮害要因이란 중요한 부정적인 감정의 증가요인이다. 또한 促進要因이란 報酬와 같은 投入에 의한 긍정적인 감정을 증대시키는 요인이다.<sup>34)</sup> 環境의 複雜性을 구성하는 위의 3요소중에서 정보부하가 주된 특성이라고 생각되고 저해요인과 촉진요인은 보조적 특성으로 고찰되고 있다.

McGhee, W., Shields, M.D., and Birnberg, J.G는 1978년 MBA 과정에 있는 24명의 학생들을 被驗者로 하며 애매함에 대한 寬容(tolerance for ambiguity)과 意思決定模型(decision style)의 두가지 피스넬리티變數(personality variables)의 중요성을 평가하기 위한 실험을 실시하였으며 그 실험결과는 피스넬리티變數는 인간정보처리를 기술하고 이해하고 예측하는데 유용하지 않은 것으로 나타났다.<sup>35)</sup>

Hull, R.P.은 1978년 125명의 대학생, 대학원생, 회사를원의 의사결정유형에 따라 분류하여 3가지 反應變數(투자금액, 시간, 정보항목의 수)에 대한 3가지 獨立變數(公害公示處理, 被驗者

31) 平松一夫, 前掲書, p.140.

32) Henry Assael, *Consumer Behavior and Marketing Action*, Kent Publishing Co. 1984, p.544.

33) Jacob Jacoby, "Information Load and Decision Quality: Some Contested Issues", *Journal of Marketing Research* 14(Nov.1977), pp.567-573.

Naresh K.Malhotra, "Information Load and Consumers Decision Making", *Journal of Consumer Research* 8(March), pp.419-430.

34) Henry C.Miller, "Environment Complexity and Financial Report", *The Accounting Review*, Jan.1972. p.32.

35) McGhee, W., Shields, M.D. and Birnberg, J.G. "The Effects of Personality on a Subject's Information Processing", *The Accounting Review* (July 1978): pp.681-697.

유형, 의사결정유형)의 영향을 調査檢討한 결과 의사결정유형은 검증된 어떠한 반응변수에도 영향을 미치지 않는다는 사실을 밝혀냈다.<sup>36)</sup>

1978년 미국회계학회에서는 認知類型/複雜性研究方法의 결점에 대해 다음과 같이 언급했다.

認知類型/複雜性研究는 “環境의 複雜性”에 대한 성격의 측정, “情報處理의 水準”, “意思決定의 類型”, 구조의 일반성과 다차원화, 目的適合하지 못한 정보에 대한 目的適合한 정보의 역할 그리고 만일 있다면 정보처리(또는 의사결정의 모형)의 수준과 성과와의 연결을 포함한 方法論的이고 概念的인 면에서 미해결된 몇 개의 문제로 인해 어려움을 겪고 있다.<sup>37)</sup>

#### 4. 情報處理過程追跡方法

##### 1) 情報處理過程研究方法의 概要

정보처리과정추적방법은 意思決定過程 중 산출단계로부터 나타난 의사결정자체보다는 의사결정이 산출되기 전의 행동에 관심을 두고 의사결정이 일어날 때 까지의 심리과정을 이해하려고 하는 것이다. 이는 의사결정자가 가지고 있는 情報는 무엇이든 그 정보는 어떻게 處理되는 것인가를 구체적으로 밝히기 위해 最終意思決定前의 행동에 대한 資料를 수집할 수 있는 資料蒐集方法이 필요하다는 의미에서 命名된 것이다.<sup>38)</sup>

의사결정자의 問題解決過程은 대체로 다음의 네 단계를 거쳐서 이루어 진다.

첫번째 단계는 문제를 정의하는 단계, 두번째 단계는 대처방법 또는 대처계획인 전략을 세우는 단계, 세번째 단계는 전략을 실행하는 단계, 네번째 단계는 목표를 향한 진전정도를 평가하는 단계이다.

이러한 문제해결과정을 연구하고 事前意思決定行動에 대한 資料를 수집해 낼 수 있는 方法으로 크게 두가지가 있다. 하나는 言語調書分析法(verbal protocol analysis)이며 또 하나는 情報探索行動分析法(analysis of information search behavior)이다. 다음에 두 가지의 情報蒐集 方法을 살펴 보기로 한다.

##### ① 言語調書(verbal protocol)

言語調書는 被驗者들에게 그들의 思考過程을 분명히 言語化하고, 문제를 푸는 동안 “소리내어 생각하도록(think aloud)”要求 함으로써 얻어진다. 언어화된 기록은 문구별로 부호화 되고, 산출

36) Hull, P. R., "An Investigation of the Impact of Environment Disclosure on Stock Investment Decisions: A Behavioral Field Experiment", PhD Dissertation, Oklahoma University, 1978.

37) Kercksmar, John. op. cit., p. 22.

38) Payne, J. W., Brauntein, M. L., and Carroll, J. S. "Exploring Predecision Behavior: An Alternative Approach to Decision Research", *Organizational Behavior and Human Performance* (February 1978) : p. 18.

체계를 만들기 위해 공식화 된다. 이런 산출체계는 컴퓨터 프로그램과 결합되어 검증되어질 수 있다. 이 言語調書는 인간의 内的 精神的 조작들을 재생시키기 위한 컴퓨터 모사를 가능하게 해주는 정보를 제공한다. Nisbett와 Wilson(1977)은 사람들이 문제해결에 포함된 認知過程에 대해 낙관적으로 접근하지 않는다는 근거에서 言語調書는 고등정신과정의 증거로 겉으로만 그럴듯하다고 주장하면서 이 방법의 妥當性에 도전하였다.<sup>39)</sup> 그들은 프로토콜이 被驗者 자신의 内的의 知識이라고 믿었다. 피험자는 자신이 행한 것을 설명하기 위한 가설을 提供하고 있으나, 자신의 思考過程에 접근할 수 없기 때문에 피험자의 보고는 관찰자의 추측보다 정확하지 못하다.

문제를 푸는 것과 동시에 言語的 報告를 하는 것이 문제를 푼 후에 보고하는 것보다 기저의 사고과정을 정확히 반영한다. 이는 被驗者가 단기 기억에 있는 내용을 보고할 때 가장 信賴할 수 있기 때문이다. 단기 기억장치는 多重 기억장치(multistore model)에 따르면 投入情報가 15초 정도만 지속 될 수 있으며 그 후에는 장기 기억장치로 移動된다는 것이다. 그러나 장기 기억장치로부터 引出된 情報는 기존 저장되어 있는 다른 지식과 혼합되기 쉽기 때문에 개인의 정보처리과정을 정확히 나타낼 수 없는 것이다.

## ② 情報探索分析法

이는 눈동작관찰법과 情報板利用法으로 구성된다.

### a) 눈動作觀察法(eye movement and fixation)

눈동작 觀察은 감응장치를 이용하여 안구운동의 순서를 기록한다. 이 방법은 情報探索過程을 구체적으로 追跡할 수 있으므로 인간이 환경으로부터 정보를 얻어내는데 있어서 가장 효과적인 방법이라고 할 수 있다. 그러나 短點으로는 ㉠ 일일이 한사람씩 대상으로 정보를 수집하기 때문에 시간이 많이 소요되고 標本 크기가 작아지게 된다. ㉡ 被驗者들이 기계장치에 거부감을 느낀다. ㉢ 기계장치 자체가 매우 複雜하고 비싸다. ㉣ 情報探索의 反應일 뿐 구체적인 피험자의 내부정보처리과정을 나타내지는 못한다.

이것에는 單純觀察法에서부터 컴퓨터사용법에 이르기까지 여러가지가 있으나 좀더 正確性을 기하기 위해 컴퓨터 統制組織이 必須的으로 요구된다.

### b) 情報板利用法(information display board)

이것은 明示 情報探索技法(explicit information search technique)이라고도 하는 것으로 의사결정자에게 意思決定課業으로 代替案과 속성으로 구성된 情報板을 제시하고 정보판으로부터 필요한 정보를 선택하도록 하여 의사결정행위를 分析하는 것이다.<sup>40)</sup>

情報選擇行爲로부터 의사결정자의 정보획득유형을 찾고 選擇頻度로부터 주관적 선호정도를 알

39) 李寬鎔 外역, 「認知心理學」, 法文社, 1984, p. 207.

40) J. E. Russo, "Eye Fixations Can Save the World: A Critical Evaluation and Comparison between Eye Fixations and Other Information Processing Methodologies". In J. K. Hunt (Ed.), *Advanced in Consumer-Research*, Chicago: Association of Consumer Research, University of Illinois, 1978, vol. 5, p. 564.



수 있으며, 情報探索順序를 分析함으로써 의사결정에 도달하기까지 의사결정규칙이 어떻게 사용되어지는가를 추측 할 수 있다.<sup>41)</sup>

Montgomery and Svenson<sup>42)</sup> 은 의사결정자는 의사결정과정에 있어서 복잡한 意思決定規則을 채용하지 않고 간단한 의사결정규칙을 채용하는 정보획득유형을 보인다고 밝히고 있다.<sup>43)</sup>

한편 Tuggle, Barron, Day의 연구에 따르면 의사결정자가 代替案과 屬性들 중에서 가장 먼저 눈을 들어 관심을 보인 첫 정보가 그 후의 의사결정에서 사용할 의사결정규칙을 결정한다고 한다.

### c) 研究方法의 比較

이상의 방법들은 각각의 長·短點을 가지고 있다. 따라서 실험에 이용할 때는 그 長短點을 잘 고려하여 어느 방법을 사용할 것인가를 결정해야 한다.

言語調書와 눈동작觀察法, 그리고 情報板利用法 중 어느것이 우선하는가에 대해서는 연구자마다 意見을 달리하고 있다. Russo와 Rosen은 눈동작觀察法은 강제성이 없고 또한 섬세하여 잘못 해석될 염려가 없기 때문이다<sup>44)</sup> 言語調書는 被驗者에게 생각을 소리로 나타내게 하기 때문에 강제적이라고 한다. 그러나 그것이 의사결정과정 表출을 조금은 억제하기는 하지만 기본적으로 변화시키지는 않는 것으로 나타났다. 한편 Jacoby는 情報板사용법을 강력히 추진하고 있으나<sup>45)</sup> 이 방법에는 다음과 같은 問題點이 있다.

첫째, 被驗者가 객관적인 外部情報를 사용하는 데에만 오직 초점을 맞추고 있으므로 의사결정자의 内部기억으로 축적되어 있는 정보를 이용하는 것은 쉽게 통찰할 수가 없다. 그리고 둘째, 의사결정자가 선택한 정보의 處理時期나 處理 有無를 의문나게 하는 점에서 不合理하다는 점이다.

셋째, 被驗者가 觀察되고 있다는 것을 알고 있기 때문에 情報探索活動에 편기(bias)가 생길 수 있다.

言語調書는 이러한 情報板의 문제점을 補完해 줄 수 있다고 한다. 그러나 研究裝置의 설치비용에 있어서 눈동작 움직임은 매우 비싸며 情報板利用法은 가장 저렴하고 사용하기도 간편하다.<sup>46)</sup>

41) Ola Svenson, "Process Descriptions of Decision Making", *Organizational Behavior and Human Performance*, 1979, p. 98.

42) H. Montgomery, and O. Svenson, "On Decision Rules and Information Processing Strategies for Choices among Multiattribute Alternatives", *Scandinavian Journal of Psychology*, 1976, pp. 283-291.

43) Ola Svenson. *op. cit.*, pp. 100-102.

제시된 정보의 數(=속성수x대체안수)가 증가함에 따라 선택하는 정보의 절대수는 증가하나, 비율은 점차 줄어들고 있으며, 의사결정과정의 여러 단계에는 다른 意思決定물을 사용하는 것은 정보탐색 유형이 시간에 따라 변화될 수 있음을 의미한다.

44) J. W. Payne, M. L. Braunstein, and J. S. Carroll, *op. cit.*, p. 36.

45) J. Jacoby. "The Emerging Behavior Technology in Consumer Decision-making Research". In W. D. Perreault, Jr. (Ed), *Advances in Consumer Research*, University of Illinois, 1977, vol. 4, pp. 263-265.

46) J. E. Russo, *op. cit.*, p. 567.

## 2) 會計學的 意味

情報處理過程追跡方法에 대해 최초로 발표한 것이 1960년 Clarkson과 Meltzer가 연구한 財務文獻에서 발견되었다.<sup>47)</sup> 그들은 被驗者의 證券選擇判斷에 관한 흐름도표와 컴퓨터 프로그램을 도출하기 위해 銀行投資 擔當者가 작성한 言語調書を 이용하였으며 投資擔當者는 다음과 같은 決定基準을 이용하였다.

1) 펜실바니아의 조세 被驗者 2) 펜실베니아의 法律 3) 현재의 불확실성 4)成長性 5)收益率 6)豫想收益 7) 과거의 利益 8) 豫想配當金 9) 豫想收益率 10) 과거 株價收益率 11) 확장과 研究開發費

株式選擇課業에 대해 고찰한 그 다음의 情報探索過程研究는 Clarkson과 Meltzer의 연구 후 약 22년만인 1982년에 비로소 이루어졌다. 1982년 Anderson은 證券分析家 4명의 문제해결행태와 個人投資家 3명의 문제해결행태를 비교 연구하였다. 被驗者들은 수정된 設립취지서로 위장된 실제기업에 대한 株式과 經濟와 産業에 관련된 資料를 제공받았다.

그리고 그 企業 株式을 최초로 제공받는데 대한 投資價値가 있는가에 대한 질문을 받는다. Anderson은 다음과 같이 結論을 내렸다.<sup>48)</sup>

「전문가들은 아마추어와는 아주 다르게 정보를 처리한다. 專門家는 또한 아마추어보다 적은 時間을 소비하고 상이한 종류의 資料를 검토한다. 전문가들은 제공된 計量的資料중에서 賣出額, 利益 그리고 負債 項目만을 사용하는 경향이 있다. 그들은 감사보고서와 법률문제에 대해 약간의 관심을 나타냈지만 市場을 고려하여 그 기업의 제품에 대해 깊은 관심을 나타냈었다.」 바로 이러한 점이 本 課業과 內容면에서 볼때 중요한 意思決定時點으로 나타난다.

이에 반해 아마추어는 그 기업에 대해 모든 국면을 면밀하게 조사했다. 결과적으로 그들은 훨씬 많은 시간을 소비하여 정보에 대한 여러 항목을 검토한 항목들에 대하여는 명확한 識別을 보이지 않았다. 전문가들은 아마추어들이 나타난 行態와는 큰 대조를 보여 명확하게 補正的으로 정보를 처리했다. 情報配置는 전문가들보다는 아마추어들에게 더욱 중요한 것으로 나타났으며 아마추어들은 연속적으로 資料를 신청하는 傾向이 있다.<sup>49)</sup>

Anderson은 被驗者의 情報利用이나 評價戰略에 관한 요약자료를 제공하지 않았으며 被驗者들은 완전한 情報集을 제공받지 않았기 때문에 피험자들의 情報選擇行態에 관한 고찰은 생략했다. 그리고 의사결정과정에는 二項選擇(株式은 매혹적 인가? 매혹적이 아닌가?)과 단지 1개 기업만을 포함하였다. Anderson은 주요한 연구결과인 7명의 피험자들 각각의 意思決定戰略을 흐름도표로서 구성하였다.

47) Kercksmar, J., op. cit., 1985, p. 23.

48) Anderson, M. J. "The Investment Decision - An Analysis Using Verbal Protocols". Ph.D. dissertation, Michigan State University, 1982.

49) Ibid., pp. 108-109.

## 第 3章 情報處理過程追跡法에 의한 研究設計

本 章에서는 본 연구와 관련된 設計에 關係 考察해 보기로 한다.

### 第 1節. 設計過程

본래는 완벽한 實驗室 실험을 할 예정이었으나 被驗者들 대부분이 專門投資者 들이기 때문에 시간적인 制約으로 인해 證券會社 投資相談室과 論者의 研究室을 이용하였다.

研究方法는 情報處理過程追跡法중에서 言語調書와 情報版利用法을 並行해서 사용하기로 했지만 豫備調査 결과 녹음기를 사용하여 被驗者의 意思決定過程을 상세히 조사했으나 피험자들이 녹음기때문에 오히려 그들의 사고과정을 충분히 표현하지 못해서 本調査에서는 深層面接調査方法을 이용하였다. 또한 情報版 利用法은 각각의 정보항목에 대하여 각각 정보판을 만들어 피험자들이 필요로 하는 정보판을 사용할 때마다 기록조사하는 것이 원칙이지만 실제로 매수 매도한 기업에 대해 방대한 분량의 情報項目을 피험자들이 이용한다는 것이 현실적으로 적용하기에 많은 어려움이 있으므로 (1) 去來量 (2) 人件費 (3) 産業展望에 대한 전문가의 의견 (4) PRB (5) 負債比率 (6)  $\beta$ 계수 (7) 損益計算書 (8) PER (9) 留保率 (10) KIS신용등급 (11) 金融費用負擔率 (12) 營業報告書 (13) 株價 (14) 지분구조 (15) Cash flow (16) 監査人意見 (17) 利益(收益) (18) 賣出資料 (19) 配當率 (20) 企業展望에 대한 전문가의 의견 (21) 주요제품 販賣狀況 (22) 貸借對照表 (23) 收益·賣出豫想에 관해서만 정보항목이용도를 조사하였다.

### 第 2節. 被驗者 選定

본 연구에서는 제약된 연구 關係상 被驗者에 대한 面接管理時間 및 資料分析의 필요성으로 인해 약 24명 정도로 피험자를 선정하여 진행하기로 사전에 결정했다. 따라서 濟州地域에 있는 럭키증권, 대우증권, 동서증권, 쌍용투자증권 濟州支店의 專門投資者 20명을 대상으로 調査를 실시하였다.

投資意思決定의 質을 改善하는데 도움을 주기위하여 피험자들을 學界 3명, 金融界 4명, 기타 一般投資者가 13명으로 分類하고 증권회사직원들의 자문을 받아 投資經驗이 많고 주식투자에 대한 전문가로서의 일가견이 있으며 비교적 投資收益率이 높다고 인정되는 사람들을 피험자로 선정하였다.

面接調査는 1992년 5월 1일부터 5월 15일까지 2주간에 걸쳐서 실시되었다.

## 第 4章 情報選擇, 處理 및 判斷에 관한 研究結果 分析

### 第 1節 特性과 屬性考察

#### 1. 一般性 및 財務上의 特性

被驗者 集團은 60대가 1명, 40대가 6명, 30대가 13명으로 가장 많고 가장 젊은

〈表 IV-1〉 被驗者의 年齡, 職業, 學歷, 株式投資經歷

투 자 자	연 령	직 업	학 령	주식투자경력
A	32	회사원	대 졸	5년
B	35	사 업	대 졸	6년
C	36	교 수	대학원졸	9년
D	37	회사원	고 졸	5년
E	41	사 업	대 졸	10년
F	40	금융업	고 졸	14년
G	35	사 업	고 졸	7년
H	34	회사원	대 졸	6년
I	39	교 수	대학원졸	13년
J	43	사 업	고 졸	6년
K	34	금융업	고 졸	12년
L	47	교 수	대학원졸	14년
M	38	회사원	고 졸	6년
N	49	사 업	고 졸	8년
O	44	금융업	대학원졸	15년
P	60	농 업	고 졸	5년
Q	33	금융업	대 졸	5년
R	39	자 영	고 졸	11년
S	36	회사원	고 졸	16년
T	32	회사원	대 졸	5년

피험자는 31세이고 가장 나이가 많은 피험자는 60세 였으며 평균나이는 39.2세였다.

피험자들의 40%가 10년 이상의 주식투자경험을 갖고 있으며 25%만이 5년 이하의 경험을 가지고 있었다. 가장 경험이 많은 투자자는 16년, 가장 경험이 적은 투자자는 5년의 주식투자경험을 가졌다. 株式投資經驗의 平均年數는 8.9년 이었다.

피험자 집단의 財務特性과 관련하여 月平均所得은 1,470,000원이었고 피험자 집단의 平均株式投資金額은 129,250,000원이었다. 상세한 자료는 <表 IV-1>과, <表 IV-2>와 같다.

<表 IV-2> 被驗者의 月平均 所得, 株式投資金額

(단위 : 천원)

피험자	월 평균 소득	주식투자금액
A	800	20,000
B	2,000	50,000
C	1,200	10,000
D	2,000	400,000
E	3,000	250,000
F	1,200	400,000
G	1,000	50,000
H	800	50,000
I	1,200	400,000
J	3,500	120,000
K	1,000	200,000
L	2,000	40,000
M	700	100,000
N	2,000	50,000
O	1,500	500,000
P	1,000	10,000
Q	1,000	200,000
R	1,000	50,000
S	1,500	50,000
T	1,000	20,000
총 계	29,400	2,585,000
평균	1,470	129,250

## 2. 株式投資의 慣習, 情報源

資本金 規模別 選好度는 대형주 35%, 중형주 20%, 기업의 자본금 규모와 무관어 25%로 나타났다.

피험자들은 전원이 5%-100%까지의 손절매를 해본 경험이 있으며 매도, 매수 시점 포착이 주식투자시 가장 힘들었던 점으로 나타났다. 대체로 피험자들은 投資資料에 관한 內容을 충분히 熟知하고 있었다. 요컨대 정규적으로 경영이나 주식투자에 관련된 신문은 2종류 이상, 잡지는 1종류 이상을 구독하고 있는 것으로 나타났다.

또한 投資와 관련된 讀書 및 活動을 하는데 평균 1주일에 16.3시간을 투입하는 것으로 나타났다.

현재 保有하고 있는 平均株式種目數는 최고 15種目, 최저 2種目으로 나타났고 最長保有期間은 1년 6개월, 最長保有期間은 1일로 나타났다.

투자자인 피험자 집단의 프로필을 요약하면 <表 IV-3>과 같다.

<표 IV-3> 參加者인 投資者들의 프로필

특 성 및 속 성	평 가
평균나이	32.9세
주식투자경험의 평균년수	8.9년
투자활동에 투여하는 평균시간(1주일)	16.3시간
월평균 소득	1,470,000
주식투자금액	129,250,000

### 第 3節 情報選擇行動

<표 IV-4>는 각 情報項目에 대한 상대수요 순위를 나타내고 있다.

20명의 피험자중 18명이 去來量 情報項目을 이용하여 피험자들이 환금성을 가장 중요시 여긴다고 생각되다. 株式價格에 대한 정보항목을 이용한 피험자는 10명이지만 포오트폴리오 理論에서 매우 중요한 역할을 하는  $\beta$ 계수 정보항목은 불과 1명만이 이용하였다. 이는 피험자들이 株價資料를 검토함으로써  $\beta$ 의 직관적 의미를 도출하여 株價分散에 관한 정보를 이해하는 것이 더 쉽다는 것을 알고 있기 때문이라고 판단된다. 또한 20명의 피험자 중 14명이 産業展望에 관한 專門家の 意見을, 10명이 企業展望에 관한 分析家の 의견을 이용했다. 그러므로 이 결과는 中間情報가 財務情報에 있어서 중요한 역할을 수행한다는 견해와 일치할 보인다. 個別投資者들이 직접 관여할 수 있는 능력을 거의 갖고 있지 않은 많은 복잡한 會計指標에 대해 증권분석가를 통해 자문과 서서비스를 받음으로써 개별투자자들이 충분히 의사결정에 활용할 수 있도록 해야 한다.

〈表 IV-4〉 情報選擇 : 각 項目에 대한 需要

순 위	정보항목의 제목	항목을 위한 피험자수(최대 20명)
1	거래량	18
2	유보율	16
3	산업전망에 관한 전문가의 의견	14
4	PER	14
5	부채비율	13
6	금융비용부담률	13
7	주식가격에 관한 자료	10
8	기업전망에 관한 전문가의 의견	10
9	수익·매출예상	9
10	Cash flow	8
11	이익(수익)	7
12	PBR	5
12	주요제품판매상황	5
14	손익계산서	4
15	배당률	3
15	매출자료	3
17	대차대조표	2
17	지분구조	2
19	감사인 의견	1
19	영업보고서	1
19	KIS신용등급	1
19	$\beta$ 계수	1
23	인건비	0

#### 第 4節 情報處理 行動

주식을 매수·매도할 때 중요한 意思決定 評價要因은 (1) 製品需要 30.4% (2) 株價 28.3% (3) 利益 19.6% (4) 去來量 8.7% (5) 産·經濟 6.5% (6) 國際經濟 4.3% (7) 政府의 證市政策 2.2% 順으로 나타났다.

〈표 IV-5〉 重要意思決定 評價要因

순 위	요 인	피험자수	이용량
1	제품 수요	11	14
2	주 가	10	13
3	이 익	8	9
4	거 래 량	4	4
5	산 업 경 제	2	2
6	정부의 증시정책	1	1

第 5節 株式投資戰略

20명의 피험자들은 그들 나름대로의 독특한 株式投資戰略을 세우고 있으나 共通的으로 많이 이용한 방법은 ① 財務諸表 情報 ② 證市情報 ③ 政治·經濟 흐름 등으로 모든 정보를 종합적으로 分析하여 證市狀況에 따라 종목선정과 매도·매수시점을 파악하고 있는 것으로 나타났다.

〈表 IV-6〉 投資하는데 이상적인 企業(業種, 推薦種目)

피험자	기업(산업)	이유
A	대우통신	주가가 바닥권
B	대한항공	항공산업 호황으로 실적 호전
C	없음	경기불투명(수출부진, 자금사정악화, 내수부진)
D	아남산업	매출증가, 이익증가 예상
E	코오롱	제 2이동통신참여, 환경산업
F	선경	제 2이동통신참여
G	통신제지	실적호전, 저주가, 캐나다필프공장완공으로 원료조달 용이
H	아남산업	반도체 산업호황, 실적호전 예상
I	선경	제 2이동통신 참여
J	대우통신	성장성 높음
K	해태제과	순이익 대폭신장 예상(6월 결산법인)
L	한국강관	OBV 매수시점, 주가탄력성 높음
M	대한항공	항공료 자율화에 따른 실적호전 예상
N	대형주	장세흐름이 低PER중소형주에서 대형주로 이동가능성 높음
P	중앙투금	6월결산법인 순이익 증가율 매우 높을것으로 예상
Q	하나은행	외국인 매수대상 및 실적 호전 예상
R	럭키금성	원자재(칠레동광산) 유전개발
S	금융주	그동안 낙폭이 매우 컸기 때문
T	동양증권	수익호전예상, 향후주도업종

피험자들이 투자하는데 이상적인 企業(業種)과 최근 매수·매도한 기업의 株式과 그 이유를 면접조사하여 정리해 보면 〈表 IV-6〉, 〈表 IV-7〉, 〈表 IV-8〉에 나타나 있는 바와 같다.



<表 IV-7> 최근 매수한 기업의 주식과 그 이유

피험자	기업(주식)명	이유
A	한국컴퓨터	가격, 거래량, 첨단산업주
B	대우통신	거래량
C	동서증권	정부의 증시정책예상, 단기투자목적
D	대우전자	대형주
E	내외반도체	중·소형주 부도설관련 루머 순이익증가율 높음
F	새한전자	자금압박루머 사실무근
G	고려포리머	부도설유포하락 재무구조 건전
H	방림방적	화섬의 원자재 가격 하락 대출, 이익신장 예상
I	유공	제 2이동통신 관련
J	대흥피혁	저주가, 재무구조 양호
K	도투금	주가 연중최저치, 금융산업개편에 따른 증금사전환
L	현대증권	저주가 OBV선의 변화
M	대우공업	저주가
N	대우증권	고속전철참여
O	금성전선	내수산업
P	한전	약세장, 국민주 가격 정부 보상 예상
Q	한신공영	실적 호전
R	한전	주가 연중 최저치
S	선경인더스트리	저 PER
T	한일은행	저주가, 거래량

<表 IV-7> 최근 매수한 기업의 주식과 그 이유

피험자	기업(주식)	이유
A	오리엔트	저 PER주 외국인 매도 예상
B	조광피혁	단기간 급등
C	없음	
D	새한전자	부도설 및 자금압박
E	대신증권	장세흐름 저 PER주로 이동
F	중앙투자금융	25일 이동평균선 무너짐에 따라 10% 손절매
G	금선전선	대형주, 환차손 10% 손절매
H	대형제조업	PER높고 고객예약금 감소추세
I	없음	
J	대우공업	대형주 급락우려 5% 손절매
K	력키	약세장 지속 예상
L	일성신약	교체 매매 목적
M	신한증권	증권업종 물량 과다
N	력키증권	대형주 물량압박 8% 손절매
O	대우공업	대형주
P	신호제지(우)	10% 이익실현
Q	고합상사	10% 단기 이익 실현
R	내외반도체	
S	삼영모방	단기간 급상승
T	새한전자	자금압박설, 부도설
T	한국화약	대형부, 그룹내 알력 다툼

## 第 5章 要約 및 結論

本 論文은 個別株式投資者의 정보선택, 정보처리, 판단행동에 관한 통찰력의 기초를 제공하기 위해 情報處理過程追跡法을 이용하여 경험 많은 專門投資者의 투자의사결정과정을 實證分析한 것으로 投資意思決定의 質의 改善과 會計擔當者와 투자자의 정보처리비용의 감소에 대한 기초적인 자료를 제공 할 수 있다고 사료된다.

또한 정보처리과정추적방법중에서 言語調書와 情報版 利用法을 준용하여 실제기업, 실제정보항목 경험있고 숙련된 전문투자자를 被驗者로 이용함으로써 높은 外的妥當性을 가지게 된다고 판단된다.

정보처리과정추적법에 의한 研究分析結果를 要約하면 다음과 같다.

첫째, 情報處理行動에 있어서 특정 정보항목의 수요에 대해 (1) 去來量 (2) 留保率 (3) 産業展望에 관한 專門家의 의견 (4) PER 順으로 나타났다.

거래량이 1순위로 나타나 그랜빌의 「거래량은 時勢이고 株價는 그 그림자」에 불과하다고 언급했듯이 時勢를 보는데 가장 중요한 去來量의 重要性이 立證되었다.

둘째, 정보처리행동에 있어서 株式을 매도·매수할 때 중요한 의사결정 평가요인은 (1) 製品需要 30.4% (2) 株價 28.3% (3) 利益 19.6%順으로 나타났다.

셋째, 株式投資戰略은 매우 多樣하나 共通點으로는 會計情報, 證券市場 등의 제반 정보를 綜合的으로 分析하여 증시상황에 대한 매수·매도시점을 파악하고 있는 것으로 나타났다.

한편 本 研究에서는 개별주식투자자들의 投資成果와 意思決定規則에 대해서는 研究 測定을 시도하지 못하였다. 그러므로 未來研究에서는 정보선택 및 처리행동과 의사결정 질의 측정과의 관계를 연구함으로써 회계정보 이용자의 주요한 情報欲求에 대해 풍부하고 부가적인 洞察力을 제공하지 않으면 안될 것이다.

## 參 考 文 獻

### 〈國內文獻〉

- 金鐘哲, “個人投資者들의 投資行態에 관한 研究”, 碩士學位論文, 世宗大學校經營大學院, 1988. 2.
- 南相午, 「會計理論」, 日新社, 1982, pp. 804-805.
- 大韓證券學會, 「證券投資與論調查報告書」, 1986, pp. 9-27.
- 呂東吉, 申孝哲, 「證券投資者의 行動分析(II)」, 「經營研究」 제 7집,
- 李寬鎔外 역, 「認知 心理學」, 法文社, 1984.
- 李淑姬, “우리나라 證券市場에서 會計情報의 相對的 重要度 評價에 관한 研究” 博士學位論文, 中央大學校 大學院, 1986년 6월.
- 李輝雄, “證券投資者의 實態에 관한 研究-대구지역을 중심으로-”, 석사학위논문, 계명대학교 무역대학원, 1986. 6.
- 崔惠卿, “우리나라 證券市場에서의 投資者 認識에 관한 實證分析”, 석사학위논문, 이화여자대학교 대학원, 1988. 2
- 한국증권거래소, 「1989년 주식인구 및 매매행태 조사 보고서」, 1990년 5월.
- 한국증권거래소, 「주식인구 및 매매행태 조사 보고서」, 1989년 5월
- 한국증권거래소, 「주식」, 1992. 4월호,

### 〈外國文獻〉

- Ahmed, Belkaoui, Accounting Theory, Harcourt Brace Jovanvich, INC, 1981,
- Anderson, M. J. “The Investment Decision — An Analysis Using Verbal Protocols”.  
PhD dissertation, Michigan State University, 1982.
- Baker, H. K. *Investment Decision Criteria: An Empirical Analysis of Common Stock Investors in Metropolitan Washington, D. C.*, Ph.D dissertstion, University of Maryland, 1972.
- Brunswik, E., “Representative Design and Probabilitic Theory in a Functional Psychology”, Psychological Review (May 1955)
- Eldon, S. Hendriksen, *Accounting Theory 4th edition*, Richard D. Irwin, INC 1982.
- Gooding, A. E. *Investors' Evaluations of Common Stock: Perceptions and Information Processed*. Ph.D dissertation, The Ohio State Univ. 1973.

- H. Montgomery, and O. Svenson, "On Decision Rules and Information Processing Strategies for Choices among Multiattribute Alternatives", *Scandinavian Journal of Psychology*, 1976.
- Henry C. Miller, "Environment Complexity and Financial Report", *The Accounting Review*, Jan. 1972. p. 32.
- Hull, P. R., "An Investigation of the Impact of Environment Disclosure on Stock Investment Decisions: A Behavioral Field Experiment", Ph.D dissertation, Oklahoma University, 1978.
- J. E. Russo, "Eye Fixations Can Save the World: A Critical Evaluation and Comparison between Eye Fixations and Other Information Processing Methodologies". In J. K. Hunt (Ed.), *Advanced in Consumer Research*, Chicago: Association of Consumer Research, University of Illinois, 1978, vol. 5.
- J. Jacoby, "The Emerging Behavior Technology in Consumer Decision-making Research", In W. D. Perreault, Jr. (Ed), *Advances in Consumer Research*, University of Illinois, 1977. vol. 4.
- Keck, J. T. *The Identification of Investment Decision Models for the Individual Investor and Their Dependency on Financial Statement Information*. Ph.D dissertation, Georgia State University, 1977.
- Kercsmar, J., *Individual Investors' Information Choice, Information Processing, and Judgment Behavior: A Process-Tracing Study of the Verbal Protocols Associated with Stock Selection*. Ph.D dissertation, University of Houston, 1985.
- Lawrence S. Revsine, *Replacement Cost Accounting*, Prentice-Hall, Inc., Englewood Cliffs, New Jersey, 1973.
- Lease, R. C., Lewellen, W. G., and Schlarbaum, G. G., *The Individual Investor: Attributes and Attitudes*, *The Journal of Finance* (May 1974).
- Lewellen, W. G., Lease, R. C. and Scharbaum, G. G., *Patterns of Investment Strategy and Behavior among Investors*, *The Journal of Business* (July 1977).
- Libby, R. L. *Accounting and Human Information Processing: Theory and Applications*. Englewood Cliffs, NJ: Prentice Hall, Inc., 1981.
- McGhee, W., Shields, M. D. and Birnberg, J. G. "The Effects of Personality on

- a Subject's Information Processing", *The Accounting Review* (July 1978).
- Nisbett, R. E., and Wilson, T. D., *Telling more Than We Can Know: Verbal Reports on Mental Processes*, Psychological Review (May 1977).
- Ola Svenson, "Process Descriptions of Decision Making", *Organizational Behavior and Human Performance*, 1979.
- Payne, J. W., Brauntein, M. L., and Carroll, J. "Exploring Predecision Behavior: An Alternative Approach to Decision Research", *Organizational Behavior and Human Performance* (February 1978).
- Rorert Libby & Barry L. Lewis, "Human Information Processing in Accounting: The State of Art in 1982", *Accounting Organizations and Society*, Vol. 7, No. 3, 1982.
- Rorert Libby & Barry L. Lewis, "Human Information Processing in Accounting: The State of Art", *Accounting Organizations and Society*, Vol. 2, No. 3, 1977. 245-268.
- 平松一夫, 「外部情報會計」, 中央經濟社, 1982, pp. 194-195.