

국내 증권형 크라우드펀딩 투자자의 손실보전기대가 참여의도 및 무리행동에 미치는 영향: 조절효과분석을 중심으로

황낙진*

호서대학교 벤처대학원 박사과정

이소영**

호서대학교 벤처대학원 교수

국 문 요 약

최근 계획된 행동이론을 바탕으로 국내 증권형 크라우드펀딩 투자자의 참여의도와 무리행동에 관한 연구를 수행하였다. 연구 결과 계획된 행동이론의 주요변인 중 태도와 주관적 규범은 증권형 크라우드펀딩 투자자의 참여의도에 정(+)의 영향을 미치는 것으로 확인되었다. 그리고 간접효과 분석 결과 참여의도는 태도, 주관적 규범과 무리행동 사이에서 매개적 역할을 하는 것으로 확인되었다. 그러나 계획된 행동이론에서 행동의도의 주요 변인으로 제시된 지각된 행동통제는 참여의도에 미치는 영향이 통계적으로 비유의적인 것으로 나타났다. 대신 무리행동에는 직접적으로 정(+)의 영향을 미치는 것으로 확인되었다. 한편 국내 증권형 크라우드펀딩 투자자는 실제 투자행동을 할 때 플랫폼에서 제공되는 펀딩 진행정보를 일종의 신호로 보고 다수의 다른 투자자를 모방하여 무리행동을 한다는 것을 실증적으로 확인하였다.

본 연구는 종전 연구의 후속연구로서 국내 증권형 크라우드펀딩 투자자의 손실보전기대가 참여의도 및 무리행동에 조절적 역할을 하는지 여부를 연구해 보고자 한다. 손실보전기대는 증권형 크라우드펀딩 투자로 인해 투자자가 받게 되는 각종 혜택이나 투자조건에 따라 크라우드펀딩 투자로 인한 손실 일부 또는 전부를 보전하거나 손실 발생 가능성을 낮출 수 있다고 믿는 정도를 말한다.

본 연구를 통해 국내 증권형 크라우드펀딩 투자와 관련한 각종 혜택 및 투자조건 등이 투자자의 손실보전기대를 유발하여 투자자의 참여의도와 무리행동에 조절적 영향을 미치는지 여부를 실증적으로 확인함으로써 향후 크라우드펀딩 관계 당사자들의 동 제도 활성화 및 투자자 보호를 위한 각종 정책 및 사업계획 수립 등에 유의미한 결과로 활용될 수 있을 것이다.

핵심주제어: 증권형 크라우드펀딩, 참여의도, 무리행동, 손실보전기대, 손실회피성향

1. 서론

국내 증권형 크라우드펀딩 제도는 2016년 1월 25일 자본시장과 금융투자업에 관한 법률(이하 자본시장법) 개정을 통해 처음으로 시행된 이후 지난 4년간 585개의 기업이 총 1,128억원을 조달하는 등 창업·벤처기업의 새로운 자금조달 수단으로 자리매김한 것으로 나타나고 있다(금융위원회 보도자료, 2020). 매년 증권형 크라우드펀딩 성공 건수 및 조달금액이 꾸준한 성장세를 보이고 있어 이제는 제도의 도입기(Phase1)에서 도약기(Phase2)로 이행하기 위한 전략이 필요한 것으로 평가되고 있다. 최근 금융위원회는 기

업, 중개기관, 투자자 등과 함께 크라우드펀딩 제도의 지속 발전을 위한 간담회를 개최하는 등 크라우드펀딩 제도 도입을 위한 각종 제도개선 방안 마련에 박차를 가하고 있다.

국내 증권형 크라우드펀딩 시장의 주요 참여자는 발행기업, 투자자, 크라우드펀딩 플랫폼을 운영하는 온라인소액투자중개업자가 있다. 그리고 원활한 시장 작동과 투자자 보호를 위해 발행인의 연간 총 발행한도, 투자자의 연간 투자한도, 그 외 펀딩 관련 정보 등을 관리하는 중앙기록관리기관(예탁결제원에서 담당)을 두고 있는데 이는 해외에는 없는 우리나라 증권형 크라우드펀딩 제도의 특징 중의 하나이다.

* 주저자, 호서대학교 벤처대학원 정보경영학과 박사과정, njhwang01@gmail.com

** 교신저자, 호서대학교 벤처대학원 정보경영학과 교수, claire@hoseo.edu

· 이 논문은 벤처창업연구 2020년 4월호에 발표된 논문의 후속연구로 기존 논문 내용 일부를 포함하고 있음.

본 연구의 주요 대상인 투자자와 관련한 사항을 살펴보면, 자본시장법 제117조의10(증권 모집의 특례) 및 동법 시행령 제118조의17(투자자의 투자한도 등 투자자 보호 및 행위 제한 등)에 의하면 투자자들이 과도한 금액을 투자하여 손실이 커지는 것을 방지하기 위하여 전문성, 위험감수 능력 등을 감안하여 투자자 유형을 일반투자자, 적격투자자, 전문투자자 등으로 구분하여 유형별 투자한도에 차등을 두고 있다.

과거의 크라우드펀딩에 관한 연구는 주로 기부-후원형에 관한 분석이 주를 이루었으며 증권형 크라우드펀딩에 관한 연구는 비교적 최근에서야 진행되고 있다. 연구 방향은 크게 법률, 제도 도입과 관련한 분야, 크라우드펀딩 참여 동기에 관한 연구, 그리고 펀딩 성공요인들에 대한 연구가 주를 이루고 있다. 펀딩 성공요인은 사후에 펀딩 성공기업들을 분석하여 나온 연구 결과라는 점을 고려하면 실제 투자자가 펀딩에 참여하는 시점에서의 구체적인 참여동기나 행동에 대한 연구가 필요해 보인다.

황낙진·이소영(2020)은 최근 수행된 연구에서 증권형 크라우드펀딩 실제 투자경험자와 잠재 투자자들을 대상으로 인간의 행동예측에 폭넓게 적용되고 있는 계획된 행동이론을 바탕으로 하여 주요 변인인 태도, 주관적 규범, 지각된 행동통제가 투자자의 참여의도에 미치는 영향력을 분석하고, 참여의도와 지각된 행동통제가 투자자의 무리행동에 영향을 미치는지 여부를 확인하였다. 그리고 무리행동이 실제로 일어날 때 투자자의 참여의도가 태도, 주관적 규범과의 사이에서 매개적 역할을 하는지 간접효과 분석을 통해 확인하였으며, 아울러 크라우드펀딩 투자자들이 홈페이지를 통하여 투자자에게 수시로 제공되는 각종 투자 진행정보를 관찰하여 다수의 다른 투자자들의 투자행동을 모방하는 무리행동을 하는지를 확인하였다.

본 연구는 기존 연구의 후속연구로서 투자자의 손실보전 기대가 증권형 크라우드펀딩 투자자의 참여의도와 무리행동에 조절적 영향을 미치는지에 대해 분석하고자 한다. 이를 통해 증권형 크라우드펀딩 제도 활성화 및 투자자 보호를 위한 감독기관의 정책 수립, 크라우드펀딩 플랫폼 사업자의 향후 사업계획 및 활성화 방안 수립 등에 유의미한 연구결과로 활용될 수 있을 것이다.

II. 연구 배경

2.1 증권형 크라우드펀딩

2016.1.25. 본격적으로 시행된 증권형 크라우드펀딩은 발

행되는 증권의 종류에 따라 주식형과 채권형으로 크게 나누어 볼 수 있다. 주식형은 보통주, 우선주, 전환우선주, 상환우선주, 상환전환우선주 등이 있는데 만기는 정함이 없으며 주주로서 배당금을 받을 수 있다. 사채형은 회사채, 전환사채, 신주인수권부사채, 교환사채, 이익참가부사채 등이 있는데 만기가 정해져 있으며 사채이자율에 따라 이자를 받는다. 발행기업 입장에서 증권형 크라우드펀딩의 긍정적인 역할을 살펴보면 증권형 크라우드펀딩은 창업벤처기업들이 창업 초기에 겪는 자금조달 공백을 메워 주는 역할을 한다. 그리고 투자자 입장에서는 비상장 중소기업 및 예술문화사업에 대한 투자 접근성이 전에 비해 높아졌고, 전문투자자가 아니면 하기 어려웠던 비상장주식, 전환사채, 교환사채, 상환전환우선주 등 다양한 투자상품을 비교적 쉽게 투자할 수 있게 된 점이다(정주영·민중후, 2019).

투자 대상기업이 주로 초기 창업기업인 증권형 크라우드펀딩은 모험자본의 일종으로 초고위험적 성격이 강한 투자상품이다. 특히 신생기업의 낮은 생존율과 비교적 장기간 투자금 회수기간을 감안하면 더욱 그렇다.

한편 채권형은 채권의 만기 상환일에 상환을 받거나 주식전환권이 있는 경우 조건에 따라 주식으로 전환할 수도 있는데 통상 채권기간은 3~5년 정도로 운용되고 있다. 이러한 점을 감안하여 투자자 보호를 위해 자본시장법 제117조의10(증권 모집의 특례) 및 동법 시행령 제118조의17(투자자의 투자한도 등 투자자 보호 및 행위 제한 등)에 따라 투자자 등급에 따른 투자한도와 전매제한기간 등을 운용하고 있지만 후견적 보호의 수준에 머무르고 있다는 연구 결과도 있다(신현탁, 2017). 한편 동 조항에 따라 일반투자자는 1년간 기업당 개별투자한도 5백만원, 총투자한도 1천만원 범위 내에서 투자할 수 있다. 이에 따라 일반투자자들이 스스로 손실을 감내할 수 있는 정도의 소액투자를 할 경우 투자자 마음속에는 다른 투자자들의 행동을 관찰하여 의사결정을 내리는 정보 캐스캐이드 현상과 이로 인한 무리행동 의도가 상존하고 있는 것으로 보여진다.

2.2 계획된 행동이론

2.2.1 합리적 행동이론

기존의 합리적 행동이론(Theory of Reasoned Action)에서는 행동의도(behavioral intention: BI)가 행동을 예측하기 위한 가장 좋은 예측변인이며 이러한 행동의도는 개인이 특정 행동(behavior: B)을 실행하는 것에 관해 갖는 태도(attitude toward the act: Aact)와, 개인이 특정 행동을 실행하는 것을 다른 사람들이 어떻게 지각할 것인가에 관해 개인이 갖는 주관적 규범(subjective norm: SN)에 의해 결정

된다고 가정한다(Ajzen & Fishbein, 1980; Fishbein & Ajzen, 1975). 즉 합리적 행동이론에서는 행동을 예측하기 위한 직접적인 유일한 선행요인으로 행동의도를 가정하고 있다. 합리적 행동이론은 여러 가지의 사회적 행동을 설명하는데 널리 이용되어 왔으나 연구대상으로 삼는 행동이 의지적이며 자발적인 행동을 예측하는데 국한한다는(Ajzen & Fishbein, 1980) 한계가 드러남에 따라 완전한 의지적 통제 하에 있지 않은 행동을 예측하기 위해서는 추가로 다른 개념이 요구되었다. 이에 따라 합리적 행동이론에 ‘지각된 행동통제(perceived behavioral control)’라는 개념을 추가한 것이 바로 계획된 행동이론(Theory of Planned Behavior; Ajzen, 1991, 1985)이다.

2.2.2 계획된 행동이론

계획된 행동이론은 인간의 행동예측에 있어 폭넓게 적용되고 있는 이론이라고 할 수 있다. 계획된 행동이론은 기존의 합리적 행동이론의 주요 변인인 행동에 대한 태도, 주관적 규범과 함께 행동통제의 개념을 추가한 지각된 행동통제가 행동의도를 매개로 행동에 영향을 준다고 가정하고 있다. 아울러 지각된 행동통제는 행동의도를 통해 간접적으로 영향을 미치기도 하지만 직접적으로 행동에 영향을 미친다고 가정하고 있다.

행동에 대한 태도는 ‘개인이 어떤 행동을 하는 것에 대하여 갖고 있는 호의적 혹은 비호의적 평가의 정도’를 의미하며(Ajzen & Madden, 1986; Ajzen, 1985), 주관적 규범은 의도를 형성하는 중요한 역할을 하는 사회적 요인(Bayer & Peay, 1997; Ajzen, 1991)으로 ‘어떤 행동을 해야 할지 말아야 할지에 대하여 개인이 지각한 사회적 압력’을 의미한다(Ajzen, 1985). 즉, 개인의 행동은 행동에 대한 개인의 평가뿐 아니라 타인의 평가에 의해서도 영향을 받는다고 보는 것이다. 지각된 행동통제는 ‘특정 행동을 실행하는 것이 어느 정도 쉽고 어려운가에 대한 개인의 지각’으로 정의되는데, 개인이 특정한 행동을 수행하는 것을 쉽다고 지각하는지, 어렵다고 지각하는지를 의미하는 것으로 계획된 행동이론에서는 상황과 행동에 따라 변할 수 있어 일반적 특성이 아닌 특정 상황에서만 행동을 쉽게 수행할 수 있다고 보는 지각으로 간주하고 있다(조영아, 2017). 계획된 행동이론에서는 지각된 행동통제는 행동의도와 행동에 직접적인 영향을 미친다고 가정한다. 특히 행동이 자원, 기회 및 기술들을 필요로 하는 경우, 지각된 행동통제는 행동의도와 행동에 미치는 영향력이 크다고 가정된다(이민규·한덕웅, 2001). 만일 이러한 행동통제에 대한 지각이 막연할 경우, 행동통제는 행동의도보다는 행동에 직접적인 영향을 줄 가능성이 커질 수 있다(Madden et al.

1992). 끝으로 행동의도는 계획된 행동이론에서 각 요인들을 매개하는 중요한 요인이라고 할 수 있다. 행동의도는 ‘특정한 행동을 수행하고자 하는 주관적 가능성’을 의미하는데(Fishbein & Ajzen, 1975) 어떤 행동을 얼마나 많은 노력을 하려고 하는지, 또는 얼마나 자발적으로 하려는 지에 대한 개인의 의사를 의미한다(Ajzen, 1991). 계획된 행동이론에 따르면 어떤 행동을 수행하기 위한 의도는 노력을 발휘하려는 개인의 의지와 동기 수준을 반영하기 때문에 특정 행동 수행의 가장 핵심적인 결정요인으로 작용한다(조영아, 2017).

계획된 행동이론에 따르면, 행동에 대한 태도가 우호적일수록, 사회적 규범이 높을수록, 그리고 지각된 행동통제가 클수록 행동을 수행하기 위한 의도는 커지며, 행동을 수행하고자 하는 의도가 높아지면 행동으로 이어질 가능성도 높아진다고 전제한다(Boudewyns, 2013).

황낙진·이소영(2020)은 최근 수행된 연구에서 계획된 행동이론의 주요 변수인 태도, 주관적 규범은 증권형 크라우드펀딩 투자자의 참여의도에 정(+)의 영향을 미치나 지각된 행동통제는 참여의도에 미치는 영향이 비유의적임을 확인하였다. 반면에 지각된 행동통제는 참여의도와 함께 투자자의 무리행동에 직접적인 정(+)의 영향을 미치는 것을 실증적으로 확인하였다.

2.3 무리행동

2.3.1 정보 캐스케이드와 무리행동

정보 캐스케이드는 ‘정보가 부족하거나 의사결정의 불확실성이 높을 경우 타인의 의사결정과 행동을 의사결정의 중요한 정보(단서)로 인식하고 타인의 행동을 모방하는 것’을 말한다(Klepper, 2002; Banerjee, 1992; Bikhchandani et al., 1992). 정보 캐스케이드는 다음의 두 가지 상황에서 발생한다. 첫째, 개인이 스스로의 내적 정보에 확신을 갖지 못하고 다른 행위자들의 행동을 모방하는 것이 최선의 방법이라고 생각할 때 발생한다(김용균 외, 2005; 김진화 외, 2010). 이 경우 불확실한 정보로부터 벗어나 확신을 얻고 싶은 개인은 다수 대중의 행동에 보다 의존하게 된다(강성민·김태준, 2007). 둘째, 개인의 의견이 타인과 일치하지 않는 경우에도 결국 다수 대중을 따르게 되기도 한다. 이는 현존하는 집합적 외적 정보의 양이 절대적이거나 지배적이어서 개인이 가진 내적 정보로는 다수의 의사결정에 반하기 힘들기 때문이다(김진화 외, 2010). 특히 증권형 크라우드펀딩의 경우 단순히 지원하는 후원·보상형 크라우드펀딩과는 다르게 투자를 통한 이윤 창출을 목적으로 투자를 진행하기 때문에 발행기업이 제공하는 정보가 필요하

며, 플랫폼에서 제공되는 발행기업에 대한 여러 정보에 의해 자신의 투자사를 결정해야 하는 상황에 처하게 된다.

플랫폼에서 제공되는 정보는 크게 두 가지로 나누어 볼 수 있다. 첫째, 자본시장법 제117조의10(증권모집의 특례)2항에 따라 투자자 보호를 위해 온라인소액증권발행인(발행기업)이 반드시 온라인소액투자중개업자(플랫폼) 홈페이지에 게재하여야 하는 정보가 있다. 증권발행조건과 재무상태, 사업계획서 및 그 밖에 대통령령으로 정하는 사항 등이 여기에 속한다. 둘째, 온라인소액투자중개업자(플랫폼)가 발행기업과 투자자를 위해 자율적으로 게시하는 펀딩 진행과 관련된 정보가 있다. 각 플랫폼 별로 약간의 차이는 있으나 대체적으로 목표금액, 현재 모집금액, 목표 대비 달성률, 청약기간 또는 마감까지 남은 기간, 투자자 수, 투자금액 등이 포함되어 있다. 일반적으로 플랫폼 홈페이지에서 제공되고 있는 정보를 요약하면 <표 1>과 같다.

<표 1> 플랫폼에서 제공되는 정보표

| Items | Mandatory List (Under the Capital Markets Act) | Platform-Provided Funding Information | Remark |
|-------|---|---|---|
| 주요항목 | <ul style="list-style-type: none"> - 증권 발행조건 - 재무상태 - 사업계획서 - 기타 대통령령으로 정한 사항 | <ul style="list-style-type: none"> - 목표금액 - 현재 모집금액 - 목표대비달성률 - 청약/남은 기간 - 투자자 수 - 투자금액 | <ul style="list-style-type: none"> - 투자자 등급별 |

그러나 자본시장법에 따라 발행기업이 홈페이지를 통해 제공하는 정보에는 한계가 있어 발행기업과 투자자들 간에는 정보 비대칭이 존재하게 된다. 이러한 정보 비대칭을 해소하기 위한 방법으로 펀딩 진행정보를 참고하여 정보 캐스캐이드가 발생할 수 있는데, 이러한 정보 캐스캐이드로 인해 다른 사람의 행동에 대한 정보를 활용하게 되는 무리행동이 생긴다(Banerjee, 1992; Bikhchandani et al. 1992; Welch, 1992).

무리행동(Herd Behavior)은 ‘타인의 행동을 보고 다른 사람들이 자신보다 더 나은 정보를 갖고 있다고 믿어 모방하는 행동’으로 정의할 수 있다(Bonabeau, 2004). 일반적으로 무리행동에 관한 연구는 (행동)경제학과 사회, 심리학 분야에서 각자의 관점으로 양극화되어 다루어졌다(이운선, 2016). 무리행동은 개별 행위자들이 다수의 다른 행위자들의 행위를 모방함으로써 많은 사람들이 동일한 행동을 할 때 발생한다(Huang & Chen, 2006). Bikhchandani et al.(1992)에 따르면 경제학적 측면에서 무리행동의 원인을 설명하는 가장 일반적인 이론은 정보 캐스캐이드

(Information Cascade) 이론이다.

Bikhchandani & Sharma(2001)는 무리행동이 합리적이거나 비합리적인 투자자 행동의 형태라고 하였다. 합리적인 무리행동은 다른 사람의 행동에 대한 정보를 활용하는 과정에서 발생한다. Simon(1982)의 제한된 합리성 이론에서 보듯이, 인간의 모든 의사결정은 완벽히 합리적일 수 없고, 특히 정보과다나 정보 불확실 상태에 놓이게 되면 타인을 따라가는 효율적 의사결정을 선호하게 되기 때문이다.

황낙진이소영(2020)은 최근 수행된 연구에서 국내 증권형 크라우드펀딩 투자자는 실제 투자행동을 할 때 플랫폼에서 제공되는 펀딩 진행정보를 일종의 신호로 보고 다수의 다른 투자자를 모방하여 무리행동을 한다는 것을 실증적으로 확인하였다.

2.4. 손실보전기대

투자 대상기업이 주로 초기 창업기업인 증권형 크라우드펀딩은 모험자본의 일종으로 초고위험적 성격이 강한 투자상품이다. 따라서 증권형 크라우드펀딩 투자자는 이익 또는 손실 상황에 지속적으로 노출되어 있다.

Tversky & Kahneman(1979)은 불확실성하에서의 의사결정 이론으로서 기대효용이론의 대안으로 프로스펙트 이론을 통해 가치함수를 제시하였다. 가치함수는 기대효용이론의 효용함수에 해당하는 것으로 경제학에서의 가치의 개념을 확장하여 실질적 가치와 심리적 가치를 구분하였으며, 준거점 의존성, 민감도 체감성, 손실회피성 등 세 가지 특성을 갖는다. 프로스펙트 이론의 핵심개념인 손실회피성향은 이익에서 얻는 심리적 만족 또는 효용보다 동일한 금액의 손실에서 오는 심리적 고통이 더 크다는 것으로, 투자자는 투자이익보다 투자손실에 한층 민감한 손실회피성향을 보이게 된다. 소비자들이 손실에서 느끼는 고통이 이익에서 느끼는 기쁨보다 약 2.5배 정도 크다는 연구결과가 있다(Tversky & Kahneman, 1992). 따라서 투자자가 크라우드펀딩 투자로 인해 발생하게 될 장래의 투자손실 일부 또는 전부를 보전할 수 있다고 믿거나 손실 발생 가능성을 낮출 수 있다고 기대한다면, 투자자의 손실 인식 준거점이 달라지게 되고 심리적 고통이 큰 폭으로 감소할 수 있을 것이다. 이로 인해 증권형 크라우드펀딩 투자자의 손실보전기대는 투자자의 참여의도와 무리행동에 조절적 영향을 미치게 될 것이다.

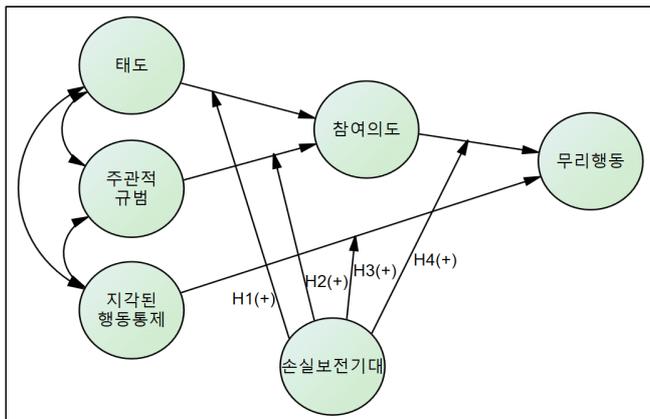
본 연구에서 손실보전기대는 ‘증권형 크라우드펀딩 투자자가 향후 발생할 투자손실 일부 또는 전부를 투자에 따른 다른 혜택으로 보전하거나, 투자조건에 따른 각종 옵션

의 실행 또는 포기로 손실 발생 가능성을 낮출 수 있다고 믿는 정도'로 정의하고자 한다. 본 연구를 통해 손실보전기대가 증권형 크라우드펀딩 투자자의 참여의도와 무리행동에 조절적 역할을 하는지 여부를 분석해 보고자 한다.

III. 연구방법

3.1. 가설설정 및 연구모형

황낙진·이소영(2020)은 최근 수행된 연구에서 계획된 행동이론의 주요 변수인 태도, 주관적 규범은 증권형 크라우드펀딩 투자자의 참여의도에 정(+)의 영향을 미치나 지각된 행동통제는 참여의도에 미치는 영향이 비유의적임을 확인하였다. 반면에 지각된 행동통제는 참여의도와 함께 투자자의 무리행동에 직접적인 정(+)의 영향을 미치는 것을 실증적으로 확인하였다. 본 연구는 국내 증권형 크라우드펀딩 투자자의 참여의도와 무리행동에 관한 황낙진·이소영(2020)의 최근 연구에 대한 후속연구로 계획된 행동이론 모델을 바탕으로 증권형 크라우드펀딩 투자자의 손실보전기대가 참여의도 및 무리행동에 미치는 조절효과를 확인하기 위해 <그림 1>과 같이 연구모형을 구성하였다.



<그림 1> 증권형 크라우드펀딩 조절효과 모델: 개념적 모델

본 연구의 가설은 다음과 같다.

가설1(H1): 손실보전기대는 태도가 참여의도에 미치는 정(+)의 영향관계에서 조절적 역할을 할 것이다.

가설2(H2): 손실보전기대는 주관적 규범이 참여의도에 미치는 정(+)의 영향관계에서 조절적 역할을 할 것이다.

가설3(H3): 손실보전기대는 지각된 행동통제가 무리행동에 미치는 정(+)의 영향관계에서 조절적 역할을 할 것이다.

가설4(H4): 손실보전기대는 참여의도가 무리행동에 미치는 정(+)의 영향관계에서 조절적 역할을 할 것이다.

3.2. 연구대상 및 연구방법

본 연구의 표본은 증권형 크라우드펀딩에 투자한 경험이 있거나 관심이 있는 잠재 투자자 등으로 2019년 11월 14일부터 12월 31일까지 온라인 설문으로 진행하였다. 조절변수가 연속변수(메트릭변수)이므로 독립변수 및 조절변수 평균에 대해 제약을 하지 않는 Marsh 등의 두 번째 방법에 따라 상호작용효과분석을 통해 조절효과를 분석하고자 한다. 자료분석은 SPSS 22.0 및 Amos 22.0 통계 패키지를 이용하여 분석할 예정이다.

참고문헌

강성만·김태준(2007). 온라인 쇼핑물 기반의 전자상거래에서 외적 정보가 구매 의사결정 과정에 미치는 영향에 대한 실증적 연구. *한국데이터베이스학회*, 14(4), 97-120.

금융위원회(2020). *증권형 크라우드펀딩 발전방안 보도자료*. Retrieved 2020.06.16. from http://www.fsc.go.kr/info/ntc_news_view.jsp?bbsid=BB S0030&page=1&sch1=&sword=&r_url=&menu=72101 00&no=33973

김용균·양광만·임병하(2005). 정보 캐스케이드와 개인특성이 블로그 의도에 미치는 영향. *경영정보학 연구*, 15(4), 89-107.

김진화·배재관·전한철(2010). 오프라인 구전과 온라인 리뷰간의 정보 캐스케이드 영향 분석. *한국전자거래학회지*, 15(1), 39-60.

이민규·한덕웅(2001). 섭취억제, 사전음식섭취 및 공적자기주의에 따른 음식섭취 행동. *한국심리학회지: 건강*, 6(1), 209-233.

이윤선(2016). *미취학 자녀를 둔 여성 소비자들의 무리 행동에 관한 연구*. 박사학위논문, 이화여자대학교 대학원.

정주영·민중후(2019). 국내 증권형 크라우드펀딩 전개과정과 특성에 관한 연구: 2016년 이후 현황 및 제도 개선 과정을 중심으로. *경영사연구*, 34(3), 77-98.

조영아(2017). 계획행동이론을 적용한 성인 근로자의 경력관리 행동 발현과정. *진로교육연구*, 30(1), 224-242.

황낙진·이소영(2020). 국내 증권형 크라우드펀딩 투자자의 참여의도와 무리행동에 관한 연구: 계획된 행동이론을 중심으로. *벤처창업연구*, 15(2), 1-18.

- Ajzen, I.(1985). From intentions to actions: A theory of planned behavior. In Kuhl, J. & Beckmann, J. (Eds.). *Actioncontrol: From cognition to behavior*, 11-39, Heidelberg: Springer.
- Ajzen, I.(1991). The theory of planned behavior. *Organizational behavior and human decision processes*, 50(2), 179-211.
- Ajzen, I., & Fishbein, M.(1980). *Understanding attitudes and predicting social behavior*. Engle-wood-Cliffs, N.J.: Prentice-Hall.
- Ajzen, I., & Madden, T. J.(1986). Prediction of goal-directed behavior: Attitudes, intentions, and perceived behavioral control. *Journal of experimental social psychology*, 22(5), 453-474.
- Banerjee, A. V.(1992). A Simple Model of Herd Behavior. *The Quarterly Journal of Economics*, 107(3), 797-817.
- Bayer, J. K., & Peay, M. Y.(1997). Predicting intentions to seek help from professional mental health services. *Australian and New Zealand Journal of Psychiatry*, 31(4), 504-513.
- Bikhchandani, S., Hirshleifer, D., & Welch, I.(1992). A Theory of Fads, Fashion, Custom, and Cultural Change as Informational Cascades. *Journal of Political Economy*, 100(5), 992-1026.
- Bikhchandani, S., & Sharma S.(2001). Herd behavior in financial markets. *IMF Staff papers*, 47(3), 279-310.
- Bonabeau, E.(2004). The perils of the imitation age. *Harvard business review*, 82(6), 45-54, 135.
- Boudewyns, V.(2013). *A meta-analytical test of perceived behavioral control interactions in the theory of planned behavior*. Doctoral dissertation, Graduate School of the University of Maryland.
- Fishbein, M., & Ajzen, I.(1975). *Belief, attitude, intention, and behavior: an introduction to theory and research*. Reading, Mass., Addison-Wesley.
- Huang, J. H., & Chen Y. F.(2006). Herding in online product choice. *Psychology & Marketing*, 23(5), 413-428.
- Klepper, R.(2002). Informational Cascades and New Technology Acquisition in IT. *DIGIT 2002 Proceedings*, 1.
- Madden, T. J., Ellen, P. S., & Ajzen, I.(1992). A comparison of the theory of planned behavior and the theory of reasoned action. *Personality and social psychology Bulletin*, 18(1), 3-9.
- Simon, H. A.(1982). Models of bounded rationality. vol. 2, Behavioral economics and business organization, MIT Press.
- Tversky, A., & Kahneman, D.(1979). Prospect theory: An analysis of decision under risk. *Econometrica*, 47(2), 263-291.
- Tversky, A., & Kahneman, D.(1992). Advances in prospect theory: Cumulative representation of uncertainty. *Journal of Risk and uncertainty*, 5(4), 297-323.
- Welch, I.(1992). Sequential sales, learning, and cascades. *The Journal of finance*, 47(2), 695-732.