

# 부동산 개발 및 공급 기업의 손익과 경영진의 위험 선호도

김병일<sup>1</sup> · 김원태<sup>2</sup> · 정도범<sup>3\*</sup>

<sup>1</sup>안동대학교 토목공학과 부교수 · <sup>2</sup>제이와이건설(주) 대표이사 · <sup>3</sup>한국과학기술정보연구원 책임연구원

## Prospect Theory and Risk Preferences of Real Estate Development Companies

Kim, Byungil<sup>1</sup>, Kim, Won Tae<sup>2</sup>, Chung, Do-Bum<sup>3\*</sup>

<sup>1</sup>Associate Professor, Department of Civil Engineering, Andong National University

<sup>2</sup>Chief Executive Officer, JY Construction Co., Ltd.

<sup>3</sup>Principal Researcher, Department of Policy Research, Korea Institute of Science and Technology Information

**Abstract :** Companies make decisions with risks such as choosing an investment plan in order to pursue profits. This study explained the decision making of the management of construction companies in South Korea using the tendency to avoid losses in the Prospect Theory. To this end, 20-year financial data of 2,881 companies engaged in real estate development, which have to bear the greatest risk among the construction industry, were collected. The collected companies were roughly classified based on the reference point, and the causal relationship between average return on equity and risk preference by group was empirically analyzed through regression analysis. As a result, it was confirmed that if the average return on equity of a company decreases for the group above the reference point, it tends to select an investment plan with low uncertainty in order not to lose additional money. In addition, it was confirmed that if the average return on equity of a company decreases for the group below the reference point, it tends to select an investment plan with high uncertainty to move to the profit area. This result is exactly consistent with the loss aversion tendency of the Prospect Theory.

**Keywords :** Decision Making, Prospect Theory, Loss Aversion, Risk Preference, Return on Equity

## 1. 서론

### 1.1 연구 배경

기업은 이윤을 추구하는 과정에서 투자안의 선택과 같은 위험이 따르는 의사를 결정해야 한다. 효율적 시장에서 이윤은 위험에 대한 보상의 성격을 띠므로 기대하는 이윤이 클수록 부담해야 하는 위험도 커진다. 위험한 결정이 반드시 고수익을 보장한다면 그것은 위험하다고 볼 수 없으므로 고수익의 가능성은 고손실의 가능성과 상존한다. 위험을 회피하고 싶으면 이윤의 기대치도 낮추어야 한다. 기업 경영진은 현시점에서 제한적인 정보를 토대로 미래에 현실화될지 모르는 위험과 그 손익을 추정해야 하므로 의사 사결정은 필

연적으로 불확실성을 내포하게 된다.

위험이 따르는 의사 결정은 프로스펙트 이론(Prospect Theory)을 통하여 설명할 수 있다 (Kahneman & Tversky, 1979). 이 이론은 행동경제학(behavioral economics)의 한 분과로서 손실 회피(loss aversion)라는 개념을 이용하여 의사 결정을 설명한다 (Hyun et al., 2014). 일반적으로 인간은 위험을 기회보다 더 절박하게 받아들여므로 손실을 이익보다 더 크게 받아들인다. 여기서 손익을 결정하는 기준은 상대적인 개념인 준거점(reference point)에 근거한다. 예를 들어, 손익계산서상의 당기순이익이 양수라고 할지라도 동종 업계 평균(즉, 준거점)보다 그 값이 작다면 이 기업은 손해를 보았다고 자평할 수 있고, 차기에는 이익을 키우기 위하여 더 위험한 투자안을 선택할 수 있다. 2007~2008년 세계 금융 위기(global financial crisis) 기간에 당기순이익이 음수라고 경쟁 기업 대부분이 큰 손실을 보았다면 이 기업은 선방했다고 자평할 수 있다.

기업 경영진의 손실 회피 경향은 합리적인 의사결정을 방해할 수 있다. 특히 손실이 누적되어 준거점에서 아래쪽으로

\* **Corresponding author:** Chung, Do-Bum, Korea Institute of Science and Technology Information, 245 Daehak-ro, Yuseong-gu, Daejeon 34141, Republic of Korea

**E-mail:** dbchung@kistire.kr

**Received** October 23, 2021: **revised** -

**accepted** December 27, 2021

떨어진 기업일수록 위험이 큰 선택을 하게 되는 것이 그 예이다. 희망한 대로 큰 이익을 볼 수도 있지만 큰 손실을 보게 되면 다시는 영업활동을 할 수 없게 될지도 모른다. 따라서 건설기업 경영진의 의사결정에서도 손실 회피 경향이 나타난다는 사실을 확인하는 것은 합리적인 의사결정의 시발점이 될 수 있고 기업의 지속성을 보장하는 데 일조할 수 있을 것이다.

## 1.2 연구 목적

본 연구는 손실 회피 경향이 우리나라 건설기업 경영진의 의사결정에서도 나타나는지 확인하고 이를 프로스펙트 이론을 통하여 설명하고자 한다. 이를 위하여 건설업 중에서 가장 큰 위험을 부담해야 하는 부동산 개발 및 공급업 종사 기업에서 손실 회피 경향이 통용되는지 재무 데이터를 이용하여 확인한다. 구체적으로 말하면 준거점을 기준으로 동종 기업을 대별하고 회귀분석을 통하여 기업별 평균 수익률과 위험도 선택 선호도의 인과 관계를 실증적으로 분석한다.

본 연구의 구성은 다음과 같다. 2장에서는 프로스펙트 이론과 이 이론을 활용한 기업 대상 선행 연구를 고찰한다. 3장과 4장에서는 가설을 수립하고 실증 분석을 한다. 마지막으로 결론을 제시하고 본 연구를 마친다.

## 2. 문헌 고찰

### 2.1 프로스펙트 이론

2002년 노벨 경제학상 수상자인 다니엘 카너먼(Daniel Kahneman)과 아모스 트버스키(Amos Tversky)는 기대효용 이론(expected utility theory)의 대체로서 프로스펙트 이론을 주창하였다(Kahneman & Tversky, 1979; Kahneman, 2011). 주류 경제학의 효용 함수(utility function)에 대응하는 가치 함수(value function)가 이 이론을 구별 짓는다(Yeom et al., 2006). 준거점 의존성이 이 함수의 첫 번째 특성이다. 가치는 절대적 수준이 아니라 준거점과 비교하여 변화를 통하여 측정된다는 것이다. 가치 함수의 두 번째 특성은 민감도 체감성이다. 이 특성은 주류 경제학에서 가정하는 한계효용체감의 법칙과 유사한데 손익의 가치가 작을 때는 변화에 민감하지만, 그 가치가 클 때는 민감도가 감소한다는 것이다. 마지막 특성은 손실 회피성이다. 직접적 비교든, 상대적이든 손실은 이익보다 더 커 보인다는 것이다.

### 2.2 선행 연구

위험과 그 손익 그리고 기업의 현황 등을 대하는 경영진의 태도와 그 결과로써 의사결정을 프로스펙트 이론을 이용하여 이해하고자 하는 다양한 학술적 시도가 있었다(Kim,

2007; Choi & Bae, 2009; Jo, 2010; Kim, 2012). 관련 연구들은 대부분 자기자본이익률(return on equity; ROE)과 같은 수익률 지표를 준거점으로 삼고 그룹을 구분하였고, 그룹별로 이익률 수준과 선택하는 위험 선호도(통상 이익률의 표준편차)의 인과 관계를 통계적으로 분석하였다. 여기서 이익률은 일회성 값이 아니라 평균과 같이 누적된 값으로 결과가 쌓이고 쌓여 형성된 값이며, 위험 선호도 역시 단발성 개념이 아니다. 기업은 소속 그룹과 무관하게 이익률이 준거점에 다가갈수록 저위험 사업을 선호하였고, 준거점에서 멀어질수록 고위험 사업을 선호하였다. 이 결과는 손실 회피 개념으로 설명할 수 있다. 준거점 위쪽(즉, 이익 영역)에 있는 기업이라고 해도 그 이익률이 동일 그룹 내에서 상대적으로 낮은 수준이면 차기에는 준거점 아래쪽(즉, 손실 영역)로 떨어질지 모른다는 두려움으로 인하여 안정적이고 확정적인 수익이 보장되는 투자안을 선택하는 경향이 나타났다고 볼 수 있다. 반면에 준거점에서 아래쪽으로 멀어질수록, 즉 이익률이 낮을수록 준거점 위로 올라가기 위하여 더 위험한 투자안을 선택하게 되는 성향을 띠었다고 볼 수 있다.

건설 분야에서도 관련 연구가 수행되었다. Kim (2007)은 종합건설업을 포함하는 18개 산업별로 기업의 ROE 평균과 ROE 표준편차를 각각 설명변수와 종속변수로 두고 회귀분석을 시행하였다. 대부분의 산업에서 기업의 손실 회피 경향이 통계적으로 유의하였고 손실 영역에 속한 기업이 그 경향을 더 강하게 나타내었다. 하지만 이익 영역의 종합건설기업은 그 경향을 보이지 않았고 손실 영역의 종합건설기업만 손실 회피 경향을 여타 산업보다 더 강하게 보였다. Kim (2012)은 건설업을 토목, 건축, 전문건설로 상세히 구분하고 유사한 설정의 분석을 수행하였으나 결과에는 큰 차이가 없었다.

본 연구는 다음과 같은 점에서 선행 연구와 차이점을 갖는다. 기존에는 토목, 건축, 전문건설 기업을 대상으로 분석하였으나, 본 연구는 부동산 개발 및 공급 기업을 분석 대상으로 설정한다. 이 업은 이미 분석된 업에 비하여 가장 높은 위험을 부담해야 함에도 관련 연구가 충분히 수행되지 못하였다. 또한, 선행 연구는 ROE 평균과 ROE 표준편차의 관계를 선형적으로만 설정하였을 뿐 둘의 인과 관계는 준거점을 기준으로 체증 또는 체감할 수 있다는 사실을 간과하였다. 이에 본 연구는 부동산 개발 및 공급 기업의 재무 데이터를 이용하여 이익률 수준과 선택하는 위험 선호도의 인과 관계를 회귀 분석하되 이익률 설명변수의 제곱항을 이용하여 체증 또는 체감하는지도 분석한다.

### 3. 가설 수립

부동산 개발 및 공급 기업의 경영진은 기업의 ROE 평균이 준거점을 하회하는 손실 영역에 위치할 경우 이익 영역에 도달하기 위하여 고위험 투자안을 선택하게 될 것이다. 여기서 준거점은 기업별 ROE 평균의 중앙값(median)을 사용한다. 경영진은 저마다 다른 주관적 준거점을 가지지만 다양한 기준들이 하나의 값으로 수렴하게 되면 그것은 동종업계 중앙값이 된다고 보아도 무방하기 때문이다. 또한, 대부분의 ROE가 1보다 작은 값을 갖는 상황에서 평균(mean)을 사용하게 되면 소수의 극단값이 평균을 왜곡시킬 수 있다. 한편 ROE 평균이 준거점을 상회하는 이익 영역에 위치하는 기업의 경영진은 준거점에서 멀어질수록 불확실성을 기회로 인식하고 더 큰 수익을 올리기 위하여 더 큰 위험을 부담하게 될 것이다. 이 내용을 바탕으로 가설을 수립하면 아래와 같다.

가설 1: 준거점을 상회하는 이익 영역(대부분 플러스 이익률)의 기업은 손실 회피 경향을 나타낼 것이다. 즉, 기업의 ROE 평균이 줄어들면 추가적인 손실을 보지 않기 위하여 불확실성이 낮은 투자안(즉, 작은 ROE 표준편차)을 선택하게 된다. 따라서 ROE 평균은 ROE 표준편차에 정(+의 영향을 미칠 것이다.

가설 2: 준거점을 하회하는 손실 영역(대부분 마이너스 이익률)의 기업도 손실 회피 경향을 나타낼 것이다. 즉, 기업의 ROE 평균이 작아지면 이익 영역으로 이동하기 위하여 불확실성이 큰 투자안(즉, 큰 ROE 표준편차)을 선택하게 된다. 따라서 ROE 평균은 ROE 표준편차에 부(-)의 영향을 미칠 것이다.

### 4. 실증 분석

#### 4.1 분석 모형과 표본

본 연구는 부동산 개발 및 공급 기업의 이익률 수준과 경영진이 선택하는 위험 선호도의 인과 관계를 회귀분석 모형을 통하여 실증적으로 분석한다. 설명변수는 ROE 평균을 사용하고 종속변수는 ROE 표준편차를 이용한다. 설명변수에 영향을 주는 통제변수로는 기업의 총자산(total Asset)과 부채비율(debt to equity ratio)을 선정한다. 총자산은 다른 변수와 달리 비율 변수가 아니므로 로그 변환을 한다. 한편 기업의 업력은 기술력의 대응변수가 될 수 있으므로 이를 통제하기 위하여 설립연도를 통제변수로 사용한다.

표본은 NICE평가정보(주)의 KISVALUE 데이터베이스를

사용하여 선정하였다. 한국표준산업분류코드(KSIC) 체계에 따라 부동산 개발 및 공급업으로 분류된 기업 중에서 2000년부터 2019년까지 최소 두 번 이상 재무제표를 보고한 기업으로 대상을 한정하였다. 표본으로 선정된 기업의 ROE 평균을 구하고 이상치를 제거하기 위하여 동종업계 평균과 표준편차를 계산하였다. 동종업계 평균을 기준으로 표준편차의 세 배 밖에 있는 값을 제거하였고, 이 작업을 두 차례 반복하였다. 최종적으로 2,881개의 표본이 선정되었다.

Table 1. Frequency of reporting financial statements

Freq. of reporting	Number of companies	Percent	Cum.
2	309	10.73	10.73
3	413	14.34	25.06
4	423	14.68	39.74
5	407	14.13	53.87
6	282	9.79	63.66
7	182	6.32	69.98
8	163	5.66	75.63
9	111	3.85	79.49
10	72	2.50	81.99
11	67	2.33	84.31
12	54	1.87	86.19
13	54	1.87	88.06
14	53	1.84	89.90
15	37	1.28	91.18
16	41	1.42	92.61
17	38	1.32	93.93
18	39	1.35	95.28
19	28	0.97	96.25
20	108	3.75	100.00
Total	2,881	100.00	

〈Table 1〉에서 보듯이 전체 표본의 3.75%에 해당하는 108개 기업만이 20년 동안 재무제표를 공시하였다. 절반 이상의 기업이 5년 이하의 기간만 재무제표를 공시하였으며 10년 이상 공시한 기업의 비율은 20%에 미치지 못하였다. 이 결과는 부동산 개발 및 공급 기업들이 처해있는 위험의 수준이 매우 높다는 단적인 증거이다.

〈Table 2〉는 표본 기업 전체와 그룹별 기술통계치를 보여 준다. 전술한 바와 같이 그룹을 구분하는 기준(즉, 준거점)은 표본 기업 전체의 중위수 0.342를 사용하였고, 그 결과 이익 영역의 중위수는 0.887, 손실 영역은 -0.008이 되었다.

Table 2. Descriptive statistics

Cat.	Variable	Obs.	Mean	Std. Dev.	Min	Median	Max
Groups	ROE Std.	2,881	2.132	3.536	0.001	1.04	34.438
	ROE Avg.	2,881	0.489	1.906	-12.428	0.342	13.569
	Asset	2,881	23.511	1.260	18.34	23.468	30.041
	Debt	2,881	-50.5	6276.2	-320462	1.229	76788
	Year	2,881	2011.2	7.4	1952	2014	2019
Upper group	ROE Std.	1,441	2.308	3.716	0.002	1.144	34.438
	ROE Avg.	1,441	1.468	1.763	0.342	0.887	13.569
	Asset	1,441	23.513	1.216	18.34	23.505	27.952
	Debt	1,441	-188.2	8609.9	-320462	-3.806	63691
	Year	1,441	2012.7	5.7	1969	2015	2019
Lower group	ROE Std.	1,440	1.956	3.338	0.001	0.936	30.919
	ROE Avg.	1,440	-0.490	1.498	-12.428	-0.008	0.34
	Asset	1,440	23.511	1.304	18.519	23.423	30.041
	Debt	1,440	87.249	2148.4	-10214	3.8445	76788
	Year	1,440	2009.7	8.5	1952	2013	2019

$$e_{s(i)} = \frac{\hat{e}_i}{\sqrt{s_{(i)}^2(1-h_i)}} \tag{1}$$

$e_{s(i)}$ : 스튜던트화된 잔차,  $\hat{e}_i$ : 회귀모형의 잔차,  
 $s_{(i)}^2$ : 평균제곱오차,  $h_i$ : 레버리지

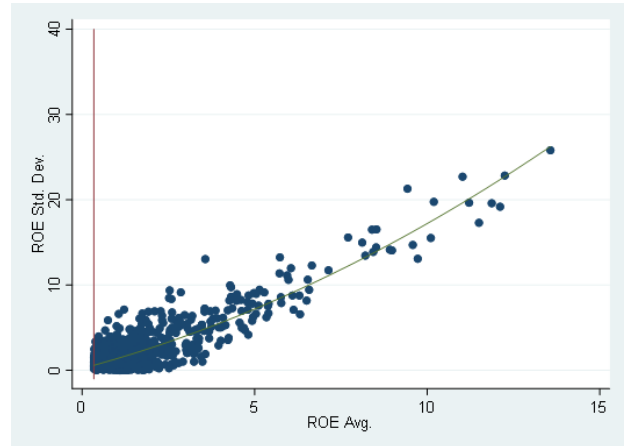


Fig. 2. Scatter plot of ROE std. dev. vs ROE avg. (Upper group's data excluding outliers)

준거점 하회 그룹에 속하는 1,440개 기업에 대해서 같은 작업을 반복하였다.

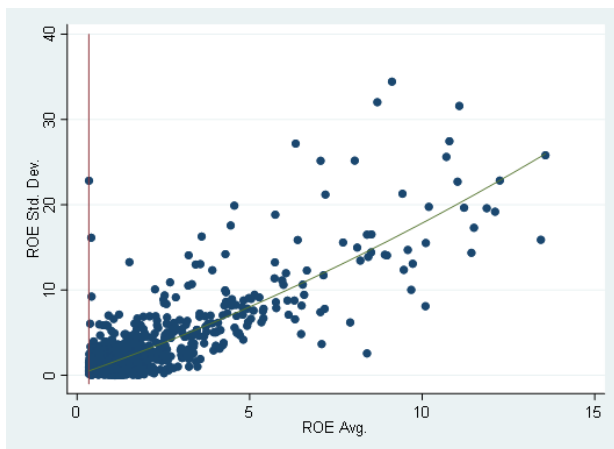


Fig. 1. Scatter plot of ROE std. dev. vs ROE avg. (Upper group's data including outliers)

#### 4.2 분석 결과

ROE 평균 0.342를 기준으로 대별되는 그룹별로 회귀분석을 시행하기에 앞서 이상치를 제거하였다. <Fig. 1>은 ROE 평균이 준거점을 상회하는 1,441개 기업의 재무 데이터를 도시한 결과이다.

다음으로 식 (1)을 이용하여 잔차를 스튜던트화(studentized)하고 그 절대값이 2보다 크면 유의하게 다른 잔차로 간주하여 해당 데이터를 분석에서 제외하였다 (<Fig. 2>).

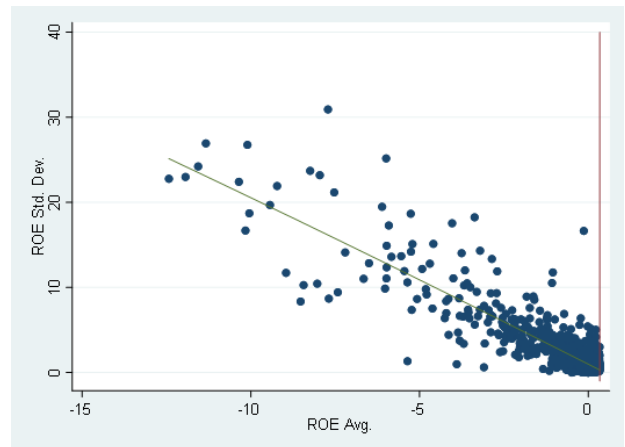


Fig. 3. Scatter plot of ROE std. dev. vs ROE avg. (Lower group's data including outliers)

전술한 작업을 반복하여 이상치를 제거하였고 최종적으로 준거점 상회와 하회 그룹에 속하는 기업들 1,393개와 1,381개를 각각 얻었다.

이상치가 제거된 재무 데이터를 이용하여 종속변수인 위험 선호도(즉, ROE 표준편차)에 대해 그룹별로 회귀분석을 시행하였다. 통제변수인 총자산, 부채비율, 설립연도와 함께 ROE 평균을 포함하여 분석하였다. 두 그룹 모두 F값이 통계적으로 유의하게 나타나 분석 모형은 적절하다고 볼 수 있다 <Table 3>.

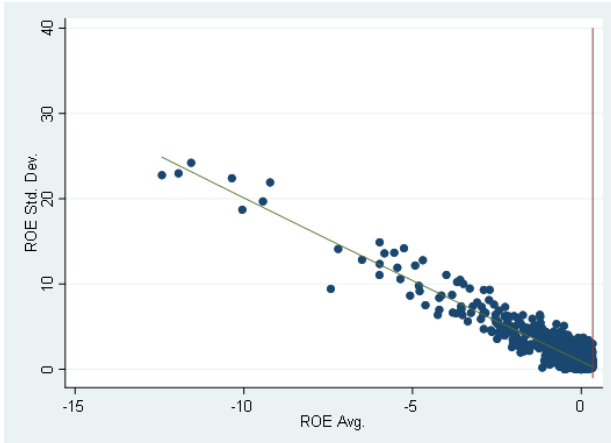


Fig. 4. Scatter plot of ROE std. dev. vs ROE avg. (Lower group's data excluding outliers)

Table 3. Regression models

Variable	Upper group	Lower group
ROE Avg.	1.2060*** (0.0456)	-1.9000*** (0.0402)
ROE Avg.2	0.0522*** (0.0049)	0.0044 (0.0051)
_Cons	214.6238*** (10.5467)	17.4715** (5.7140)
Asset	-0.0760*** (0.0226)	-0.0560** (0.0181)
Debt	-0.0000 (0.0000)	-0.0001*** (0.0000)
Year	-0.1057*** (0.0052)	-0.0076** (0.0028)
Number of observations	1393	1381
F value	1666.6027***	1853.1445***
R-square	0.8573	0.8708
Adjusted R-square	0.8568	0.8703

Standard errors in parentheses  
\* p < 0.05, \*\* p < 0.01, \*\*\* p < 0.001

준거점 상회 그룹의 ROE 평균과 ROE 평균의 제곱 모두 통계적으로 유의한 설명변수임이 확인되었다. 이는 가설 1을 지지하는 결과이다(Table 3- Upper group). 즉, 이익률 수준이 낮아질수록 위험 선호도는 낮아졌고, 달리 말해 이익률 수준이 높아질수록 위험 선호도는 높아졌다. 이익률 수준이 낮은 기업은 준거점을 하회할 가능성이 높아서 위험을 위험으로, 이익률 수준이 높은 기업은 준거점을 하회할 가능성이 낮아서 위험을 기회로 인식한 결과라고 해석할 수 있다. ROE 평균 제곱항의 회귀계수는 절대적 크기는 작았지만 이익률이 한 단위 커질 때마다 증가하는 위험은 점점 더 커진다(즉, 체증)는 결과를 보였다.

ROE 평균과 ROE 표준편차는 (-) 회귀계수를 갖는다는 가설 2도 기각되지 않았다(Table 3- Lower group). 즉, 이익률 수준이 낮아질수록 위험 선호도는 높아졌고, 달리 말해

이익률 수준이 높아질수록 위험 선호도는 낮아졌다. 이익률 수준이 낮은 기업은 준거점을 상회하고자 하는 욕망으로 인하여 위험을 기회로, 이익률 수준이 상대적으로 높은 기업은 준거점에서 아래쪽으로 더 떨어질 수 있다는 두려움으로 인하여 위험을 위험으로 인식한 결과라고 해석할 수 있다. 한편 ROE 평균의 제곱 변수는 준거점 상회 기업들과 달리 통계적 유의성을 확보하지 못하였다.

## 5. 토의 및 결론

본 연구는 부동산 개발 및 공급 기업의 손익과 경영진의 위험 선호도를 프로스펙트 이론을 통하여 설명하고자 ROE 평균과 ROE 표준편차의 인과 관계를 회귀모형을 이용하여 실증분석하였다. 총 2,881개 기업의 재무 데이터를 확보하였고 Cook's distance를 이용하여 이상치를 제거한 후 최종적으로 2,774개 기업만 사용하였다. ROE 표준편차에 대하여 ROE 평균이 (+) 회귀계수를 갖는다는 가설 1(준거점 상회 기업군)과 ROE 평균이 (-) 회귀계수를 갖는다는 가설 2(준거점 하회 기업군)가 모두 기각되지 않았다. 구체적으로 말하면 표본 기업들의 손익과 위험 선호 행태는 프로스펙트 이론의 손실 회피 경향을 통하여 충분히 설명이 가능하였다. 또한, 이익 영역의 기업들의 위험 선호도가 체증한다는 사실을 통계적으로 실증하였다. 부동산 개발 및 공급업은 전술한 바와 같이 매우 위험한 업이므로 여기에 종사하는 경영진 또한 유사한 위험 선호도를 지닌다고 보았을 때 이익이 누적될수록 위험을 견딜 수 있는 기업적 체력이 확보되었다고 인식함에 따라 더 큰 위험을 선호하여 발생한 현상으로 사료된다.

하지만 손실 영역의 기업들의 위험 선호도의 체증/체감 현상은 통계적으로 실증하지 못하였다.

향후에는 2007~2008년 세계 금융 위기 전후로 기간을 구분하여 ROE 평균과 ROE 표준편차의 인과 관계를 분석하고자 한다. 대부분의 건설 기업이 그 위기를 예상하지 못하였으나 그 파급은 매우 커 수많은 기업이 도산하였으므로 위험에 대한 태도가 달라졌을 수 있기 때문이다.

## 감사의 글

이 논문은 안동대학교 기본연구지원사업에 의하여 연구되었음.

## References

Choi, U.-Y., and Bae, H.-J. (2009). "Prospect Theory and

- Managerial Accounting Choices Preferences.” *Korean Journal of Management Accounting Research*, 9(2), pp. 31-51.
- Hyun, H., Lee, H.S., Park, M.S., and Hwang, S. (2014). “Housing Market Participants’ Decision Process and The Dynamics of Ripple Effect on Korean Housing Market - Focusing on The Cause of Housing Market Stagnation and Housign Policies After 2008 Global Financial Crisis -” *Korean Journal of Construction Engineering and Management*, KICEM, 15(5), pp. 147-159.
- Jo, S.K. (2010). “An Empirical Study between Loss Aversion of Prospect Theory and Fund Performance.” *Journal of Finance and Knowledge Studies*, 8(1), pp. 149-174.
- Kahneman, D., and Tversky, A. (1979). “Prospect Theory: An Analysis of Decision under Risk,” *Econometrica*, 47(2), pp. 263-291.
- Kahneman, D. (2011). *Thinking, Fast and Slow*, Farrar, Straus and Giroux, New York, NY, USA.
- Kim, D.C. (2007). “Accountings Returns and Managerial Risk Preferences.” *Korean Journal of Management Accounting Research*, 7(2), pp. 69-88.
- Kim, J.-D. (2012). “A Study on the Attitudes toward Risk of the Construction Firm’s CEO.” *Korean Business Education Review*, 27(1), pp. 107-124.
- Yeom, S.M., Han, S.H., Nam, H., and Park, H. (2006). “Cash Flow Forecasting in International Construction Projects through Categorized Risk Analysis.” *Proceedings of the 2006 KICEM Conference*, Yongin-si, Gyeonggi-do, Republic of Korea.

---

**요약 :** 기업은 이윤을 추구하는 과정에서 투자안의 선택과 같은 위험이 따르는 의사결정을 해야 한다. 본 연구는 우리나라 건설기업 경영진의 의사결정을 프로스펙트 이론의 손실 회피 경향을 이용하여 설명하였다. 이를 위하여 건설업 중에서 가장 큰 위험을 부담해야 하는 부동산 개발 및 공급업에 종사하는 2,881개 기업의 20년치 재무 데이터를 수집하였다. 수집된 기업들을 준거점을 기준으로 대별하였고 회귀분석을 통하여 기업별 평균 수익률과 위험 선호도의 인과 관계를 실증적으로 분석하였다. 그 결과 준거점 상위 그룹에 대하여 기업의 자기자본이익률 평균이 줄어들면 추가적인 손실을 보지 않기 위하여 불확실성이 낮은 투자안을 선택하는 경향을 확인할 수 있었다. 또한, 준거점 하위 그룹에 대하여 기업의 자기자본이익률 평균이 작아지면 이익 영역으로 이동하기 위하여 불확실성이 큰 투자안을 선택하게 되는 경향도 확인하였다. 이 결과는 프로스펙트 이론의 손실 회피 경향에 정확하게 부합하는 결과이다.

**키워드 :** 의사결정, 프로스펙트 이론, 손실 회피 경향, 위험 선호도, 자기자본이익률

---