



저작자표시-비영리-변경금지 2.0 대한민국

이용자는 아래의 조건을 따르는 경우에 한하여 자유롭게

- 이 저작물을 복제, 배포, 전송, 전시, 공연 및 방송할 수 있습니다.

다음과 같은 조건을 따라야 합니다:



저작자표시. 귀하는 원저작자를 표시하여야 합니다.



비영리. 귀하는 이 저작물을 영리 목적으로 이용할 수 없습니다.



변경금지. 귀하는 이 저작물을 개작, 변형 또는 가공할 수 없습니다.

- 귀하는, 이 저작물의 재이용이나 배포의 경우, 이 저작물에 적용된 이용허락조건을 명확하게 나타내어야 합니다.
- 저작권자로부터 별도의 허가를 받으면 이러한 조건들은 적용되지 않습니다.

저작권법에 따른 이용자의 권리는 위의 내용에 의하여 영향을 받지 않습니다.

이것은 [이용허락규약\(Legal Code\)](#)을 이해하기 쉽게 요약한 것입니다.

[Disclaimer](#)

碩士學位 論文

순금융자산 규모에 따른 투자자의
투자 성향에 관한 연구

-펀드 투자자를 중심으로-

2010 年 12月

崇實大學校 經營大學院

프라이빗 뱅킹 學科

윤 선 희

碩士學位 論文

순금융자산 규모에 따른 투자자의
투자 성향에 관한 연구
-펀드 투자자를 중심으로-

A study on Investor's propensity
according to Net Financial Asset
Size
-Focused on the Fund investor-

2010 年 12 月

崇實大學校 經營大學院

프라이빗 뱅킹 學科

윤 선 희

碩士學位 論文

순금융자산 규모에 따른 투자자의
투자 성향에 관한 연구

指導教授 김 범

이 論文을 碩士學位 論文으로 제출함

2010 年 12 月

崇實大學校 經營大學院

프라이빗 뱅킹 學科

윤 선 희

윤 선 희 의 碩 士 學 位 論 文 을 認 准 함

審 査 委 員 長 이 준 희 印

審 査 委 員 우 승 택 印

審 査 委 員 김 범 印

2010 年 12 月

崇實大學校 經營大學院

목 차

國文抄錄	vii
英文抄錄	x
제 1 장 서론	1
1.1 서론	1
1.1.1 문제제기	1
1.1.2 연구목적	2
제 2 장 이론적 배경	4
2.1 투자성향	4
2.1.1 효용이론	4
2.1.2 전망이론	6
2.1.3 투자성향파악	8
2.2 투자성향과 금융자산의 관계에 관한 연구	11
2.2.1 초기가계포트폴리오이론	11
2.2.2 위험피라미드이론	11
2.2.3 예비적 자산선택이론	13
2.3 선행연구 고찰	15
2.3.1 투자성향분류	15
2.3.2 위험과 금융자산에 관한 선행연구	17
제 3 장 연구방법	20

3.1 자료	20
3.2 변수의 정의 및 측정	21
3.2.1 투자성향	21
3.2.2 순금융자산	23
3.2.3 기타변수	24
3.3 가설	27
3.4 분석방법	29
 제 4 장 연구결과	 31
4.1 조사대상자의 특성	31
4.1.1 조사대상자의 인구통계학적 기술통계량분석	31
4.1.2 조사대상자의 투자유형에 관한 특성	35
4.2 상관관계분석	38
4.2.1 순금융자산과의 상관관계	38
4.2.2 변수들 간의 상관관계	40
4.3 순금융자산 규모에 따른 투자성향의 변화에 대한 연구	44
4.3.1 <가설 1>에 대한 분석 결과	44
4.3.2 <가설 1>에 대한 결론	47
4.4 순금융자산 규모 구간에 따른 투자성향의 변화에 대한 연구 ..	49
4.4.1 <가설 2>에 대한 분석 결과	49
4.4.2 1억원이하구간에서의 투자성향변화분석결과	51
4.4.3 1억원초과 2억원이하구간에서의 투자성향 변화분석결과 ...	54
4.4.4 2억원초과구간에서의 투자성향변화분석결과	57
4.5 투자성향에 따른 순금융자산 보유비중의 차이에 대한 분석결과	63
4.5.1 <가설 3>에 대한 분석 결과	63

4.5.2 <가설 4>에 대한 분석 결과	67
제 5 장 결 론	70
참고문헌	72
부 록	75

그 립 목 차

[그림 2-1] 위험에 대한 투자자의 태도와 효용함수	4
[그림 2-2] 가치함수	7
[그림 2-3] 위험피라미드 모델	12

표 목 차

[표 2-1] SCF 설문문항	15
[표 3-1] 2009년 [펀드투자자조사] 설문 중 투자성향측정	22
[표 3-2] 금융자산의 구성요소	23
[표 4-1] 성별, 연령별 투자성향분포	33
[표 4-2] 직업별 월소득별 투자성향분포	34
[표 4-3] 투자성향별 펀드 투자 현황	37
[표 4-4] 순금융자산과의 상관관계분석	39
[표 4-5] 변수들 간의 상관관계분석	40
[표 4-6] 순금융자산 규모에 따른 투자성향분포	44
[표 4-7] <가설 1>의 상관관계분석	45
[표 4-8] <가설 1>의 모형적합성정보	46
[표 4-9] <가설 1>의 PLUM 분석 결과	47
[표 4-10] 순금융자산 규모 구간 재분류에 따른 투자성향분포	51
[표 4-11] <가설 2-1>에 대한 상관계수분석	52
[표 4-12] <가설 2-1> 모형적합성정보	52
[표 4-13] <가설 2-1> PLUM 분석 결과	53
[표 4-14] <가설 2-2>에 대한 상관계수분석	54
[표 4-15] <가설 2-2> 모형적합성정보	55
[표 4-16] <가설 2-2> PLUM 분석 결과	56
[표 4-17] 2억원초과 구간별 투자성향분포	58
[표 4-18] <가설 2-3> 모형적합성정보	60
[표 4-19] <가설 2-3> PLUM 분석 결과	60
[표 4-20] One Way ANOVA 분석 결과 해석	65

[표 4-21] One Way ANOVA 분산의 동질성에 대한 검정	66
[표 4-22] 자산규모별 순금융자산 보유비중	68

국문초록

순금융자산 규모에 따른 투자자의 투자 성향에 관한 연구

-펀드 투자자를 중심으로-

프라이빗 뱅킹 학과 윤 선 희

指導教授 김 범

글로벌 외환위기 이후 금융시장과 투자환경은 급속도로 변화하고 있으며 저금리, 노령화사회, 부동산 시장의 변화에 대비하기 위해서는 개인가계의 자산포트폴리오 구성에 변화가 필요하다. Private Bankers (PB)의 역할은 투자자들이 자신의 투자 성향에 맞는 효율적인 자산 포트폴리오를 선택하도록 방향을 제시하는 것이며, 이것이 가능하려면 PB는 무엇보다도 투자자의 투자 성향과 투자자의 현재 금융자산 포트폴리오에 대해 명확히 알아야 한다. 본 연구 목적은 투자자의 순금융자산 규모가 투자자의 투자 성향에 미치는 영향력을 파악하여 PB가 투자자의 최적의 자산포트폴리오를 구성함에 있어서 새로운 시각을 제시하는데 있다.

본 연구에서 제기한 문제제기는 다음과 같다. 첫째, 투자자의 순금융자산이 커지면 커질수록 투자자의 투자 성향은 안정형에서 좀 더 위험을 선호하는 방향으로 변화하는지에 대해 연구하고자 한다. 둘째, 투자자의 순금융자산 규모를 구간별로 나누었을 때도 그 구간에서 순금융자산이 커지면 커질수록 여전히 투자자의 투자 성향이 안정형에서 좀 더 위험을 선호하는 방향으로 영향력을 미치는지 알아보하고자 한다. 셋째, 투자자의 순금융자산을 일반 예금적금, CMA, 직접투자, Fund투자, 저축성 보험별

로 보유하고 있는 비중을 분석하였을 때 각 투자성향 집단 간의 유의한 차이가 있는지를 파악해본다. 넷째, 투자자의 순금융자산 규모를 구간별로 나눈 후 순금융자산을 5가지 유형별로 보유하고 있는 비중을 분석하였을 때 각 투자성향 집단 간의 유의한 차이가 나는지 확인해본다.

위의 문제제기를 분석하기 위해서, 한국투자자보호재단에서 조사한 2009년 [펀드투자자조사]자료를 기초로 사용하여 기초통계량 분석과 상관분석, Ordinal logit regression, One Way ANOVA 분석을 실시하였다.

연구문제에 대한 분석결과를 요약하면 다음과 같다. 첫째는 투자자의 순금융자산이 커지면 커질수록 투자자의 투자 성향은 안정형에서 공격형으로 좀 더 위험을 선호하는 방향으로 변화한다는 것이다. 둘째는 순금융자산의 규모를 1억원 이하, 1억원~2억원 이하, 2억원 초과를 기준으로 나눈 후 각 구간에서 투자자의 투자 성향에 미치는 영향력을 분석한 결과이다. 1억원 이하의 구간에서는 투자자의 순금융자산이 커질수록 투자자의 투자성향은 좀 더 위험을 선호하는 방향으로 변화한다. 1억원~2억원 이하의 구간에서는 투자자의 순금융자산이 커질수록 투자자의 투자성향은 공격투자형에서 안정형을 선호하는 방향으로 변화한다. 2억원 초과하는 구간에서는 투자자의 투자 성향이 어떻게 변화하는지 일정한 방향성을 찾을 수 없었다. 셋째는 투자자의 투자성향에 따라서 투자자의 순금융자산을 일반 예금적금, CMA, 직접투자, Fund투자, 저축성 보험별 보유한 비중을 분석하였을 때 각 투자성향 집단 간의 유의한 차이가 있었다. 투자 성향이 공격투자형에서 안정형으로 갈수록 일반 예금적금의 비중이 높아지며, 안정추구형과 적극투자형, 공격투자형 집단 간에는 직접 투자에 관한 투자 비중의 차이가 크게 나타나며, 적극투자형과 안정추구형 집단 간에는 저축성 보험에 대하여 유의한 차이를 보였다. 넷째

는 투자자의 순금융자산 규모를 구간별로 나눈 후 순금융자산을 5가지 유형별로 보유하고 있는 비중을 분석하였을 때 유의한 차이가 있었다.

ABSTRACT

A study on Investor's propensity according to Net Financial Asset Size

–Focused on the Fund Investor–

Yoon, Seon Hee

Department of Private Banking

Graduate School of Business Administration

Soongsil University

The financial market and the investment environment have changed at higher speed since the global financial crisis. The change of asset portfolio construction for individual households is required to prepare for periods of low interest rates, the aging society and the change of real estate market. The role of Private Bankers (PB) is to suggest the direction which makes investors select the efficient asset portfolio for their own propensity. First of all, to make it possible, PB should clearly know the propensity of the investors and the current financial asset portfolio of their customers. The purpose of this study is to suggest a new perspective for private bankers to construct the optimal asset portfolio of the investors by understanding influence of their net financial asset size on their propensity.

This study raises the problems as follows: First, it tries to study if the more net financial assets of investors have, the more their

propensity is changed from being risk averse to the direction that they prefer to take risk. Second, it does to examine if as the net financial assets increase, the propensity of the investors has more effect on the direction that they prefer to take risk when investors are divided into sections in terms of their net financial asset size. Third, it understands if there are meaningful differences in terms of composition of their asset possession between propensity groups when the net financial assets of the investors was analyzed to identify the most significant asset position among general deposit and installment savings, cash management account(CMA), direct investment, fund investment and saving-oriented insurance. Finally, it checks if there are meaningful differences between propensity groups when importance of 5 types of the net financial assets of the investors was analyzed after dividing them into section.

To analyze the problems, the Analysis of Basic Statistics and Correlation Analysis, Ordinal Logistic Regression and One Way ANOVA were done based on the data of 2009 [The Fund Investor Survey] that Korea Investors Protection Foundation investigated.

The analytical result of the research problems is summarized as follows: First, the more the net financial assets of the investors are, the more their propensity is changed from stability to aggression which is direction that they prefer to danger. Second, the result which analyzed influence of the investors on the propensity in each section of the net financial asset size after dividing it into less than KRW 0.1 billion, from KRW 0.1 to 0.2 billion and more than KRW

0.2billion is as follow: The more the net financial assets of the investors are, the more their propensity is changed to direction that they prefer to danger in the section of less than KRW 0.1 billion. The more the net financial assets of the investors are, the more their propensity is changed from aggressive investment to direction that they prefer to stability in the section of from KRW 0.1 to 0.2 billion. The way how the propensity of the investors are changed could not be found in the section of more than KRW 0.2billion. Third, there were the meaningful differences between propensity groups when importance of the net financial assets of the investors by general deposit and installment savings, CMA, direct investment, fund investment and savings insurance was analyzed according to the propensity of the investors. The more the propensity is changed from aggressive investment to stability, the higher importance of general deposit and savings insurance is and there are significant differences of investment importance about direct investment among groups of stability pursuit, active investment and aggressive investment. And there were the meaningful differences about savings insurance between groups of active investment and stability pursuit. Forth, there were significant differences between propensity groups when importance of 5 types of the net financial assets of the investors was analyzed after dividing them into section.

제 1 장 서 론

1.1 서론

1.1.1 문제제기

우리나라는 최근의 미국발 국제금융위기를 거치면서 금융시장과 투자환경에 변화를 겪고 있다. 특히 우리나라는 저금리 기조의 금융시장과 부동산 시장의 하락, 노령화시대 돌입이라는 문제에 직면해 있다. 이런 환경의 변화는 개인 투자자에게 많은 변화를 요구한다. 먼저, 개인 가계의 자산에서 부동산자산이 차지하고 있는 비중을 줄이고 금융자산의 비중을 늘려야 한다. 두 번째는 실질 금리가 마이너스인 상황에서, 예금이 대부분을 차지하고 있는 가계자산 포트폴리오에 대대적인 재구성이 필요하다. 세 번째는 가계자산 포트폴리오 구성의 변화를 통해서 노령화시대에 대비한 노후자금의 확보가 필요한 것이다. 이런 이유로 개인투자자의 재무 설계와 자산관리에 대한 관심이 그 어느 때보다 높아지고 있는 것이다.

Private Bankers(PB)의 역할은 바로 개인이 재무적으로 이루고자 하는 목표를 달성할 수 있도록 올바른 가이드라인을 제시하는 것이며 더욱 중요한 것은 개인이 재무목표를 구체적으로 실천을 할 수 있도록 도와주는 것이다. PB가 이 역할을 충실히 수행하기 위해서는 개인의 투자성향과 현재의 자산포트폴리오에 대해 충분히 이해하고 있어야 가능하다. 그래야만, PB로서 개인에게 실천할 수 있는, 가장 효율적인 포트폴리오를 제시할 수 있을 것이다.

본 연구는 투자자의 투자 성향은 변화할 수 있다는 가정 하에 변화요인

의 하나인 투자자가 보유한 금융자산의 규모를 살펴보고자 하였다. 예를 들어, 1천만 원을 금융자산에 투자한 투자자의 위험에 대한 태도는 비교적 안전한 자산에 집중 투자하여 현재 보유한 자산을 보전하려는 식으로 파악될 수도 있다. 또한 현재 10억 원 규모의 금융자산을 가진 투자자는 1억 원을 투자하고 있었던 과거와 비교할 때 비교적 높은 수준의 위험을 선호하게 되어 위험자산 위주의 자산 포트폴리오를 구성하게 될 수도 있다는 것이다.

2009년 [펀드투자자조사]¹⁾의 데이터를 통해서 투자자가 보유한 순금융자산과 투자자의 투자성향과의 관련성을 연구하고, 이 문제제기를 통해 순금융자산과 투자자의 투자성향이 일정한 방향성을 가지고 변화하는지를 살펴보고자 한다.

1.1.2 연구목적

본 연구 목적은 투자자의 순금융자산 규모가 투자자의 투자 성향에 미치는 영향력을 파악하고 그 영향력이 어떤 방향성을 가지는지 살펴보고자 한다. 궁극적으로는 이 연구의 결과가 PB에게 고객의 자산포트폴리오를 구성할 때 고려할 필요성이 있는 시각을 제시하는데 시사점이 있다.

본 논문은 총 5개의 장으로 구성되어 있다. 서론에서는 문제제기와 연구 목적에 대해서 기술하였고, 제 2장은 이론적 배경과 선행연구에 대해서 고찰하였다. 제 3장 연구방법에서는 자료와 변수에 대한 정의와 측정 방법, 가설과 분석방법에 대해 제시하였다. 제 4장은 본 논문의 연구 결과로서 조사대상자에 대한 인구통계학적 기술통계량 분석과 투자 현황에

1) 한국투자자보호재단 간행물(2010년 3월).

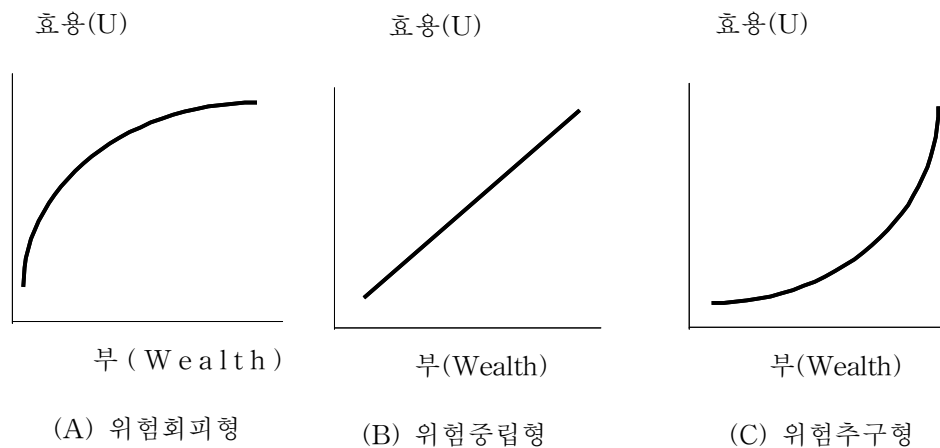
대한 특성 등을 파악한 후 변수들 간의 상관관계를 분석하여 연구의 방향을 설정하였다. 가설은 크게 두 가지 방향성을 가지고 있다. 투자자의 순금융자산 규모에 따른 투자성향의 변화에 대한 연구와 투자성향에 따른 순금융자산의 자산별 보유 비중 차이에 대한 연구로 나누어 각각의 가설을 검증하였다. 제 5장에서는 결론으로서 가설에 대한 분석 결과를 총 정리하였다.

제 2 장 이론적 배경

2.1 투자성향

2.1.1 효용이론

투자자들이 투자를 통해 얻고자 하는 것은 수익(Return)이며 동일한 투자를 했을 때 가능하다면 적은 부(Wealth)보다는 더 높은 수준의 부를 선호한다. 따라서 일반적으로 투자에 따른 효용함수(Utility)는, 부의 크기에 대해 기울기가 (+)인 증가함수의 형태를 갖게 된다. 즉, 부가 커질수록, 즉 수익률이 커지면 커질수록, 총효용은 증가하게 되는데, 이러한 부의 증가에 따른 총효용 증가의 현상은 위험에 대한 투자자의 태도에 따라 달라진다.²⁾



[그림 2-1] 위험에 대한 투자자의 태도와 효용함수

출처: 허경옥 외 4인 (2006)

2) 허경옥 외 4인, 소비자화 보험 (박문사, 2006), pp.33-35.

일반적으로 위험에 대한 투자자의 태도는 [그림 2-1]과 같이 위험회피형, 위험중립형 그리고 위험추구형의 3가지로 분류된다.

위험회피형은 흔히 볼 수 있는 투자자의 유형이며 가능한 위험을 회피하고자 하는 유형이다. [그림 2-1]의 (A)와 같이 수익률이 증가할수록 총효용은 커지지만 무한대로 커지는 것이 아니라 일정한 수준이 되면 한계 효용은 체감의 법칙이 적용되게 된다. 위험중립형은 [그림 2-1]의 (B)처럼 비례로 증가하는 직선의 형태를 갖는다. 위험중립형 투자자는 위험 증가가 있을 때 똑같은 수준의 기대수익의 증가만 있으면 동일한 만족을 얻는다. 즉, 기대하는 수익률에 의해서만 총효용을 극대화하고자 한다. 위험추구형은 [그림 2-1]의 (C)와 같이 높은 수익을 위해 큰 위험을 감수하는 유형이며 총효용이 증가할수록 한계 효용도 체증하는 함수로 나타낼 수 있다.

또한 재무이론의 전통적인 평균-분산기준에서는 두 가지의 투자 대안이 있는데 각각의 평균(기댓값)이 같고 분산이 다를 경우에, 투자자가 선택하는 대안에 따라서 투자자의 위험성향을 측정한다. 두 가지 투자 대안 중 만약 좀 더 분산이 적은 쪽을 선호한다면 위험을 회피하는 쪽이고 분산이 더 큰 쪽을 선호한다면 위험을 추구하는 것이며, 둘을 무차별하게 파악하면 그것을 위험 중립형이라고 말한다. (홍대연, 1999)

효용이론에서는 합리적인 투자자는 위험을 회피하는 경향이 있다고 가정하고 있다. 그러나 현실에서는 모든 투자자가 항상 위험을 회피하지 않을 수도 있기 때문에 위험회피자만이 합리적인 투자자라고 가정하는 것도 많은 비판을 받고 있다.

본 연구는 투자자의 순금융자산이 클수록 투자자의 투자 성향에 미치는 영향이 있는지를 파악하기 위한 것이다. 이는 투자자의 자산규모에 따라

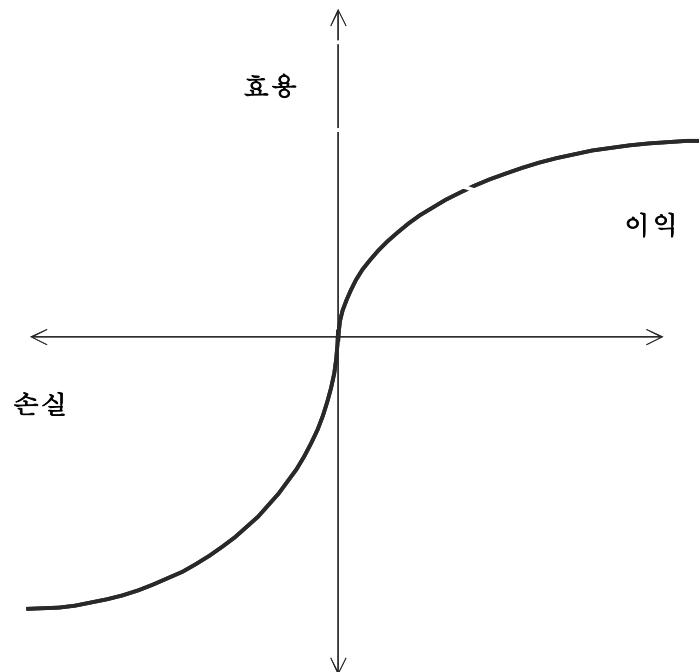
서 투자 성향이 위험을 회피하는 쪽으로 변화하는지 또는 위험을 선호하는 쪽으로 변화하는지 파악하는 것이며, 본 연구의 결과를 해석하는데 있어서 효용이론과의 연관성을 이해하는 것이 중요하다고 생각된다.

2.1.2 전망이론

2.1.1의 효용이론이 “인간은 합리적인 투자자”라는 가정 하에 전개된 이론이라면, 전망이론(Prospect Theory)은 효용이론을 비판하면서 Kahneman and Tversky(1979)에 의해 제기된 이론이다. 이 이론은 ‘투자자의 비합리성’을 고려하여 접근한 것으로, 투자자 심리에 의한 투자 의사결정에 관심을 갖는 학문인 행동재무학(Behavioral Finance)의 등장으로 제기되었다. 전통적인 효용이론으로 설명되지 않는 현상을 개인의 투자결정상의 오류에 기인한 것으로 설명하며 투자자 심리에 의한 투자 의사결정에 관심을 갖는다.(James Monitor, 2006).

Kahneman & Tversky (1979)의 전망이론에 의하면 의사결정자는 위험 하의 의사결정을 함에 있어서 각자가 개별적 가치함수에 근거하여 의사결정을 하게 된다는 것이다. 즉 어떤 경우에는 기대효용의 극대화와 일치하지 않는 의사결정을 하게 된다는 것이다. 그 가치는 2가지 요인으로 파악되는데 준거점으로 간주되는 자산규모의 상태와 준거점으로부터의 변화량의 함수로 처리되며, 전망이론에서의 가치함수 [그림 2-2]는 성과에 대해 주관적인 가치를 부여한다.

Payne, Bettman & Johnson(1992)에 의하면 전망이론과 효용이론과의 차이점을 몇 가지 측면에서 말하고 있다. 첫째, 가치함수는 준거점인 0을 기준으로 손실인 영역에서는 볼록(convex)하며 이익이 예상되면 오목(concave)하다. 기울기는 손실인 영역에서 더욱 가파르기 때문에 투자자



[그림 2-2] 가치함수

는 일반적으로 손실을 더욱 크게 느낀다는 것을 의미한다. 둘째, 준거점의 위치가 지각적 구성에 의하여 변한다. 준거점이 어떻게 정해지느냐에 따라 이득이나 손실로 인식할 수 있다. 셋째, 확률함수는 객관적인 확률이 아니라 개인의 인식확률이다.³⁾

결론적으로 이익이 예상될 경우에는 보다 안전한 선택을 하며 위험을 회피하고, 손해가 예상될 경우에는 최소한의 이익을 낼 수 있는 위험을 선호하는 경향을 갖는 것이다.

본 연구는 투자자의 순금융자산이 클수록 투자자의 투자 성향에 미치는 영향이 있는지를 파악하기 위한 것이다. 만약 이 연구의 결과로서 투자자의 투자 성향의 변화가 효용이론에서 설명될 수 없다면 전망이론의 가

3) 최운열 & 정성훈, 전망이론검증을 통한 주식투자자들의 심리적 행태에 대한 소고, (증권예탁 54호, 2005), pp.7, 재인용.

치함수로서 설명될 수 있을지도 모른다. 전망이론에서 말하는 준거점(reference)이 투자자의 순금융자산 규모라 가정 한다면, 투자자는 순금융자산이 더욱 늘어날 것이라고 생각될 경우에는 안전한 금융자산에 투자하기를 바라는 위험회피 투자유형으로 변하는 경향이 있고, 순금융자산이 감소할 것이라고 생각될 경우에는 최소한의 이익을 선택하기 위하여 위험선호 투자성향으로 변화하는 경향이 있다고 해석할 수 있을 것이다. 또한 본 연구의 <가설 2>에서는 투자자의 순금융자산 규모를 일정한 구간으로 나누어 그 구간별로 투자자 투자성향을 파악할 것인데, 투자자의 투자성향과의 상관계수를 이해하고 해석하는데 도움이 될 것이다.

2.1.3 투자성향파악

본 연구의 기초자료인 투자자의 투자 성향은 한국투자자보호재단의 2009 펀드투자자조사에서 사용한 투자성향파악설문지에 의해 측정되었다. 이 설문내용은 현재 국내 금융권에서 “일반 투자자 투자정보 확인서”의 설문 내용과 동일하며 이것은 2009년 2월 발효된 “자본시장과 금융투자업에 관한 법률” 제 50조에 따라 한국금융투자협회에서 제정한 [표준투자권유준칙]에 의거하여 제시된 것이다. 그러므로 본 연구에서는 이 자료가 투자성향을 측정하는데 문제가 없으며 타당하다고 판단되어 이 자료를 사용하였으며 “일반 투자자 투자정보 확인서”는 [부록 1-1]에 첨부한다.

본 논문에서는 위험선호도, 위험회피도, 위험감수도, 손실감내도 라는 용어까지 포함하여 각각의 개념이 혼용될 것을 우려하여 투자성향이라고 정의한다. 투자자의 투자성향을 5가지로 나누었으며 각 유형별 특징은

다음과 같다.

“안정형”은 예금 적금 수준의 수익률을 기대하며, 투자원금에 손실이 발생하는 것을 원치 않는 투자자를 의미한다. 고객에게 투자의 가장 큰 목적은 현재 보유하고 있는 자산을 통하여 고정적이고 안정적인 수익률을 기대하며, 원금을 충실하게 보전하는데 투자의 초점이 맞춰져있다.

“안정추구형”은 투자원금의 손실위험은 최소화하고, 이자소득이나 배당 소득 중심의 안정적인 투자를 목표로 한다. 안정형과는 달리 안정형을 추구하되 손실에 대해서는 약간의 감내가 있을 수 있으나 최소화하는 것을 목표로 하기 때문에 손실의 폭이 커지거나 손실을 감내해야 하는 기간이 다소 지속될 경우에는 감내하기 어렵다는 것을 의미한다.

“위험중립형”은 투자에는 그에 상응하는 투자위험이 있음을 충분히 인식하고 있으며, 예금 적금보다 높은 수익을 기대할 수 있다면 일정수준의 손실위험을 감수할 수 있다. 안정성과 수익성은 동전의 양면처럼 항상 같이 갈 수 밖에 없으며, 수익성을 추구하기 때문에 일정 정도의 위험을 감수한다고 할 수 있다. 위험중립형의 경우는 위험에 따라서 대안을 선택하기보다는 수익에 따라서 투자의사결정을 하는 투자자라고 할 수 있다.

“적극투자형”은 투자원금의 보전보다는 위험을 감내하더라도 높은 수준의 투자수익 실현을 추구한다. 투자자금의 상당부분을 주식, 주식형 펀드 또는 파생상품 등의 위험자산에 투자할 의향이 있다. 투자수익을 실현하기 위해서는 위험을 감내할 용의가 충분히 있기 때문에 자산 배분시 적극적인 투자자산을 구사한다.

“공격투자형”은 시장평균 수익률을 훨씬 넘어서는 높은 수준의 투자수익을 추구하며 이를 위해 자산가치의 변동에 따른 손실위험을 적극 수용한다. 투자자금의 대부분을 주식, 주식형 펀드 또는 파생상품 등의 위험

자산에 투자할 의향이 있다. 공격투자형의 투자자는 투자의 목적이 수익률을 극대화하는 것이기 때문에 대체로 투자에 대한 경험이 풍부하며 투자 금융상품에 대한 해박한 지식을 가지고 있다.

2.2 투자성향과 금융자산의 관계에 관한 연구

2.2.1 초기가계포트폴리오이론

초기 가계 포트폴리오 이론에 따르면 개인의 위험회피도는 자산규모의 변화나 개인의 연령에 영향을 받지 않고 일생동안 일정하기 때문에 개인이 보유하는 최적의 위험자산의 규모 또한 일생동안 일정하다는 결과를 제시하였다.(Samuelson, 1969)

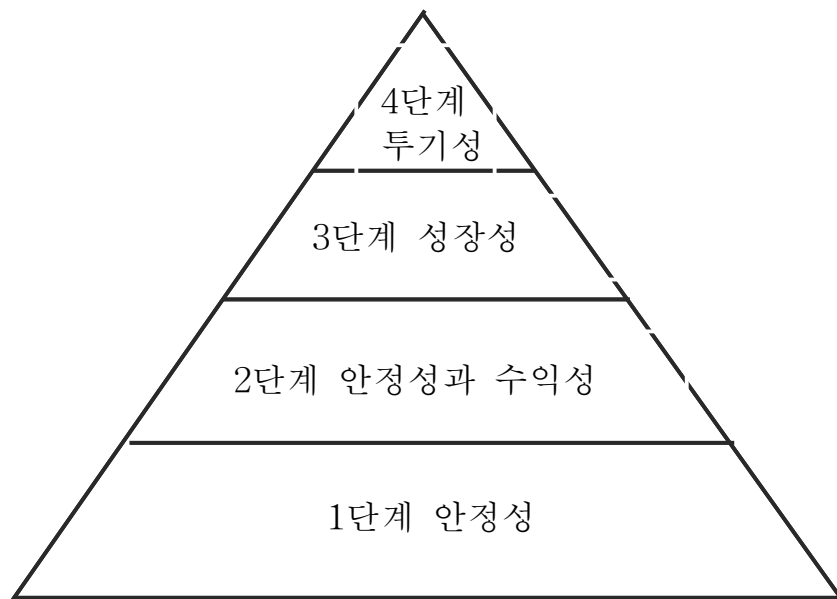
본 연구가 한 명의 투자자를 기준으로 연구하는 것은 아니므로 한 명의 투자자가 가진 순금융자산이 증가함에 따른 투자 성향의 변화가 있는지는 알 수 없다. 그러나 본 연구의 기본 가정은 투자자의 투자성향은 변한다는 것이다. 그 원인으로 순금융자산액의 크기를 파악하는 것이다. 선행 연구인 조혜진(2010)에 의하면 동일한 대상자의 위험감수도 성향이 실제로 2004년, 2007년의 조사를 통하여 위험회피형이 위험추구형으로 또는 위험추구형이 위험회피형으로 변화한 집단을 연구하였다.

2.2.2 위험피라미드모델

위험피라미드 모델은 위험과 수익성 측면에서 가계 포트폴리오 구성을 설명하고 있다(Weagley & Gannon, 1991). 기본적으로 1단계의 안전자산을 충분히 축적하여 다양화 한 다음에 2단계, 3단계 그리고 4단계로 나아간다는 것이다. 즉, 위험피라미드 1단계에서는 저수익-저위험 특성의 보수적 투자를 하고, 2단계와 3단계에서는 보다 위험하면서 고수익 특성의 투자를 하고, 4단계에서는 투기적인 투자성향을 보이게 된다. 부가 증가할수록 가계는 1단계와 2단계의 안전 자산이 많이 축적되어 있으므로, 가계의 상대적인 위험회피도가 낮아지고 위험자산도 보유하게 되어 다양

한 포트폴리오를 구성하게 된다.(강민석, 최은영, 2010)

위험 피라미드 모델에서 제시하고 있는 분류에 따르면, 1단계는 안전성을 추구하는 자산이며 현금, 은행요구불 및 저축성 예금, 양도성 예금증서, MMF 등을 말하며, 2단계는 안전성과 수익성을 추구하는 자산으로서 보험, 연금, 국채, 회사채, 지방채, 금융채 등의 자산이다. 3단계는 성장성을 추구하는 우량주, 투자신탁, 일반증권, 부동산임대, 전환사채 등의 자산이며, 최상위단계인 4단계는 투기성이 있는 자산으로서 미술품, 귀금속, 관리종목주식, 정크본드, 옵션, 선물상품 등을 말한다. 가계의 자산이 많으면 많을수록 1단계에서 4단계로의 위험자산의 보유비율이 높은 것으로 나타났다(최미향, 2010).



[그림 2-3] 위험 피라미드 모델⁴⁾

본 연구의 <가설 3>에서 분류한 금융자산과 [그림 2-3]의 위험피라미

4) 위험피라미드 모델을 그림으로 정리.

드모델에서 분류한 금융자산은 다르다. 위험피라미드모델에서는 1단계에서 4단계로 갈수록 위험과 수익이 증가하는 것을 의미하지만, 본 연구에서는 금융자산을 보통 예금과 적금, CMA, 직접투자상품, 펀드투자상품 그리고 보장성 보험을 제외한 저축성 보험으로 분류했다. 이 5가지의 금융자산 중 예금과 적금은 위험피라미드 모델의 1단계에 해당이 되고, CMA와 보험은 2단계라 생각하고, 직접투자상품은 3단계와 4단계로 세분화 될 수 있을 것이고, 펀드투자는 은 3단계로 분류할 수 있을 것이다. 이러한 관점으로 보면, 본 연구의 <가설 3>과 <가설 4>를 통해 위험 피라미드 모델이 적용되는지를 파악할 수 있을 것이다.

2.2.3 예비적 자산선택이론

전통적인 자산선택 이론에 따르면, 위험금융자산에 대한 수익률 자체가 불확실해질 때 가계는 위험금융자산의 보유를 줄이고 안전금융자산을 더 많이 보유하고자 하며, 다른 조건이 동일한 경우 위험 금융자산의 수익률이 높아지면 안전 금융자산 대신 위험 금융자산에 투자한다고 본다. 그러나 이 이론이 현실과 불일치하는 면이 존재한다는 점이 제기되면서, 가계의 특성 등을 반영한 연구들이 시도되고 있다.(Poterba & Samwick, 1997: Cocco, 2004: Kullmann & Siegel, 2004: 유경원, 2004: 정운영, 2008)

예비적 자산 선택이론에서는 예비적 저축을 증가시키는 개별적인 위험은 위험 금융자산에 대한 수요를 감소시키는 요인으로 작용하여, 소득의 불확실성이 증가할 경우에 가계는 안전, 유동 자산 보유를 확대한다고 본다. 즉, 다른 조건이 동일할 때, 소득의 변동성이 높을수록 안전 금융자산의 비중을 높이고 위험 금융자산의 비중을 낮추며, 상대적인 위험회

피도가 낮을수록 부의 많은 부분을 위험 금융자산에 투자하려고 한다는 이론이다.⁵⁾

5) 정운영, 우리나라 가계의 자산선택 결정요인에 관한 연구, Financial Planning Review 제1권 1호, 2008년 8월, pp.84.

2.3 선행연구 고찰

2.3.1 투자 성향 분류

본 연구에서 사용한 데이터는 투자자의 투자 성향에 대해 직접적으로 본인이 안정추구형인지 안정형인지 위험중립형, 적극투자형과 공격투자형인지를 질의함으로써 얻은 결과이며, 투자자의 투자 성향을 측정하기 위한 별도의 평가 지수를 사용하지는 않았다. 그러나 선행연구에 따르면, 전통적으로 가장 많이 사용된 위험 감수도 측정 방법으로는 미국의 SCF(Survey of Consumer Finances)와 PSID(Panel Study of Income Dynamics)가 있으며, 그 중 SCF의 설문 문항은 다음과 같다.

[표 2-1] SCF 설문문항

당신이 저축 또는 투자를 할 때 금융위험을 감수하고자 하는 정도를 설명하는 다음 문장들 중 당신에게 가장 적절한 것은 어느 것인가?

- ① 상당한 기대소득을 기대하며 이에 상응하는 상당한 위험을 감수한다.
- ② 평균 이상의 기대소득을 기대하며 이에 상응하는 평균 이상의 위험을 감수한다.
- ③ 평균정도 기대소득을 의미하며 이에 상응하는 평균정도 위험을 감수한다.
- ④ 어떠한 금융위험도 감수하지 않는다.

위의 SCF를 활용하여 위험 감수도를 측정한 선행연구를 살펴보면, 주

소현, 최현자, 성영애(2009)의 우리나라 펀드투자자의 펀드투자 의사결정에 따른 투자형태에 관한 논문에서 사용하였으며, 위의 SCF 질문을 약간 변형하여 위험수용성향을 파악하였다. 조혜진(2009)의 가계 자산포트폴리오에 있어서의 객관적 위험과 주관적 위험에 관한 연구에서는 위의 SCF를 활용하여 주관적 위험에 대해 측정하였다. 단, SCF가 단일 문항으로 이루어졌기 때문에 그로 인한 응답자의 판단 실수가 있을 수 있다고 판단하고, 좀 더 종합적인 측정을 할 수 있도록 보완하여 주관적 위험 측정 문항을 설계하였다.

한국노동패널(KLIPS) 조사에서 제공하는 위험감수도 측정문항은 위험감수도를 실험경제학적 측면에서 접근하여 파악할 수 있도록 제시되었다.

홍대연(2005)의 주식투자자의 투자성향과 투자수익률간의 관련성 연구에서는 투자 성향을 파악하기 위해 별도의 설문지를 작성, 점수표에 의한 가중치를 두어 총점에 의해 투자 성향을 분류하였다. 설문지에선 주로 투자를 하는 목적과 투자 기간, 위험선호태도, 투자 자금의 성격, 현재의 재산 및 월 소득 등을 질의하였으며, 이 논문에서는 주식 투자자의 투자 유형을 5가지로 분류하였으며 이자 소득형, 안정형, 균형형, 성장형, 공격형이다.

강태건(1999)은 의사결정자의 성격유형에 따른 위험태도 분석 및 효용함수의 도출이라는 논문을 통해서 위험태도를 분석하였다. 이 연구에서는 12가지의 위험상황을 설계한 후 그것에 해당되는 현실적인 위험상황을 설문지 형태로 만들어서 의사결정자의 위험태도를 측정하였다. 이 때 위험태도를 분류하는데 사용한 척도는, 주어진 불확실한 상황 대신 기댓값과 동일한 확실한 금액을 제안할 때 이 제안을 받아들이면 위험회피, 제안을 거절하면 위험추구 그리고 제안을 받아들이는 것과 거절하는 것

이 무차별하다고 판단되면 위험중립으로 구분하였다. 또한 기댓값보다 큰 금액을 제안했을 때 거절하면 강한 위험추구, 기댓값보다 적은 금액을 제안했을 때에도 받아들이면 강한 위험회피라고 보았다.

본 연구에서 투자 성향을 측정한 것과 동일한 방법을 사용한 선행연구 논문은 없었다. 하지만 본 연구의 자료가 투자 성향을 파악하는 데 있어서 충분히 타당하게 측정된 자료라 판단한다.

2.3.2 위험과 금융자산에 관한 선행연구

Bajtelsmit와 Bernasek(1996)는 남성과 여성의 경우에 서로 상이한 위험수용성향을 가지고 있으며 여성이 좀 더 보수적인 성향이 있다고 하였다. 여성의 보수적인 성향은 결국 투자자산의 성과에서 차이를 보이며 자산 배분 시에도 안정적인 상품에 배분하는 것으로 보인다고 하였다. 본 연구에서도 투자 성향 유형별로 인구 통계학적인 분석을 할 것이며, <가설 3>을 통해서도 실제로 남성과 여성이 자산 배분을 어떻게 다르게 하고 있는지 파악할 수 있을 것으로 예상한다.

김재철(2005) 연구에서는 최적 위험자산의 규모가 일정한 연령대가 될 때까지 증가하다가 연령대가 높아지면 다시 작아지는 역U자형을 보인다고 하였다.

Hanna & Chen(1997)과 Wang & Hanna (2007)의 연구에 의하면, 투자자의 위험수용성향이 큰 경우에는 위험자산을 상대적으로 많이 보유하고 있으며 위험수용성향이 작은 경우에는 반대로 안정자산을 선호하는 경향이 있다고 하였다. 본 연구의 <가설 3>에서 투자 성향이 서로 다른 집단 별로 보유하고 있는 금융자산의 비중이 어떻게 다른지를 파악해 보고자 한다.

Begley & Bowman(1987)는 위험감수성향이 높은 사람은 의사결정이 빠르고 기회가 있을 때 놓치지 않는 경향이 있으며, 위험회피성향이 있는 사람은 좀 더 신중하게 의사결정을 내리기 때문에 위험을 최소화하는 경향이 있다고 하였다. 결국, 과도한 위험감수성향은 재무적인 측면에서 성과를 감소시킬 수 있지만, 중간 정도의 위험감수성향은 재무적인 성과와 이어진다고 해석될 수 있다.

이진형(2008)의 위험회피성향을 고려한 가계의 자산선택 결정요인에서는 위험회피성향을 추정하였는데, 위험회피성향이 증가하였음에도 불구하고 위험자산의 비율은 뚜렷한 감소추세를 보이지 않거나 거의 35%의 수준에서 일정한 비율을 보이는 것으로 나타났다. 이는 개인의 위험선호와 결과가 반드시 일치하는 경향을 보이지는 않는 것을 의미한다.

최미향(2010)의 위험감수성향에 따른 가계금융자산 포트폴리오 변화 연구에서는 동일한 응답자를 대상으로 2004년과 2007년 두 차례에 걸쳐 위험 감수 성향을 분석하였고, 응답자의 위험 감수 성향이 변화한 집단과 변화하지 않은 집단으로 나누어 각각의 포트폴리오 항목별 보유 여부의 변화, 자산 규모의 변화를 분석하였다. 이 연구를 통하여 위험감수성향이 변한 집단의 경우에 어떤 이유로 위험감수성향이 변했는지를 파악할 수는 없었지만, 위험감수성향이 가계금융자산 포트폴리오 항목별 자산 증가여부에 어떠한 영향을 미치는지에 관해서는 유의미한 분석결과가 있었다. 주식의 경우는 두 차례 조사에서 모두 위험회피형에 속한 집단에 비해, 처음에는 위험회피형이었으나 위험추구형으로 변화한 집단이 상대적으로 자산이 증가할 가능성이 큰 것으로 나타났다.

기존의 선행연구에서는 위험감수성향을 측정하고 성향에 따른 위험자산의 비중에 관한 연구가 많으며, 금융자산에 대한 논의를 발전시켜 가계 자산 포트폴리오를 어떻게 배분하는 게 좋을지에 관한 연구가 활발하였

다. 하지만, 투자자의 순금융자산 규모에 따라 투자자의 투자 성향과의 상관관계를 알 수 있는 선행연구는 찾아볼 수 없었다. 본 연구에서는 <가설 1>과 <가설 2>를 통해 투자자의 순금융자산 규모에 따른 투자자의 투자성향이 어떻게 다르게 나타나는지를 파악하고자 하며, 또한 <가설 3>과 <가설 4>를 통해 순금융자산 규모에 따른 위험자산의 비중이 어떻게 다른지도 연구하고자 한다.

제 3 장 연구방법

3.1 자료

본 연구의 분석을 위하여 한국투자자보호재단이 제 3차년도에 실시한 2009년 [펀드투자자조사]를 사용하였다.

본 연구에서 2009년 [펀드투자자조사]의 자료를 쓰게 된 이유는 고객의 투자성향, 순금융자산의 규모와 금융자산별 구체적인 보유 금액 등이 자세히 조사된 귀한 자료라고 판단되기 때문이다. 또한, 이 데이터를 활용하여 연구된 논문이 아직까지는 부족하다고 판단되어 본 논문이 연구의 희소성이란 측면에서 더욱 의미가 있을 것이다.

한국투자자보호재단의 2009년 [펀드투자자조사]는 2007년 처음 실시한 이후로 2008년에 이어 세 번째로 시행한 간접투자자 조사이며 제 3차년도에는 2009년 10월 30일부터 11월 27일까지 약 4주에 걸쳐 조사되었다. 조사 대상은 만 25-65세 성인 남녀로서, 가계의 재정 상태에 대해 잘 알고 있으며 가계금융거래를 직접 결정하거나 의사결정에 참여하는 기혼자와, 현재 일정한 소득이 있으며 가계금융거래를 직접 결정 또는 의사결정에 참여하는 미혼자이다. 조사지역은 서울과 수도권지역인 안양, 부천, 성남, 고양, 군포, 수원 및 6대 광역시이다. 특히 1-2차년도 조사에서는 수도권 지역을 무작위로 추출하여 조사한 반면, 제 3차년도 조사에서는 수도권을 안양, 부천, 성남, 고양, 군포, 수원으로 지정한 뒤 인구비례에 따라 할당하였다. 조사방법은 TNS Korea의 패널을 이용한 CAWI(Computer Aided Web Interview)방식과 CAPI(Computer Aided Person Interview)방식을 동시에 진행하였다. CAWI는 프로그래밍 된 설문문을 온라인으로 진행하는 온라인 조사방식이며 CAPI는 프로그래밍 된

설문을 숙련된 면접원이 노트북 컴퓨터를 들고 다니면서 설문을 진행하는 1:1 개별 면접조사 방식이다. 특히, 조사대상 만 25-65세 성인남녀 중 온라인 설문조사가 어려운 55세 이상 응답자에 대해서는 CAPI를 실시하였다. 조사 표본은 총 2,530명으로 95% 신뢰 수준에서 표본 오차는 $\pm 1.9\%$ 이다. 본 연구에서 사용한 자료는 위의 조사 표본 2,530명 중에서 투자성향을 설문한 717명의 자료만을 기초로 사용하였다.

3.2 변수의 정의 및 측정

3.2.1 투자성향

본 연구에서는 2009 [펀드투자자조사]에서 조사된 전체 표본 2,530명 중에서 [표 3-1]의 설문에 응답한 717명의 자료만을 사용하였고, 이를 투자자의 투자 성향으로 파악하였다.

투자 성향(InvPrefType)의 변수는 5가지 유형으로 구분되고, 안정형을 “1”, 안정추구형을 “2”, 위험중립형을 “3”, 적극투자형을 “4”, 공격투자형을 “5”로 구분하였고, 본 연구에서는 실제로 “1”에서 “5”로 숫자가 증가할수록 위험선호도가 증가하는 것을 의미할 수 있기 때문에 명목척도로 사용하였다.

[표 3-1] 2009년 [펀드투자자조사] 설문 중 투자 성향 측정

1-1 귀하께서는 현재 소득에서 저축이나 투자를 하려고 할 때
다음 보기 중 어느 것을 선택하시겠습니까?

- (1) 예금/적금 --> 다른 항목으로 이동
- (2) 펀드/주식 --> 1-4로

1-4 다음 중 귀하의 투자목표와 투자성향을 가장 잘 설명하는
유형을 한 가지만 선택하여 주십시오 [단수응답]

- (1) 안정형 : 예금/적금 수준의 수익률을 기대하며, 투자원금에
손실이 발생하는 것을 원하지 않음
- (2) 안정추구형 : 투자원금의 손실위험은 최소화하고, 이자소득
이나 배당소득 수준의 안정적인 투자를 목표로 함
- (3) 위험중립형 : 투자에는 그에 상응하는 투자위험이 있음을
충분히 인식하고 있으며 예금/적금보다 높은 수익을 기대할 수
있다면 일정수준의 손실위험을 감수할 수 있음
- (4) 적극투자형 : 투자원금의 보전보다는 위험을 감내하더라도
높은 수준의 투자수익 실현을 추구함. 투자자금의 상당 부분을
주식, 주식형 펀드 또는 파생상품 등의 위험자산에 투자할 의
향이 있음
- (5) 공격투자형 : 시장평균 수익률을 훨씬 넘어서는 높은 수준의
투자수익을 추구하며 이를 위해 자산가치의 변동에 따른 손실
위험을 적극 수용. 투자자금 대부분을 주식, 주식형 펀드 또는
파생상품 등의 위험자산에 투자할 의향이 있음

3.2.2 순금융자산

순금융자산이라 함은 부동산자산을 제외한 금융자산을 의미한다. 2009년 [펀드투자자조사]에서는 설문을 통해 금융자산을 [표 3-2]와 같이 열거하고 있다. 본 연구에서도 순금융자산 변수를 동일하게 사용한다.

[표 3-2] 금융자산의 구성 요소

금융재산은 아래의 예들을 모두 포함하는 재산입니다.

- (1) 일반 예/적금 : 저축 예/적금, 주택마련 상품 등
- (2) 직접투자상품 : 주식, 채권, 선물 및 옵션 등
- (3) CMA상품
- (4) 펀드투자상품 : 주식형, 채권형, MMF 등
- (5) 저축성 보험 : 연금보험, 장기저축보험, 유니버설 저축보험, 교육 보험(학자보험), 재테크 보험 등

2009년 [펀드투자자조사]의 설문에서는 [표 3-2]의 (1) “일반 예/적금”은 수시입출금식 예금과 저축성 예금/적금, 시장성 예금 그리고 기타로 나누어 현재 잔액을 조사하였으며, (2) “직접투자상품”은 주식과 채권, 선물, 옵션 등 파생상품의 현재 평가액을 각각 물어 보았다. (3) “CMA상품”은 현재 CMA 예치 잔액이고 (4) “펀드 투자상품”은 펀드에 현재까지 투자한 총액과 평가 총액 등을 조사하였다. (5) “저축성 보험”의 경우는 보장성 보험을 제외한 보험으로 제한하였고 지금까지 불입한 기간과 월 납입액을 생각하여 보험료의 총 금액을 기재하였다. 순금융자산액

은 위의 (1)부터 (5)까지 항목을 합산하되, 펀드의 경우는 투자총액이 아니라 현재 평가액을 보정한 값을 대입하여 재계산한 금액으로 평가되었다.(한국투자자보호재단, 2009).

[표 3-2]는 투자자가 보유하고 있는 금융자산 구성요소이며 <가설 3>의 변수로 사용된다. 각각의 변수는 (1)의 일반 예/적금(Saving), (2)의 직접투자상품(DirectInvest), (3)의 CMA상품(CMA), (4)의 펀드투자상품은(Fund), 그리고 (5)의 저축성보험(SavInsure)으로 측정된다.

2009년 [펀드투자자조사]에서 순금융자산액의 범위는 0원에서 89억까지 조사되었다. 실제로 통계 분석 시에는 순금융자산(FinAssetMod)에 LOG를 취한 값으로 변환하여 순금융자산로그값(LOG_FinAssetMod)을 사용하였다.

3.2.3 기타 변수

본 연구에서 사용한 기타 변수로 연령(Age)이며, 연령은 만 25세에서 65세이며 20대, 30대, 40대, 50대 그리고 60대로 구분하였다. 결혼유무는 미혼, 기혼 그리고 이혼이나 사별로 구분하였다. 직업은 크게 급여생활자와 자영업자로 나누었으며, 급여생활자는 관리직, 사무직, 전문직, 판매직, 서비스직, 생산직으로 세분화하였고, 자영업자도 전문직, 판매직, 서비스직, 생산제조업, 건설업, 기타로 분류하였다. 교육수준(Educ)은 최종학력을 기준으로 중졸이하, 고졸, 대학교 재학 또는 졸업 그리고 대학원 재학 또는 졸업 이상으로 구분하였다.

선호하는 금융상품(PrefFindProd)은 안정형 상품, 안정추구형 상품, 위험중립형 상품, 적극투자형 상품과 공격형 상품으로 구분하였으며 각 상

품의 예시는 은행 예금과 적금, 국채, 지방채, 보증채, MMF, CMA 등을 안정형 상품이라 한다. 이 중 CMA는 본 연구의 순금융자산 규모와 순금융자산의 보유 항목 자산으로 분류될 때는 독립적으로 구분되나 투자자가 선호하는 금융상품의 예시에서는 안정형 상품으로 구분된다. 안정 추구형 상품 예시로는 금융채, 신용도가 높은 회사채, 채권형 펀드, 원금 보장형 ELS 등이며, 위험중립형 상품 예시로는 신용도 중간 등급의 회사채, 원금의 일부만 보장되는 ELS, 혼합형 펀드 등이다. 적극투자형 상품으로는 신용도가 낮은 회사채, 주식, 원금이 보장되지 않는 ELS, 시장 수익률 수준의 수익을 추구하는 주식형 펀드가 포함되며, 공격형 상품으로는 ELW, 선물옵션, 시장수익률 이상의 수익을 추구하는 주식형 펀드, 파생상품에 투자하는 펀드, 주식 신용 거래 등이 예시되어있다.

손실감내수준(LossTolerance)은 투자시 원금의 몇 %의 손실을 보았을 때 투자를 중단할건지를 객관식문항으로 조사했다. (1)번은 원금의 1-5%의 손실을 보았을 때 투자를 중단하겠다는 의미이며 (2)번은 6-10%사이, (3)번은 11-15%, (4)번은 16-20%, (5)번은 21-25%, (6)번은 26-30%사이, (7)번은 31-50%, (8)번은 51-100% 마지막으로 (9)번은 100%이상 손실을 보았을 때 투자를 중단하겠다는 의미로 조사되었다. 2009년 [펀드투자자조사]에 의하면, 응답자가 평균 -26%의 손실까지 감내할 수 있다고 하였으나, 응답자를 투자 성향에 따라 5개의 집단으로 분류해서 보았을 때는 실제로 안정형임에도 불구하고, (9) 100%이상의 손실을 감내하겠다고 한 응답자도 있어서 극단적인 불일치를 보이는 경향도 있다.

월 소득(MonthlyIncome)은 지난 2008년 11월부터 2009년 10월까지의 월평균 소득액을 의미하는데, 이 금액은 년 단위 발생 소득을 12로 나눈 후 월별로 발생하는 월 소득과 합산한 것이다. 월 소득은 근로소득, 사업소득, 이자 및 배당 소득, 임대소득이며 년 단위로 발생하는 소득은 양도

소득, 이전소득, 퇴직금, 보험 및 기타 해약금, 경조 소득 등이다. 월 소득은 월 200만원 이하, 월 201만원에서 300만원 이하, 월 301만원에서 400만원 이하, 월 401만원에서 600만원 이하 그리고 월 600만원 이상으로 구분하였다.

3.3 가설

본 연구에서는 투자자의 순금융자산 규모가 커짐에 따라 투자자의 투자 성향의 차이가 있는지를 파악하고자 한다. 투자 성향을 안정형(1), 안정 추구형(2), 위험중립형(3), 적극투자형(4), 공격투자형(5)으로 구분하고, 그 투자자가 보유하고 있는 순금융자산의 규모와 투자자의 투자 성향간의 상관관계가 있는지를 먼저 파악하고자 한다.

<가설 1>을 통해 순금융자산이 커지면 커질수록 투자자의 투자 성향이 안정형(1)에서 공격투자형(5)으로 변화하여 위험을 더 선호하는 경향으로 변하도록 영향을 미칠 것인지 연구한다. 본 연구에서 <가설 1>에서 순금융자산이 커질수록 투자자의 성향이 위험을 더 선호하는 것으로 가정한 것은 위험피라미드모델에 의하면 순자산규모가 커질수록 위험자산의 비중이 더 커진다고 하므로, 자산규모가 커질수록 위험자산의 비중이 높아지고, 위험자산에 투자를 하는 투자성향은 아마도 위험을 추구하는 적극투자형과 공격투자형의 비중이 많아질 것이라 예측했기 때문이다.

<가설 2>에서는 순금융자산액을 구간별로 나누어서 동일한 방법으로 검증하였을 때, 순금융자산 구간별로도 여전히 투자자의 투자 성향이 안정형(1)에서 공격투자형(5)으로 위험을 더 선호하도록 영향을 미칠 것인지 알아보하고자 한다. 만약 <가설 1>이 지지된다면, <가설 2>를 통해서 <가설 1>이 구체적으로 어떻게 맞는지에 관하여 알 수 있을 것이다. 또한, 추후 PB가 Financial Planning 실무에서 활용하기에 좋은 가이드라인이 될 수 있을 것이라 기대한다.

<가설 3>에서는 투자자가 실제 보유한 순금융자산을 유형별로 분석하여 투자자의 투자 성향별로 차이가 어떻게 나타나는지 파악해본다. 투자 성향에 따라서 뚜렷한 보유비중의 차이가 있는지 파악해 봄으로써, 투자자의 투자성향과 투자형태가 일치하는지를 알 수 있을 것이다.

<가설 4>는 <가설 2>와 같이 순금융자산 규모를 3개의 그룹으로 나눈 후, 투자자가 실제로 보유한 순금융자산의 항목별 비중이 어떻게 다른지를 파악하고자 한다. 이것은 위험피라미드 모델이 실제로 적용되는지 알 수 있을 것이며, PB가 고객의 자산포트폴리오를 구성할 때 자산배분의 비중 등을 참고하는 자료가 될 것이라 생각한다.

3.4 분석방법

2009 펀드투자자조사의 투자성향을 파악할 수 있는 응답자 717명의 데이터를 중심으로 각 분석의 틀에 맞게 SPSS Window(version 12) 프로그램을 이용하여 분석하였다. 분석에는 3.2에서 설명한 변수를 사용하였다.

<가설 1>의 투자자의 순금융자산 규모에 따른 투자자의 투자 성향 특성을 알아보기 위하여 순금융자산(펀드평가금액을 보정하여 재계산한 금액)금액을 로그값으로 변환하여 사용했다. 상관분석에서는 이변량 상관계수를 Spearman으로 분석하였으며, 모형 적합성 분석은 Model-Fitting-Information을 실시 하였고, PLUM(Polytomous Universal Model) 분석결과치에 의존하여 검증하였다.

<가설 2>는 순금융자산 규모를 구간별로 그룹화 하였다. 순금융자산 규모를 1억원 이후, 1억원 초과부터 2억원 이하 그리고 2억원 초과로 구간을 나눈 후 <가설 1>과 동일하게 상관분석과 모형 적합성분석, PLUM 분석 결과치로 검증하였다.

<가설 3>은 투자자의 투자 성향별로 집단을 구분하고, 각 집단별로 순금융자산의 항목별 보유 비중이 어떻게 다른지를 파악하고자 한다. 그러므로 다수 집단 간의 평균차이를 검정하기 위하여 평균비교의 분산배치 일원분석인 One Way ANOVA 분석을 하였으며 사후검정을 Scheffe와 Dunnett T3로 분석하였다.

<가설 4>는 <가설 2>와 같이 순금융자산 규모를 3개의 그룹으로 나눈 후, 투자자가 실제로 보유한 순금융자산의 항목별 비중을 구하였다. 3개 그룹에서 각 항목별 비중이 어떻게 차이가 나는지 분석하였다.

제 4 장 연구결과

4.1 조사대상자의 특성

4.1.1 조사대상자의 인구통계학적 기술통계량 분석

본 연구 조사대상자에 대한 인구통계학적 기술통계량 분석은 [표 4-1]과 [표 4-2]와 같다.

[표 4-1]의 성별을 보면 조사 대상자 중 남성이 58.7%, 여성이 41.3%로 나타난다. 성별(1)은 동일한 투자 성향을 가진 사람들 중에서 남성, 여성이 차지하는 비율을 %로 나타낸 것이며 성별(2)는 남성 중에서 각 투자 성향이 차지하는 비율을 표시하였다. 즉, 성별(1)의 분석을 보면, 투자 성향이 안정추구형인 투자자 중에서 남성은 44.6%를 차지하고, 여성은 55.4%를 차지한다. 성별(1)의 분석에 의하면, 안정형과 안정추구형에서는 여성의 비중이 높고 위험중립형, 적극투자형, 공격투자형으로 갈수록 남성의 비중이 월등히 높음을 알 수 있다. 이는 Bajtelsmit와 Bernasek(1996)의 연구에 의하면, 여성이 남성과 상이한 위험 수용 성향을 가지고 있으며 여성이 좀 더 보수적인 경향성을 가지고 있다고 한 것과 일치한다. 성별(2)의 분석은 남성 투자자를 100%라 할 때 투자 성향이 어떻게 분포되어있는지를 파악하기 위한 것이다. 남성은 위험중립형이 30.6%로 가장 많은 비중을 차지하며 여성의 경우는 43.6%가 안정추구형으로 가장 많은 비중을 차지한다.

연령별 분포를 보면 20대가 15.8%, 30대가 32.4%, 40대가 32.4%, 50대가 16%, 60대가 3.4%이다. 연령(1)은 동일한 투자 성향을 가진 집단 안에서 연령별로 구분한 것이며 연령(2)은 동일한 연령대에서 각 투자 성

향별 분포를 알 수 있게 구분한 것이다.

결혼유무는 미혼자가 28.6%, 기혼자가 68.5%, 사별, 이혼 등 기타사유에 해당하는 자가 2.9%이다. [표 4-2]에서는 직업별로는 크게 급여생활자가 74.4%이며, 자영업자가 10.9%, 기타에 해당하는 사람이 14.8%로 나타난다. 급여생활자 중에서는 전문 관리직에 해당하는 자가 22.5% 사무직이 44.5%, 판매/서비스/생산직이 7.4%이며, 자영업자 중 전문 관리직은 1.7%, 판매서비스 등에 종사하는 자영업자는 9.2%, 기타에 해당하는 자가 14.8%이다.

월 소득을 기준으로 볼 때는 월 200만원 이하가 12.2%, 201만원-300만원 이하는 15.4%, 301만원-400만원은 16%, 401만원-600만원은 28.5%, 월600만원 이상의 소득자도 28.5%가 된다.

월 소득(1)은 동일한 투자 성향의 집단에서 투자자의 월 소득 구간별로 차지하는 비중을 분석한 것이며, 월 소득(2)는 동일한 월소득 구간에서 각 투자 성향이 차지하는 비중을 분석한 것이다. 월 소득(1)의 투자 성향이 안정형인 집단을 보면, 200만원 이하인 투자자의 비중이 24.1%로 가장 비중이 높다. 이는 월 소득이 비교적 작은 투자자는 안정형을 상대적으로 선호하는 것으로 해석할 수 있다. 또한 적극투자형과 공격투자형에서는 월 소득이 401만원~600만 원 이하인 투자자와 600만원 초과인 투자자의 비중이 55%, 59%를 차지한다. 이것은 월 소득이 많을수록 투자자의 투자 성향이 좀 더 위험을 선호하는 경향성이 있음을 알 수 있다.

[표 4-1] 성별, 연령별 투자 성향 분포

(단위 : %)

투자유형분류		N	안정형	안정추 구형	위험중 립형	적극투 자형	공격투 자형
TOTAL		717	7.5	32.5	28.05	22.05	9.9
성 별(1)	남성	421	50.0	44.6	64.2	70.3	70.4
	여성	296	50.0	55.4	35.8	29.7	29.6
	소계		100	100	100	100	100
성 별(2)	남성	100 %	6.4	24.7	30.6	26.4	11.9
	여성	100 %	9.1	43.6	24.3	15.9	7.1
연 령(1)	20대	113	16.7	12.9	16.9	17.7	16.9
	30대	232	31.5	30.5	30.8	34.2	39.4
	40대	232	33.3	31.3	31.3	31.0	40.8
	50대	115	13.0	21.9	15.4	15.8	1.4
	60대	25	5.6	3.4	5.5	1.3	1.4
	소계		100	100	100	100	100
연 령(2)	20대	100	8.0	26.5	30.1	24.8	10.6
	30대	100	7.3	30.6	26.7	23.3	12.1
	40대	100	7.8	31.5	27.2	21.1	12.5
	50대	100	6.1	44.3	27.0	21.7	0.9
	60대	100	12.0	32.0	44.0	8.0	4.0
결 혼 유 무	미혼	205	24.1	25.8	29.4	31.0	33.8
	기혼	491	72.2	70.4	68.2	66.5	64.8
	기타	21	3.7	3.8	2.4	2.5	1.4
	소계		100	100	100	100	100

[표 4-2] 직업별 월소득별 투자 성향 분포

(단위 : %)

투자유형분류		N	안정형	안정 추구형	위험 중립형	적극 투자형	공격 투자형
TOTAL		717	7.5	32.5	28.05	22.05	9.9
급여 생활 자	전문관리직	161	20.4	25.8	17.4	22.8	26.8
	사무직	319	50.0	39.9	46.3	46.2	46.5
	판매/서비스/생산	53	3.7	6.4	9.5	8.9	4.2
자영 업자	전문관리직	12	1.9	0.4	2.5	1.9	2.8
	판매서비스등	66	9.3	10.7	10.0	8.9	2.8
기타	기타	106	14.7	16.8	14.3	11.3	16.9
		소계	100	100	100	100	100
월소 득(1)	200만원이하	87	24.1	12.4	10.4	9.5	12.7
	201~300만원	110	11.1	15.0	13.4	20.3	14.1
	301~400만원	114	16.7	16.7	16.4	14.6	14.1
	401~600만원	203	22.2	25.8	29.9	28.5	36.6
	600만원초과	203	25.9	30.1	29.9	27.1	22.5
		소계	100	100	100	100	100
월소 득(2)	200만원이하	100	15.0	33.3	24.1	17.2	10.3
	201~300만원	100	5.5	31.8	24.5	29.1	9.1
	301~400만원	100	7.9	34.2	28.9	20.2	8.8
	401~600만원	100	5.8	29.6	29.6	22.2	12.8
	600만원초과	100	6.8	34.5	29.6	21.2	7.9

4.1.2 조사대상자의 투자유형에 관한 특성

[표 4-3]은 투자자의 투자 성향별 펀드 투자 현황에 관한 분석이다. 이것은 현재 투자 하고 있는 현황이므로 복수응답으로 조사된 것이며, 단순히 보유하고 있는 비율을 의미하는 것이 지 투자 비중을 의미하는 것은 아니다. 현재 예금을 보유하고 있는 투자자는 총 717명 중 644명이며 73명만이 예금을 보유하고 있지 않다는 것을 의미한다.

투자자의 투자성향별로 보았을 때 투자 성향이 안정형인 집단에서 예금 보유 비율이 92.6%로 가장 많지만 안정추구형, 위험중립형, 적극투자형과 공격투자형 모두 거의 90%에 가까운 보유율을 가지고 있다. 이는 Weagley & Ganno(1991)의 위험피라미드모델에서 1단계인 안정자산에 먼저 투자하여 안정자산을 충분히 축적한 후에 2단계, 3단계, 4단계의 투자로 나아간다는 것과 일치함을 보여주고 있다.

실제로 보유비율을 기준으로 분석했을 때, 위험중립형, 적극투자형과 공격투자형 투자자는 예금뿐만 아니라 CMA, 직접투자, 펀드투자, 저축성 보험을 다수가 보유하고 있는 것으로 나타난다. 현재 펀드 투자 상품을 가장 많이 보유하고 있는 것으로 나타난 투자성향 집단은 공격투자형이며, 현재 직접투자상품을 가장 많이 보유하고 있는 것으로 나타난 투자성향 집단은 적극투자형이다. 저축성 보험에 대한 보유율도 안정형보다는 공격투자형이 상대적으로 높게 나타나는데, 이것은 최근의 저축성 보험이 펀드로 구성된 변액유니버설보험과 같은 상품이 많은 점을 감안할 때는 충분히 납득할 수가 있다. 펀드 투자 상품 중 국내투자 상품과 해외투자 상품 중에서 좀 더 위험을 선호하고 있는 상품은 해외투자 상품이라 할 수 있다. 적극투자형과 공격투자형은 안정형과 위험중립형에 비해 상대적으로 해외투자 펀드상품을 보유하고 있는 비율이 높은 편이다.

투자 방법에 있어서도 안정형과 안정추구형은 적립식 펀드 투자상품을 각각 85.7%, 86.0%씩 보유하고 있다. 반면 적극투자형과 공격투자형은 임의식 투자 상품을 안정형, 안정추구형과 위험중립형에 비해 상대적으로 선호하고 있는 것으로 나타났다.

투자 유형은 안정형과 안정추구형, 위험중립형이 혼합형의 펀드를 각각 57.1%, 67.7%, 62.7%를 보유하고 있는데, 적극투자형과 공격투자형은 주식형 펀드 상품에 88.7%, 89.8%가 가입하고 있어서 위험자산을 좀 더 선호함을 알 수 있다. 펀드를 가입한 판매사에 대한 분석 결과는, 안정형의 경우는 71.4%가 은행을 통해 펀드상품을 가입하였으며, 적극투자형과 공격투자형의 경우는 72.2%, 69.5%가 증권사를 통해 펀드상품을 가입하였음이 조사되었다. 이는 안정형의 투자성향을 가진 투자자는 투자 상품 가입이 주로 은행이라는 채널을 통해 이루어지고 있음을 알 수 있으며 적극투자형과 공격투자형은 증권사 채널을 통해 주로 이루어지고 있음을 알 수 있다.

[표 4-3] 투자성향별 펀드 투자 현황

(단위 : %)

투자유형분류		N	안정형	안정 추구형	위험 중립형	적극 투자형	공격 투자형
TOTAL		717	7.5	32.5	28.05	22.05	9.9
현재보유 금융상품	예금	644	92.6	88.8	90.5	89.2	90.1
	CMA	396	55.6	52.4	52.7	59.5	62.0
	직접투자	400	51.9	43.3	61.7	67.7	56.3
	펀드투자	524	51.9	70.4	78.6	72.8	83.1
	저축성 보험	451	51.9	62.7	62.7	63.3	71.8
투자지역	국내	486	96.4	89.6	94.9	94.8	89.8
	해외	263	39.3	51.2	42.4	58.3	57.6
투자방법	거치식	220	46.4	42.7	40.5	44.3	37.3
	적립식	438	85.7	86.0	84.8	82.6	74.6
	임의식	138	28.6	21.3	22.8	33.0	35.6
투자유형	주식형	356	46.4	55.5	61.4	88.7	89.8
	혼합형	292	57.1	67.7	62.7	40.9	32.2
	채권형	46	10.7	9.1	10.8	7.0	5.1
	MMF	46	32.1	10.4	6.3	7.0	3.4
	부동산	22	3.6	3.0	3.8	5.2	6.8
	모름	30	7.1	6.7	5.1	7.0	1.7
판매사	은행	312	71.4	61.6	63.9	53.9	47.5
	증권	322	50.0	55.5	58.9	72.2	69.5
	보험사	68	17.9	9.1	13.9	15.7	13.6

4.2 상관관계분석

4.2.1 순금융자산과의 상관관계

[표 4-4]는 순금융자산과 기타 변수와의 상관관계를 분석한 표이다.

각각의 변수에 대한 정의는 3.2.2 에서 기술하였다. 본 연구에서 순금융자산과 기타 변수와의 상관관계 분석이 중요한 이유는 순금융자산의 규모가 커질수록 각각의 변수가 어떤 방향성을 가지고 있는가를 파악할 수 있기 때문이다. 순금융자산 규모가 커질수록 연령(Age)이 높아진다는 것을 상관계수 0.192(**)를 통하여 알 수 있다. 또한 순금융자산 규모가 커질수록 교육수준(Educ)도 점점 높아지는 경향이 있음을 나타낸다. 순금융자산을 구성하고 있는 요소는 모두 5가지며 일반 예적금(Saving), 직접투자(DirectInvest), CMA(CMA), 펀드투자(Fund), 저축성보험(SavInsure)인데, 상관관계 분석에서 저축성보험(SavInsure) 변수와는 유의한 결과가 나오지 않았으므로 [표 4-4]에서 제외하였다. 저축성보험(SavInsure)을 제외한 4가지의 순금융자산 항목 중 직접투자(DirectInvest), CMA(CMA), 펀드투자(Fund)는 양의 상관계수가 나왔으며, 이것은 순금융자산이 커지면 커질수록 직접투자(DirectInvest), CMA(CMA), 펀드투자(Fund)가 모두 증가하는 경향이 있음을 설명하고 있다. 반면, 일반 예적금(Saving)은 순금융자산 규모가 커질수록 점점 작아지는(-) 음의 상관관계가 있다. 이것은 순금융자산 규모가 커질수록 다양한 자산에 투자하게 되어 일반예적금(Saving)에 대한 비중이 상대적으로 줄어든다고 해석할 수 있다.

투자 성향(InvPrefType)과 순금융자산과의 상관관계는 순금융자산이 커질수록 투자 성향도 안정형에서 공격투자형으로 점점 위험을 선호하는

방향으로 변함을 의미한다. 손실감내도(LossTolerance)와 순금융자산과의 상관관계는 순금융자산의 규모가 커질수록 손실을 감내할 수 있는 수준 또한 증가함을 알 수 있다. 손실을 감내하는 수준이 증가한다는 것은 실제로는 손실 %가 증가하는 것이므로 의미상으로는 (-)가 더 커지는 것을 의미한다. 월 소득(Monthly Income)은 순금융자산이 커질수록 투자자의 월 소득금액도 함께 커지는 경향이 있다고 해석할 수 있다.

[표 4-4] 순금융자산과의 상관관계분석

(N=713)

분 석 방 법	순금융자산로그값(LOG_FinAssetMod)과의 상관관계		
Spearman의 rho	연령(Age)	상관계수	.192(**)
		유의확률(양측)	.000
	교육수준(Educ)	상관계수	.082(*)
		유의확률(양측)	.029
	일반 예적금(Saving)	상관계수	-.155(**)
		유의확률(양측)	.000
	CMA(CMA)	상관계수	.093(*)
		유의확률(양측)	.013
	직접투자(DirectInvest)	상관계수	.188(**)
		유의확률(양측)	.000
	펀드투자(Fund)	상관계수	.274(**)
		유의확률(양측)	.000
	선호금융상품(PrefFinProd)	상관계수	.075(*)
		유의확률(양측)	.045
	투자성향(InvPrefType)	상관계수	.095(*)
		유의확률(양측)	.011
	손실감내수준(LossTolerance)	상관계수	.100(**)
		유의확률(양측)	.008
	월소득(MonthlyIncome)	상관계수	.364(**)
		유의확률(양측)	.000

** 0.01 유의수준

* 0.05 유의수준

4.2.2 변수들 간의 상관관계

[표 4-5] 변수들 간의 상관관계분석 (N=717)

		연령	교육수준	일반예적금	CMA	직접투자	Fund투자	선호금융상품	투자성향	손실감내도	월소득
연령	상관계수	1.000	-.193(*)	.001	-.318(*)	.037	.051	-.084(*)	-.098(*)	-.082(*)	.211(**)
	유의확률	.	.000	.968	.000	.317	.171	.024	.009	.029	.000
교육수준	상관계수	-.193(*)	1.000	-.022	.092(*)	.061	-.056	.051	.078(*)	.056	.097(**)
	유의확률	.000	.	.549	.014	.104	.134	.170	.038	.131	.009
일반예적금	상관계수	.001	-.022	1.000	-.157(*)	-.254(*)	-.344(*)	-.158(*)	-.170(*)	-.119(*)	-.094(*)
	유의확률	.968	.549	.	.000	.000	.000	.000	.000	.001	.012
CMA	상관계수	-.318(*)	.092(*)	-.157(*)	1.000	-.007	-.028	.038	.009	-.004	-.038
	유의확률	.000	.014	.000	.	.857	.452	.304	.819	.924	.304
직접투자	상관계수	.037	.061	-.254(*)	-.007	1.000	-.320(*)	.174(**)	.170(**)	.120(**)	.103(**)
	유의확률	.317	.104	.000	.857	.	.000	.000	.000	.001	.006
Fund투자	상관계수	.051	-.056	-.344(*)	-.028	-.320(*)	1.000	.082(*)	.084(*)	.055	.109(**)
	유의확률	.171	.134	.000	.452	.000	.	.028	.025	.143	.003
선호금융상품	상관계수	-.084(*)	.051	-.158(*)	.038	.174(**)	.082(*)	1.000	.800(**)	.129(**)	-.016
	유의확률	.024	.170	.000	.304	.000	.028	.	.000	.001	.663
투자성향	상관계수	-.098(*)	.078(*)	-.170(*)	.009	.170(**)	.084(*)	.800(**)	1.000	.135(**)	.019
	유의확률	.009	.038	.000	.819	.000	.025	.000	.	.000	.604
손실감내도	상관계수	-.082(*)	.056	-.119(*)	-.004	.120(**)	.055	.129(**)	.135(**)	1.000	-.001
	유의확률	.029	.131	.001	.924	.001	.143	.001	.000	.	.983
월소득	상관계수	.211(**)	.097(**)	-.094(*)	-.038	.103(**)	.109(**)	-.016	.019	-.001	1.000
	유의확률	.000	.009	.012	.304	.006	.003	.663	.604	.983	

** 0.01 유의수준

* 0.05 유의수준

변수들의 정의에 대해서는 3.2.3 기타 변수에서 이미 기술하였다. 본 연구에서 각 변수들 간의 상관관계를 파악하는 것은 가설을 검증하기 전에 각 변수들 간의 상관관계를 파악해 봄으로써 각 변수들 간에 어떤 방향으로 영향력을 미치는지 미리 알 수 있다.

[표 4-5]에 의하면, 연령(Age)과 교육수준(Educ)의 상관계수는 $-0.193(**)$ 이다. 이것은 연령(Age)이 커질수록 투자자의 교육수준(Educ)은 낮아짐을 의미하는데, 일반적으로 나이가 젊은 투자자가 나이가 많은 투자자에 비해 상대적으로 교육수준이 높을 것으로 예상되기에 당연한 결과로 여겨진다. 연령(Age)과 유의미한 상관관계를 보이는 것으로 CMA(CMA)가 있다. 연령(Age)이 커질수록 CMA(CMA)에 투자하는 비중은 작아진다는 것을(-) 알 수 있다. 투자 성향(InvPrefType)도 (-)의 상관관계를 보이는데, 이것 역시 투자자의 연령이 커질수록 투자성향(InvPrefType)은 공격투자형에서 안정형의 방향으로 위험을 회피하는 쪽으로 변화하는 것으로 해석할 수 있다. 본 연구에서 안정형을 (1)의 값으로 공격투자형을 (5)의 값으로 표시하고 명목척도로 변수를 정의하여 사용하였기 때문이다. 또 비슷한 상관관계를 보이는 변수가 있는데, 선호금융상품(PreFinProd)과 손실감내수준(LossTolerance)은 둘 다 연령(Age)과 (-)의 상관관계를 보이는데, 이는 앞에서 해석한 것과 마찬가지로, 나이가 많아질수록 선호하는 금융상품은 공격투자형상품(5)에서 안정형(1)으로 변화하면서 위험을 덜 추구하는 것으로 보인다. 손실감내수준도 나이가 많아질수록 손실감내수준이 떨어짐을 의미한다. 반면 월 소득(MonthlyIncome)은 나이가 많아질수록 함께 많아지는 것으로 해석되는데, 이는 연세가 있으신 분들이 경제적으로 좀 더 안정되었을 것이며 그에 따른 월소득도 나이가 어린 투자자보다 상대적으로 많을 것이라 예측되는 바이다.

교육수준(Educ)은 CMA(CMA) 변수와 (+)의 상관계수를 보이는데, 이는 교육수준이 높을 수록 CMA(CMA)상품에 투자하는 경향이 높음을 시사한다. 투자성향(InvPrefType)도 교육수준이 높을수록 안정형(1)에서 공격투자형(5)으로 좀 더 위험을 선호하는 것을 알 수 있다. 교육수준이 높을수록 월소득(MonthlyIncome)도 많아짐을 알 수 있다.

일반 예적금(Saving)변수는 다른 금융자산 항목인 CMA(CMA)와 직접투자(DirectInves), 그리고 펀드투자(Fund)에 대해서 (-)의 상관관계를 보이는데, 이는 투자자가 일반예적금(Saving)에 투자 비중을 늘릴수록 다른 금융자산인 위이 세 변수는 감소함을 나타낸다. 이것은 금융자산의 5가지 항목이 금액으로 계산된 것이 아니라 비중이다. 그러므로 한 쪽의 자산에 투자하는 비중이 늘어나면 다른 한 쪽의 자산에 투자하는 비중이 줄어드는 것은 논리적으로 당연하다. 직접투자(DirectInvest)변수는 펀드투자(Fund)와 (-)의 상관계수를 보여주는데 이는 순금융자산을 100이라고 가정할 때 각 자산을 보유하고 있는 비중으로 분석하였기 때문이다. 선호금융상품(PrefFinProd)과 투자성향(InvPrefType), 손실감내수준(LossTolerance)은 모두 동일한 방향으로의 상관관계를 가지고 있는 변수이다. 변수 간 상관관계 분석에서 한가지 특이한 점은 펀드투자(Fund)와 손실감내수준(LossTolerance)의 상관계수가 유의하지 않은 것으로 분석되었다.

이는 펀드투자(Fund)가 늘어날수록 손실감내수준(Loss Tolerance)도 항상 높아지는 것만은 아닌 것으로 해석이 된다. 투자성향(InvPrefType)은 CMA(CMA)를 제외하고는 거의 모든 변수와 상관관계가 있는 것으로 나오지만, 월 소득(MonthlyIncome)과는 상관관계가 없는 것으로 분석되었다. 월 소득(MonthlyIncome) 변수도 위험에 관해 측정할 수 있는 척도를 가진 변수들인 투자성향(InvPrefType), 선호금융상품(PrefFinProd),

손실감내수준(LossTolerance) 과는 전혀 상관관계가 없는 것으로 나타난다.

4.3 순금융자산 규모에 따른 투자성향의 변화에 대한 연구

4.3.1 <가설 1>에 대한 분석 결과

본 연구에서는 <가설 1>을 통해 순금융자산이 커지면 커질수록 투자자의 투자 성향이 안정형(1)에서 공격투자형(5)으로 위험을 더 선호하도록 영향을 미칠 것인지 연구한다.

[표 4-6] 순금융자산 규모에 따른 투자성향 분포

(단위:%)

투자유형분류		N	안정형	안정 추구형	위험 중립형	적극 투자형	공격 투자형
TOTAL		717	54	233	201	158	71
		100%	7.5%	32.5%	28%.05	22.05%	9.9%
순금 융 자산	1,000만원	69	11	28	15	8	7
	이하	100%	15.9%	40.6%	21.7%	11.6%	10.1%
	1,001~2,000	72	6	30	18	15	3
	만원 이하	100%	8.3%	41.7%	25.0%	20.8%	4.2%
	2,001~5,000	147	15	41	48	29	14
	만원 이하	100%	10.2%	27.9%	32.7%	19.7%	9.5%
	5,0001~	185	12	56	52	47	18
	1억원 이하	100%	6.5%	30.3%	28.1%	25.4%	9.7%
	1억원 초과	244	10	78	68	59	29
		100%	4.0%	32.0%	27.9%	24.2%	11.9%

[표 4-6]의 순금융자산 규모 구간은 한국펀드투자자협회에서 발간한 2009 [펀드투자자조사]에서 나눈 기준으로 분류한 것이다.

위의 [표 4-6]의 순금융자산 규모별 투자성향 분포를 보면 순금융자산 규모가 작을수록 실제 분포에서도 안정형을 추구하는 투자자의 투자 성향분포가 15.9%로 상대적으로 높음을 알 수 있다. 반대로 1,000만원 이하에서 1억원 초과의 방향으로 순금융자산 규모가 커질수록 적극투자형과 공격투자형의 비중이 점점 커짐을 알 수 있다. 이것은 단지 분포를 기술통계량으로 분석했을 때의 결과이고 본 연구의 문제제기를 검증하기 위해 구체적으로 상관관계와 회귀분석을 하였을 때도 투자성향의 변화가 있을 것이라고 예측할 수 있다.

투자자의 순금융자산 규모와 투자자의 투자성향과의 상관관계는 아래 [표 4-7]에서 보는 바와 같이 0.095(*)로 나타난다. 이변량 상관분석의 Spearman의 rho를 분석했을 때는 전체 N= 717개 중 결측치=4를 제외하고 N=713개, 상관 유의수준을 양쪽으로 검정했을 경우 유의확률 0.011, 상관계수 0.095 이다.

[표 4-7] <가설 1>의 상관관계분석

분석방법	변 수	내 용	투자성향	순금융자산액
Spearman 의 rho	투자성향 (InvPrefType)	상관계수	1.000	.095(*)
		유의확률(양측)	.	.011
		N	717	713
	순금융자산액 (LOG_FinAsset Mod)	상관계수	.095(*)	1.000
		유의확률(양측)	.011	.
		N	713	713

* 유의수준 0.05

이것은 투자자의 순금융자산 규모가 커질수록 투자자의 투자성향은 좀 더 위험을 추구하는 것이라 해석될 수 있다. 앞의 3.2.2 의 순금융자산변수의 정의에서도 기술한 바와 같이 본 연구의 자료가 순금융자산 0원에서부터 최고값은 순금융자산 89억 4천 3백만원 사이에 분포되어있기 때문에 위의 순금융자산액은 LOG를 취하여 데이터 변환을 한 값이다.

본 연구에서는 <가설 1>을 분석하기 위하여 PLUM(Polytomous Universal Model) procedure 중 Logit Model을 이용하였다. 그 이유는 종속변수인 투자성향이 (1)안정형에서 (5)공격투자형까지 명목척도이고, 숫자 값이 커질수록 위험선호도가 커짐을 의미하기 때문이며 다항으로 이루어져서이다.

본 연구의 모형 적합성 정보는 [표 4-8]과 같다.

[표 4-8] <가설 1>의 모형 적합성 정보

모형	-2 log 우도	MFI 카이제곱	자유도	MFI 유의확률
절편 만	1829.425			
최종	1822.513	6.912	1	.009

링크 함수: 로짓

개별 상관계수를 검사하기 전에 Null Hypothesis에 대한 overall test를 할 수 있는데, 그 방법은 절편만 포함하고 있는 모델에 변수를 더했을 때의 $-2 \log$ 우도($-2 \log$ -likelihood)값 변화를 보는 것이다. 위의 MFI(Model-Fitting Information) 카이제곱값(chi-square)은 절편만 반영할 때의 $-2 \log$ 우도 값과 최종적으로 계산된 $-2 \log$ 우도 값과의 차이를 나타낸다. 이 두값의 차이가 관측된 유의확률에서 0.05보다 작을 때는

Null Hypothesis를 기각할 수 있다.

그러므로, 위의 MFI 유의확률은 0.009 < 0.05 보다 작기 때문에 Null Hypothesis를 기각한다. 본 연구의 <가설 1>의 모형은 적합함을 알 수 있다.

[표 4-9] <가설 1>의 PLUM 분석 결과

		B 추정 값	표준 오차	Wald	자유도	PAR 유의 확률	95% 신뢰구간	
							하한	상한
위치	순금융자산액	.128	.048	7.167	1	.007	.034	.221

링크 함수: 로짓

[표 4-9]는 PLUM 분석결과이다. B 추정 값은 coefficient를 의미하며 순금융자산 규모가 커지면 커질수록 투자 성향(InvPrefType)은 안정형에서 공격투자형으로 더 위험을 선호하는 방향이 될 가능성이 더 많음을 의미한다.

4.3.2 <가설 1>에 대한 결론

본 연구에서는 <가설 1>을 통해 순금융자산이 커지면 커질수록 투자자의 투자 성향이 안정형(1)에서 공격투자형(5)으로 위험을 더 선호하도록 영향을 미칠 것인지 파악하고자 하였다.

본 연구의 <가설 1>을 분석하기 위하여 첫 번째는 투자자의 순금융자산 규모와 투자자의 투자 성향과의 상관관계를 분석하였으며, 두 번째는 MFI 유의 확률을 통하여 모형 적합성에 대해 검증하였고, 세 번째는 PLUM 결과 치를 분석하였다.

분석 결과는 순금융자산이 커지면 커질수록 투자자의 투자 성향은 좀 더 위험을 선호하는 방향으로 영향을 미친다는 것이다.

이 결과가 시사 하는 바는 무척 크다고 판단된다. 기존의 선행연구 Weagley & Gannon

(1991)은 자산수준이 증가할수록 위험자산 비중이 증가한다고 하였으며, 이진형(2008)은 위험회피도가 높은 집단의 경우에는 위험회피도가 증가할수록 위험 금융자산 보유액 증가율은 감소하여 위험자산이 감소한다고 하였다. 그러나 본 연구에서는 투자자가 보유한 순금융자산액이 커질수록 투자자의 투자성향은 위험을 더 추구한다는 점을 밝히고 있다. 즉, 투자자의 순금융자산액이 투자성향에 영향을 미친다는 것이다.

그러나, 본 연구에서 <가설 1>이 지지되었지만 과연 투자자의 순금융자산 규모가 한없이 커진다고 해서 모든 투자자의 투자 성향이 위험을 더 선호하는 쪽으로 변화하는지는 좀 더 연구 분석해 봐야 하는 것이다. 이에 따라, 본 연구에서는 <가설 2>에서 순금융자산 규모를 세분화하여 구간별로 나누었을 때도, 각 구간별로 동일한 결과가 도출되는지에 대해서 추가적으로 연구하고자 한다.

4.4 순금융자산 규모 구간에 따른 투자성향의 변화에 대한 연구

4.4.1 <가설 2>에 대한 분석 결과

본 연구에서는 제기한 문제제기 <가설 2>는 다음과 같다.

<가설 2>에서는 투자자의 순금융자산 규모가 투자성향에 미치는 영향은 순금융자산 규모 구간에 따라서 달라질 것이며, <가설 1>과 동일한 방법으로 검증하였을 때, 순금융자산 구간별로도 여전히 투자자의 투자성향이 안정형(1)에서 공격투자형(5)으로 위험을 더 선호하도록 영향을 미칠 것인지 알아보고자 한다.

이에 순금융자산 규모 구간별로 세부 가설을 세워서 분석결과를 제시하고자 한다.

<가설 2-1> 1억원 이하의 순금융자산 구간에서 순금융자산액이 커질수록 투자자의 투자성향은 안정형에서 공격투자형으로 좀 더 위험을 선호하는 방향으로 영향을 미칠 것이다.

<가설 2-2> 1억원 초과 - 2억원 이하의 순금융자산 구간에서 순금융자산액이 커질수록 투자자의 투자 성향은 안정형에서 공격투자형으로 좀 더 위험을 선호하는 방향으로 영향을 미칠 것이다.

<가설 2-3> 2억원 초과와 순금융자산 구간에서 순금융자산액이 커질수록 투자자의 투자 성향은 안정형에서 공격투자형으로 좀 더 위험을 선호하는 방향으로 영향을 미칠 것이다

한국투자자보호재단이 2009년 [펀드투자자조사]에서 제시한 순금융자산의 규모 구간은 5개의 구간이었다. 1천만원이하, 1천만원 초과-2천만원 이하, 2천만원 초과-5천만원 이하, 5천만원 초과-1억원 이하, 1억원 초과이었으나, 실제로 <가설 2>를 분석하면서 유의한 수준을 파악할 수 없었다. 이에 본 연구에서는 금융자산규모구간을 1억원 이하, 1억원 초과-2억원 이하, 2억원 초과로 [표 4-10]과 같이 재분류하였다.

[표 4-10]의 분포를 볼 때 1억원 이하구간에서 안정형은 9.9%를 차지하는데, 1억원 초과-2억원 이하의 구간에서는 2.8%로 현저히 줄었고, 1억원 이하구간에서 공격투자형이 8.9%인데 1억원 초과-2억원 이하의 구간에서는 14.8%로 증가하였음을 알 수 있다. 또한, 1억원 초과-2억원 이하의 구간에서는 안정형이 2.8%인데 2억원 초과 구간에서는 5.8%로 증가하였고 공격투자형의 경우는 반대로 1억원 초과-2억원 이하 구간에서 14.8%인데 반해 2억원 초과 구간에서는 7.9%로 감소한 것으로 보인다. 이것은 단순히 표를 통해 파악할 수 있는 사항이지만, <가설 2>에서 순금융자산 구간별로 일정하지는 않지만 투자성향 변화의 흐름은 있는 것으로 예측할 수 있다.

본 연구에서는 순금융자산구간의 기준점을 1억원, 2억원을 기준으로 세 구간으로 나뉘었지만 PB로서 고객의 Financial Planning을 할 때 1억원과 2억원을 기준으로 한 구간이 실제로 의미가 있는지는 알 수 없다. 하지만, 그 순금융자산 구간을 기준으로 투자성향의 변화가 보인다면, PB로서 이 결과에 관심을 가질만한 충분한 이유가 있다.

[표 4-10] 순금융자산 규모 구간 재분류에 따른 투자성향 분포

투자유형분류		N	안정형	안정 추구형	위험 중립형	적극 투자형	공격 투자형
TOTAL		717	54	233	201	158	71
		100%	7.5%	32.5%	28%.05	22.05%	9.9%
순금 용 자산	1억원	473	47	152	133	99	42
	이하	100%	9.9%	32.1%	28.1%	21%	8.9%
	1억원초과-	142	4	42	42	33	21
	2,억원 이하	100%	2.8%	29.6%	29.6%	23.2%	14.8%
	2억원초과	102	6	36	26	26	8
		100%	5.8%	35.3%	25.5%	25.5%	7.9%

4.4.2 1억원 이하 구간에서의 투자성향변화 분석 결과

<가설 2-1> 1억원 이하의 순금융자산 구간에서 순금융자산액이 커질수록 투자자의 투자성향은 안정형에서 공격투자형으로 좀 더 위험을 선호하는 방향으로 영향을 미칠 것이다.

먼저 Spearman에 의한 상관계수 분석을 보면 [표 4-11]과 같다.

순금융자산 규모 1억원 이하의 구간에서 투자자의 순금융자산과 투자자의 투자성향과의 상관 계수는 0.111(*)로 유의한 것으로 나타났다. 이를 통해 순금융자산 1억원 이하의 구간내에서도 <가설 1>과 같이 투자자의 투자성향이 안정형(1)에서 공격투자형(5)으로 좀 더 위험을 선호하는 경향으로 변화하고 있음을 알 수 있다.

<가설 2-1>의 모형의 적합성에 관한 정보는 [표 4-12]에 나타난다. -2

[표 4-11] <가설 2-1>에 대한 상관계수 분석

분석방법	변수	내 용	투자성향	순금융자산1억 원이하금액
Spearman의 rho	투자성향 (InvPrefType)	상관계수	1.000	.111(*)
		유의확률(양측)	.	.016
		N	473	469
	순금융자산1 억원이하금액 (LOG_G1_Fi nAssetMod)	상관계수	.111(*)	1.000
		유의확률(양측)	.016	.
		N	469	469

* 유의수준 0.05

log 우도(-2 log-likelihood)값의 변화를 보면, 위의 MFI(Model-Fitting Information)의 카이제곱값(chi-square)은 절편만 반영할 때의 -2 log 우도 값과 최종적으로 계산된 -2 log 우도 값과 차이를 나타낸다. 이 두 값의 차이가 관측된 유의확률에서 0.05보다 작을 때는 Null Hypothesis를 기각할 수 있다.

그러나 위의 유의확률은 $0.004 < 0.05$ 이므로 Null Hypothesis를 기각하며 모형이 적합하다는 연구가설을 지지하는 것을 의미한다.

[표 4-12] <가설 2-1> 모형 적합성 정보

모형	-2 log 우도	MFI 카이제곱	자유도	MFI 유의확률
절편 만	1164.542			
최종	1156.033	8.509	1	.004

링크 함수: 로짓

또한, [표 4-13]의 PLUM 분석 결과는 B추정값의 결과에 따라, 1억원 이하의 구간에서도 <가설 1>과 같이 순금융자산액이 커질수록 투자자의 투자성향은 좀 더 위험을 선호하는 방향으로 영향을 받는 것을 의미하며, <가설 1>과 동일한 결과가 1억원 이하의 구간에서 여전히 유효함을 알 수 있다.

[표 4-13] <가설 2-1> PLUM 분석 결과

		B 추정값	표준 오차	Wald	자유 도	PAR 유의확 률	95% 신뢰구간	
							하한	상한
위치	1억원이하의 순금융자산액	.227	.078	8.566	1	.003	.075	.379

링크 함수: 로짓

본 연구의 문제제기 <가설 2-1>을 분석하기 위하여 첫 번째는 투자자의 순금융자산 규모가 1억원 이하인 구간에서, 투자자의 순금융자산 규모와 투자자의 투자 성향과의 상관관계를 분석하였으며, 두 번째는 MFI 유의 확률을 통하여 모형 적합성에 대해 검증하였으며, 세 번째는 PLUM 결과 치를 분석하였다.

이 결과를 통해서 투자자들은 자신이 보유하고 있는 순금융자산이 1억원 이하인 경우에는 1천만원에서 1억원으로 순금융자산이 증가할수록 투자자의 투자유형이 안정형에서 공격투자형으로 위험을 좀 더 선호하는 방향을 가진다는 것을 알 수 있다.

1억원 이하의 순금융자산을 가지고 있는 투자자들은, 순금융자산이 늘어날수록 좀 더 위험을 선호하며 좀 더 높은 수익률을 달성하여 그로 인한 부(wealth)의 증가를 추구한다고 해석할 수 있다. 최미향(2010)의 연

구에서는, 주식의 경우 위험감수성향이 위험회피형에 비해 변화위험추구형일수록 자산이 증가할 가능성이 커진다고 하였으며, 여운경, 정순희 (2004)의 연구를 인용하여 변화위험추구형은 위험회피형에 비해 자산증가의 가능성이 1.8배만큼 더 커지는 것으로 나타나 위험감수도가 높아질수록 보유 주식금액이 증가할 가능성이 커진다고 하였다.

4.4.3 1억원 초과 2억원 이하 구간에서의 투자 성향 변화 분석 결과

<가설 2-2> 1억원초과 - 2억원 이하의 순금융자산 구간에서 순금융자산액이 커질수록 투자자의 투자 성향은 안정형에서 공격투자형으로 좀 더 위험을 선호하는 방향으로 영향을 미칠 것이다.

앞의 <가설 1>과 <가설 2-1>과 동일한 방법과 분석틀에 의해서 분석을 하기로 한다.

먼저 Spearman에 의한 상관계수 분석을 보면 [표 4-14]와 같다.

[표 4-14] <가설 2-2>에 대한 상관계수 분석

분석방법	변수	내 용	투자성향	순금융자산액
Spearman의 rho	투자성향 (InvPrefType)	상관계수	1.000	-.209(*)
		유의확률(양측)	.	.013
		N	142	142
	1억원 초과-2억원 이하의 순금융자산액 (LOG_G2_FinAssetMod)	상관계수	-.209(*)	1.000
		유의확률(양측)	.013	.
		N	142	142

* 유의수준 0.05

상관계수는 -0.209(*)로 유의한 것으로 나타났다. 이것은 앞의 <가설1>과 <가설2-1>에서 (+)의 상관계수를 보여주는 것과 달리 1억원 초과 - 2억원 이하의 규모 구간 내에서는 반대의 현상이 나타남을 알 수 있다. 본 연구의 문제제기에서 순금융자산규모 구간별로 투자자의 투자 성향이 달라질 수 있음을 예측하였던 것은 [표 4-10]에서 1억원 초과 - 2억원 이하의 구간 내에서 투자성향의 변화가 다른 구간과 상이하였기 때문이다. 따라서 투자자의 순금융자산 규모가 1억원 초과 - 2억원 이하의 구간에서는, 투자자의 순금융자산이 증가할수록 투자자의 투자 성향은 오히려 (5)공격투자형에서 (1)안정형으로 위험을 선호하지 않는 방향으로 영향력이 미치는 것을 알 수 있다.

모형의 적합성에 대한 분석은 [표 4-15]에서 파악한다.

[표 4-15] <가설 2-2> 모형 적합성 정보

모형	-2 log 우도	MFI 카이제곱	자유도	MFI 유의확률
절편 만	372.600			
최종	366.331	6.269	1	.012

링크 함수: 로짓

-2 log 우도(-2 log-likelihood)값의 변화를 보면 위의 MFI(Model-Fitting Information)의 카이제곱값(chi-square)은 절편만 반영할 때의 -2 log 우도 값과 최종적으로 계산된 -2 log 우도 값과의 차이를 나타낸다. 이 두 값의 차이가 관측된 유의확률에서 0.05보다 작을 때는 Null Hypothesis를 기각할 수 있다.

그러나 위의 유의확률은 $0.012 < 0.05$ 이므로 Null Hypothesis를 기각하며, 이것은 연구가설을 기각하는 것으로 모형가설이 적합함을 의미한다.

[표 4-16]에 의하면 B 추정 값은 coefficient를 의미하며, 1억원 초과-2억원 이하의 순금융자산액과 투자자의 투자성향과의 관계를 나타낸다. 앞의 상관계수에서도 파악하였듯이 이 구간에서의 순금융자산액과 투자자의 투자 성향과는 부(-)의 관계가 존재하고 있음을 알 수 있다. 이것은 1억원 초과-2억원 구간 내에서, 순금융자산액이 커지면 커질수록 투자자의 투자성향은 오히려 (5)공격투자형에서 (1)안정형으로 위험을 추구하지 않는 방향을 보인다고 해석할 수 있다.

[표 4-16] <가설 2-2> PLUM 분석 결과

		B 추정 값	표준 오차	Wald	자유도	PAR 유의 확률	95% 신뢰구간	
							하한	상한
위치	1억원초과-2 억원이하순금 용자산액	-1.915	.775	6.099	1	.014	-3.434	-.395

링크 함수: 로짓

결론적으로, <가설 2-2>의 1억원 초과 - 2억원 이하의 순금융자산 구간에서, 순금융자산액이 커질수록 투자자의 투자 성향은 안정형에서 공격투자형으로 좀 더 위험을 선호하는 방향으로 영향을 미칠 것이라는 내용은 지지받지 못하며, 1억원 초과 - 2억원 이하의 순금융자산 구간에서 순금융자산액이 커질수록 투자자의 투자성향은 공격투자형에서 안정형으로 위험을 선호하지 않는 방향으로 영향을 미친다고 할 수 있다.

<가설 2-2>의 결론에서 얻는 시사점은 투자자의 순금융자산 규모에 따라서 투자자의 투자성향의 변화는 영향력을 받지만 그것이 구간별로 일정하지는 않다는 점이다. 또한 단지 일정한 방향으로 변화하지 않는 것에 그치는게 아니라 투자자의 투자성향이 왜 반대방향으로 변화를 보이는가에 관해서는 좀 더 깊이 있는 원인 분석과 해석이 필요하다.

1억원 초과-2억원 이하의 자산규모가 투자자에게 어떤 기준점이 되었는지 그 원인을 알 수는 없다. 그러나 Kahneman and Tversky(1979)의 전망이론에 의하면, 투자자들은 잠재이익이 있는 상황에서는 위험을 오히려 회피하며, 잠재손실이 예상되는 상황에서는 반대로 위험을 선호하는 경향이 있다고 하였다. 그렇다면, 1억원 초과-2억원 이하의 순금융자산액은 투자자들에게 잠재이익이 있는 상황으로 지각되어 투자 성향을 오히려 위험을 회피하는 방향성을 가지게 한다는 추론을 가능하게 한다. 투자자는 이 구간 내에서는 자신의 자산을 위험자산에 투자하기 보다는 좀 더 안전한 자산에 투자를 하여 자산을 보전하는 쪽에 초점을 맞추고 있는 것으로 보는 것이다.

4.4.4 2억원 초과 구간에서의 투자 성향 변화 분석 결과

<가설 2-3>은 2억원 초과 순금융자산 구간에서 순금융자산액이 커질수록 투자자의 투자 성향은 안정형에서 공격투자형으로 좀 더 위험을 선호하는 방향으로 영향을 미칠 것이다.

본 연구에서 사용한 자료 중 순금융자산 규모 2억원 초과 구간에 해당하는 케이스는 모두 102건이며 구체적인 순금융자산액의 규모는 2억원 초과에서 최고 89억까지 분포되어있다. 따라서 이 구간의 순금융자산액을 좀 더 자세히 나눠서 파악할 필요가 있어 순금융자산액 분포를 [표

[표 4-17] 2억원 초과구간별투자성향분포

투자유형분류		N	안정형	안정추구형	위험중립형	적극투자형	공격투자형
TOTAL		102	6	36	26	26	8
		100%	5.9%	35.3%	25.5%	25.5%	7.8%
순금융자산	2억초과~	38	2	13	12	9	2
	3억이하	100%	15.9%	40.6%	21.7%	11.6%	10.1%
	3억초과~	13		5	4	4	
	4억이하	100%	0%	38.4%	30.8%	30.8%	0%
	4억초과~	11		4	2	4	1
	5억이하	100%	0%	36.4%	18.2%	36.4%	9.0%
	5억초과~	10		5		3	2
	6억이하	100%	0%	50%	0%	30%	20%
	6억초과~	13	3	3	4	2	1
	10억이하	100%	23.1%	23.1%	30.8%	15.3%	7.7%
	10억초과~	17	1	6	4	4	2
	90억이하	100%	5.9%	35.3%	23.5%	23.5%	11.8%

4-17]과 같이 재정리하였다.

본 연구에서는 2억원 초과의 순금융자산 구간에 대해서 다양하게 자산 규모를 나누어 상관관계를 구하였으나 실제로는 유의하지 않은 것으로 나타났다.

<가설 2-3>에서는, 2억원 초과 100억원 이하의 순금융자산 구간에서 순금융자산액이 커질수록 투자자의 투자 성향은 안정형에서 공격투자형으로 좀 더 위험을 선호하는 방향으로 영향을 미치는가에 관하여 파악해 보았으나, 결론은 <가설 2-3>의 가설은 지지하지 않는다.

이 구간에서는 투자자의 투자성향이 위험을 선호하는 방향도(+), 위험을 회피하는 방향도(-) 일정한 방향성을 가지고 있지 않다. 그러나 [표 4-17]에서 볼 때 데이터의 케이스가 적음을 감안해도, 실제 통계에 의하면 안정형의 비중이 현저히 낮은 편이다. 본 연구의 전체 케이스 717개를 기준으로 안정형이 7.5%인데 반하여 2억원 초과 구간에서의 안정형의 비중은 0.8%에 불과해 현저히 낮은 것으로 보인다. 또한 이 구간내의 투자자의 투자 성향 중 안정추구형이 35.3%, 위험중립형이 25.5%로 각각 나타난다. 이 두 가지의 투자 성향의 합이 전체에서 60.8%인 점을 볼 때는 이 구간내의 투자 성향은 과반수 이상이 안정추구형과 위험중립형임을 알 수 있다. 공격투자형은 안정형과 비슷한 비중을 차지하지만, 의외로 적극투자형이 25.8%를 차지하여서 투자성향의 (2)안정추구형과 (3)위험중립형, 그리고 (4)적극투자형에 86.3%가 분포되어있음을 알 수 있다.

결국 일정한 자산규모가 넘는 구간에서는 투자성향이 오히려 위험중립에 가까워지다가 최대구간에 다다를수록 투자 성향은 다시 위험을 추구하는 공격투자와 적극투자형(+)의 방향으로 가는 것이 아닐까 추측해본다.

왜냐하면, 가장 규모가 큰 100억원 초과 900억원 이하의 구간에서는 오히려 적극투자형이 다른 구간보다 상대적으로 비중이 높은 것이라 생각되기 때문이다.

모형에 대한 적합성 분석결과는 [표 4-18]와 같다.

[표 4-18] <가설 2-3> 모형 적합성 정보

모형	-2 log 우도	MFI 카이제곱	자유도	MFI 유의확률
절편 만	279.155			
최종	278.927	.227	1	.634

링크 함수: 로짓

-2 log 우도(-2 log-likelihood)값의 변화를 보면 위의 MFI (Model-Fitting Information)의 카이제곱값(chi-square)은 절편만 반영할 때의 -2 log 우도 값과 최종적으로 계산된 -2 log 우도 값과의 차이를 나타낸다. 이 두값의 차이가 관측된 유의확률에서 0.05보다 작을 때는 Null Hypothesis를 기각할 수 있으나 위의 유의확률은 $0.634 > 0.05$ 로 지나치게 큰 값을 나타내고 있으므로 연구가설을 기각하지 않는다. 따라서 <가설 2-3>의 모형은 적합하지 않음을 알 수 있다.

[표 4-19] <가설 2-3> PLUM 분석 결과

		B 추정값	표준 오차	Wald	자유도	PAR 유의 확률	95% 신뢰구간	
							하한	상한
위치	2억초과의 순금융자산액	-.099	.205	.235	1	.628	-.502	.303

링크 함수: 로짓

[표 4-19]의 PLUM 분석 결과에 의하면 B추정값이 -0.099로 나타나기는 하나 유의확률이 0.628이므로 유의하지 않는 결과를 보여준다.

<가설 2>를 통해 본 논문의 핵심적인 문제제기를 연구해보았고 그 결과를 요약 정리하면 다음과 같다.

<가설 2>에서는, <가설 1>과 동일한 방법으로 검증하였을 때 투자자의 순금융자산 규모가 투자성향에 미치는 영향은 순금융자산 규모 구간별로도 여전히 투자자의 투자 성향이 안정형(1)에서 공격투자형(5)으로 위험을 더 선호하도록 영향을 미칠 것인지 알아보려고 했다. 이에 <가설 2-1>, <가설 2-2>, <가설 2-3>으로 세부 가설을 세워서 분석결과를 제시하였다.

<가설 2-1>을 통해 1억원 이하의 순금융자산 구간에서 순금융자산액이 커질수록 투자자의 투자성향은 안정형에서 공격투자형으로 좀 더 위험을 선호하는 방향으로 영향을 미친다는 것을 파악했다.

<가설 2-2>를 통해 1억원 초과 - 2억원 이하의 순금융자산 구간에서 순금융자산액이 커질수록 투자자의 투자 성향은 안정형에서 공격투자형으로 좀 더 위험을 선호하는 방향으로 영향을 미치지 않고 반대로 공격투자형에서 안정형으로 좀 더 위험을 회피하는 방향으로 영향을 미친다는 것을 파악했다.

<가설 2-3>을 통해 2억원 초과와 순금융자산 구간에서 순금융자산액이 커질수록 투자자의 투자 성향은 안정형에서 공격투자형으로 좀 더 위험을 선호하는 방향으로 영향을 미치는 것이 아니라 실제로는 어떤 유의미한 투자 성향의 변화를 발견할 수 없었다.

본 연구에서는 투자자의 순금융자산액이 어떤 구간에 있느냐에 따라서

투자자의 투자성향은 변화할 수 있음을 알았고, 투자 성향의 변화 방향이 그 구간에 따라 위험을 선호하기도 하고 위험을 회피하기도 한다는 것을 알게 되었다. 이 결과에서 순금융자산액이 2억원을 초과하는 구간에서는 어떤 유의미한 결과를 얻지는 못했지만 추후 연구의 동기가 될 수 있을 것이라 생각한다.

본 연구의 결과를 통해, PB로서 투자자의 투자 성향을 고려한 자산 포트폴리오를 구성함에 있어서 순금융자산액이 얼마인가에 따라 투자 성향의 변화 방향성을 예측하여 활용한다면 투자자의 니즈에 맞는 합리적인 자산 포트폴리오를 제시하는데 도움이 될 것이다.

4.5 투자성향에 따른 순금융자산 보유 비중의 차이에 대한 분석결과

4.5.1 <가설 3>에 대한 분석 결과

본 연구의 <가설 3>은 다음과 같다.

고객의 투자성향에 따라서 실제로 보유한 순금융자산의 유형(예금/적금, CMA, 직접투자, 펀드투자, 저축성보험)에 유의한 차이가 있을 것이다.

고객이 현재 보유하고 있는 순금융자산은 2009 [펀드투자자조사]에서 5가지의 자산으로 분류하여 조사되었다. 앞의 변수의 정의에서 순금융자산 총액은 5가지 금융자산의 현재 평가액을 기준으로 보정한 값임은 이미 밝혔지만, 여기에서는 그 순금융자산 총액에서 각각의 자산이 차지하고 있는 보유비중을 기준으로 분석하였다.

<가설 3>에서는 두 집단 이상이 한 변수에 대한 평균의 차이를 검정할 때 사용하는 One Way ANOVA 분석을 사용했으며 그 이유는 투자 성향이 5개의 집단으로 나뉘지기 때문이다.

[표 4-20]은 One Way ANOVA 분석의 기술통계 결과를 보여준다. 금융자산은 일반 예금/적금(Saving), CMA(CMA), 직접투자상품(DirectInvest), 펀드투자상품(Fund), 저축성보험(SavInsure)이며 투자 성향은 (1) 안정형, (2) 안정추구형, (3) 위험중립형, (4) 적극투자형, (5) 공격투자형으로 총 5집단으로 분류한다. 또한 N은 각 집단의 빈도수를 의

미하는데, 앞선 표에서 보았듯이 5집단의 N과 일치한다.

여기서 Saving의 각 집단 간 평균점수는 (1) 안정형이 37.78, (2) 안정추구형이 31.96, (3) 위험중립형이 26.38, (4) 적극투자형이 23.69, (5) 공격투자형이 22.86으로 투자 성향이 (5)공격투자형에서 (1)안정형으로 갈수록 일반 예금/적금(Saving) 비중이 더 높음을 알 수 있다.

[표 4-20] One Way ANOVA 분석 결과 해석

금융자산	투자성 향집단	N	평균	표준편차	F값/유효 의확률	사후검 정
일반예금/ 적금(Savi ng)	1	54	37.78	28.742	6.048/0.0 **	Dunnett T3
	2	233	31.96	25.900		
	3	201	26.38	22.867		
	4	158	23.69	22.159		
	5	71	22.86	22.417		
	합계	717	28.11	24.518		
CMA (CMA)	1	54	11.57	13.133	0.138/0.9 68	Scheffe
	2	233	12.02	16.947		
	3	201	11.48	15.848		
	4	158	11.03	14.375		
	5	71	10.82	13.268		
	합계	717	11.50	15.449		
직접투자 상품 (DirectInv est)	1	54	16.11	23.284	9.486/0.0 **	Dunnett T3
	2	233	12.41	18.233		
	3	201	20.43	23.947		
	4	158	26.65	27.515		
	5	71	18.66	23.603		
	합계	717	18.69	23.594		
펀드투자 상품 (Fund)	1	54	19.72	28.656	1.133/0.3 4	Scheffe
	2	233	22.96	23.805		
	3	201	25.44	23.151		
	4	158	24.60	24.846		
	5	71	27.92	27.763		
	합계	717	24.26	24.672		
저축성보 험 (SavInsur e)	1	54	14.815	21.1456	3.010/0.0 18*	Dunnett T3
	2	233	20.657	23.4922		
	3	201	16.269	19.5028		
	4	158	14.038	18.0226		
	5	71	19.746	21.5491		
	합계	717	17.438	21.0271		

*p<0.05, **p<0.01

CMA(CMA)와 저축성보험(SavInsure)의 경우는 투자 성향이 다른 집단 간의 뚜렷한 차이를 느낄 수 없지만 직접투자상품(DirectInvest)과 펀드투자상품(Fund)에서는 투자 집단이 (1)안정형에서 (5)공격투자형으로 갈수록 현재 보유하고 있는 비중이 높아짐을 알 수 있다.

[표 4-21] One Way ANOVA 분산의 동질성에 대한 검정

	Levene 통계량	자유도1	자유도2	유의확률
일반예금/적금	3.774	4	712	.005
CMA	1.726	4	712	.142
직접투자상품	9.007	4	712	.000
펀드투자상품	.902	4	712	.462
저축성보험	3.967	4	712	.003

등분산 가정을 파악하기 위해서 Levene 통계량을 보면 알 수 있는데, 이것은 5개의 투자 성향 집단의 분산이 동일한지를 검사해주는 것이다. CMA(CMA)와 저축성보험(SavInsure)의 유의확률은 모두 0.05보다 크므로, “H0=집단의 분산이 같다”의 귀무가설을 지지하게 된다. 일반 예금/적금(Saving)과 직접투자상품(DirectInvest) 그리고 펀드투자상품(Fund)은 유의확률이 0.05보다 작으므로, 집단 간 분산이 다르다는 것을 의미한다. 사후검정에서 CMA(CMA)와 저축성보험(SavInsure)은 등분산이므로 Scheffe 검정 결과를 분석결과로 해석했고, 일반 예금/적금(Saving), 직접투자상품(DirectInvest)과 저축성보험(SavInsure)은 Dunnett T3로 분석했다.

따라서, 본 연구의 <가설 3>을 통해 고객의 투자성향에 따라서 실제로

보유한 순금융자산의 유형(예금/적금, CMA, 직접투자, 펀드투자, 저축성 보험)에 유의한 차이가 있음을 파악했다. 일반 예금/적금(Saving)과 직접투자상품(DirectInvest), 저축성보험(SavInsure)의 경우에 투자성향이 다른 집단 간의 유의한 차이가 있음을 파악했다.

일반 예금/적금(Saving)에서는 (1) 안정형과 (4) 적극투자형 집단 간의 평균차가 14.088($p=0.015$)로 유의수준 하에 큰 차이가 있음을 의미한다. 또, 일반 예금/적금(Saving)에서 (1) 안정형과 (5)공격투자형 집단 간에도 평균차가 14.919($p=0.021$)로 나타났다. (2) 안정추구형과 (4) 적극투자형 간에는 평균차 8.267($p=0.008$), (5) 공격투자형과는 평균차 0.098($p=0.045$)로 나타난다. CMA(CMA)의 경우는 어떤 집단사이에도 유의한 수준의 평균차가 없었으며, 직접투자상품(DirectInvest)의 경우는 (2) 안정추구형과 (3) 위험중립형은 평균차가 -8.025($p=0.001$)로, (4) 적극투자형은 평균차가 -14.238($p=0.000$)로 나타난다. 펀드투자상품(Fund)의 경우 유의한 수준의 다른 집단 간의 평균차가 없었다. 저축성보험(SavInsure)의 경우는 (2) 안정추구형과 (4) 적극투자형 집단 간의 평균차 6.6187($p=0.018$)로 유의적 수준의 차이가 있었다.

4.5.2 <가설 4>에 대한 분석 결과

본 연구의 <가설 4>는 다음과 같다.

투자자가 실제로 보유한 순금융자산의 유형(예금/적금, CMA, 직접투자, 펀드투자, 저축성보험)을 순금융자산 규모 구간별로 나누어 볼 때 유의한 차이가 있을 것이다.

본 연구에서는 <가설 2>를 통해서 투자자의 투자성향이 순금융자산 규모별로 다른 특성을 가지고 있음을 파악했다. 실제로 순금융자산 구간으

로 나누었을 때 투자자의 보유자산 항목이 어떻게 다른지를 파악하고자 한다.

[표 4-22] 자산규모별 순금융자산 보유 비중

순금융자산액	내용	일반예금 적금	CMA	직접투자 상품	펀드투자 상품	저축성보 험
1억원이하	평균	31.38	11.01	17.62	22.26	17.729
	N	473	473	473	473	473
	표준편차	26.617	16.062	24.782	25.766	22.4063
1억원초과 -2억원이하	평균	23.56	12.82	20.16	27.09	16.373
	N	142	142	142	142	142
	표준편차	19.004	14.560	21.357	22.367	17.8709
2억원초과	평균	19.27	11.92	21.63	29.61	17.569
	N	102	102	102	102	102
	표준편차	16.981	13.666	20.553	21.338	18.4485

위의 분석은 순금융자산 구간에 따라서 투자자가 보유하고 있는 자산 비중을 나타낸 것이다. 1억원 이하의 순금융자산 구간에서는 안정자산인 일반 예금/적금에 투자하고 있는 비중이 31.38%로 가장 높음이 나타나며, 1억원 초과-2억원 이하 구간과 2억원 초과구간으로 갈수록 일반 예금/적금의 투자 비중은 23.56%, 19.27%로 줄어들고 있음이 나타난다. 직접투자상품의 비중을 보면, 순금융자산이 1억원 이하 구간에서는 17.62%, 1억원 초과-2억원 이하 구간에서는 20.16%, 2억원 초과구간에서는 21.63%로 늘어나고 있다. 이것은 순금융자산이 커지면 커질수록 위험 자산에 투자하는 비중이 늘어나고 있음을 의미한다. Weagley & Gannon(1991)의 선행연구에서 자산수준이 증가할수록 위험자산비중이 증가한 것으로 나타난다는 결과와 일치함을 알 수 있다. 이는 위험피라

미드 모델에서 말하고 있는 것과 동일한 것으로, 1단계 안정성 자산에서 4단계 투기성 자산으로 나아가는데, 가계 자산의 양이 많을수록 상대적 위험회피도가 낮아지게 되며 위험자산의 양이 포트폴리오에서 차지하는 비중이 많아진다는 결과와 일치한다. 펀드투자상품의 경우도 1억원 이하 구간에서는 22.26%, 1억원 초과-2억원 이하 구간에서는 27.09%, 2억원 초과 구간에서는 29.61%로 나타나며, 직접투자상품의 결과와 동일하게 해석할 수 있다.

<가설 4>의 결론은 투자자가 실제로 보유한 순금융자산의 유형(예금/적금, CMA, 직접투자, 펀드투자, 저축성보험)을 순금융자산 규모 구간별로 나누어 볼 때 유의한 차이가 있는데, 이것은 순금융자산이 작을수록 안정자산에 투자하는 비중이 늘어나며, 순금융자산이 증가할수록 위험자산에 대한 비중이 늘어남을 알 수 있다.

제 5 장 결 론

본 연구는 고객의 순금융자산 규모가 투자성향에 어떤 영향을 미치는지를 파악하기 위하여 실시되었다. 2009년 [펀드투자자조사]의 데이터를 기초로 순금융자산 규모를 세분화하여서 관련성이 있는지를 분석하였다. 본 연구의 결과를 정리, 요약하면 다음과 같다.

첫째는 순금융자산이 커지면 커질수록 투자자의 투자 성향은 좀 더 위험을 선호하는 방향으로 영향을 미친다는 것이다.

둘째는 <가설 2-1>을 통해 1억원 이하의 순금융자산 구간에서 순금융자산액이 커질수록 투자자의 투자성향은 안정형에서 공격투자형으로 좀 더 위험을 선호하는 방향으로 영향을 미친다는 것을 파악했다. <가설 2-2>를 통해 1억원 초과 - 2억원 이하의 순금융자산 구간에서 순금융자산액이 커질수록 투자자의 투자 성향은 안정형에서 공격투자형으로 좀 더 위험을 선호하는 방향으로 영향을 미치지 않고 반대로 공격투자형에서 안정형으로 좀 더 위험을 회피하는 방향으로 영향을 미친다는 것을 파악했다. <가설 2-3>을 통해 2억원 초과와 순금융자산 구간에서 순금융자산액이 커질수록 투자자의 투자 성향은 안정형에서 공격투자형으로 좀 더 위험을 선호하는 방향으로 영향을 미치는 것이 아니라 실제로는 어떤 유의미한 투자 성향의 변화를 발견할 수 없었다.

본 연구에서는 투자자의 순금융자산액이 어떤 구간에 있느냐에 따라서 투자자의 투자성향은 변화할 수 있음을 알았고, 투자 성향의 변화 방향이 그 구간에 따라 위험을 선호하기도 하고 위험을 회피하기도 한다는 것을 알게 되었다. 이 결과에서 순금융자산액이 2억원을 초과하는 구간에서는 어떤 유의미한 결과를 얻지는 못했지만 추후 연구의 동기가 될 수 있을 것이라 생각한다.

셋째는 실제로 순금융자산안에 투자되고 있는 금융자산이 투자성향에 따라 다른 집단 간에 실제로 유의한 차이가 있는가에 관한 것이다. 일반 예금 적금과 직접투자, 저축성보험에서 유의한 차이가 있었다. 이것은 기존의 연구에서도 많이 논의되었던 부분이라 할 수 있다.

넷째는 투자자가 실제로 보유한 순금융자산의 유형(예금/적금, CMA, 직접투자, 펀드투자, 저축성보험)을 순금융자산 규모 구간별로 나누어 볼 때 유의한 차이가 있는데, 이것은 순금융자산이 작을수록 안정자산에 투자하는 비중이 늘어나며, 순금융자산이 증가할수록 위험자산에 대한 비중이 늘어남을 알 수 있다.

지금까지의 연구 결과를 바탕으로 몇가지 제언을 하면 다음과 같다.

첫째는 투자 성향에 대한 지표 연구가 필요하다. 국내 금융권에서는 고객의 투자 성향을 파악하기 위하여 금융투자협회에서 제시하고 있는 표준투자권유준칙에 의한 일반투자자정보 확인서를 사용한다. 그러나 이 설문문의 내용보다는 한국인의 투자 성향을 파악할 수 있는 다양한 측정 지표가 연구, 개발되면 좋겠다. 더불어, 위험감수도, 위험회피고, 손실감내도 등을 파악하기 위해서도 측정 기준과 지표가 있다면 각각의 개념이 혼돈되어 사용되지 않을 것이다.

둘째는 본 연구에서는 순금융자산액을 기준으로 투자 성향 등의 변화를 파악하였다. 그러나 이 연구에서 세운 순금융자산액의 기준 구간이 현실적으로 얼마나 많은 의미를 내포하는 구간인지는 알 수 없다. 순금융자산액을 바라보는 새로운 시각과 접근의 연구가 필요하다.

셋째는 이 연구의 최종적인 목적은 PB로서의 사회적인 책임을 다하기 위한 것이므로 실무적으로 고객의 최적의 가계자산 포트폴리오를 구성하는데 참고 자료가 되었으면 한다.

참고문헌

- 허경옥외 4인. 소비자투자자와 보험. 박문사. pp.33-35. 2006.
- 강태진. 의사결정자의 성격유형에 따른 위험태도 분석 및 효용함수의 도출. 동국대학교 대학원 박사학위논문. 1999.
- 이진형. 위험회피성향을 고려한 가계의 자산선택결정요인. 서울대학교 대학원 논문. 2008.
- 조혜진. 가계 자산포트폴리오에 있어서의 객관적 위험과 주관적 위험에 관한 연구. 서울대학교 대학원 박사학위논문. 2009.
- 최미향. 위험감수 성향에 따른 가계금융자산 포트폴리오 변화. 성신여자대학교 대학원 석사학위논문. 2010.
- 홍대연. 주식투자자의 투자성향과 투자수익률간의 관련성. 영남대학교 경영대학원 석사학위논문. 2005.
- 강민석, 최은영. 가계 자산포트폴리오 분석과 변화의 필요성. 메리츠증권 부동산금융연구소. Issue Report 7권. 2010.
- 김재철. 가계의 주식보유 비중 결정 요인에 대한 연구:OECD국가간 비교를 중심으로. 한국증권연구원. 2005.
- 여윤경, 정순희. 가계의 주식투자 결정요인. 한국가정관리학회지. 22권 3호. pp.11-21. 2004.
- 임경묵. 한국 가계금융자산 구성의 결정요인 분석:주식보유를 중심으로. 한국개발연구원. 정책연구시리즈 4. 2002.
- 정운영. 우리나라 가계의 자산선택 결정요인에 관한 연구. Financial Planning Review. 제1권 1호. 2008.
- 주소현, 최현자, 성영애. 우리나라 펀드투자자의 펀드투자 의사결정에 따른 투자 행태. Financial Planning Review. 제2권 1호. 2009.

- 최운열, 정성훈. 전망이론검증을 통한 주식투자자들의 심리적 행태에 대한 소고.
한국예탁결제원. 증권예탁 54호. pp.7, 재인용. 2005.
- 2009 펀드투자자조사. 한국투자자보호재단 간행물. 2010.
- Bajtelsmit, Vickie, Alexandra Bernask. "Why do women invest differently than man?". Financial Counseling and Planning7(1). pp.1-10. 1996.
- Begley, TM., Bowman, N.. "Psychological Characteristics Associated with Performance in Entrepreneurial Firms and Smaller Business". Journals of Business Venturing 2. pp. 79-83. 1987.
- Cocco, J.F.. "Portfolio choice in the presence of housing". The Review of Financial Studies 18(2). pp.535-567. 2004.
- Hanna, Sherman D., Peng, Chen. Subjective and Objective risk tolerance:Implications for optimal portfolios. Financial Counseling and Planning 8(2). pp.17-26. 1997.
- James Monitor. Behavioural Finance. 최운열, 정성훈, 박창욱 역.
금융투자자 심리 - Behavioural Finance의 이해. 무역경영사. 1996tr.
- Kanhneman, Daniel, Amos, Tversky. "An Prospect Theory: An Analysis of Decision under Risk". Econometrica 47. pp. 263-291. 1979.
- Kullmann, C., Siegel. "Real estate and its role on household portfolio choice". University of British Columbia. 2004.
- Poterba, J., Samick. "Houshold portfolio allocation over the life cycle". NBER working paper 6185. 1997.
- Samuelson. "Lifetime Portfolio selection by dynamic stochastic

programming". The Review of Economics and statistics 51.
pp.239-246. 1969.

Weagley, R.O., Gannon, C.F.. "Investor portfolio allocation". Financial
Counseling and Planning vol 2. pp.131-154. 1991.

Wang, Cong, Sherman D., Hanna. "The risk tolerance and stock
ownership of business owning households". Financial
Counseling and Planning 18(2). 2007.

부 록

[부록 1] 한국금융투자협회에서 제시한 일반투자자 투자정보 확인서 중
<기초정보>

PART 1		배점
1. 고객님의 연령대는 어떻게 되십니까?	<input type="checkbox"/> 19세 이하 <input type="checkbox"/> 20세 ~ 40세 <input type="checkbox"/> 41세 ~ 50세 <input type="checkbox"/> 51세 ~ 60세 <input type="checkbox"/> 61세 이상	
2. 고객님의 투자하고자 하는 자금의 투자 가능 기간은 얼마나 되십니까?	<input type="checkbox"/> 6개월 미만 <input type="checkbox"/> 6개월 이상 ~ 1년 미만 <input type="checkbox"/> 1년 이상 ~ 2년 미만 <input type="checkbox"/> 2년 이상 ~ 3년 미만 <input type="checkbox"/> 3년 이상	
3. 다음 중 고객님의 투자경험과 가장 가까운 금융상품은 어느 것입니까? (중복응답 가능)	<input type="checkbox"/> 은행 예·적금, 국채, 지방채, 보증채, MMF, CMA 등 <input type="checkbox"/> 금융채, 신용도가 높은 회사채, 채권형펀드, 원금보장형 ELS 등 <input type="checkbox"/> 신용도 중간 등급의 회사채, 원금의 일부만 보장되는 ELS, 혼합형 펀드 등 <input type="checkbox"/> 신용도가 낮은 회사채, 주식, 원금이 보장되지 않는 ELS, 시장수익률 수준의 수익을 추구하는 주식형펀드 등 <input type="checkbox"/> ELW, 선물옵션, 시장수익률 이상의 수익을 추구하는 주식형펀드, 파생상품펀드, 주식 신용거래 등	
4. 고객님의께서는 금융상품	<input type="checkbox"/> 매우 낮은 수준	

<p>투자에 대한 본인의 지식수준이 어느 정도라고 생각하십니까?</p>	<p>투자의사결정을 스스로 내려본 경 험이 없는 정도</p> <p><input type="checkbox"/> 낮은 수준 주식과 채권의 차이를 구별할 수 있는 정도</p> <p><input type="checkbox"/> 높은 수준 투자할 수 있는 대부분의 금융상 품의 차이를 구별할 수 있는 정도</p> <p><input type="checkbox"/> 매우 높은 수준 - 금융상품을 비롯하여 모든 투자대 상 상품의 차이를 이해할 수 있는 정도</p>	
<p>5. 고객님의 투자하고자 하는 자금은 고객님의 전체 금융자산(부동산 등을 제외) 중 어느 정도의 비중을 차지하십니까?</p>	<p><input type="checkbox"/> 10% 이하 <input type="checkbox"/> 10% 초과 ~ 20% 이하 <input type="checkbox"/> 20% 초과 ~ 30% 이하 <input type="checkbox"/> 30% 초과 ~ 40% 이하 <input type="checkbox"/> 40% 초과</p>	
<p>6. 다음 중 고객님의 수입원을 가장 잘 나타내는 것은 어느 것입니까?</p>	<p><input type="checkbox"/> 현재 일정한 수입이 발생하고 있으 며, 향후 현재 수준을 유지하거나 증가할 것으로 예상</p> <p><input type="checkbox"/> 현재 일정한 수입이 발생하고 있으 나, 향후 감소하거나 불안정할 것 으로 예상</p> <p><input type="checkbox"/> 현재 일정한 수입이 없으며, 연금 이 주 수입원임</p>	
<p>7. 고객님의 투자원금에 손실이 발생할 경우 다음 중 고객님의 감내할 수 있는 손실 수준은 어느 수준입니까?</p>	<p><input type="checkbox"/> 무슨 일이 있어도 투자 원금은 보전 되어야 한다.</p> <p><input type="checkbox"/> 투자원금에서 최소한의 손실만을 감수할 수 있다.</p> <p><input type="checkbox"/> 투자원금 중 일부의 손실을 감수 할 수 있다.</p> <p><input type="checkbox"/> 기대수익이 높다면 위험이 높아도 상관하지 않겠다.</p>	

[부록 2] 일반투자자 투자정보 확인서 중 <위험선호도>

PART 2	
<p>8. 다음 중 고객님의 투자 목표와 투자성향을 가장 잘 설명하는 투자자 유형은 무엇입니까?</p> <p>(필요시 판매 직원에게 설명을 요청하기 바랍니다)</p>	<p><input type="checkbox"/> 안정형 예금 또는 적금 수준의 수익률을 기대하며, 투자원금에 손실이 발생하는 것을 원하지 않음</p> <p><input type="checkbox"/> 안정추구형 투자원금의 손실위험은 최소화하고, 이자소득이나 배당소득 수준의 안정적인 투자를 목표로 함. 다만, 수익을 위해 단기적인 손실을 수용할 수 있으며, 예·적금보다 높은 수익을 위해 자산 중 일부를 변동성 높은 상품에 투자할 의향이 있음</p> <p><input type="checkbox"/> 위험중립형 투자에는 그에 상응하는 투자위험이 있음을 충분히 인식하고 있으며, 예·적금보다 높은 수익을 기대할 수 있다면 일정수준의 손실위험을 감수할 수 있음</p> <p><input type="checkbox"/> 적극투자형 투자원금의 보전보다는 위험을 감내하더라도 높은 수준의 투자수익 실현을 추구함. 투자자금의 상당 부분을 주식, 주식형펀드 또는 파생상품 등의 위험자산에 투자할 의향이 있음</p> <p><input type="checkbox"/> 공격투자형 시장평균 수익률을 훨씬 넘어서는 높은 수준의 투자수익을 추구하며, 이를 위해 자산가치의 변동에 따른 손실 위험을 적극 수용. 투자자금 대부분을 주식, 주식형펀드 또는 파생상품 등의 위험자산에 투자할 의향이 있음</p>

[부록 3] 일반투자자 투자정보 확인서 중 <투자자정보 확인서 Scoring
기준>

<투자자정보 확인서 Scoring 기준(Part I)>

□ 문항별 배점

- 1번 : ① 또는 ②로 응답한 경우 4점, ③으로 응답한 경우 3점,
④로 응답한 경우 2점, ⑤로 응답한 경우 1점
- 2번 : ①로 응답한 경우 1점, ②로 응답한 경우 2점, ③으로 응답한
경우 3점, ④로 응답한 경우 4점, ⑤로 응답한 경우 5점
- 3번 : ①로 응답한 경우 1점, ②로 응답한 경우 2점, ③으로 응답한
경우 3점, ④로 응답한 경우 4점, ⑤로 응답한 경우 5점 (중복응
답한 경우 가장 높은 점수로 배점)
- 4번 : ①로 응답한 경우 1점, ②로 응답한 경우 2점, ③으로 응답
한 경우 3점, ④로 응답한 경우 4점
- 5번 : ①로 응답한 경우 5점, ②로 응답한 경우 4점, ③으로 응답한
경우 3점, ④로 응답한 경우 2점, ⑤로 응답한 경우 1점
- 6번 : ①로 응답한 경우 3점, ②로 응답한 경우 2점, ③으로 응
답한 경우 1점
- 7번 : ①로 응답한 경우 -2점, ②로 응답한 경우 2점, ③으로 응
답한 경우 4점, ④로 응답한 경우 6점

□ 점수 계산 방법

- 1번부터 7번까지의 응답결과에 따른 점수를 합산(총점 32점)하고, 이를 100점으로 환산

(예) 1번부터 7번까지의 합이 26점인 경우, $26\text{점}/32\text{점} \times 100 = 81.3\text{점}$

□ 투자성향 분류

- 점수결과에 따라 고객의 투자성향을 5단계로 분류

- 20점이하 : 안정형
- 20점초과 ~ 40점이하 : 안정추구형
- 40점초과 ~ 60점이하 : 위험중립형
- 60점초과 ~ 80점이하 : 적극투자형
- 80점초과 : 공격투자형