



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](#)

차 경 욱 교수지도  
석사학위 청구논문

개인투자자의 투자성향에 따른  
금융자산 포트폴리오

2011

성신여자대학교 대학원  
생활문화소비자학과  
김 지 영

개인투자자의 투자성향에 따른  
금융자산 포트폴리오

차 경 욱 교수지도

이 논문을 석사학위 논문으로 제출함

2010년 11월

성신여자대학교 대학원

생활문화소비자학과

김 지 영

# 인 준 서

김지영의 석사학위 논문으로 인준함.

심사위원 \_\_\_\_\_(인)

심사위원 \_\_\_\_\_(인)

심사위원 \_\_\_\_\_(인)

성신여자대학교 대학원

## 논문개요

오늘날의 소비환경은 금융시장의 개방과 경제성장에 따른 소득수준 향상으로 국제화·다양화되고 있다. 저출산과 고령화 현상의 가속화로 생산인구가 감소하여 노동시장에서의 불안정성이 커지고, 저금리 기조가 지속되는 가운데 개인과 가계단위 투자자들의 재무설계와 위험관리에 대한 관심은 점차 급증하고 있다. 투자자들은 불확실성 하에서의 투자여사를 결정할 때 자신에게 가장 적합한 대안을 선택할 수 있어야 하는데, 개인투자자들 상당수는 수익과 위험의 양면성을 제대로 인지하지 못하고 단순히 수익성만을 추구하거나, 실질적인 위험요인을 알지 못한 채 투자를 결정하는 경우가 적지 않다. 때문에 투자로 인한 심리적 불만족을 경험한다.

최근 「자본시장과 금융투자업에 관한 법률」 시행으로 투자자 보호에 대한 관심이 증대되는 현 시점에서 개인투자자의 투자성향에 따른 사회경제적 특성 및 금융자산의 보유 특성이 어떠한지 살펴보는 본 연구는 시의성이 있다. 기존에 연구들은 거시적인 통계자료를 이용하여 투자 추세를 보여주거나 자산포트폴리오에서의 위험자산의 비중과 규모로써 위험선호도를 추후 판단하였다. 그러나 본 연구와 같이 투자성향 구분에 초점을 맞추어 이에 대한 이해를 높이고, 리스크관리 중요성을 부각시켜 소비자들이 합리적인 의사결정을 할 수 있도록 노력하는 연구들은 아직 부족한 실정이다.

본 연구는 투자성향을 인지적 투자성향(본인이 주관적으로 생각하는 투자성향), 행동적 투자성향(행동적 특성을 통하여 파악하는 투자성향)

으로 나누어 투자자들을 분류한 후, 각 투자성향에 따라 사회경제적 특성과 금융자산의 유형별 보유율 및 보유액 현황을 비교하였다. 또한 인지적-행동적 투자성향 일치여부를 알아보고, 그에 따른 사회경제적 특성과 금융자산 보유 특성을 비교하였다. '2009년 펀드투자자 조사'의 원자료를 사용하여, 기술 통계 분석과 카이제곱 검증, 분산분석으로 투자성향관련 질문에 응답한 펀드·주식 선호자 703명을 분석한 본 연구의 결과는 다음과 같다.

첫째, 개인투자자의 인지적 투자성향에 따라 사회경제적 특성을 비교한 결과, 안정형은 성별 분포가 남성과 여성의 분포가 유사하게 나타났다지만 공격투자형은 남성 비중이 월등하게 높은 것으로 나타났다. 또한 공격투자형 집단에 비하여 안정추구형과 위험중립형 평균 연령이 유의하게 높았다. 사업소득은 위험중립형 집단이 가장 많았고, 안정형 집단은 유의하게 적은 것으로 나타났다.

금융자산의 유형별 보유율은 주식과 파생상품, 직접투자상품 총액, 펀드, 간접투자상품 총액이 집단별로 유의한 차이가 있는 것으로 나타났다. 보유액의 전체 평균으로 유의한 금융자산은 주식, 펀드, 간접투자상품 총액, 총 금융자산이었으며, 보유자들만을 대상으로 평균 보유액이 유의한 차이를 보인 금융자산은 펀드, 간접투자상품 총액, 총 금융자산으로 나타났다.

둘째, 개인투자자의 행동적 투자성향에 따라 사회경제적 특성을 비교한 결과, 성별은 행동적 투자성향이 공격적인 쪽으로 갈수록 남성의 비중이 여성의 비중보다 높아지는 것으로 나타났다. 혼인상태는 위험중립형 집단에서 유배우율이 가장 높았다. 공격형인 집단에서는 전문·관리직과 생산·판매·서비스직의 비율이 나머지 2개의 집단에 비해 높았으며, 사무직은 상대적으로 낮은 편이었다.

금융자산의 유형별 보유율에서는 공격형 집단 주식보유율이 안정형 집단과 중립형 집단보다 높은 수치를 나타냈다. 직접투자상품 총액과 펀드, 간접투자상품 총액도 집단별로 유의한 차이가 있는 것으로 나타났다. 보유액 전체 평균을 살펴보면 공격형 집단의 경우, 총 금융자산 규모 자체가 다른 집단보다 유의하게 크기 때문에, 수시입출금식 예금, 시장성 예금·기타, 주식, 채권, 파생상품, 직접투자상품 총액 모두가 다른 집단에 비해 평균 보유액이 훨씬 많은 것으로 나타났다. 보유자 평균액 차이는 총 금융자산 규모 자체에서 안정형 집단과 공격형 집단이 통계적으로 유의하게 차이가 나기에, 수시입출금식 예금, 시장성 예금·기타, 직접투자상품 총액의 보유자 평균액도 공격형 집단이 안정형과 중립형 집단보다 더 높게 나타났다.

셋째, 인지적 투자성향과 행동적 투자성향이 일치하는 집단의 경우, 일치하지 않는 집단보다 상대적으로 남성의 비율이 낮고 여성의 비율이 높은 것으로 나타났다. 스스로 판단하는 투자성향과 실제 행동적 특성에서 나타나는 투자성향이 일치하지 않는 경향이 남성들에게서 특히 높다는 것은 이들을 대상으로 하는 투자 상담이 보다 신중하게 이루어져야 함을 의미한다. 각 집단별 연령의 차이를 살펴보면, 20대와 30대에서는 인지적 투자성향과 행동적 투자성향이 일치하는 집단의 비율이 상대적으로 낮은 반면, 행동적 투자성향보다 스스로를 더 공격적이라고 인정한 집단의 비율이 높게 나타났다. 평균 연령도 인지적 투자성향이 행동적 투자성향보다 공격적인 집단에서 유의하게 낮은 반면, 50대의 투자자들은 인지적 투자성향이 행동적 투자성향보다 보수적인 경향이 상대적으로 높게 나타났다. 한편, 혼인상태에 따른 각 집단별 특성의 차이를 살펴보면, 인지적 투자성향이 행동적 투자성향보다 공격적인 집단의 유배우율이 나머지 집단보다 낮은 경향을 보였다.

금융자산의 보유율을 비교한 결과, CMA, 펀드, 간접투자상품 총액이 집단별로 유의한 차이가 있는 것으로 나타났다. 보유액의 전체 평균은 수시입출금식 예금과 저축성 예·적금, 보통예금 및 예·적금 총액, 채권에서는 모두 인지적 투자성향이 행동적 투자성향보다 보수적인 투자자 집단의 보유액이 다른 집단들에 비하여 높은 것으로 나타났다. 그러나 펀드, 간접투자상품 총액은 인지적 투자성향이 행동적 투자성향보다 공격적인 투자자 집단의 평균 보유액이 유의하게 높았다. 이는 행동적 투자성향보다 인지적 투자성향에 의해 위험자산 보유 규모가 결정된다는 것을 의미하며, 위험자산 투자의사결정은 스스로의 주관적인 판단에 의존하는 경향이 높다는 것이다. 보유자들 평균액만 살펴본 결과에서도 각 집단들 간 차이가 유의한 것으로 나타난 변수는 수시입출금식 예금과 펀드였다. 이처럼 인지적 투자성향이 투자자의 만족도에 큰 영향을 미친다는 점을 감안할 때, 주관적인 위험선호도의 측정에 일률적으로 적용되는 현행 투자성향 분류기준에 대신하여, 다양한 분류방식과 측정척도를 개발, 적용하는 노력이 필요할 것이다.

금융자산의 축적은 장기적인 현금흐름 창출과 재무건전성의 제고를 위하여 지속적으로 유도할 필요가 있다. 투자자가 시장의 근간이라는 인식이 확대되는 바람직한 투자현상이 가시화되고 있는 상황 속에서 투자자들의 투자성향을 심도 있게 파악, 반영하는 것은 앞으로도 금융시장의 원활한 운영을 위하여 매우 중요한 과업으로 인식되어야 한다.

# 목 차

## 논문개요

I. 서론	1
1. 문제제기	1
2. 연구목적	4
II. 이론적 배경 및 선행연구 고찰	6
1. 투자성향	6
1) 투자성향과 위험선호성향의 개념	6
2) 투자성향의 구분	8
2. 투자성향과 자산포트폴리오 관련 이론	10
1) 기대효용이론(expected utility theory)	10
2) 전망이론(prospect theory)	12
3) 자산선택이론	14
3. 투자성향과 금융자산 포트폴리오의 관계	15
4. 관련변수 고찰	17
1) 투자성향	17
2) 금융자산 포트폴리오	20
III. 연구문제 및 연구방법	23
1. 연구문제	23
2. 분석자료 및 연구대상	24
3. 측정도구의 구성	25

1) 인지적 투자성향 .....	25
2) 행동적 투자성향 .....	26
3) 사회경제적 특성 .....	28
4) 금융자산 .....	28
4. 분석방법 .....	30
<b>IV. 연구결과 및 분석</b> .....	<b>31</b>
1. 조사대상자의 일반적 특성 .....	31
1) 사회경제적 특성 .....	31
2) 금융자산 보유 특성 .....	34
2. 개인투자자의 투자성향 분포 .....	37
1) 인지적 투자성향에 따른 구분 .....	37
2) 행동적 투자성향에 따른 구분 .....	38
3) 인지적 투자성향과 행동적 투자성향의 일치여부에 따른 구분 ... .....	38
3. 인지적 투자성향에 따른 사회경제적 특성 및 금융자산 보유 특성 비교 .....	41
1) 사회경제적 특성 비교 .....	41
2) 금융자산 보유 특성 비교 .....	45
4. 행동적 투자성향에 따른 사회경제적 특성 및 금융자산 보유 특성 비교 .....	50
1) 사회경제적 특성 비교 .....	50
2) 금융자산 보유 특성 비교 .....	53
5. 인지적 투자성향과 행동적 투자성향의 일치여부에 따른 사회경제 적 특성 및 금융자산 보유 특성 비교 .....	58

1) 사회경제적 특성 비교 .....	58
2) 금융자산 보유 특성 비교 .....	61
<b>V. 결론 및 제언</b> .....	66
1. 요약 및 논의 .....	66
2. 결론 및 제언 .....	69

**참고문헌**

**ABSTRACT**

## 표 목 차

<표 1> 인지적 투자성향관련 질문의 구성 .....	26
<표 2> 행동적 투자성향관련 질문의 구성 .....	27
<표 3> 금융자산의 구분 .....	29
<표 4> 조사대상자의 사회경제적 특성 .....	33
<표 5> 조사대상자의 금융자산 유형별 보유율 및 보유액 현황 .....	36
<표 6> 인지적 투자성향 분포 .....	37
<표 7> 행동적 투자성향 분포 .....	38
<표 8> 인지적-행동적 투자성향 분포 .....	40
<표 9> 인지적-행동적 투자성향 일치여부 .....	40
<표 10> 인지적 투자성향에 따른 사회경제적 특성 비교 .....	43
<표 11> 인지적 투자성향에 따른 금융자산 유형별 보유율 비교 .....	47
<표 12> 인지적 투자성향에 따른 금융자산 유형별 보유액 비교: 전체 평균 .....	48
<표 13> 인지적 투자성향에 따른 금융자산 유형별 보유액 비교: 보유자 평균 .....	49
<표 14> 행동적 투자성향에 따른 사회경제적 특성 비교 .....	52
<표 15> 행동적 투자성향에 따른 금융자산 유형별 보유율 비교 .....	55
<표 16> 행동적 투자성향에 따른 금융자산 유형별 보유액 비교: 전체 평균 .....	56
<표 17> 행동적 투자성향에 따른 금융자산 유형별 보유액 비교: 보유자 평균 .....	57

<표 18> 인지적 투자성향과 행동적 투자성향 일치여부에 따른 사회경제적 특성 비교 .....	60
<표 19> 인지적 투자성향과 행동적 투자성향 일치여부에 따른 금융자산 유형별 보유율 비교 .....	63
<표 20> 인지적 투자성향과 행동적 투자성향 일치여부에 따른 금융자산 유형별 보유액 비교: 전체 평균 .....	64
<표 21> 인지적 투자성향과 행동적 투자성향 일치여부에 따른 금융자산 유형별 보유액 비교: 보유자 평균 .....	65

# I. 서론

## 1. 문제제기

경제성장과 함께 소득수준이 향상되고, 금융시장의 개방을 통하여 금융환경이 국제화·다양화됨에 따라 개인과 가계의 자산배분행동은 보다 높은 생활표준을 달성하기 위한 방편으로 확대되었다. 또한 금융시장에서의 저금리 기조가 지속화되고 노동시장에서의 고용구조가 불안정해짐에 따라 미래에 대한 불확실성이 커진 개인과 가계 단위의 투자자들은 다양한 투자대안을 찾아야 할 필요성을 느끼게 되었다.

과거 안정적인 저축상품에만 의존하던 다수의 투자자들이 어느 정도의 위험부담을 감수하면서 보다 높은 수익을 추구하는 금융상품에 관심을 갖게 된 것이다. 이처럼 투자자들의 수요에 의하여 다양한 금융상품의 개발이 촉진됨에 따라 우리나라 가계의 자산포트폴리오는 금융자산이 점차 증가하는 양상으로 변화하고 있다. 2006년 가계자산조사 결과(통계청, 2006), 총자산 구성은 부동산 76.8%, 금융자산 20.4%, 기타자산 2.7%로 구성되었으나, 2010년 가계금융조사 결과(통계청, 2010)에서는 부동산 75.8%, 금융자산 21.4%, 기타자산 2.9%로 나타났다. 또한 금융자산 중에서도 특히 위험자산이 증가추세에 있다. 2007년 2/4분기에 가계 금융자산에서 주식이 차지하는 비중이 21%로 나타났고, 펀드가 차지하는 비중도 2006년 7.2%, 2008년 8.2%로 증가하고 있다(자산운용협회, 2009; 한국투자자보호재단, 2010).

그러나 주식, 채권, 펀드 등의 직·간접투자가 확대되고 전반적인 재무설계에 대한 관심이 고조되고 있는 것에 비해, 리스크에 관한 인식은 아직도 부족한 실정이다. 리스크는 손실발생에 대한 불확실성(uncertainty)을 의미한다. 즉 투자수익의 변동성, 기대수익률로부터의 편차가 발생할 가능성이다. 2007

년도 금융소비자의식조사 결과(금융감독원, 2008)에 의하면, 선택할 수 있는 금융상품 범위와 종류가 복잡·다양해지면서 금융거래 비중은 평균 56.4%로, 전년대비 10.4%p가 증가하였다. 이는 주식시장의 활황으로 국내외 펀드에 대한 관심이 증가한데 기인한 것으로 분석되었다. 그러나 펀드에 가입한 투자자들 중에서 금융회사로부터 예상손실까지 충분히 설명을 들었다고 답한 응답자는 46.1%에 불과했다. 이는 리스크에 대한 사전 인지도가 미흡할 뿐 아니라, 자산포트폴리오 결정에 있어 정보력이 충분치 못한 실정임을 보여준다.

투자자는 자신에게 가장 적합한 투자 대안을 선택할 수 있어야 하는데, 수익과 위험의 양면성과 같은 투자의 기본원리를 충분히 인지하지 못하고 단순히 수익성만을 추구하거나, 실질적인 위험요인을 알지 못한 채 투자를 결정하는 경우가 적지 않다. 때문에 개인투자자들의 상당수는 투자로 인한 심리적 불만족을 경험할 수 있다.

높은 수익을 얻기 위해서는 높은 리스크를 감수해야 하고, 리스크를 줄이기 위해서는 기대수익을 낮추어야 한다. 어느 정도의 투자위험을 감수할 것인가를 의미하는 위험감수도(risk tolerance)는 투자의사결정에서 매우 중요한 요인으로, 투자자들의 투자성향을 반영하는 대표적 척도이다. 2009년 2월부터 시행된 「자본시장과 금융투자업에 관한 법률」에서도 투자성향에 일치하는 상품 선택을 통하여 투자만족도를 제고하는 방안을 강조한 바, 투자성향을 어떻게 측정, 구분하고 이를 투자의사결정에 어떻게 반영할 것인가는 중요한 과제이다.

투자성향과 금융투자행동에 관한 기존의 선행연구는 경영학, 심리학, 소비자재무 분야에서 수행되어 왔다. 경영학 분야에서는 투자성과, 투자수익률 또는 투자의사결정 행태에 관한 연구(김동철·최원욱·이운종, 2005; 민재형·구기동, 2004; 한민희·신상근·안성아, 2000)가 주를 이루었고, 심리학 분야에서는 투자심리에 관한 분석연구(Kahneman & Tversky, 1979; 한미영·김재휘·안서

원, 2009)가 이루어졌다. 소비자재무 분야에서는 위험자산 보유(문숙재·양정선, 1996; 박주영·최현자, 2002; 조혜진, 2009), 투자성향(김민정·최현자, 2008; 박나영, 2010)에 따른 자산포트폴리오분석에 초점이 맞추어져 왔다. 선행연구들은 주로 자산포트폴리오에서 위험자산이 차지하는 비중과 규모를 비교함으로써 투자성향과 위험감수도를 추후 판단하였고, 최근의 몇몇 연구들이 투자성향을 구분하여 집단별 투자행동을 비교·분석한 바 있다.

투자성향은 개인의 심리적 특성을 반영하므로, 어떻게 측정할 것인가가 매우 중요하다. 그러나 투자성향과 관련된 실증연구가 부족하고, 투자성향 구분에 대한 뚜렷한 기준이 없기 때문에 그 동안에는 주로 금융회사가 자율적으로 정한 기준에 의하여 투자성향을 파악하고, 이를 금융상품 추천에 활용해 왔다. 또한 2009년 2월부터는 불완전한 금융투자행동을 방지하기 위하여 금융투자협회에서 발표한 「표준투자권유준칙」에서 정한 기준이 적용되고 있다.

「표준투자권유준칙」과 이를 기반으로 제반의 금융회사에서 활용·제공하는 위험에 대한 설문에는 원금기준 손실감수 수준과 기대수익 및 위험태도를 묻는 문항이 포함되어 있다. 그러나 투자자의 자기응답(self-reported)에 의존하여 개인의 심리적 성향을 반영하는 까닭에, 본인이 인지하는 투자성향은 실제 금융투자행동에 비해 과대 또는 과소평가될 수 있으며, 응답 시 상황적 요인에 의하여 영향을 받을 수도 있다. 또한 금융회사에서 활용하는 투자성향 구분 기준은 투자자 입장의 경험이나 지식을 충분히 고려하지 않은 채 획일적으로 이루어지는 경향이 있고, 금융상품의 위험요소 등에 대한 설명이 형식에 치우쳐 실효성이 떨어진다는 지적이 나오고 있다(금융투자협회, 2010년 7월 16일자).

투자자들의 투자경험이 확대되고, 정보력이 증가하고 있는 현 시점에서 그들의 투자성향을 구분하는 다양한 방법을 연구하고, 투자성향에 따른 금융투

자행동을 실증적으로 분석하는 것은 매우 중요한 과제이다. 이는 투자자들의 합리적인 의사결정에 도움이 될 뿐 아니라, 실무에서 지적되고 있는 투자권 유관련 문제를 재조명하고, 투자자보호제도를 보다 실질적으로 구현하는 방법을 모색한다는 측면에서도 중요한 의미를 갖기 때문이다.

## 2. 연구목적

개인투자의 영역과 규모가 확대되고, 금융상품이 다양화됨에 따라 개인투자자들은 수많은 대안 탐색을 통하여 합리적인 의사결정을 해야 하고, 금융회사들은 투자자들의 올바른 의사결정을 조력해야 한다. 그러므로 투자자들이 어느 정도의 수익을 원하고, 어느 정도의 위험을 감수할 수 있는지를 판단하고, 그에 상응하는 투자대안을 선택하는 것은 투자자와 금융회사 모두에게 매우 중요하다.

이에 본 연구에서는 다양한 기준에 의하여 투자성향을 구분하여 개인투자자의 투자성향에 대한 이해를 높이고, 투자성향의 구분기준에 따라 투자자들의 사회경제적 특성과 금융자산 보유 특성이 어떻게 다른지에 대한 정보를 제공하고자 한다. 구체적인 연구목적은 다음과 같다.

첫째, 투자자 스스로가 주관적으로 평가한 본인의 투자성향을 ‘인지적 투자성향’이라고 명명하고, 위험태도와 관련하여 투자자가 어떠한 금융상품을 선호하고, 선택하고자 하는지 그 행동특성에 따라 구분한 투자성향을 ‘행동적 투자성향’이라 명명하는 가운데, 인지적 투자성향과 행동적 투자성향에 따른 투자자 분포를 파악하고, 인지적 투자성향과 행동적 투자성향이 어느 정도 일치하는지를 파악하고자 한다.

둘째, 인지적 투자성향에 따라 투자자들의 사회경제적 특성을 비교하고, 금융자산 유형별 보유율 및 보유액 현황을 비교·분석하고자 한다.

셋째, 행동적 투자성향에 따라 투자자들의 사회경제적 특성을 비교하고, 금융자산 유형별 보유율 및 보유액 현황을 비교·분석하고자 한다.

넷째, 인지적 투자성향과 행동적 투자성향의 일치여부에 따라 집단을 분류한 후 이들 집단별로 사회경제적 특성과 금융자산 유형별 보유율 및 보유액 현황을 비교·분석하고자 한다.

본 연구는 변화무쌍한 금융환경 속에서 개인투자자들이 재무설계를 하고 투자대안을 선택함에 있어, 리스크관리의 중요성을 부각시키고, 투자성향의 중요성을 강조함으로써, 개인투자자들이 합리적인 의사결정을 할 수 있도록 조력하는 것을 목적으로 한다. 또한 개인과 가계가 스스로 투자성향을 평가하여 수익성과 안전성을 적절히 반영한 완성포트폴리오를 체계적으로 구성, 운영하는데 필요한 기초정보를 제공함으로써, 투자자들의 만족도를 높이는데 기여하고자 한다.

본 연구는 「자본시장과 금융투자업에 관한 법률」의 시행과 더불어 제정, 통용되고 있는 「표준투자권유준칙」에 의거한 투자성향 구분 기준이 얼마나 실효성을 갖는지에 대하여 논의한다는 점에서 시의성이 있다고 사료된다. 투자자들의 만족도를 높이고, 투자자를 보호하기 위하여 어떠한 부분이 보완되어야 하는지에 대하여 논의함으로써, 실무에서 지적되고 있는 투자권유관련 문제를 재조명하고, 금융회사에서 금융상품을 개발하는데 필요한 기초정보를 제공할 수 있을 것이다. 또한 금융기관이나 관련 교육기관에서 투자관련 상담과 교육에 필요한 실증자료로 활용할 수 있을 것으로 기대한다.

## Ⅱ. 이론적 배경 및 선행연구 고찰

### 1. 투자성향

#### 1) 투자성향과 위험선호성향의 개념

과거에 재산을 형성하는 대표적인 수단은 저축이었다. 그러나 금리가 낮아지고 물가가 상승하여 더 이상 저축의 매력이 예전과 같지 못함에 따라 상대적으로 높은 수익을 보이는 금융상품에 대한 관심은 갈수록 높아지고 있다. 투자는 현재의 소비를 희생하고 이에 대한 보상으로 불확실한 미래에 수익을 바라는 행위이다(박광수·양재영·주소현, 2010). 이는 현재와 미래라는 시간적인 틀 안에서 이루어지는 기다림의 과정으로서 불확실성이 존재하기 때문에, 항상 위험이 뒤따르게 되는 것이다. 그 위험을 수용하고 반응하는 수준(투자성향)은 각 개인마다 상이하며, 기대수익을 위하여 위험을 얼마나 감수할 수 있는지에 따라 투자의사결정은 달라진다.

「자본시장과 금융투자업에 관한 법률」 제50조 제1항에 따르면, 금융회사는 투자를 권유함에 있어 구체적인 기준 및 절차(투자권유준칙)를 정하여야 한다. 또한 제50조 제3항에서는 금융투자협회가 금융회사들이 공통으로 사용할 수 있는 「표준투자권유준칙」을 제정할 수 있다고 명시하고 있다.

「자본시장과 금융투자업에 관한 법률」을 근거로 2009년에 제정된 「표준투자권유준칙」을 살펴보면, 금융회사는 투자성이 있는 금융상품을 판매하기 위하여 우선적으로 투자자의 특성을 파악하고, 그에 맞는 상품을 권유하도록 의무화되어 있다. 이러한 투자자들의 투자성향은 크게 2가지로 분류할 수 있는데 첫째, 연령대와 투자기간 및 투자경험, 수입원, 손실을 감내할 수 있는 수준 등 <기초정보>에 따른 '평가결과 투자성향'이 있으며, 둘째, <위험선호

도>에 따라 투자자 스스로가 유형을 선택하는 ‘위험선호 투자성향’이 있다.

투자위험, 즉 손실발생에 대한 불확실성을 다룬 기존의 선행연구들을 보면, 아직까지는 학문적으로 단일한 정의가 명확하게 합의되지 않은 채, 위험수용성향이나 위험감수도, 위험회피도 및 위험태도 등 다양한 용어들이 활용되고 있다는 것을 알 수 있다.

위험수용성향(risk-taking propensity)이란, 의사결정에서 기회를 잡기 위하여 위험을 감수하려는 의지를 나타내는 개념이다. 위험수용성향은 투자시에 개인투자자가 기꺼이 감당하고자 하는 손실의 크기로 정의되며 (Grable & Lytton, 1998), 특히 개인투자자의 투자행동에 직접적인 영향을 미치는 변수이다(주소현, 2009).

유사한 개념인 위험감수도(risk tolerance)는 위험에 대한 주관적인 인식으로 개인 또는 가계가 위험을 어느 정도 수용할 수 있는지에 관한 것으로, 얼마만큼 불확실성을 감수할 의사가 있는지를 뜻한다(정운영·김경자, 2003). 또한 투자위험과 수익률에 대한 개인의 교환의사라고 표현할 수 있으며, 개인에 따라 매우 다르게 나타난다(여윤경·정순희, 2004). 다시 말해 위험수용성향이 강한 사람은 더 많은 위험을 감수하고, 위험을 감수하고자 하는 성향이 약한 사람은 적은 수익을 보더라도 위험을 줄이기를 원한다.

한편, 위험회피도(risk aversion)란 위험감수도와는 반대의 개념으로 사용되며, 위험을 싫어하여 피하고자 하는 것을 의미한다. 기존 연구에서 대부분의 의사결정자는 위험회피자로 가정되며, 특히 자산을 선택하는 행위에 있어서는 위험회피자를 이성적인 투자자로 가정하고 있다(Laughunn, Payne & Crum, 1980; March & Shapira, 1987).

개인이나 가계의 위험에 대한 태도를 통하여 위험감수도나 위험회피도는 보다 잘 이해될 수 있다. 위험에 대한 태도란 일관성 있고 안정적인 개인의 성향으로 가계의 투자의사결정에 영향을 주는 심리적 변수이다. 개인

또는 가계에게 있어 위험에 대한 태도는 절대적인 개념이 아니라 위험감수와 위험회피의 연속선상에 위치하는 상대적인 개념이다. 위험태도는 정서적 심리상태와 관련되어 투자위험을 인지하는 것을 의미하며 위험회피형과 위험중립형, 위험추구형으로 구분된다(Krzysztofowicz, 1983; 김치환, 1987; 조혜진, 2010).

본 연구에서는 위험수용성향 내지 위험감수도와 동일한 맥락이지만, 이들을 모두 포괄하는 개념으로서 '투자성향'이라는 용어를 사용한다. 이는 금융투자협회의 「표준투자권유준칙」을 비롯하여 실무적 측면에서 투자자의 정보를 실제로 취급하는 금융회사들이 널리 활용하고 있는 용어로, 협의의 의미로는 위험을 선호하는 정도를 뜻한다고도 볼 수 있다.

## 2) 투자성향의 구분

「자본시장과 금융투자업에 관한 법률」 제46조 제2항에 따르면, 금융회사에서는 투자권유를 희망하는 투자자에 대하여 투자권유 전에 면담·질문 등을 통하여 투자자정보 확인서에 따라 투자자의 정보를 파악한다. 이때 투자자정보 확인서는 「표준투자권유준칙」 '일반투자자 투자정보 확인서'를 참조하여 개인투자자의 투자목적, 재산 및 소득상황, 투자경험, 금융상품에 관한 지식, 위험선호도, 투자예정기간 등의 정보를 확인하기 위하여 해당 금융회사가 자율적으로 정한 서식이다.

2009년에 제정된 「표준투자권유준칙」에서는 Part I <기초정보>와 Part II <위험선호도>를 파악하여, 각각 판단한 투자성향 중 더 보수적인 성향을 투자성향으로 최종 결정한다.

Part I <기초정보>는 7가지 정보(연령, 투자기간, 투자경험, 지식, 투자금액, 수입원, 원금손실 감내수준)의 합산점수에 따라 투자자의 투자성향을 분류한

다. 0~20점이 안정형, 21~40점이 안정추구형, 41~60점이 위험중립형, 61~80점이 적극투자형, 81~100점이 공격투자형이다.

PartⅡ<위험선호도>는 '다음 중 고객님의 투자목표와 투자성향을 가장 잘 설명하는 투자자 유형은 무엇입니까?'라는 질문의 답으로 투자자가 다음의 5가지 [보기] 중에서 자신의 투자성향 유형을 직접 선택한다. ① 안정형: 예금 또는 적금 수준의 수익률을 기대하며, 투자원금에 손실이 발생하는 것을 원하지 않음, ② 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, ③ 위험중립형: 투자에는 그에 상응하는 투자위험이 있음을 충분히 인식하고 있으며, 예·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, 주식형펀드 또는 파생상품 등의 위험자산에 투자할 의향이 있음, ⑤ 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. 이와 같이 5단계로 구분되어 있다.

금융회사는 투자자정보 확인서와 상담결과를 점수화(scoring system)하는 기법 등을 활용하여 투자성향을 일정한 유형으로 분류한 후 투자자에게 지체 없이 공지해야 하는데, 배점기준은 회사에서 자율적으로 정할 수 있다.

그러나 대부분의 금융회사에서 「표준투자권유준칙」과 동일한 질문항목, 배점기준 및 투자성향 분류방식을 사용하기 때문에 회사 고유 특성이 반영되지 않는다는 문제점이 있다. 또한 다수의 투자자들이 투자자정보 확인서의 종합적인 Part I <기초정보>와는 달리 주관적 위험선호도를 측정하는 PartⅡ

<위험선호도>를 보수적으로 답변하는 경향이 있어 PartⅡ<위험선호도>의 단편적인 정보로써 투자성향이 주로 결정된다는 문제점도 지적되고 있다. 5개 판매회사의 투자자 102만 명을 대상으로 09년 11월 현황조사 결과, Part I <기초정보>로 파악 시에 공격형 24.2%, 적극투자형 38.4%으로 나타났으나, PartⅡ<위험선호도>까지 적용했을 때에는 각각 13.7%, 27.0%로 낮아졌다(금융투자협회, 2010년 7월 16일자).

증권·선물·은행·보험 등 업권 차이에 따른 고객성향 및 취급상품 차이를 제대로 반영하기 위한 개선방안으로서 2010년 개정되는 「표준투자권유준칙」에서는 5단계로 구분되어 있는 현행의 유형 이외에도 유형 명칭 등을 별도로 정하거나 유형의 수를 증감하여 사용할 수 있도록 하고 있다.

## 2. 투자성향과 자산포트폴리오 관련 이론

### 1) 기대효용이론(expected utility theory)

인간 기대심리를 설명하는 기대효용이론에 의하면, 인간은 행동결과에 대한 확률을 알고 있는 상황에서 여러 가지 행동 대안들 중에 동기를 불러일으키는 힘이 가장 클 것으로 기대되는 대안을 선택하게 된다. 여기서의 기대감은 노력을 기울이면 좋은 성과를 낼 것이라는 심리적 요인을 말한다(민재형·구기동, 2004). 또한 효용이란 어떤 경제적 이익에 대하여 선호하는 정도를 나타낸 지수를 의미한다. 효용은 개인의 선호를 반영하여 결정되는 것이므로 효용 크기는 금액이나 수익률과 반드시 비례하지는 않는다(조혜진 재인용, 2009). 즉 모든 인간은 여러 가지 의사결정의 대안들 가운데 기대감과 효용을 가장 극대화하는 대안을 선택하는 행동을 한다는 것이다.

일반적으로 사람들은 적은 부보다는 큰 부를 더 선호하며 효용함수는 증가

형태를 갖는다. 그리고 한 단위의 부가 증가함으로부터 얻어지는 효용 증가분인 한계효용(marginal utility)은 부의 증가에 따라 점차 감소하게 되지만, 예외적으로 위험부담을 추구하는 사람들은 한계효용이 체증하는 효용함수를 갖는다.

위험회피형의 투자자는 다른 조건이 일정하다면, 가능한 한 적은 위험을 부담하려는 투자자로 위험에 대한 대가인 위험프리미엄이 적절한 정도로 주어질 때만 위험을 부담하고자 한다. 이들의 효용함수는 부의 증가에 따라 효용이 증가하면서 한계효용은 체감하는 형태의 함수를 갖는다. 위험에 따르는 심리적 수준이 크기 때문에 기대수익이 낮은 투자안도 선택할 수 있다.

반대로 위험추구형의 투자자들은 보다 큰 위험을 선호하는 사람들로, 이들의 효용함수는 부의 증가에 따라 효용이 증가하고, 한계효용 또한 체증하는 형태를 띠게 된다. 다시 말해 수익이 한 단위 증가할 때 그 이상의 위험증가가 있더라도 만족하는 투자자를 말한다.

한편 위험중립형 투자자들은 위험의 크기에 관계없이 그들의 효용함수는 부의 증가에 따라 기대하는 부에 의해서만 의사결정을 한다. 따라서 위험중립형 투자자들의 효용함수는 부의 증가에 따라 효용도 증가하지만 한계효용의 경우, 부의 수준에 상관없이 일정한 형태로 나타날 수 있기 때문에 효용함수는 직선으로 나타난다. 즉 위험수준이 한 단위 증가할 때 동일한 수준의 기대수익만 있으면 똑같은 만족을 느끼게 된다는 것이다. 위험 크기가 아닌, 기대수익에 대해서만 투자와 관련된 의사결정을 하기 때문에 기대수익이 가장 높은 대안을 선택하게 된다(김동철·최원욱·이윤중, 2005).

일반적으로 합리적인 투자자는 위험을 회피하는 경향이 있다고 가정하고, 포트폴리오 이론에서도 투자자의 성향은 투자에 대한 동기를 불러일으킬 수 있는 기대수익률과 함께 위험의 크기에 의존하게 되므로(Markowitz, 1959), 위험회피형으로 간주된다. 그러나 모든 투자자가 기대효용을 높이기 위하여

항상 위험회피를 추구하지는 않는다. 현실에서는 고수익을 얻고자 매우 위험한 자산에 투자하기도 하며, 실제로 위험에 관심이 없는 투자자들은 위험에 대해서는 전혀 고려를 하지 않은 의사결정을 내리기도 한다. 또한 불확실한 상황에서의 투자의사결정은 이익과 손실에 대한 개인의 반응에 따라 차이를 보인다. 따라서 투자자들이 전부 위험회피자라고 가정하거나 위험회피자만이 합리적인 투자자라고 가정하는 것은 보편적이지 못하다. 사람들의 의사결정 행태는 효용을 극대화하는 합리적 행태이기보다는 비합리적 행태에 가까우며, 일반적으로 투자에 따르는 기대수익률이나 위험은 과거 정보를 기초로 하기 때문에 미래의 기대수준으로서의 완전성을 확보하지 못하고 있다. 다시 말해, 과거의 정보는 미래를 예측하기 위한 적절한 정보라기보다는 불확실한 정보에 가까우며, 투자판단에 대한 참고 정보로서의 역할에만 한정된다.

이러한 불확실한 미래 상황은 개인의 합리적인 의사결정을 제한하게 되며, 인간의 실제적 의사결정상황에서는 제한된 합리성(bounded rationality) 하에 최적 판단보다는 여러 가지 대안들 중에서 해당 상황의 요구조건을 최소한 만족시키는 적절한 대안(sacrificing solution)을 찾게 된다(한미영·김재휘·안서원, 2009).

## 2) 전망이론(prospect theory)

의사결정분야 연구는 전통적으로 기대효용이론을 중심으로 전개되어 왔으나, 그 기본적 정리에 의거한 기대효용의 극대화는 인지 심리학적으로 실증될 수 없는 두 가지 가정에 기반을 두고 있다. 첫째, 의사결정자는 항상 규범적 원리와 일치하는 완벽하고 합리적인 의사결정을 한다는 가정이며, 둘째, 의사결정자는 무한히 존재할 수 있는 모든 대안들을 비교·검토한다는 것이다.

그러나 의사결정자는 제한된 합리성에 근거하여 의사결정을 한다는 현실에 비추어볼 때, 기대효용이론 가정들은 서술적으로 적절하지 못하다는 비판이 있으며, 그 대안으로서 비효용이론이라 불리는 연구들이 등장하게 되었다.

Kahneman & Tversky(1979)는 기대효용이론을 극복하는 대체안으로, 심리적인 불확실성에 근거한 의사결정이론으로 전망이론을 제시하였다. 이로써 '투자자 심리의 비합리성'을 고려한 새로운 차원의 접근법인 행동재무학 (behavioral finance)이 떠오르게 되었다. 행동재무학은 개인투자자의 투자의사결정과 판단에 대한 심리적인 영향을 분석하는 접근법이다(변진호·김민수·최인철, 2005). 이는 기존의 기대효용이론으로는 충분히 설명되지 않았던 이례현상은 개인의 투자결정상의 오류에 기인한 것이라고 설명하면서, 투자자의 심리에 따른 투자의사결정에 관심을 갖는 것이다.

전망이론과 기대효용이론의 차이점은 가치함수(value function)와 의사결정가중치함수(decision weighting function)의 특성에서 기인한다. 기대효용이론에서 효용함수에 해당하는 전망이론의 가치함수는 판단기준점인 원점을 변곡점으로 하여 이익상황에서는 오목한(concave) 형태로 위험을 회피하는 성향을, 손실상황에서는 볼록한(convex) 형태로서 위험추구하는 성향을 나타내며, 기울기가 이익영역에서보다도 손실영역에서 더 가파른 형태가 된다. 이러한 가치함수는 이익에서 얻는 심리적 만족(효용)에 비해 동일한 금액의 손실을 보는 경우 심리적 고통(비효용)이 더 큰 현상을 나타낸다. 실증연구결과에 의하면 손실에서 오는 비효용은 같은 금액의 이익에서 얻는 효용의 약 2~2.5배에 해당한다. 이는 전망이론의 핵심개념인 손실회피현상(loss aversion)라는 표현으로 정리될 수 있다. 이 현상으로 인해 투자자들은 잠재손실에 대하여는 위험을 추구하는 성향을 보이는 반면, 잠재이익에 대하여는 위험회피성향을 나타낸다(김동철·최원욱·이윤중, 2005).

전망이론에서는 잠재손실 및 잠재이익을 동시에 고려하여 투자행동이 달라

질 수 있다고 보기 때문에, 본 연구에서의 다양한 투자성향 측정개념을 설명함과 아울러 인지적 투자성향과 행동적 투자성향이 불일치하는 투자자들을 이해할 수 있는 근거로 적합하다.

### 3) 자산선택이론

Tobin(1969)의 자산선택이론은 수익성과 위험성을 가지고 위험자산과 무위험자산의 자산포트폴리오의 선택기준을 삼는 것을 설명한다. Tobin(1969)은 주식, 채권 등과 같이 위험자산을 선택하는 자본배분단계와 위험자산 포트폴리오에 무위험자산을 추가하는 자산배분단계를 거쳐 완전한 포트폴리오를 구성한다고 하였다. 다시 말해 포트폴리오의 선택은 포트폴리오에 포함되어 있는 무위험자산과 위험자산들의 투자비율의 결정을 통하여 포트폴리오를 운영하게 되는데, 이때 위험과 수익률 간의 최선의 선택을 추구하고자 하는 것이다.

자본배분(capital allocation)은 시장 내에서의 주식이나 채권과 같은 위험자산에 대하여 수익률 평균과 표준편차를 기준으로 최적위험 포트폴리오를 결정하는 것이다. 즉 전체 포트폴리오 중에서 안전하지만 수익률이 낮은 단기금융상품의 비중과, 주식처럼 위험하지만 고수익의 증권의 비중을 선택하는 것이다(Bodie, Kane & Marcus, 2001). 따라서 가계가 합리적인 투자자라면 위험수준이 높더라도 수익률이 높은 주식과 같은 위험자산과, 수익률은 낮더라도 정기예금처럼 안정적인 무위험자산을 일정한 비율로 포트폴리오에 포함시켜야 한다.

한편, Tobin(1969)의 자산선택이론이 현실과 부합하지 않는다는 의견들이 있는데, 이는 투자자들의 금융투자행동은 위험이나 수익 이외에도 소득과 자산을 포함하는 자원이나 이자율, 인플레이션과 같은 경제적 요인뿐만 아

나라 소비자 선호, 위험수용성향, 불확실성 등을 포함하는 심리적 요인 등에 의해서도 영향을 받기 때문이다(주소현, 2009). 또한 무위험자산에 투자하는 것도 2차적으로 위험자산에 배분하는 단계를 거치는 것이 아니라, 최적의 위험자산을 구성할 때 이미 하나의 자산으로 무위험자산이 편입되는 경우가 많아서이기도 하다.

이상과 같이 자산선택이론은 포트폴리오의 효율적 선택과정을 설명하는 Markowitz(1959)의 이론과 별개의 것이 아니라, 최대의 기대수익률을 얻기 위하여 자산의 위험과 수익률을 어떻게 결정할 것이냐는 근본적인 물음을 공유한다는 측면에서 오히려 유사하다.

### 3. 투자성향과 금융자산 포트폴리오의 관계

Hanna & Chen(1997)은 투자자의 위험감수도에 따른 자산배분비율의 차이에 대한 연구결과, 금융자산의 비중이 작을 경우에는 위험허용수준에 상관없이 소형주에 집중적으로 투자하는 경향이 있다고 밝혔다. 금융자산의 비중이 큰 경우, 위험허용수준이 높은 사람은 대형주와 소형주에 대한 투자비중이 높게 나타나며, 위험허용수준이 낮은 사람은 국공채에 대한 투자 비중이 높게 나타나는 등 안전자산을 선호하였다. 이때 개인이 수용 가능한 위험수준은 수입의 원천이나 형태 등을 포함한 개인 금융 상황에 의하여 결정된다고 하였다.

정은주(1992)는 위험태도와 위험자산 보유율에 영향을 미치는 제변인을 규명하였는데 그 결과 위험태도의 경우 20대 30대의 젊은층일수록 그리고 여성보다는 남성이 위험추구형으로 나타났고, 저소득일수록 위험회피형으로 나타났으며, 위험자산 보유율의 경우 위험태도가 위험추구형일수록 투자관리유형이 변화지향형일수록 대졸이상일수록 총자산이 많을수록 위험자

산 보유율이 높은 것으로 나타났다.

민재형·구기동(2004)은 개인투자자의 투자성향을 투자대안의 위험과 수익성을 기준으로 보수투자형, 안정지향형, 균형투자형, 수익지향형, 공격투자형 등 다섯 가지로 분류하여 조사하였는데, 그 결과 안정지향형이 가장 많았고, 균형투자형, 보수투자형, 수익지향형, 공격투자형의 분포를 나타냈다. 이는 개인투자자들이 투자의 안전성만을 위하여 완전 무위험자산에 투자하기보다는 적절한 위험을 감수하면서 어느 정도의 수익성을 추구하는 경향이 있음을 보여주는 것이라고 해석하였다.

김민정·손지연·최현자(2007)는 직업안정성과 위험감수성향에 따른 소비자 포트폴리오를 비교·분석하였다. 그 결과, 직업안정성이 낮은 집단보다 높은 집단에서 위험을 선호하는 사람의 비중이 컸다. 또한 소비자 포트폴리오를 분석한 결과, 은행예금 보유율은 모든 집단에서 80% 이상인 것으로 나타났고, 주식·채권 보유율은 직업안정성과 위험감수성향이 모두 높은 집단에서 가장 높았다. 보험 보유율은 직업안정성과 위험감수성향이 모두 높은 집단에서, 직업안정성은 높지만 위험감수성향은 낮은 집단보다 더 높았다.

주소현(2007)은 계층을 5개로 구분하여 순자산이 위험자산 비중에 유의한 차이가 있는지 살펴보았다. 특히 위험자산의 비중은 순자산이 커질수록 그 비중도 함께 커져 순자산과 위험회피도간의 음의 관계가 있다는 것을 밝혔다. 이를 통하여 포트폴리오 구성의 차이가 부에 영향을 미칠 수 있다는 것을 확인할 수 있었다. 또한 위험자산 비중이 매우 작음에도 불구하고 순자산에 미치는 영향력은 가장 큰 것으로 나타나 앞으로 주식과 채권시장의 활발한 참여를 유도할 수 있는 하나의 동기를 제시하였다.

최현자(2007)는 예·적금, 개인연금, 보장성보험, 저축성보험에 대한 가계의 저축의사결정에 영향을 미치는 요인들을 비교·분석하였다. 가계의 위험감수도에 따른 저축의사결정을 분석한 결과, 보험 가입여부에서만 유의한

차이를 보여 위험회피자들이 위험감수자나 위험중립자에 비해 저축성보험에 가입할 가능성이 낮은 것으로 나타났다.

김민정, 최현자(2008)는 은퇴자의 투자성향에 따른 자산포트폴리오 변화에 대하여 살펴본 결과, 안정추구형 은퇴자의 금융자산이 20%로 가장 크게 증가하였다. 위험추구형 은퇴자의 자산액 변화율은 안정추구형 은퇴자들에 비해 높지 않은 것으로 나타났지만, 안정추구형과 위험추구형의 은퇴자가 자산증가의 가능성이 더 높은 것으로 나타나 자산증가가 투자성향에 의하여 영향을 받는 것을 알 수 있었다.

이진형(2008)은 위험회피도에 따른 위험금융자산 보유액에 영향을 미치는 요인을 분석한 결과, 위험회피도가 높은 집단의 경우에는 위험회피도가 증가할수록 위험금융자산 보유액 증가율은 감소하여 위험자산이 감소하는 것으로 나타났다.

#### 4. 관련변수 고찰

##### 1) 투자성향

많은 선행연구의 결과에 따르면, 성별, 연령, 교육수준, 혼인상태, 직업, 주거형태, 소득 등이 투자성향에 영향을 주는 변수로 나타났다(Bajtelsmit & Bernasek, 2001; Friend & Blume, 1975; Lyons & Yilmazer, 2004; Sung & Hanna, 1996; 김지수, 2007; 노전표, 2004; 민재형·구기동, 2004; 박나영, 2010; 배성경, 2000; 성지미·안주엽, 2007; 이진형, 2008; 조혜진, 2009; 정은주, 1992; 홍대연, 2005).

성별에서는 남성이 여성보다 위험을 선호하는 정도가 더 높은 것으로 나타났다. Bajtelsmit & Bernasek(2001)은 위험감수도의 측정을 위하여 1994년

HRS(Health and Retirement Survey) 자료를 사용하였는데 연구 결과, 남성과 여성은 일반적으로 상이한 위험수용성향을 가지고 있으며 여성은 남성에 비하여 보수적인 성향을 갖기 때문에 위험감수도가 낮은 것으로 나타났다. 성지미·안주엽(2007)은 한국노동패널 7차년도 자료의 복권에 대한 선택문항을 통하여 가계의 위험감수도의 결정요인을 추정한 결과, 여성이 남성에 비해 통계적으로 위험을 회피하는 경향이 높다고 밝혔다. 불확실성 하에서 개인 투자행태를 분석한 민재형·구기동(2004)의 연구결과에서는 남성이 여성에 비하여 더 공격적인 투자성향을 보였고, 주식투자자의 투자성향 연구에서도 남성이 여성보다 더 적극적인 투자성향을 보였다. 그러나 노전표(2004)의 연구에서는 남성보다 여성의 투자위험감수도가 높은 것으로 나타났다.

연령과 관련된 선행연구들의 결과를 살펴보면, 연령이 증가할수록 보수적인 투자성향을 가진다는 연구와 연령이 증가할수록 적극적인 투자성향을 보인다는 결과가 상충하였다. 개인의 투자행태를 분석한 민재형·구기동(2004)의 연구에서는 연령이 높을수록 보수적인 투자형태를 보이는 것으로 나타났고, 국내 프라이빗 बैं킹 고객의 투자성향별 특성을 분석한 김지수(2007)의 연구결과에서는 연령이 높은 집단이 절대적 안정형으로 나타났다. 그러나 노전표(2004)와 홍대연(2005)은 연령이 높아질수록 위험을 감수하는 경향이 있으며, 보다 적극적인 투자성향을 보인다는 상반된 결과를 제시하였다.

교육수준은 주로 위험감수도와 정비례하는 것으로 나타났다. 16세~70세 취업자를 대상으로 1992년 SCF(Survey of Consumer Finance) 자료를 분석한 Sung & Hanna(1996)의 연구에 따르면, 교육수준에 따라 위험수용성향은 증가하였다. 1994년 HRS자료를 이용한 Bajtelsmit & Bernasek(2001)은 교육수준이 낮을수록 위험감수도 역시 낮은 것으로 나타났다. 이진형(2008)

은 위험금융자산 보유액을 분석한 결과, 대출과 석사 이상의 경우에는 고졸 이하의 경우보다 위험자산 보유 증가율이 크게 나타났다.

혼인상태는 성지미·안주엽(2007)의 위험감수도에 관한 연구에서는 영향을 미치는 변수가 아니라고 하였다. Lyons & Yilmazer(2004)는 결혼한 여성의 경우, 미혼남성이나 미혼여성과는 다른 양상의 투자성향을 보인다고 보고하였는데, 결혼한 여성의 경우에 다른 집단에 비하여 더욱 보수적인 투자성향을 보여주어 주식에 투자하는 비중이 낮은 반면, 채권에 투자하는 비중은 상대적으로 높다고 하였다.

직업의 경우, 홍대연(2005)의 연구에서는 자영업자가 가장 적극적인 투자성향을 보였고, 김지수(2007)의 연구에서는 실버계층, 주부, 전문직 종사자가 안정형인 반면, 기업체 임직원의 경우 절대성장형으로 나타났다.

Xiao(1996)는 총자산대비 위험자산 비율로 위험감수행동을 측정하여 분석한 결과, 자가의 소유가 위험감수행동에 부적인 영향을 준다고 분석한 바 있다.

소득 수준은 투자성향을 공격적 투자성향에 정적인 영향을 미치는 요인인 것으로 나타났다. Friend & Blume(1975)는 개인투자자의 위험부담행위에 대한 연구에서 고소득일수록 위험추구적인 투자행동을 전개한다고 밝혔다. 배성경(2000)은 금융자산 포트폴리오 선택에 관한 연구에서 도시가계의 월평균소득이 높을수록 수익성을 추구한다고 하였으며, 민재형·구기동(2004), 홍대연(2005)도 소득이 많을수록 공격적, 적극적인 투자성향을 보인다고 하였다. 반면에, 정은주(1992)는 위험태도에 따른 가계의 투자행동에 관해 연구하였는데, 저소득층과 고소득층은 위험회피적이나 중간소득층은 위험추구적인 것으로 나타났다.

## 2) 금융자산 포트폴리오

금융상품에의 투자여부와 금액을 결정하는 투자의사결정 단계들은 개인과 가계의 다양한 특성에 의하여 영향을 받는다(Campbell & Viceira, 2002; Wang & Hanna, 2007; Warner & Cramer, 1995; Yao, Hanna & Lindamood, 2004; Zhong & Xiao, 1995; 강석훈, 1998; 문숙재·양정선, 1996; 여윤경·정순희, 2004; 오승현·한상범, 2007; 유경원, 2004; 이진형, 2008; 임경목, 2004; 정운영, 2008; 정은주, 1992; 최지은, 2004; 최지은·정순희·여윤경, 2005).

정은주(1992)의 연구에서는 안전자산은 위험을 선호하는 태도의 투자자에게서, 위험자산은 위험을 추구하는 투자자들에게서 더 많이 보유율이 높았으며, 위험추구적이고 고학력일수록 위험자산의 보유율이 높은 것으로 나타났다.

Warner & Cramer(1995)의 연구는 자산수준이 증가함에 따라 위험자산 보유액, 위험자산 보유 가능성이 높게 나타났으며, Zhong & Xiao(1995)의 연구에서는 금융자산이 많은 투자자일수록 주식보유액이 많게 나타났다.

문숙재·양정선(1996)은 가계의 위험자산과 안전자산 투자여부에 영향을 미치는 요인에 대하여 로짓분석과 회귀분석을 한 결과, 도시 거주자일수록, 가구주의 교육수준이 높을수록, 봉급생활자일수록, 자가 소유자일수록 위험자산을 보유할 확률이 높은 것으로 나타났다. 자산유형별 투자액에 영향을 미치는 요인을 분석한 결과로는 위험자산은 근로소득, 자산소득, 이전 및 기타소득, 총지출이 많은 가계일수록 그 투자액이 증가하였다.

유경원(2004)은 가계패널조사 자료를 사용하여 우리나라 가계자산구성의 특징을 분석하고 금융자산을 선택함에 영향을 미치는 주요 요인이 무엇인지 실증적으로 분석하였다. 소득 위험이 높은 가계일수록 안전자산 보유의

비중이 높은 반면 위험자산인 주식의 보유비중은 낮게 나타났다.

Yao, Hanna & Lindamood(2004)는 1983~2001년의 SCF자료를 사용하여 기간 경과에 따른 재무 위험감수도의 변화를 조사하였다. 재무 위험감수도는 주식 수익률이 상승할 때 높아지고, 주식 수익률이 떨어질 때는 낮아지는 경향이 있는 것으로 나타났다. 이러한 관계는 투자자가 주식가격이 높을 때 사고, 가격이 낮을 때 팔게 하여, 단순하게 동일한 포트폴리오 배분을 유지했을 때보다도 장기 투자로 얻은 수익을 훨씬 더 낮게 만들 수 있다. 이러한 상황을 투자자들이 극복하기 위하여 재무교육이 필요하다고 보았다.

최지은(2004)은 자산수준별로 금융환경변화에 따른 투자행동을 분석한 결과, 고자산을 가진 투자자는 신탁, 유가증권 등과 같은 비교적 위험자산의 투자 비중을 높인 반면에 저자산을 보유한 투자자는 저축성보험과 요구불예금의 투자비중을 크게 증가시켰다. 금융자산대비 이자배당수익률을 살펴본 결과, 1995년에는 금융자산이 많을수록 높은 투자수익률을 나타냈으나, 2000년에는 금융자산이 적을수록 높은 투자수익률을 나타냈다. 이는 이 기간 동안에 주가지수가 크게 하락한 결과로 금융환경변화에 소극적으로 대처한 저자산의 투자자들이 적극적으로 대처한 고자산의 투자자들보다 수익률이 더 높게 나타난 것이다. 아울러 연령이 높을수록, 남성의 경우에, 교육년수가 높을수록 금융자산 구성에서의 수익률이 높아짐을 보였다.

최지은·정순희·여윤경(2005)은 통계청의 2000년 가구소비실태조사 자료를 사용하여 자산의 크기별로 각 가계의 금융자산이 어떻게 구성하고 있는지 파악하였다. 연구결과, 저자산 계층에서는 안전한 저축형 투자대안에, 고자산 계층에서는 위험한 투자대안에 보다 더 비중을 많이 두는 것으로 나타났다. 또한 가구주의 연령과 교육년수가 증가할수록 자산에의 투자수익이 높은 것으로 나타났다.

Campbell & Viceira(2002)은 계층별로 자산의 비중차이가 어떠한지를 분석한 결과, 부가 작은 가계일수록 안전자산에만 투자하고 있었는데 이는 가계가 투자활동을 하는 데 있어서 범하는 하나의 실수에 해당한다고 주장하였다. 그리고 부가 많을수록 위험이 큰 주식의 비중이 크다는 것을 밝혀 부에 따라 자산의 구성이 달라질 수 있다고 하였다.

Wang & Hanna(2007)는 위험감수행동을 주식 소유여부로 분석한 결과, 어떠한 위험도 감수하려 하지 않는 사람들보다 어느 정도 위험을 감수하려는 사람들이 더 주식을 소유하려는 것으로 나타났다. 주식을 보유하는 데 있어 여성가구주와 남성가구주 간에 유의한 차이는 없었으며, 주식소유에 자가를 소유하는 것이 정적인 영향을 미치는 것으로 나타났다.

이진형(2008)은 위험금융자산 보유액을 분석한 결과, 대졸과 석사 이상의 경우에는 고졸 이하의 경우보다 위험자산 보유 증가율이 크게 나타났다.

### Ⅲ. 연구문제 및 연구방법

#### 1. 연구문제

본 연구에서는 개인투자자의 투자성향에 따라 사회경제적 특성과 금융자산 포트폴리오에 어떠한 차이가 있는지를 분석하고자 한다. 개인투자자의 투자성향을 인지적 투자성향과 행동적 투자성향으로 구분한 후, 각 투자성향에 따라 사회경제적 특성과 금융자산 유형별 보유율 및 보유액 현황을 비교·분석하고자 한다. 나아가, 개인투자자의 인지적 투자성향과 행동적 투자성향의 일치여부에 따라 사회경제적 특성과 금융자산 보유 특성을 비교하고자 한다.

본 연구의 목적은 개인투자자의 투자성향에 대한 이해를 높이고, 개인투자자들이 합리적인 의사결정을 할 수 있도록 조력하는 것이다. 또한 투자성향의 구분기준에 따라 투자자들의 금융자산 보유 특성이 어떻게 다른지에 대한 정보를 제공함으로써, 현재 금융시장에서 통용되고 있는 투자성향 구분 기준의 실효성을 재고하고, 투자권유관련 문제에 대하여 재조명하며, 투자자 만족증진과 투자자보호를 위한 방안을 모색하는 것이다. 이와 같은 연구목적을 달성하기 위하여 설정한 구체적인 연구문제는 다음과 같다.

#### 【연구문제 1】

인지적 투자성향, 행동적 투자성향의 구분에 따라 개인투자자의 분포는 어떠한가, 인지적 투자성향과 행동적 투자성향은 어느 정도 일치하는가?

#### 【연구문제 2】

개인투자자의 인지적 투자성향에 따라 사회경제적 특성과 금융자산 보유 특성에 어떠한 차이가 있는가?

### 【연구문제 3】

개인투자자의 행동적 투자성향에 따라 사회경제적 특성과 금융자산 보유 특성에 어떠한 차이가 있는가?

### 【연구문제 4】

개인투자자의 인지적 투자성향과 행동적 투자성향의 일치여부에 따라 사회경제적 특성과 금융자산 보유 특성에 어떠한 차이가 있는가?

## 2. 분석자료 및 연구대상

기존의 개인투자자관련 행태는 거시적인 통계자료를 이용하여 추세를 보여 주는 것에 국한되어 왔다. 따라서 개인투자자의 투자 동기나 의사결정, 투자에 대한 지식 및 태도에 관한 미시적인 투자행태 연구 자료는 제한될 수밖에 없었다. 이러한 한계점을 극복하기 위해서는 개인적인 차원에서 투자자 특성을 파악할 수 있는 실질적인 자료가 필요하였다.

본 연구에서 사용한 분석 자료는 한국투자자보호재단에서 시행한 2009년 펀드투자자 조사 원자료이다. 이는 2007년 이래로 매년 실시되고 있는 간접투자관련 조사로서, 올바른 투자자 교육 방향 정립과 투자자 보호, 투자자가 중심이 되는 펀드 시장의 환경 구축에 필요한 기초 자료의 정립을 목적으로 한다.

펀드투자자 조사는 서울, 수도권 및 6대 광역시(부산, 인천, 광주, 대구, 대전, 울산)에 거주하는 현재 및 잠재 펀드 투자자를 대상으로 실시된다. 본 조사는 만 25~65세 남녀 중에 가계의 재정 상태를 잘 알며, 가계금융거래를 직접 결정하거나 의사결정에 참여하는 기혼자, 현재 일정한 소득이 있으며, 가계금융거래를 하는 미혼자가 응답하도록 고안되어 있다.

본 연구에서 사용한 2009년 펀드투자자 조사는 2009년 10월 30일부터 11월 27일까지 약 4주의 기간을 거쳐 총 2,530명을 대상으로 이루어졌다. 주요조사 내용은 금융거래 및 펀드투자현황, 투자성향 및 투자교육 실태, 직접투자와 저축성보험 이용행태, 그리고 가계재산 현황 등이다.

그러나 펀드투자자 조사의 경우, 투자성향에 관한 질문이 모든 응답자들에게 주어진 것은 아니다. '현재 소득에서 저축이나 투자를 하려고 할 때, 예금·적금과 펀드·주식 중에 어느 것을 선택하시겠습니까?'라는 질문에 '예금·적금'이 아닌, '펀드·주식'을 선호한다고 답한 투자자들에 한하여 투자성향관련 정보가 확보되었다. 이에 본 연구에서는 예·적금보다는 펀드·주식을 선호하는 703명을 분석대상으로 하여 연구를 진행하였다.

### 3. 측정도구의 구성

#### 1) 인지적 투자성향

본 연구에서 인지적 투자성향이란 개인투자자 본인이 주관적으로 생각하는 투자성향으로 정의한다. 즉 투자자 스스로가 기대하는 수익률과 위험감수의 수준을 판단하도록 하고, 본인이 어떠한 성향을 갖는다고 평가하는지 알아보는 것이다. 인지적 투자성향은 2009년 펀드투자자 조사에서 '다음 중 귀하의 투자목표와 투자성향을 가장 잘 설명하는 유형을 한 가지만 선택하여 주십시오.'라는 질문을 이용하여, <표 1>과 같이 총 5개의 유형으로 나누었다. 이는 2009년에 제정된 「표준투자권유준칙」 PartⅡ에서 위험선호도를 파악할 때 제시한 구분과 동일한 것이다.

**<표 1> 인지적 투자성향관련 질문의 구성**

CQ1-4. 다음 중 귀하의 투자목표와 투자성향을 가장 잘 설명하는 유형을 한 가지만 선택하여 주십시오.	
(1) 안정형	예·적금 수준의 수익률을 기대하며, 투자원금에 손실이 발생하는 것을 원하지 않음
(2) 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
(3) 위험중립형	투자에는 그에 상응하는 투자위험이 있음을 충분히 인식하고 있으며, 예·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, 주식형펀드 또는 파생상품 등의 위험자산에 투자할 의향이 있음
(5) 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

## 2) 행동적 투자성향

본 연구에서 행동적 투자성향은 개인투자자의 행동적 특성을 통하여 파악하는 투자성향을 의미한다. 즉 실제로 개인투자자가 어떠한 금융상품을 선호 혹은 보유하는지 그 투자행동을 파악함으로써, 투자성향이 어떠한지 판단하는 것이다. 행동적 투자성향은 2009년 펀드투자자 조사 설문지에서 ‘귀하께서 금융상품에 투자를 한다고 가정하였을 때, A와 B 문항 중 귀하의 의견과 가장 가깝다고 생각되는 곳에 표시하여 주세요.’라는 5가지 질문들을 이용하여 구분하였다. 각 질문은 <표 2>와 같이 구성되었다.

<표 2> 행동적 투자성향관련 질문의 구성

CQ6. 귀하께서는 금융상품에 투자를 한다고 가정하였을 때, A와 B문항 중 귀하의 의견과 가장 가깝다고 생각되는 곳에 표시하여 주세요.

A	A에 아주 가깝다	A에 가까운 편이다	B에 가까운 편이다	B에 아주 가깝다	B
(1) 주식·채권 등 직접투자를 선호한다.	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	펀드와 같은 간접투자를 선호한다.
(2) 단기적으로 투자한다.	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	장기적으로 투자한다.
(3) 좋은 투자기회가 있다면 빚을 내서라도 투자한다.	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	좋은 투자기회가 있더라도, 여유자금 내에서 투자한다.
(4) 한 가지 상품에 집중적으로 투자한다.	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	다양한 상품에 분산하여 투자한다.
(5) 투자에서는 수익성이 우선이다.	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	투자의 안정성이 우선이다.

각 질문은 4점 리커트 척도로 측정되었고, 'B에 아주 가깝다.'에 1점, 'A에 아주 가깝다.'에 4점을 부여하였으며, 투자성향 각 질문의 점수를 합산한 5~20점으로 계산되었다. 이때 낮은 점수를 할당한 B에 가까울수록 안정적인 투자성향을 가진 투자자로, 높은 점수를 할당한 A에 가까울수록 공격적인 투자성향을 가진 투자자로 본다. 각 문항의 4점 리커트 척도를 기준으로 보았을 때, 점수가 1~2점인 경우 투자성향이 안정적인 쪽이며, 3~4점인 경우 공격적인 쪽인 것으로 해석할 수 있다. 그러므로 5개의 모든 문항에 대하여 평균 2점 이하의 응답을 한 집단, 즉 총점이 10점 이하인 집단을 안정형 집단으로 구분하였다. 또한 모든 문항에 대하여 평균 3점 이상의 응답을 한 집단, 즉 총점 15점 이상의 집단을 공격형 집단으로 구분하였다. 중간점수에 해당하는 총점 11점~14점인 집단을 중립형으로 구분하였다.

### 3) 사회경제적 특성

사회경제적 특성은 선행연구 결과를 참조하여, 성별(남성/여성), 연령(20대/30대/40대/50대 이상), 교육수준(고졸 이하/대학교재학·졸업/대학원재학 이상), 혼인상태(배우자 유/배우자 무), 직업(전문·관리직/사무직/생산·판매·서비스직/기타), 주거형태(자가/전세/월세/기타), 월평균 가계소득(근로소득/사업소득/재산소득)을 살펴보았다. 이때 재산소득은 경상소득으로서, 이자·배당·임대소득을 합한 것으로 측정되었다.

### 4) 금융자산

금융자산은 보통예금 및 예·적금, 직접투자상품, 간접투자상품, 저축성보험으로 나누어 살펴보았고, 이들의 합을 총 금융자산으로 보았다. 보통예금 및 예·적금은 수시입출금식 예금과 저축성 예·적금, 시장성예금·기타로 측정되었다. 직접투자상품은 주식, 채권, 파생상품, 간접투자상품은 CMA 및 펀드를 통하여 살펴보았다. 저축성보험은 보장성보험을 제외하고 연금보험과 장기저축보험, 유니버설 저축보험, 재테크 보험, 교육보험, 기타 보장성보험이 포함되었다. 본 연구에서 적용한 금융자산의 구분과 특성은 <표 3>에 제시되어 있다.

<표 3> 금융자산의 구분

구분		특성	
금융 자산	보통 예금 및 예·적금	수시 입출금식 예금	보통예금, 저축예금 등
		저축성 예·적금	일정기간 불입 또는 거치를 하는 예·적금으로, 정기 예·적금, 세제혜택 예금, 목돈마련용 예금, 주택청약 부금·저축, 지수연동예금(ELD) 등
		시장성 예금·기타	양도성 예금(CD), 표지어음 등의 시장성 예금 및 기타
	직접 투자 상품	주식	증권사를 통하여 보유하고 있는 기업의 지분권
		채권	정부, 공공기관, 특수법인과 주식회사 등이 투자자들로부터 비교적 장기의 자금을 일시적으로 조달하기 위하여 부담하는 채무를 표시한 차용증서
		파생상품	다양한 투자위험을 효율적으로 줄이기 위하여 채권, 주식 등 기초가 되는 금융상품 가격변동에 따라서 파생적으로 가격이 결정되는 상품. 선물(futures), 옵션(option), 스왑(swap) 등
	간접 투자 상품	CMA	증권사나 종합금융회사가 고객의 위탁금을 어음이나 채권에 투자하여 수익을 고객에게 되돌려주는 실적배당 금융상품
		펀드	간접투자수단으로서 투자전문가가 일반투자자의 자금을 모아 각종 자산에 전문적으로 투자한 후 달성된 성과를 수수료와 보수를 제외하고 다시 돌려주는 실적배당형 상품. 주식형 펀드, 혼합형 펀드, 채권형 펀드, 부동산 펀드, 파생상품 펀드, MMF 등
	저축성보험	연금보험(국민연금, 공무원연금은 제외), 장기저축보험, 유니버설 저축보험, 재테크 보험, 교육보험(학자보험), 기타 보장성 보험을 제외한 보험의 현재 가치	
	총 금융자산	수시 입출금식 예금 + 저축성 예·적금 + 시장성 예금·기타 + 주식 + 채권 + 파생상품 + CMA + 펀드 + 저축성보험	

#### 4. 분석방법

본 연구에서는 개인투자자의 인지적 투자성향과 행동적 투자성향에 따라 집단을 구분하여 사회경제적 특성, 금융행동 특성을 비교하고, 나아가 인지적 투자성향과 행동적 투자성향 일치여부에 따라 특성을 비교·분석하였다. 우선 조사대상자의 사회경제적 특성과 금융자산 유형별 보유율 및 보유액 현황을 살펴보기 위하여 기술 통계 분석(descriptive statistics)을 수행하여 빈도와 백분율, 평균값, 표준편차를 산출하였다. 또한 각 투자성향에 의하여 구분된 개인투자자의 사회경제적 특성을 비교하고, 금융자산 투자가 어떠한 차이를 나타내는지 살펴보기 위하여 카이제곱( $\chi^2$ )검증과 분산분석(ANOVA)을 실시하였다. 분산분석의 경우에, 사후검정으로 Duncan의 다중범위검증(Duncan's Multiple Range Test)을 수행하였다.

## IV. 연구결과 및 분석

### 1. 조사대상자의 일반적 특성

#### 1) 사회경제적 특성

본 연구에서 전체 조사대상자의 일반적 특성으로 성별, 연령, 교육수준, 혼인상태, 직업, 거주형태, 월평균 가계소득을 살펴본 결과는 <표 4>에서 제시된 바와 같다.

조사대상자의 성별은 전체 조사대상자 703명 중 남성이 411명으로 전체의 58.5%였고, 여성은 292명(41.5%)으로 나타났다. 연령은 25세부터 64세까지 분포하고 있었으며, 20대가 15.9%, 30대가 32.6%, 40대가 32.2%, 50대 이상이 19.2%를 차지하고 있었고, 평균 연령은 39.92세였다. 교육수준은 고졸 이하가 12.9%, 대학교 재학·졸업이 70.7%, 대학원 재학 이상이 16.4%로 응답자의 학력수준이 상당히 높은 것으로 나타났다. 배우자가 있는 응답자는 전체의 68.1%, 배우자가 없는 응답자는 31.9%로 배우자가 있는 응답자의 비중이 더 높았다. 조사대상자의 직업은 사무직(44.1%), 전문·관리직(24.2%), 생산·판매·서비스직(19.6%), 기타(12.1%) 순으로 분포되어 있어 다수가 화이트칼라 노동자인 것으로 나타났다.

거주형태에서는 자가 소유하고 있다는 응답자가 71.6%였으며, 전세가 22.5%, 월세가 4.3%, 기타가 1.7%였다. 월평균 가계소득은 근로소득과 사업소득, 재산소득의 합인 경상소득으로 조사하였는데, 조사결과 근로소득은 한 달에 약 491만원, 사업소득은 약 109만원, 재산소득은 약 66만원이었으며, 이들을 합산한 전체 월평균 소득은 약 666만원 정도였다.

근로소득만 비교하더라도 2009년 4/4분기 및 연간 가계동향(통계청, 2010)

에서 가구당 월평균 근로소득이 약 229만원인 것에 비한다면 본 연구의 분석 결과에서 나타난 액수는 상당히 높음을 알 수 있다. 펀드투자자 조사는 서울, 수도권 및 6대 광역시 거주자만을 대상으로 하기 때문에 전체 조사대상자의 교육수준이 상대적으로 높고, 직업분포에서도 관리직 및 사무직의 비중이 높고, 평균 소득이 높은 편이다. 뿐만 아니라 앞서 언급한 바와 같이, 본 연구의 표본이 저축이나 투자수단으로 예·적금보다는 펀드·주식을 선호하는 703명으로 구성되었기 때문에 월평균 가계소득의 수준이 위와 같이 높게 나타난 것으로 보인다.

<표 4> 조사대상자의 사회경제적 특성

(N=703)

변수	구분	빈도 (%) 또는 평균 (S.D)
성별	남성	411 (58.5)
	여성	292 (41.5)
연령	20대	112 (15.9)
	30대	229 (32.6)
	40대	227 (32.3)
	50대 이상	135 (19.2)
	평균(세)	39.92 (9.44)
교육수준	고졸 이하	91 (12.9)
	대학교재학·졸업	497 (70.7)
	대학원재학 이상	115 (16.4)
혼인상태	배우자 유	479 (68.1)
	배우자 무	224 (31.9)
직업	전문·관리직	170 (24.2)
	사무직	310 (44.1)
	생산·판매·서비스직	138 (19.6)
	기타	85 (12.1)
거주형태	자가	503 (71.6)
	전세	158 (22.5)
	월세	30 (4.3)
	기타	12 (1.7)
월평균 가계소득 (만원)	근로소득	490.53 (719.82)
	사업소득	109.45 (516.15)
	재산소득	66.40 (289.56)
	총소득	666.38 (1,037.99)

## 2) 금융자산 보유 특성

조사대상자의 금융자산 보유 특성을 살펴본 결과는 <표 5>에서 제시된 바와 같다. 금융자산 보유 특성으로는 보통예금 및 예·적금, 직접투자상품, 간접투자상품, 저축성보험과 총 금융자산의 유형별 보유율과 보유액을 살펴보았다.

보통예금 및 예·적금은 총 703명 중에 633명(90.0%)이 보유하고 있었으며, 전체 조사대상자의 보유액 평균은 약 2,809만원, 보유자들의 평균은 약 3,120만원이었다. 보통예금 및 예·적금에서 수시 입출금식 예금의 경우에는 조사대상자의 88.6%가 보유하고 있어 보유율이 가장 높았고, 전체 조사대상 평균액은 약 873만원, 보유자 평균액은 약 985만원이었다. 저축성 예·적금의 보유율은 67.9%, 보유액 전체 평균은 약 1,740만원이었으며, 보유자 평균은 약 2,565만원으로 나타났다. 시장성 예금 및 기타는 6.8%만이 보유하고 있었지만, 보유자 평균액은 약 2,874만원으로 수시입출금식이나 저축성 예·적금의 보유자 평균액보다 높은 수준이었다.

직접투자상품으로는 주식, 채권, 파생상품의 보유율 및 보유액을 살펴보았다. 전체 조사대상자의 55.3%가 하나 이상의 직접투자상품을 가지고 있다고 답하였고, 전체 조사대상자의 평균 보유액은 약 2,414만원, 보유자 평균액은 약 4,362만원이었다. 이 중 주식 보유율은 53.3%로 나타났으며, 전체 평균액은 약 2,061만원, 보유자 평균액은 약 3,864만원이었다. 조사와 비교해볼 때, 본 연구에서는 주식보유율과 규모가 높게 나타났다. 본 연구의 조사대상자가 펀드·주식을 선호하는 투자자들이기 때문에 일반투자자보다 보유율과 보유규모가 큰 것으로 보인다. 채권의 경우에는 7.4%만이 보유하고 있다고 응답했고, 보유자 평균액은 약 3,146만원으로 높게 나타났다. 파생상품의 보유율도 4.4%로 채권과 더불어 낮게 나타났으며, 보유자 평균은 약 2,719만원이었다.

간접투자상품의 보유율은 83.8%로 높은 편이었고 전체 평균 보유액은 약 1,972만원, 보유자의 평균액은 약 4,306만원이었다. 간접투자상품 중에서 CMA의 보유율은 55.6%로 나타났고 전체 조사대상자 평균 보유액이 약 275만원인데 반해, 보유자의 평균액은 1,306만원으로 높게 나타났다. 한편, 펀드의 보유율은 72.7%로 CMA에 비하여 높았는데, 이는 본 연구의 조사대상자가 현재 및 잠재 펀드 투자자 중에서도 펀드·주식을 선호한다고 답한 응답자들로 한정되었기 때문으로 보인다. 펀드 보유자의 보유액 평균은 약 2,749만원으로 나타났다. 간접투자상품을 하나라도 보유한 조사대상자는 83.8%로 역시 높게 나타났으며, 전체 조사대상자의 보유액 평균은 약 1,927만원, 보유자의 평균은 약 4,306만원이었다.

저축성보험은 전체의 62.4%가 보유하고 있었고, 전체 조사대상자의 저축성보험 현재가치 평균액은 약 922만원, 보유자의 평균액은 약 1,477만 원 정도로 나타났다.

보통예금 및 예·적금과 직접투자상품, 간접투자상품, 그리고 저축성보험을 포함한 금융자산의 유형을 하나라도 보유하고 있다는 조사대상자는 98.9%였으며, 전체 조사대상자의 보유액은 약 8,117만원이었고 보유자 평균액은 약 8,211만원으로 나타났다.

<표 5> 조사대상자의 금융자산 유형별 보유율 및 보유액 현황

(N=703, 단위: 만원)

변수	구분	보유율	보유액		
		빈도 (%)	전체 평균 (S.D)	보유자 평균 (S.D)	
금융 자산	보통 예금 및 예·적금	수시입출금식 예금	623 (88.6)	872.55 (1,966.50)	984.60 (2,062.52)
		저축성 예·적금	477 (67.9)	1,740.27 (3,504.75)	2,564.80 (3,999.50)
		시장성 예금·기타	48 (6.8)	196.20 (1,625.50)	2,873.56 (5,622.06)
		전체	633 (90.0)	2,809.03 (5,879.75)	3,119.67 (6,118.01)
	직접 투자 상품	주식	375 (53.3)	2,060.96 (5,290.60)	3,863.61 (6,749.44)
		채권	52 (7.4)	232.74 (1,731.50)	3,146.48 (5,649.78)
		파생상품	31 (4.4)	119.90 (1,325.85)	2,719.06 (5,816.46)
		전체	389 (55.3)	2,413.60 (6,926.86)	4,361.85 (8,848.26)
	간접 투자 상품	CMA	391 (55.6)	274.99 (1,478.27)	1,306.19 (3,013.26)
		펀드	511 (72.7)	1,697.28 (5,244.59)	2,749.28 (6,457.14)
		전체	589 (83.8)	1,972.27 (5,797.76)	4,305.91 (7,964.37)
	저축성 보험		439 (62.4)	922.26 (2,628.19)	1,476.87 (3,201.53)
	<b>총 금융자산</b>		695 (98.9)	8,117.15 (16,464.24)	8,210.59 (16,535.65)

결측치(missing value)로 인하여 각 셀(cell)의 빈도합이 다를 수 있음.

## 2. 개인투자자의 투자성향 분포

### 1) 인지적 투자성향에 따른 구분

총 703명의 개인투자자들은 인지적 투자성향에 의하여 구분된 5개의 집단 가운데, 안정형 53명(7.5%), 안정추구형에 229명(32.6%), 위험중립형이 197명(28.0%), 적극투자형 153명(21.8%), 공격투자형이 71명(10.1%)으로 나타났다.

**<표 6> 인지적 투자성향 분포**

(N=703)

구분	특성	빈도 (%)
안정형	예·적금 수준의 수익률을 기대하며, 투자원금에 손실이 발생하는 것을 원하지 않음	53 (7.5)
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	229 (32.6)
위험중립형	투자에는 그에 상응하는 투자위험이 있음을 충분히 인식하고 있으며, 예·적금보다 높은 수익을 기대할 수 있다면 일정수준의 손실위험을 감수할 수 있음	197 (28.0)
적극투자형	투자원금의 보전보다는 위험을 감내하더라도 높은 수준의 투자수익 실현을 추구함. 투자자금의 상당 부분을 주식, 주식형펀드 또는 파생상품 등의 위험자산에 투자할 의향이 있음	153 (21.8)
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	71 (10.1)

## 2) 행동적 투자성향에 따른 구분

개인투자자 실제 투자행동 특성을 통하여 파악하는 투자성향, 즉 행동적 투자성향에 따라 3개의 집단으로 구분된 분포를 살펴보면, <표 7>과 같다. 총점이 10점 이하인 안정형 집단에는 278명(39.5%), 중간점수에 해당하는 총점 11점~14점인 중립형 집단에는 340명(48.4%)의 투자자가 있었다. 총점 15점 이상의 집단인 공격형 집단은 85명(12.1%)이 있는 것으로 나타났다.

**<표 7> 행동적 투자성향 분포**

(N=703)

구분	투자행동 측정점수 <sup>1)</sup>	빈도 (%)
안정형	10점 이하	278 (39.5)
중립형	11~14점	340 (48.4)
공격형	15점 이상	85 (12.1)

1) 측정점수 범위: 5~20점.

## 3) 인지적 투자성향과 행동적 투자성향의 일치여부에 따른 구분

앞서 인지적 투자성향과 행동적 투자성향에 따라 집단을 구분하고, 그 분포를 살펴보았는데, 이번에는 개인투자자가 주관적으로 생각하는 본인의 투자성향과 실제 투자행동에서 나타나는 성향이 일치하는지를 파악하기 위하여 집단을 다시 한 번 분류하였다.

3개의 집단으로 구분된 행동적 투자성향의 일치정도를 비교하기 위하여 인지적 투자성향을 3개의 집단으로 재분류하였다. 즉 인지적 투자성향의 5개 집단 중 3번째 집단인 위험중립형은 그대로 유지한 채, 1번째(안정형)와

2번째(안정추구형) 집단을 합치고, 4번째(적극투자형)와 5번째(공격투자형) 집단을 합쳤다. 5개의 집단으로 구분된 인지적 투자성향과 3개의 집단으로 분류된 행동적 투자성향과의 일치도 분석을 위하여 인지적 투자성향을 다시 3개의 집단으로 분류한 것이다.

인지와 행동에 의하여 각각 구분되었던 투자성향 간의 일치정도를 살펴본 결과는 <표 8>와 <표 9>에 제시된 바와 같다. 인지적 투자성향과 행동적 투자성향이 일치하는 집단에는 총 703명의 개인투자자들 중에 308명이 속하였고, 이들은 전체의 43.8%에 해당하였다. 인지적 투자성향과 행동적 투자성향이 모두 공격적으로 나타난 투자자는 47명(6.7%)이었고, 모두 안정적인 성향의 투자자는 150명(21.3%), 그리고 인지적, 행동적 투자성향이 모두 중립적으로 나타난 투자자는 111명(15.8%)이었다.

반면에 투자성향이 서로 일치하지 않는 투자자들은 395명으로, 전체의 56.2%였는데, 인지적 투자성향이 행동적 투자성향보다 상대적으로 공격적인 것으로 나타난 집단은 247명(35.1%)이었다. 우선 본인의 투자성향이 중립형이라고 생각한다는 투자자 197명(28.0%)명 가운데 실제로는 안정적인 투자행동을 보이는 투자자가 70명(10.0%)명이었으며, 스스로 적극투자형 및 공격투자형이라고 답한 224명(31.9%)의 투자자 중에서 실제로 나타난 투자행동 특성이 안정형에 속한 투자자가 58명(8.3%), 중립형에 속한 투자자가 119명(16.9%)이었다. 즉 247명의 개인투자자는 본인이 평가하는 주관적 투자성향에 비해, 실제 금융투자행동은 그보다 보수적으로 이루어져 손실이 덜 발생하는 상품을 선호하고, 위험을 회피하는 행동특성을 보였다.

한편, 행동적 투자성향이 인지적 투자성향보다 공격적으로 나타난 집단은 148명(21.1%)이었다. 본인의 투자성향을 스스로 안정형 및 안정추구형이라고 답한 282명(40.1%)의 투자자 중에서 실제로 나타난 투자행동 특성이 중립형에 속한 투자자가 110명(15.6%), 공격형에 속한 투자자가 22명(3.1%)

이였으며, 본인이 중립형 투자자라고 생각한다는 투자자 197명(28.0%) 중에 실제로 나타난 투자행동 특성이 공격형인 투자자는 16명(2.3%)이었다. 다시 말해, 투자자 148명은 스스로는 안정적인 투자성향을 지녔다고 생각하지만, 행동에 있어서는 높은 수준의 수익률과 손실위험이 따르는 금융상품을 선호하는 투자자들로, 실제적인 재무행동이 인지하는 위험 정도보다 더 적극적이기 때문에 감당 가능한 위험에 대한 대비능력이 부족한 것이라고 볼 수 있다.

**<표 8> 인지적-행동적 투자성향 분포**

(N=703, 단위: 빈도 (%))

구분		인지적 투자성향			전체
		안정형+ 안정추구형	중립형	적극투자형+ 공격투자형	
행동적 투자성향	안정형	150 (21.3)	70 (10.0)	58 (8.3)	278 (39.5)
	중립형	110 (15.6)	111 (15.8)	119 (16.9)	340 (48.4)
	공격형	22 (3.1)	16 (2.3)	47 (6.7)	85 (12.1)
전체		282 (40.1)	197 (28.0)	224 (31.9)	703 (100)

**<표 9> 인지적-행동적 투자성향 일치여부**

(N=703)

구분	빈도 (%)
인지적 = 행동적	308 (43.8)
인지적 > 행동적 <sup>1)</sup>	247 (35.1)
인지적 < 행동적 <sup>2)</sup>	148 (21.1)

1) 인지적 > 행동적: 인지적 투자성향이 행동적 투자성향보다 공격적인 경우를 나타냄.

2) 인지적 < 행동적: 인지적 투자성향이 행동적 투자성향보다 보수적인 경우를 나타냄.

### 3. 인지적 투자성향에 따른 사회경제적 특성 및 금융자산 보유 특성 비교

인지적 투자성향에 의하여 구분된 5개의 집단인 안정형(N=53), 안정추구형(N=229), 위험중립형(N=197), 적극투자형(N=153), 공격투자형(N=71) 사이에 사회경제적 특성 및 금융자산 특성에 어떠한 차이가 있는지를 비교·분석한 결과는 <표 10>, <표 11>, <표 12>, <표 13>과 같다.

#### 1) 사회경제적 특성 비교

<표 10>에서 보는 바와 같이 안정형, 안정추구형, 위험중립형, 적극투자형, 공격투자형의 집단 간 사회경제적 특성을 비교한 결과를 보면 성별과 연령, 사업소득이 유의한 차이가 나타났다.

원금 손실을 우려하여 예·적금과 같이 안정적인 금융자산을 선호하는 안정형의 경우, 성별 분포가 남성이 50.9%, 여성이 49.1%로 유사하게 나타났지만 기대수익률과 손실감내의 수준이 높은 공격투자형은 남성이 70.4%, 여성이 29.6%로 남성이 비중이 월등하게 높은 것으로 나타났다. 이는 남성이 대체로 여성보다 위험선호 정도가 높다는 Bajtelsmit & Bernasek(2001)와 성지미·안주엽(2007), 민재형·구기동(2004), 홍대연(2005)의 연구와 일치하는 것이었다.

또한 5개 집단의 평균 연령에 유의한 차이가 있는 것으로 나타났는데, 공격투자형 집단의 평균 연령이 37.46세에 인 것에 반해, 안정추구형과 위험중립형의 평균 연령은 각각 40.88세, 40.54세로 유의하게 높음을 알 수 있다. 이는 연령이 높아질수록 보수적인 투자성향을 보인다는 민재형·구기동(2004)의 연구를 지지한다. 또한 연령이 높아질수록 위험을 감수한다는 노전표(2004)와 홍대연(2005)의 연구와는 상반되는 결과이지만, 조사대상자의 연령

대가 각 연구마다 상이하다는 점을 감안하여 연구결과를 해석해야 한다.

자영업 혹은 기타 사업을 통한 사업소득의 경우, 위험중립형 집단이 약 205만원으로 가장 많았고, 안정형 집단은 약 22만원으로 유의하게 적은 것으로 나타났다. 사업소득이 많은 투자자들이 수익성과 안전성의 관계를 고려하고, 더 높은 수익을 위하여 손실을 감수하는 투자자들임을 의미한다.

한편 교육수준과 혼인상태, 직업, 거주형태, 월평균 총 가계소득은 5개 집단 간에 유의한 차이가 나타나지 않았다.

<표 10> 인지적 투자성향에 따른 사회경제적 특성 비교

변수	구분	빈도 (%) 또는 평균 (S.D)					$\chi^2/F$
		안정형 (N=53)	안정추구형 (N=229)	위험중립형 (N=197)	적극투자형 (N=153)	공격투자형 (N=71)	
성별	남성	27 (50.9)	101 (44.1)	126 (64.0)	107 (69.9)	50 (70.4)	35.60***
	여성	26 (49.1)	128 (55.9)	71 (36.0)	46 (30.1)	21 (29.6)	
연령	20대	9 (17.0)	30 (13.1)	33 (16.8)	28 (18.3)	12 (16.9)	19.00
	30대	17 (32.1)	71 (31.0)	61 (31.0)	52 (34.0)	28 (39.4)	
	40대	17 (32.1)	72 (31.4)	62 (31.5)	47 (30.7)	29 (40.8)	
	50대 이상	10 (18.9)	56 (24.5)	41 (20.8)	26 (17.0)	2 (2.8)	
	평균(세)	40.00 (9.79) ab	40.88 (9.41) b	40.54 (10.08) b	38.78 (9.09) ab	37.46 (7.60) a	2.59*
교육 수준	고졸 이하	11 (20.8)	38 (16.6)	20 (10.2)	16 (10.5)	6 (8.5)	13.32
	대학교	32 (60.4)	155 (67.7)	149 (75.6)	113 (73.9)	48 (67.6)	
	대학원	10 (18.9)	36 (15.7)	28 (14.2)	24 (15.7)	17 (23.9)	
	재학 이상						
혼인 상태	배우자 유	38 (71.7)	160 (69.9)	135 (68.5)	100 (65.4)	46 (64.8)	1.55
	배우자 무	15 (28.3)	69 (30.1)	62 (31.5)	53 (34.6)	25 (35.2)	
직업	전문· 관리직	12 (22.6)	59 (25.8)	40 (20.3)	38 (24.8)	21 (29.6)	14.01
	사무직	27 (50.9)	91 (39.7)	90 (45.7)	69 (45.1)	33 (46.5)	
	생산·판매· 서비스직	7 (13.2)	47 (20.5)	42 (21.3)	35 (22.9)	7 (9.9)	
	기타	7 (13.2)	32 (14.0)	25 (12.7)	11 (7.2)	10 (14.1)	
거주 형태	자가	32 (60.4)	165 (72.1)	143 (72.6)	109 (71.2)	54 (76.1)	4.10
	비자가	21 (39.6)	64 (27.9)	54 (27.4)	44 (28.8)	17 (23.9)	

<표 10> 계속

변수	구분	빈도 (%) 또는 평균 (S.D)					$\chi^2/F$
		안정형 (N=53)	안정추구형 (N=229)	위험중립형 (N=197)	적극투자형 (N=153)	공격투자형 (N=71)	
월 평균 가계 소득 (만원)	근로소득	668.66 (1,164.76)	430.39 (510.46)	515.09 (788.90)	486.44 (690.52)	492.18 (723.94)	1.27
	사업소득	21.89 (76.66) a	80.87 (216.84) ab	205.43 (878.19) b	69.41 (278.42) ab	86.90 (384.78) ab	2.55*
	재산소득	47.68 (164.08)	58.34 (187.01)	61.37 (219.11)	57.93 (155.86)	138.59 (716.80)	1.25
	총소득	738.23 (1,259.65)	569.60 (551.29)	781.89 (1,330.13)	613.78 (781.80)	717.68 (1,508.16)	1.32

결측치(missing value)로 인하여 각 셀(cell)의 빈도합이 다를 수 있음.

\*P<0.05, \*\*\*P<0.001

Duncan's Multiple Range Test. 같은 문자로 표기된 집단 간에는 통계적으로 유의한 차이가 없음.

## 2) 금융자산 보유 특성 비교

인지적 투자성향에 따른 금융자산의 유형별 보유율을 비교한 <표 11>을 살펴보면, 주식과 파생상품, 직접투자상품 총액, 펀드와 간접투자상품 총액이 집단 간에 차이가 유의한 것으로 나타났다. 한편, 공격투자형인 집단의 수시입출금식 예금 보유율이 90.1%로 가장 높아 풍부한 현금흐름의 유동성을 중시하는 경향이 있음을 나타낸 반면, 직접투자상품 가운데 상대적으로 리스크가 적은 것으로 알려진 금융상품인 채권은 안정형 집단에서 보유율이 11.3%로 가장 높게 나타났다. CMA와 펀드, 간접투자상품 총액(CMA+펀드)은 공격투자형 집단에서 모두 보유율이 가장 높았으며, 저축성보험은 안정형 집단에서 50.9%로 다른 집단들에 비하여 보유율이 상대적으로 낮았다. 이는 위험회피자들이 위험중립자나 위험감수자보다 저축성보험에 가입할 가능성이 낮다는 최현자(2007)의 연구결과를 지지하는 것이다.

인지적 투자성향에 따라 금융자산 유형별 보유액의 평균을 비교한 결과는 <표 12>에서 제시한 바와 같다. 이는 각 금융자산에 대하여, 미보유자의 보유액은 0으로 처리하여 전체 구성원의 각 집단별 평균 보유액을 구한 것이다. 인지적 투자성향 집단들 간에 유의한 차이가 나타난 변수는 주식, 펀드, 간접투자상품 총액(CMA+펀드), 총 금융자산이었다.

주식은 안정형 집단에서 보유액의 전체 평균이 약 1,104만원으로 나타나, 적극투자형(약 2,769만원)이나 공격투자형(약 2,902만원)보다 낮았다. 펀드와 간접투자상품 총액(CMA+펀드)은 공격투자형의 보유액이 각각 약 4,642만원, 약 4,849만원으로 다른 집단에 비해 유의하게 높은 것으로 나타났다. 이는 공격형 투자자들이 높은 수익을 기대하기 때문에 주식이나 펀드를 선호하는 것이라고 볼 수 있다.

총 금융자산을 보면, 안정형(약 5,549만원)과 안정추구형(약 6,349만원) 집

단은 보유액이 공격투자형(약 1억 2,454만원) 집단 보유액보다 전체 평균이 낮은 것을 나타냈다. 안정을 추구하는 집단은 안전성이 높은 대신 수익성이 다소 낮은 금융상품을 선호하기 때문에 금융자산 보유액이 낮고, 공격형 투자자는 위험을 감수하면서도 높은 수익을 추구하기 때문에 금융자산 보유액이 높은 것으로 볼 수 있다. 그러나 공격형 투자자가 항상 높은 수익을 얻는 것이 아니고, 그들이 감수한 위험수준(손실)을 알 수 없으므로, 해석에 유의할 필요가 있다.

다른 한편으로는, 금융자산이 적은 투자자는 손실에 대한 우려가 상대적으로 크므로 보다 안정적인 투자성향을 갖고, 금융자산이 많은 투자자는 손실의 기회비용이 상대적으로 적으므로 보다 적극적이고 공격적인 투자성향을 갖는 것으로 해석할 수 있다.

각 유형별 금융자산을 보유하고 있는 보유자들만을 대상으로 평균 보유액을 살펴보면, <표 13>와 같다. 안정형, 안정추구형, 위험중립형, 적극투자형, 공격투자형 집단 간에 보유자 보유액이 유의한 차이를 보인 금융자산은 펀드, 간접투자상품(CMA+펀드), 총 금융자산으로 나타났다.

전체 평균액에서와 마찬가지로 공격투자형인 경우에 펀드(약 7,324만원)와 간접투자상품(CMA+펀드: 약 8,397만원)의 평균값이 나머지 4개의 집단과 비교했을 때, 훨씬 크다는 것을 알 수 있다.

또한 공격투자형인 집단에서 총 금융자산이 약 1억 2,815만원으로 나타나, 안정형(5,766만원)과 안정추구형(6,404만원) 집단보다 평균이 유의하게 높음을 알 수 있다.

<표 11> 인지적 투자성향에 따른 금융자산 유형별 보유율 비교

변수	구분	빈도 (%)					$\chi^2$
		안정형 (N=53)	안정추구형 (N=229)	위험중립형 (N=197)	적극투자형 (N=153)	공격투자형 (N=71)	
보통 예금 및 예·적금	수시입출금식 예금	47 (88.7)	200 (87.3)	176 (89.3)	136 (88.9)	64 (90.1)	.65
	저축성 예·적금	40 (75.5)	155 (67.7)	132 (67.0)	101 (66.0)	49 (69.0)	1.76
	시장성 예금· 기타	5 (9.4)	10 (4.4)	11 (5.6)	14 (9.2)	8 (11.3)	6.72
	전체	49 (92.5)	205 (89.5)	178 (90.4)	137 (89.5)	64 (90.1)	.48
직접 투자 상품	주식	25 (47.2)	100 (43.7)	112 (56.9)	98 (64.1)	40 (56.3)	17.71**
	채권	6 (11.3)	16 (7.0)	19 (9.6)	7 (4.6)	4 (5.6)	4.80
	파생상품	2 (3.8)	1 (0.4)	13 (6.6)	10 (6.5)	5 (7.0)	13.68**
	전체	27 (50.9)	100 (43.7)	120 (60.9)	102 (66.7)	40 (56.3)	23.48***
간접 투자 상품	CMA	29 (54.7)	121 (52.8)	104 (52.8)	93 (60.8)	44 (62.0)	4.19
	펀드	27 (50.9)	160 (69.9)	154 (78.2)	111 (72.5)	59 (83.1)	20.40***
	전체	38 (71.7)	190 (83.0)	170 (86.3)	126 (82.4)	65 (91.5)	10.11*
저축성보험		27 (50.9)	144 (62.9)	122 (61.9)	95 (62.1)	51 (71.8)	5.71
<b>총 금융자산</b>		51 (96.2)	227 (99.1)	197 (100.0)	151 (98.7)	69 (97.2)	7.50

결측치(missing value)로 인하여 각 셀(cell)의 빈도합이 다를 수 있음.

**<표 12> 인지적 투자성향에 따른 금융자산 유형별 보유액 비교**  
: 전체 평균

변수	구분	평균 (S.D)					F
		안정형 (N=53)	안정추구형 (N=229)	위험중립형 (N=197)	적극투자형 (N=153)	공격투자형 (N=71)	
보통 예금 및 예·적금	수시 입출금식 예금	866.51 (1,449.59)	821.94 (1,250.82)	1,080.29 (3,069.62)	812.10 (1,273.46)	594.18 (1,415.55)	.98
	저축성 예·적금	1,310.77 (2,006.89)	1,722.84 (2,641.84)	2,062.04 (4,960.09)	1,624.57 (3,047.47)	1,473.66 (2,805.74)	.76
	시장성 예금· 기타	415.11 (2,747.54)	101.75 (734.55)	254.31 (2,358.97)	106.54 (520.84)	369.44 (1,685.02)	.81
	전체	2,592.40 (3,922.43)	2,646.53 (3,565.43)	3,396.64 (9,284.91)	2,543.20 (3,673.03)	2,437.28 (4,668.81)	.70
직접 투자 상품	주식	1,104.34 (3,017.94) <sup>a</sup>	1,372.75 (3,569.21) <sup>ab</sup>	2,264.91 (5,663.80) <sup>ab</sup>	2,769.28 (5,188.00) <sup>b</sup>	2,902.48 (8,944.58) <sup>b</sup>	2.63*
	채권	473.89 (2,777.34)	162.45 (871.72)	282.75 (2,245.72)	95.42 (539.90)	436.62 (2,637.54)	.88
	파생상품	122.64 (825.70)	.26 (3.96)	233.86 (2,252.22)	69.41 (467.02)	296.34 (1,524.87)	1.20
	전체	1,700.87 (5,669.09)	1,535.46 (3,893.91)	2,781.52 (8,969.99)	2,934.12 (5,194.92)	3,635.44 (10,892.11)	1.98
간접 투자 상품	CMA	228.98 (790.21)	233.49 (909.11)	359.85 (2,277.71)	275.56 (1,332.10)	206.48 (589.68)	.26
	펀드	484.34 (1,204.80) <sup>a</sup>	1,083.18 (3,172.22) <sup>a</sup>	1,540.85 (4,504.08) <sup>a</sup>	1,871.37 (4,921.34) <sup>a</sup>	4,642.25 (11,014.30) <sup>b</sup>	7.44***
	전체	713.32 (1,392.25) <sup>a</sup>	1,316.68 (3,383.35) <sup>a</sup>	1,900.70 (6,224.20) <sup>a</sup>	2,146.93 (5,161.93) <sup>a</sup>	4,848.73 (10,998.34) <sup>b</sup>	5.93***
저축성보험	542.19 (1,237.41)	850.15 (1,570.87)	936.21 (3,710.16)	860.59 (1,632.67)	1,532.70 (3,905.43)	1.30	
<b>총 금융자산</b>	5,548.77 (9,614.60) <sup>a</sup>	6,348.82 (7,981.27) <sup>a</sup>	9,015.07 (22,916.12) <sup>ab</sup>	8,484.84 (11,940.90) <sup>ab</sup>	12,454.15 (25,008.15) <sup>b</sup>	2.40*	

\*P<0.05, \*\*\*P<0.001

Duncan's Multiple Range Test. 같은 문자로 표기된 집단 간에는 통계적으로 유의한 차이가 없음.

<표 13> 인지적 투자성향에 따른 금융자산 유형별 보유액 비교

: 보유자 평균

변수	구분	평균 (S.D)					F
		안정형	안정추구형	위험중립형	적극투자형	공격투자형	
보통 예금 및 예·적금	수시 입출금식 예금	977.13 (1,504.98)	941.13 (1,296.08)	1,209.19 (3,224.36)	913.61 (1,316.24)	659.17 (1,477.46)	.98
	저축성 예·적금	1,736.78 (2,147.39)	2,545.35 (2,868.07)	3,077.43 (5,801.83)	2,460.98 (3,469.49)	2,135.31 (3,168.28)	1.13
	시장성 예금· 기타	4,400.20 (8,730.28)	2,330.00 (2,810.71)	4,554.55 (9,355.47)	1,164.29 (1,358.51)	3,278.75 (4,182.26)	.68
	전체	2,804.02 (4,007.72)	2,956.37 (3,645.18)	3,759.21 (9,700.16)	2,840.22 (3,772.07)	2,703.86 (4,846.39)	.70
직접 투자 상품	주식	2,341.20 (4,088.70)	3,143.60 (4,869.89)	3,983.81 (7,052.22)	4,323.47 (5,948.77)	5,151.90 (11,476.66)	1.09
	채권	4,186.00 (7,846.97)	2,325.00 (2,487.44)	2,931.63 (6,835.10)	2,085.71 (1,594.19)	7,750.00 (9,313.97)	.86
	파생상품	3,250.00 (3,889.09)	60.00 (-)	3,543.92 (8,375.13)	1,062.00 (1,585.03)	4,208.00 (4,485.12)	.37
	전체	3,338.74 (7,654.95)	3,516.20 (5,280.60)	4,566.33 (11,149.22)	4,401.18 (5,835.98)	6,452.90 (13,938.91)	.89
간접 투자 상품	CMA	933.54 (1,411.86)	1,407.11 (1,843.07)	1,915.95 (5,018.09)	1,028.29 (2,439.20)	771.58 (944.46)	.67
	펀드	693.78 (1,395.46)	1,784.53 (3,919.85)	2,710.25 (5,711.71)	2,834.85 (5,835.68)	7,324.44 (13,149.47)	b 7.83***
	전체	1,890.30 (1,721.35)	3,350.21 (4,736.63)	4,353.93 (8,861.41)	3,864.47 (6,441.99)	8,396.59 (13,459.26)	b 3.67**
저축성보험	1,064.30 (1,576.48)	1,351.98 (1,803.10)	1,511.75 (4,628.20)	1,386.00 (1,890.60)	2,133.76 (4,477.18)	.73	
총 금융자산	5,766.37 (9,739.52)	6,404.75 (7,994.03)	9,015.07 (22,916.12)	8,597.22 (11,979.72)	12,815.14 (25,280.58)	b 2.45*	

\*P<0.05, \*\*P<0.01, \*\*\*P<0.001

Duncan's Multiple Range Test. 같은 문자로 표기된 집단 간에는 통계적으로 유의한 차이가 없음.

#### 4. 행동적 투자성향에 따른 사회경제적 특성 및 금융자산 보유 특성 비교

앞서 살펴본 바와 같이 행동적 투자성향에 의하여 나누어진 집단은 안정형(N=278), 중립형(N=340), 공격형(N=85)의 3개의 집단이다. 본 절에서는 이들 집단 간에 사회경제적 특성 및 금융자산 특성에는 서로 어떠한 차이가 있는지 살펴보았다.

##### 1) 사회경제적 특성 비교

<표 14>에서 보는 바와 같이 행동적 투자성향에 따른 사회경제적 특성을 비교한 결과, 성별과 혼인상태, 직업에서 유의한 차이가 있는 것으로 나타났다. 먼저 성별은 행동적 투자성향이 안정적인 집단에서는 남성이 40.6%, 여성이 59.4%였다. 그러나 중립형 집단은 남성 68.5%, 여성 31.5%, 공격형 집단은 남성이 76.5%, 여성이 23.5%를 차지하여 투자성향이 공격적인 쪽으로 갈수록 남성의 비중이 여성의 비중보다 높아지는 것으로 나타났다. 이는 남성이 여성보다 더 적극적이고 공격적인 투자성향을 보인다는 민재형·구기동(2004), 홍대연(2005)의 연구결과와 일치하였고, 남성이 여성에 비하여 위험을 추구하는 경향이 있다는 정은주(1992)의 연구결과와 맥락을 같이 한다.

혼인상태를 보았을 때, 특히 위험중립형 집단(73.2%)에서 유배우율이 가장 높았다. 배우자가 있는 개인투자자들은 극단적인 투자방향을 선택하기보다는 투자위험(원금 손실가능성)과 수익성을 고려하여 중간수준의 금융상품 투자를 더 지향함을 알 수 있다.

행동적 투자성향이 공격적인 집단에서는 전문·관리직(32.9%)과 생산·판매·서비스직(23.5%)의 비율이 나머지 2집단에 비해 높았으며, 사무직(36.5%)은 상대적으로 낮은 편이었다. 전문·관리직의 비율이 높게 나타난 것은 직업안

정성이 높은 집단에서 위험을 선호하는 경향이 높다고 보고한 김민정·손지연·최현자(2007)의 연구결과와 같은 맥락에서 이해할 수 있다. 그러나 생산·판매·서비스직, 사무직은 산업 영역에 따라 직업안정성의 편차가 크기 때문에 해석에 있어 다소 제한이 따른다.

<표 14> 행동적 투자성향에 따른 사회경제적 특성 비교

변수	구분	빈도 (%) 또는 평균 (S.D)			$\chi^2/F$
		안정형 (N=278)	중립형 (N=340)	공격형 (N=85)	
성별	남성	113 (40.6)	233 (68.5)	65 (76.5)	61.87***
	여성	165 (59.4)	107 (31.5)	20 (23.5)	
연령	20대	43 (15.5)	53 (15.6)	16 (18.8)	1.33
	30대	90 (32.4)	111 (32.6)	28 (32.9)	
	40대	94 (33.8)	109 (32.1)	24 (28.2)	
	50대 이상	51 (18.3)	67 (19.7)	17 (20.0)	
	평균(세)	39.64 (9.30)	40.17 (9.45)	39.81 (9.95)	
교육 수준	고졸 이하	46 (16.5)	36 (10.6)	9 (10.6)	6.20
	대학교재학·졸업	184 (66.2)	251 (73.8)	62 (72.9)	
	대학원재학 이상	48 (17.3)	53 (15.6)	14 (16.5)	
혼인 상태	배우자 유	174 (62.6)	249 (73.2)	56 (65.9)	8.21*
	배우자 무	104 (37.4)	91 (26.8)	29 (34.1)	
직업	전문·관리직	59 (21.2)	83 (24.4)	28 (32.9)	18.44**
	사무직	118 (42.4)	161 (47.4)	31 (36.5)	
	생산·판매·서비스직	52 (18.7)	66 (19.4)	20 (23.5)	
	기타	49 (17.6)	30 (8.8)	6 (7.1)	
거주 형태	자가	196 (70.5)	247 (72.6)	60 (70.6)	.39
	비자가	82 (29.5)	93 (27.4)	25 (29.4)	
월 평균 가계 소득 (만원)	근로소득	495.46 (686.93)	481.71 (733.89)	509.68 (774.41)	.06
	사업소득	96.44 (379.45)	124.85 (644.08)	90.35 (274.93)	.30
	재산소득	63.76 (203.11)	53.68 (166.57)	125.95 (669.48)	2.14
	총소득	655.65 (883.14)	660.24 (1,050.32)	725.99 (1,405.72)	.16

결측치(missing value)로 인하여 각 셀(cell)의 빈도합이 다를 수 있음.

\*P<0.05, \*\*P<0.01, \*\*\*P<0.001

Duncan's Multiple Range Test. 같은 문자로 표기된 집단 간에는 통계적으로 유의한 차이가 없음.

## 2) 금융자산 보유 특성 비교

행동적 투자성향에 따른 금융자산의 유형별 보유율을 비교한 결과는 <표 15>에 제시한 바와 같다. 집단별로 유의한 차이가 있는 것으로 나타난 금융자산은 주식, 직접투자상품 총액, 펀드, 간접투자상품 총액이었다. 공격형 집단은 주식·채권 등 직접 투자를 선호하며, 단기적으로 투자를 하고, 좋은 투자 기회가 있다면 빚을 내서라도 투자한다는 행동적 특성을 가진 투자자들로 구성이 되어 있다. 이 집단의 주식보유율은 68.2%로 안정형 집단(40.3%)과 중립형 집단(60.3%)보다 높은 수치이다. 이는 위험을 감수하려는 사람들이 더 많은 주식을 소유한다는 Wang & Hanna(2007)의 연구 및 위험감수성향이 높은 집단에서 주식보유율이 가장 높다는 김민정·손지연·최현자(2007)의 연구 결과를 지지하는 것이다.

행동적 투자성향에 따라 금융자산의 유형별 보유액 평균(미보유자 포함 전체평균)을 비교한 결과는 <표 16>에서 제시한 바와 같다. 행동적 투자성향 집단들 간에 유의한 차이가 있는 것으로 나타난 금융자산은 수시입출금식 예금, 시장성 예금 및 기타, 주식, 채권, 파생상품과 직접투자상품 총액(주식+채권+파생상품), 총 금융자산이었다.

공격형 집단의 경우, 총 금융자산 규모 자체가 다른 집단보다 유의하게 크기 때문에, 수시입출금식 예금, 시장성 예금·기타, 주식, 채권, 파생상품, 직접투자상품 총액 모두 다른 집단에 비해 평균 보유액이 많은 것으로 나타났다. 유동성의 확보수단인 수시입출금식 예금과 시장성 예금·기타의 경우, 공격형 집단의 평균 보유액이 각각 약 1,182만원과 약 668만원이었다. 그와 비교했을 때, 수익성보다 안전성을 추구하여 원금의 손실을 덜 감수하고자 다양한 상품에 분산투자하는 행동을 보이는 안정형 집단은 수시입출금식 예금의 평균 보유액이 약 648만원, 시장성 예금·기타의 평균 보유

액이 약 125만원으로 유의하게 낮게 나타났다. 그러나 저축성 예·적금의 평균 보유액은 집단 간에 유의한 차이가 나타나지 않았다.

주식, 채권, 파생상품, 그리고 직접투자상품 총액(주식+채권+파생상품)의 경우, 안정형과 중립형 집단의 전체 평균 보유액은 공격형 집단에 비하여 모두 유의하게 낮았다. 이는 위험을 회피하는 정도가 증가할수록 위험자산이 감소한다는 이진형(2008)의 연구 결과를 지지하는 것이다.

공격형 집단의 금융자산 보유 총액이 약 1억 1,742만원인데 반하여, 안정형 집단은 약 6,700만원으로 평균이 가장 낮았으며, 중립형 집단은 3개의 집단 가운데 총 금융자산의 평균액이 중간(8,370만원)인 것으로 나타났다.

행동적 투자성향에 따른 금융자산의 특성을 보유자 평균으로 살펴보면, <표 17>와 같다. 투자의 위험행동을 기준으로 나눈 3개 집단 간 금융자산의 유형별 보유액을 비교한 결과, 수시입출금식 예금과 시장성 예금·기타, 직접투자상품 총액, 그리고 총 금융자산에서 유의한 차이가 있었다. 먼저 예·적금에 속하는 수시입출금식 예금과 시장성 예금·기타는 안정형 집단이 각각 약 744만원과 약 1,735만원이었으며, 공격형 집단에서는 약 1,323만원, 약 7,100만원이었다. 이러한 보유자 평균액 차이는 총 금융자산 규모 자체가 안정형 집단이 6,798만원, 공격형 집단이 1억 2,025만원으로 통계적으로 유의하게 차이가 나기 때문이기도 하다.

직접투자상품 총액의 보유자 평균액도 공격형 집단(약 6,545만원)이 안정형(약 3,620만원)과 중립형 집단(4,592만원)보다 더 높게 나타났다.

<표 15> 행동적 투자성향에 따른 금융자산 유형별 보유율 비교

변수	구분	빈도 (%)			$\chi^2$
		안정형 (N=278)	중립형 (N=340)	공격형 (N=85)	
보통예금 및 예·적금	수시입출금식 예금	242 (87.1)	305 (89.7)	76 (89.4)	1.13
	저축성 예·적금	196 (70.5)	227 (66.8)	54 (63.5)	1.81
	시장성 예금· 기타	20 (7.2)	20 (5.9)	8 (9.4)	1.43
	전체	248 (89.2)	309 (90.9)	76 (89.4)	.52
직접투자상품	주식	112 (40.3)	205 (60.3)	58 (68.2)	33.21***
	채권	22 (7.9)	20 (5.9)	10 (11.8)	3.61
	파생상품	9 (3.2)	16 (4.7)	6 (7.1)	2.39
	전체	116 (41.7)	210 (61.8)	63 (74.1)	38.65***
간접투자상품	CMA	167 (60.1)	184 (54.1)	40 (47.1)	5.07
	펀드	229 (82.4)	231 (67.9)	51 (60.0)	23.89***
	전체	248 (89.2)	282 (82.9)	59 (69.4)	19.12***
저축성보험		180 (64.7)	206 (60.6)	53 (62.4)	1.13
<b>총 금융자산</b>		274 (98.6)	338 (99.4)	83 (97.6)	2.25

결측치(missing value)로 인하여 각 셀(cell)의 빈도합이 다를 수 있음.

**<표 16> 행동적 투자성향에 따른 금융자산 유형별 보유액 비교**  
: 전체 평균

변수	구분	평균 (S.D)					F	
		안정형 (N=278)		중립형 (N=340)		공격형 (N=85)		
보통 예금 및 예·적금	수시입출금식 예금	647.81 (1,110.01)	a	978.84 (2,169.43)	ab	1,182.47 (2,991.84)	b	3.39*
	저축성 예·적금	1,715.23 (2,821.68)		1,758.79 (2,955.63)		1,748.12 (6,413.96)		.01
	시장성 예금·기타	124.82 (749.53)	a	136.56 (1,198.55)	a	668.24 (3,764.95)	b	4.12*
	전체	2,487.86 (3,547.56)		2,874.19 (4,534.37)		3,598.82 (12,784.83)		1.20
직접 투자 상품	주식	1,268.68 (3,718.85)	a	2,329.83 (5,781.98)	a	3,576.71 (6,978.59)	b	7.17**
	채권	166.55 (787.12)	a	152.36 (1,271.87)	a	770.76 (4,018.76)	b	4.72**
	파생상품	75.26 (712.92)	a	60.50 (532.77)	a	503.53 (3,420.44)	b	4.09*
	전체	1,510.48 (3,938.76)	a	2,542.68 (6,172.97)	a	4,851.00 (13,684.56)	b	7.83***
간접 투자 상품	CMA	212.05 (1,058.88)		343.89 (1,869.41)		205.24 (651.52)		.72
	펀드	1,623.39 (5,063.56)		1,776.53 (5,227.53)		1,621.94 (5,914.90)		.08
	전체	1,835.44 (5,245.82)		2,120.41 (6,173.98)		1,827.18 (6,013.75)		.22
저축성보험	866.17 (2,212.35)		832.33 (1,526.50)		1,465.41 (5,642.72)		2.08	
<b>총 금융자산</b>	6,699.95 (9,994.55)	a	8,369.61 (14,142.81)	ab	11,742.41 (33,294.97)	b	3.15*	

\*P<0.05, \*\*P<0.01, \*\*\*P<0.001

Duncan's Multiple Range Test. 같은 문자로 표기된 집단 간에는 통계적으로 유의한 차이가 없음.

<표 17> 행동적 투자성향에 따른 금융자산 유형별 보유액 비교

: 보유자 평균

변수	구분	평균 (S.D)						F
		안정형		중립형		공격형		
보통 예금 및 예·적금	수시입출금식 예금	744.18 (1,159.38)	a	1,091.16 (2,263.92)	ab	1,322.50 (3,136.50)	b	3.09*
	저축성 예·적금	2,432.83 (3,091.16)		2,634.30 (3,284.37)		2,751.67 (7,898.59)		.20
	시장성 예금·기타	1,735.00 (2,291.24)	a	2,321.55 (4,504.55)	a	7,100.00 (10,858.57)	b	3.00†
	전체	2,788.81 (3,642.94)		3,162.53 (4,659.94)		4,025.00 (13,465.81)		1.20
	직접 투자 상품	주식	3,149.04 (5,342.07)		3,864.10 (7,042.53)		5,241.72 (7,930.24)	
	채권	2,104.59 (1,974.66)		2,590.05 (4,713.43)		6,551.50 (10,423.84)		2.41
	파생상품	2,324.56 (3,422.91)		1,285.63 (2,175.97)		7,133.33 (11,823.65)		2.45
	전체	3,619.95 (5,446.60)	a	4,116.72 (7,436.17)	a	6,545.00 (15,570.83)	b	2.42†
간접 투자 상품	CMA	1,034.21 (2,163.48)		1,601.66 (3,796.27)		969.17 (1,146.07)		.69
	펀드	3,134.04 (6,700.60)		2,592.36 (6,148.69)		2,418.68 (7,107.57)		.40
	전체	3,925.02 (7,129.17)		4,591.98 (8,450.52)		4,437.43 (8,799.20)		.25
저축성보험		1,337.75 (2,634.34)		1,373.74 (1,762.37)		2,350.19 (7,022.46)		2.26
총 금융자산		6,797.76 (10,034.30)	a	8,419.13 (14,169.96)	ab	12,025.36 (33,647.42)	b	3.26*

† P<0.1, \*P<0.05

Duncan's Multiple Range Test. 같은 문자로 표기된 집단 간에는 통계적으로 유의한 차이가 없음.

## 5. 인지적 투자성향과 행동적 투자성향의 일치여부에 따른 사회경제적 특성 및 금융자산 보유 특성 비교

인지적 투자성향과 행동적 투자성향의 일치여부에 따라 3가지로 분류된 집단이 각각 어떠한 특성을 갖고 있는지 파악하기 위하여 사회경제적 특성과 금융자산 보유율, 그리고 금융자산 보유액을 비교·분석하였다.

### 1) 사회경제적 특성 비교

투자자 스스로 판단한 투자성향과 행동특성을 통하여 평가한 투자성향의 일치여부에 따라 분류된 3개 집단의 사회경제적 특성을 살펴본 결과는 <표 18>과 같다. 성별, 연령, 혼인상태가 통계적으로 유의한 차이를 보였고, 교육수준, 직업, 거주형태, 월평균소득에서는 유의한 차이가 나타나지 않았다.

인지적 투자성향과 행동적 투자성향이 일치하는 집단의 경우, 일치하지 않는 집단보다 상대적으로 남성의 비율이 낮고 여성의 비율이 높은 것으로 나타났다. 남성보다는 여성이 스스로 인지하는 투자성향과 행동에서 나타나는 투자성향 간에 일관성을 보인다고 할 수 있다.

각 집단별 연령의 차이를 살펴보면, 20대와 30대에서는 인지적 투자성향과 행동적 투자성향이 일치하는 집단의 비율이 상대적으로 낮은 반면, 행동적 투자성향보다 스스로를 더 공격적이라고 인지한 집단의 비율이 높게 나타났다. 평균 연령도 인지적 투자성향이 행동적 투자성향보다 공격적인 집단에서 유의하게 낮게(38.27세) 나타났다. 상대적으로 연령이 낮은 집단은 스스로 위험감수수준이 높다고 인지하고 있으나 행동적으로는 본인이 인지한 투자성향보다 보수적인 경향을 보이는 것이다. 때문에 금융회사에

서 투자 상담을 할 때 주관적으로 판단한 투자성향에 의존하여 금융상품을 추천할 경우, 실제 행동에서 20~30대 투자자가 감당할 수 있는 위험의 범위를 넘어서서 투자자의 불만을 초래하는 결과를 야기할 수 있다. 반면에 50대의 투자자들은 인지적 투자성향이 행동적 투자성향보다 보수적인 경향이 상대적으로 높게 나타났는데, 이는 투자자들이 자신의 기초정보와는 달리 주관적 위험선호도를 보다 보수적으로 답변하는 경향이 있다는 금융투자협회의 2010년 7월 16일자 보도 자료와 일치하는 부분이다.

한편, 혼인상태에 따른 각 집단별 특성의 차이를 살펴보면, 인지적 투자성향이 행동적 투자성향보다 공격적인 집단의 유배우율이 61.9%로, 나머지 집단보다 낮은 경향을 보였다. 생각이 행동보다 과감한 투자자로 구성된 집단에서는 상대적으로 배우자가 없는 투자자(미혼, 이혼, 사별)들이 많이 속해 있었다.

**<표 18> 인지적 투자성향과 행동적 투자성향 일치여부에 따른  
사회경제적 특성 비교**

변수	구분	빈도 (%) 또는 평균 (S.D)			$\chi^2/F$
		인지적 = 행동적 (N=308)	인지적 > 행동적 <sup>1)</sup> (N=247)	인지적 < 행동적 <sup>2)</sup> (N=148)	
성별	남성	162 (52.6)	157 (63.6)	92 (62.2)	7.84*
	여성	146 (47.4)	90 (36.4)	56 (37.8)	
연령	20대	45 (14.6)	44 (17.8)	23 (15.5)	14.83*
	30대	90 (29.2)	89 (36.0)	50 (33.8)	
	40대	106 (34.4)	83 (33.6)	38 (25.7)	
	50대 이상	67 (21.8)	31 (12.6)	37 (25.0)	
	평균(세)	40.94 (9.72)   b	38.27 (8.67)   a	40.54 (9.78)   b	
교육 수준	고졸 이하	45 (14.6)	27 (10.9)	19 (12.8)	1.98
	대학교재학·졸업	212 (68.8)	178 (72.1)	107 (72.3)	
	대학원재학 이상	51 (16.6)	42 (17.0)	22 (14.9)	
혼인 상태	배우자 유	218 (70.8)	153 (61.9)	108 (73.0)	6.95*
	배우자 무	90 (29.2)	94 (38.1)	40 (27.0)	
직업	전문·관리직	68 (22.1)	57 (23.1)	45 (30.4)	10.90
	사무직	126 (40.9)	120 (48.6)	64 (43.2)	
	생산·판매·서비스직	68 (22.1)	43 (17.4)	27 (18.2)	
	기타	46 (14.9)	27 (10.9)	12 (8.1)	
거주 형태	자가	219 (71.1)	179 (72.5)	105 (70.9)	.16
	비자가	89 (28.9)	68 (27.5)	43 (29.1)	
월 평균 가계 소득 (만원)	근로소득	463.99 (705.28)	508.87 (697.11)	515.16 (787.19)	.38
	사업소득	131.95 (650.64)	100.93 (433.95)	76.82 (266.00)	.62
	재산소득	68.26 (376.80)	64.25 (187.35)	66.12 (212.46)	.01
	총소득	664.20 (1,175.82)	674.04 (939.60)	658.11 (883.35)	.01

- 1) 인지적 > 행동적: 인지적 투자성향이 행동적 투자성향보다 공격적인 경우를 나타냄.  
 2) 인지적 < 행동적: 인지적 투자성향이 행동적 투자성향보다 보수적인 경우를 나타냄.

결측치(missing value)로 인하여 각 셀(cell)의 빈도합이 다를 수 있음.

\*P<0.05, \*\*P<0.01

Duncan's Multiple Range Test. 같은 문자로 표기된 집단 간에는 통계적으로 유의한 차이가 없음.

## 2) 금융자산 보유 특성 비교

인지적 투자성향과 행동적 투자성향 일치여부에 따라 금융자산의 보유율을 비교한 결과는 <표 19>에서 제시한 바와 같다. CMA와 펀드, 간접투자상품 총액이 집단별로 유의한 차이가 있는 것으로 나타났다. 이 중 펀드의 보유율을 살펴보면, 인지적 투자성향이 행동적 투자성향보다 공격적인 집단, 즉 본인이 생각하는 투자성향이 실제적인 행동 특성보다 공격적인 것으로 나타난 투자자들에게서 가장 높은 수치(81.8%)가 나타났다. 공격형 집단 펀드 보유액(전체 평균, 보유자 평균)도 다른 집단들에 비해 유의하게 높음을 알 수 있다. 이 집단에서의 총 금융자산은 <표 20>과 <표 21>에서 나타난 바와 같이 약 9,321만원(전체 평균)과 약 9,435만원(보유자 평균)으로 다른 집단들에 비하여 상대적으로 규모가 크게 나타났다. 이는 자산수준이 증가할수록 위험자산의 보유가능성 및 보유액이 높다는 Warner & Cramer(1995)의 연구결과를 지지하는 것이다.

인지적 투자성향과 행동적 투자성향 일치여부에 따라 금융자산의 유형별 보유액을 비교한 결과는 <표 20>와 같다. 각 집단들 간에 차이가 유의한 것으로 나타난 변수는 수시입출금식 예금, 저축성 예·적금, 보통예금 및 예·적금, 채권, 펀드, 그리고 간접투자상품 총액(CMA+펀드)이었다.

수시입출금식 예금의 보유액은 주관적으로 인지하는 투자성향이 행동 특성을 통하여 평가한 투자성향보다 공격적인 집단에서 약 668만원으로 가장 낮게 나타났고, 인지적 투자성향보다 행동적 투자성향이 더 공격적인 집단에서 가장 높게(약 1,171만원) 나타났다. 행동에서 나타나는 투자성향에 비하여 본인 스스로를 더 공격적인 투자자라고 생각하는 사람들은 수시입출금식 예금에 덜 투자하고, 더 안정적인 투자자라고 생각하는 사람들은 더 투자하는 경향을 보여주었다.

저축성 예·적금과 보통예금 및 예·적금 총액(수시입출금식 예금+저축성 예·적금+시장성예금 및 기타), 채권에서도 모두 인지적 투자성향이 행동적 투자성향보다 보수적인 투자자집단의 보유액이 약 2,211만원, 약 3,780만원, 514만원으로 다른 집단들에 비하여 높은 것으로 나타났다.

그러나 펀드와 간접투자상품 총액(CMA+펀드)의 경우, 인지적 투자성향이 행동적 투자성향보다 공격적인 투자자 집단의 평균 보유액이 각각 약 2,587만원과 약 2,860만원으로, 나머지 집단보다 유의하게 높았다.

인지적 투자성향이 행동적 투자성향보다 보수적인 집단은 수시입출금식 예금, 저축성 예·적금, 채권 등 안정적인 무위험자산(안전자산) 보유액이 유의하게 많고, 인지적 투자성향이 행동적 투자성향보다 공격적인 집단은 펀드, 간접투자상품 총액 등 상대적으로 위험성이 높은 금융자산의 보유액이 유의하게 많았다. 이러한 결과는 행동적 투자성향보다 인지적 투자성향에 의하여 위험자산 보유 규모가 결정된다는 것을 의미한다. 즉 위험자산에의 투자의사결정은 투자자 스스로의 주관적 판단에 의존하는 경향이 높다는 것이다.

한편, 보유자들 평균액만 살펴본 결과는 <표 21>와 같다. 각 집단들 간에 차이가 유의한 것으로 나타난 변수는 수시입출금식 예금과 펀드였다.

수시입출금식 예금의 보유액은 주관적으로 인지하는 투자성향이 행동 특성을 통하여 평가한 투자성향보다 공격적인 집단에서 약 740만원으로 가장 낮게 나타났고, 인지적 투자성향이 행동적 투자성향이 더 보수적인 집단에서 가장 높게(약 1,275만원) 나타났다.

그러나 펀드의 경우, 인지적 투자성향이 행동적 투자성향보다 보수적인 투자자 집단의 평균 보유액이 약 1,143만원으로 유의하게 낮았고, 스스로를 더 공격적인 투자자라고 생각하는 사람들의 평균 보유액은 약 4,288만원으로 유의하게 높았다.

**<표 19> 인지적 투자성향과 행동적 투자성향 일치여부에 따른  
금융자산 유형별 보유율 비교**

변수	구분	빈도 (%)			$\chi^2$
		인지적 = 행동적 (N=308)	인지적 > 행동적 (N=247)	인지적 < 행동적 (N=148)	
보통 예금 및 예·적금	수시입출금식 예금	264 (85.7)	223 (90.3)	136 (91.9)	4.83
	저축성 예·적금	194 (63.0)	177 (71.7)	106 (71.6)	5.95
	시장성 예금· 기타	17 (5.5)	21 (8.5)	10 (6.8)	1.92
	전체	270 (87.7)	225 (91.1)	138 (93.2)	3.94
직접 투자 상품	주식	156 (50.6)	137 (55.5)	82 (55.4)	1.60
	채권	21 (6.8)	15 (6.1)	16 (10.8)	3.30
	파생상품	10 (3.2)	17 (6.9)	4 (2.7)	5.60
	전체	160 (51.9)	142 (57.5)	87 (58.8)	2.61
간접 투자 상품	CMA	144 (46.8)	164 (66.4)	83 (56.1)	21.44***
	펀드	227 (73.7)	202 (81.8)	82 (55.4)	32.72***
	전체	253 (82.1)	223 (90.3)	113 (76.4)	14.31**
저축성보험		183 (59.4)	166 (67.2)	90 (60.8)	3.76
<b>총 금융자산</b>		<b>304 (98.7)</b>	<b>244 (98.8)</b>	<b>147 (99.3)</b>	<b>.37</b>

결측치(missing value)로 인하여 각 셀(cell)의 빈도합이 다를 수 있음.

**<표 20> 인지적 투자성향과 행동적 투자성향 일치여부에 따른  
금융자산 유형별 보유액 비교: 전체 평균**

변수	구분	평균 (S.D)			F			
		인지적 = 행동적 (N=308)	인지적 > 행동적 (N=247)	인지적 < 행동적 (N=148)				
보통 예금 및 예·적금	수시입출금식 예금	893.19 (2,202.19)	ab	667.84 (1,117.52)	a	1,171.26 (2,467.45)	b	3.08*
	저축성 예·적금	1,355.20 (2,242.64)	a	1,938.38 (3,373.53)	ab	2,211.02 (5,339.48)	b	3.62*
	시장성 예금·기타	166.88 (1,089.25)		111.46 (546.02)		398.66 (3,096.15)		1.54
	전체	2,415.27 (4,210.22)	a	2,717.68 (4,007.26)	ab	3,780.93 (9,995.72)	b	2.76†
	주식	1,582.13 (3,434.59)		2,463.15 (6,563.87)		2,386.22 (6,006.12)		2.26
직접 투자 상품	채권	181.82 (1,335.51)	a	127.94 (742.60)	a	513.62 (3,092.96)	b	2.54†
	파생상품	70.29 (678.50)		129.07 (894.58)		207.84 (2,465.96)		.55
	전체	1,834.24 (4,640.26)		2,720.16 (6,646.70)		3,107.68 (10,435.01)		2.07
간접 투자 상품	CMA	243.54 (1,814.90)		272.59 (1,164.38)		344.43 (1,131.83)		.23
	펀드	1,409.61 (4,710.93)	a	2,586.96 (6,819.99)	b	811.15 (2,207.87)	a	6.22**
	전체	1,653.15 (5,852.73)	a	2,859.55 (6,921.33)	b	1,155.58 (2,571.13)	a	4.88**
저축성보험	713.06 (1,452.54)		1,023.37 (2,402.45)		1,188.86 (4,329.05)		1.93	
<b>총 금융자산</b>	6,615.71 (12,746.60)		9,320.76 (14,821.67)		9,233.05 (24,065.35)		2.29	

† P<0.1, \*P<0.05, \*\*P<0.01

Duncan's Multiple Range Test. 같은 문자로 표기된 집단 간에는 통계적으로 유의한 차이가 없음.

**<표 21> 인지적 투자성향과 행동적 투자성향 일치여부에 따른  
금융자산 유형별 보유액 비교: 보유자 평균**

변수	구분	평균 (S.D)						F
		인지적 = 행동적		인지적 > 행동적		인지적 < 행동적		
보통 예금 및 예·적금	수시입출금식 예금	1,042.06 (2,346.33)	ab	739.72 (1,153.45)	a	1,274.60 (2,548.88)	b	3.04*
	저축성 예·적금	2,151.55 (2,505.58)		2,704.97 (3,717.76)		3,087.08 (6,097.86)		2.06
	시장성 예금·기타	3,023.53 (3,686.21)		1,310.95 (1,419.87)		5,900.10 (10,977.59)		2.40
	전체	2,755.20 (4,392.03)		2,983.40 (4,103.53)		4,054.91 (10,299.93)		2.16
	주식	3,123.69 (4,303.27)		4,440.86 (8,311.73)		4,306.83 (7,555.98)		1.62
직접 투자 상품	채권	2,666.67 (4,518.89)		2,106.73 (2,285.44)		4,751.00 (8,501.56)		.97
	파생상품	2,165.00 (3,265.66)		1,875.35 (2,970.64)		7,690.00 (14,874.47)		1.78
	전체	3,530.90 (5,962.04)		4,731.55 (8,215.42)		5,286.62 (13,208.78)		1.31
	CMA	1,562.71 (4,405.66)		990.15 (2,063.22)		1,593.00 (2,005.35)		.69
간접 투자 상품	펀드	2,411.99 (5,969.21)	a	4,288.44 (8,364.50)	b	1,143.33 (2,550.83)	a	7.98***
	전체	4,208.01 (8,763.20)		4,939.22 (8,523.25)		2,948.72 (3,415.91)		1.31
저축성보험		1,200.11 (1,723.72)		1,522.73 (2,800.03)		1,955.02 (5,425.78)		1.71
<b>총 금융자산</b>		6,702.76 (12,807.63)		9,435.36 (14,876.44)		9,295.86 (24,135.44)		2.26

\*P<0.05, \*\*\*P<0.001

Duncan's Multiple Range Test. 같은 문자로 표기된 집단 간에는 통계적으로 유의한 차이가 없음.

## V. 결론 및 제언

### 1. 요약 및 논의

본 연구에서는 개인투자자의 투자성향 집단별로 사회경제적 특성과 금융자산 보유 특성의 차이가 어떠한지 알아보았다. 투자성향을 인지적 투자성향과 행동적 투자성향으로 나누어 투자자들을 분류한 후, 각 투자성향에 따라 사회경제적 특성을 비교하고, 금융자산 유형별 보유율 및 보유액 현황을 비교하였다. 그리고 개인투자자의 인지적 투자성향과 행동적 투자성향의 일치여부를 알아보고, 그에 따른 사회경제적 특성과 금융자산 보유 특성을 비교하였다.

본 연구의 주요 결과에 대한 요약 및 논의는 다음과 같다.

첫째, 총 703명 개인투자자들은 인지적 투자성향에 의하여 구분된 5개의 집단 가운데, 안정형 7.5%, 안정추구형 32.6%, 위험중립형 28.0%, 적극투자형 21.8%, 공격투자형 10.1%인 것으로 나타났다. 개인투자자의 행동적 투자성향에 따라 3개의 집단으로 구분된 분포는 안정형 39.5%, 중립형 48.4%, 공격형 12.1%로 나타났다.

또한 인지적-행동적 투자성향 간 일치정도를 살펴본 결과, 투자성향이 일치하는 집단은 308명으로 43.8%이었으며, 투자성향이 서로 일치하지 않는 투자자들은 395명으로 56.2%이었다. 395명 가운데 인지적 투자성향이 행동적 투자성향보다 상대적으로 공격적인 것으로 나타난 집단은 247명이었는데, 이들은 본인이 평가하는 주관적 투자성향에 비해 실제 금융투자행동은 그보다 보수적으로 이루어져 손실이 덜 발생하는 상품을 선호하고, 위험을 회피하는 행동 특성을 보였다. 한편, 395명 중 인지적 투자성향이 행동적 투자성향보다 보수적으로 나타난 집단은 148명으로, 이들은 스스로는 안정

적인 투자성향을 지녔다고 생각하지만 행동에 있어서는 높은 수준의 수익률과 손실위험이 따르는 금융상품을 선호하는 투자자들이었다.

둘째, 개인투자자의 인지적 투자성향에 따라 사회경제적 특성을 비교한 결과, 안정형은 성별 분포가 남성과 여성의 분포가 유사하게 나타났지만 공격투자형은 남성 비중이 월등하게 높은 것으로 나타났다. 또한 공격투자형 집단에 비하여 안정추구형과 위험중립형 평균 연령이 유의하게 높았다. 사업소득은 위험중립형 집단이 가장 많았고, 안정형 집단은 유의하게 적은 것으로 나타났다.

인지적 투자성향에 따른 금융자산의 유형별 보유율에서 집단 간에 유의한 차이가 있는 것으로 나타난 변수는 주식, 파생상품, 직접투자상품 총액, 펀드와 간접투자상품 총액이었다. 주식은 안정형 집단에서 보유액의 전체 평균이 적극투자형이나 공격투자형보다 낮았다. 펀드와 간접투자상품 총액은 공격투자형의 보유액이 다른 집단에 비해 유의하게 높은 것으로 나타났다. 총 금융자산을 보면, 안정형과 안정추구형 집단은 보유액이 공격투자형 집단 보유액보다 전체 평균이 낮은 것을 나타냈다. 각 유형별 금융자산을 보유하고 있는 보유자들만을 대상으로 평균 보유액이 유의한 차이를 보인 금융자산은 펀드, 간접투자상품, 총 금융자산으로 나타났다. 공격투자형인 경우에 펀드와 간접투자상품의 평균값이 나머지 집단에 비해 훨씬 컸다. 공격투자형 집단에서 총 금융자산은 약 1억 2,815만원으로 나타나, 안정형과 안정추구형 집단보다 평균이 유의하게 높았다.

셋째, 개인투자자의 행동적 투자성향에 따라 사회경제적 특성을 비교한 결과, 성별은 행동적 투자성향이 공격적인 쪽으로 갈수록 남성의 비중이 여성의 비중보다 높아지는 것으로 나타났다. 혼인상태는 위험중립형 집단에서 유배우율이 가장 높았다. 공격형인 집단에서는 전문·관리직과 생산·판매·서비스직의 비율이 나머지 2개의 집단에 비해 높았으며, 사무직은 상대적으로 낮은

편이었다.

행동적 투자성향에 따른 금융자산의 유형별 보유율에서 집단별로 유의한 차이가 있는 것으로 나타난 금융자산은 주식과 직접투자상품 총액, 펀드, 간접투자상품 총액이었다. 공격형 집단의 경우, 총 금융자산 규모 자체가 다른 집단보다 유의하게 크기 때문에, 수시입출금식 예금, 시장성 예금·기타, 주식, 채권, 파생상품, 직접투자상품 총액 모두 다른 집단에 비해 평균 보유액이 훨씬 많은 것으로 나타났다. 수시입출금식 예금과 시장성 예금·기타의 보유자 평균액 또한 안정형 집단에 비하여 공격형 집단에서 훨씬 높았는데, 이러한 보유자 평균액 차이는 총 금융자산 규모 자체가 안정형 집단이 6,798만원, 공격형 집단이 1억 2,025만원으로 통계적으로 유의하게 차이가 나기 때문이기도 하다. 직접투자상품 총액의 보유자 평균액도 공격형 집단이 안정형과 중립형 집단보다 더 높게 나타났다.

넷째, 인지적 투자성향과 행동적 투자성향이 일치하는 집단의 경우, 일치하지 않는 집단보다 상대적으로 남성의 비율이 낮고 여성의 비율이 높은 것으로 나타났다. 각 집단별 연령의 차이를 살펴보면, 20대와 30대에서는 인지적 투자성향과 행동적 투자성향이 일치하는 집단의 비율이 상대적으로 낮은 반면, 행동적 투자성향보다 스스로를 더 공격적이라고 인정한 집단의 비율이 높게 나타났다. 평균 연령도 인지적 투자성향이 행동적 투자성향보다 공격적인 집단에서 유의하게 낮은 반면, 50대 투자자들은 인지적 투자성향이 행동적 투자성향보다 보수적인 경향이 상대적으로 높게 나타났다. 한편, 혼인상태에 따른 각 집단별 특성의 차이를 살펴보면, 인지적 투자성향이 행동적 투자성향보다 공격적인 집단의 유배우율이 61.9%로, 나머지 집단보다 낮은 경향을 보였다.

인지적 투자성향과 행동적 투자성향 일치여부에 따라 금융자산의 보유율을 비교한 결과, CMA와 펀드, 간접투자상품 총액이 집단별로 유의한 차이

가 있는 것으로 나타났다. 수시입출금식 예금의 보유액은 주관적으로 인지하는 투자성향이 행동 특성을 통하여 평가한 투자성향보다 공격적인 집단에서 약 668만원으로 가장 낮았고, 인지적 투자성향보다 행동적 투자성향이 더 공격적인 집단에서 가장 높았다. 저축성 예·적금과 보통예금 및 예·적금 총액, 채권에서도 모두 인지적 투자성향이 행동적 투자성향보다 보수적인 투자자집단의 보유액이 다른 집단들에 비하여 높은 것으로 나타났다. 그러나 펀드, 간접투자상품 총액은 인지적 투자성향이 행동적 투자성향보다 공격적인 투자자 집단의 평균 보유액이 각각 약 2,587만원, 약 2,860만원으로 유의하게 높았다. 한편, 보유자들 평균액만 살펴본 결과, 각 집단들 간에 차이가 유의한 것으로 나타난 변수는 수시입출금식 예금과 펀드였다.

## 2. 결론 및 제언

본 연구를 통하여 개인투자자들의 투자성향에 따라 사회경제적 특성과 금융자산 보유 특성에서 유의한 차이가 있음을 알 수 있었고, 인지적 투자성향과 행동적 투자성향, 그리고 그 일치여부에 따라 그 차이가 또 다르게 나타남을 파악할 수 있었다. 다양한 방법에 의하여 투자성향을 구분하고, 투자성향에 따른 금융투자행동을 실증적으로 분석한 본 연구는 개인투자자의 투자성향에 대한 이해를 높이고, 투자성향 구분 기준의 실효성을 재고하며, 현행 투자권유에서 나타나고 있는 문제점에 대하여 논의해 보는 기회가 되었다고 판단한다.

본 연구의 주요결과를 토대로 결론 및 제언을 정리하면 다음과 같다.

첫째, 투자자 스스로 판단한 주관적인 투자성향에서 공격투자형 집단의 평균 연령은 37.46세로 다른 집단에 비해 유의하게 낮았다. 그러나 상대적으로 연령이 낮은 투자자들은 스스로 위험감수수준이 높다고 인지한 수준에

비해, 금융상품 선호 및 보유 특성에서는 그 보다 보수적인 경향을 보였다. 현재 통용되는 「표준투자권유준칙」과 금융회사의 투자성향 구분기준에서 연령이 낮을수록 공격적인 성향으로 구분하고 있다는 점, 투자자 스스로 판단한 투자성향에 의존하는 경향이 높다는 점을 고려할 때, 연령이 낮은 20~30대 투자자들은 스스로 감당할 수 있는 위험 수준 보다 공격적인 금융상품을 추천받을 가능성이 높다. 연령대별로 금융투자행동이 차별화 되는 것은 당연하겠지만, 투자 상담을 하고 금융상품을 추천함에 있어 연령을 지나치게 중시하는 것은 투자자의 불만을 초래하는 결과를 야기할 수 있다.

둘째, 남성은 여성보다 고수익 고위험 금융상품에 투자하는 경향이 높아, 위험감수도가 높다는 기존의 선행연구결과가 다시 한 번 확인되었다. 또한 여성이 남성보다 인지적-행동적 투자성향이 일치하는 비율이 높았다. 이처럼 남성들은 일반적으로 이자율 변동성이 높고 인플레이션 기대심리가 작용하는 단기형 금융상품을 선택하고자 하는 경향이 높을 뿐 아니라, 스스로 판단하는 투자성향과 실제 행동적 특성에서 나타나는 투자성향이 일치하지 않는 경향이 높았다. 이는 여성 보다는 남성투자자를 대상으로 하는 투자 상담이 보다 신중하게 이루어져야 함을 의미한다. 투자 권유 시 상품의 위험 고지 및 투자책임에 대한 인식을 강화시켜 손실에 대한 민감도를 높일 필요가 있다.

셋째, 인지적 투자성향과 행동적 투자성향이 일치하지 않는 투자자의 비율이 56.2%에 달했다. 이는 투자성향 구분의 적정성, 실효성 강화를 위하여 보다 정교한 척도가 필요하고, 투자성향의 정확한 파악을 위한 노력이 필요함을 시사한다. 최근의 금융상품은 복잡·다양하여 투자자들이 올바른 의사결정을 하기 어렵다는 공감대가 형성되어 투자자보호의 중요성이 부각되고 있다. 또한 투자자 교육에 전적으로 의지하기보다는 시장 환경을 개선

하는 방향으로 투자자보호가 이루어져야 함이 강조되고 있다. 이에 각 금융회사는 개인투자자의 투자경험·지식을 고려한 이해도를 중심으로 투자 권유를 행해야 하고, 투자자 친화적인 입장에서 충분한 사전·사후 설명을 하여, 투자자들이 스스로의 투자성향을 정확히 판단하고 이에 적합한 투자의사결정을 할 수 있도록 조력해야 할 것이다.

넷째, 인지적 투자성향이 행동적 투자성향보다 보수적인 집단은 예·적금, 채권 등 무위험자산(안전자산) 보유액이 유의하게 많고, 인지적 투자성향이 행동적 투자성향보다 공격적인 집단은 펀드처럼 상대적으로 위험성이 높은 금융자산의 보유액이 유의하게 많았다. 이는 행동적 투자성향보다 인지적 투자성향에 의하여 위험자산의 보유 규모가 결정된다는 것을 의미하며, 다시 말해 위험자산 투자의사결정은 스스로의 주관적인 판단에 의존하는 경향이 높다는 것이다. 이처럼 인지적 투자성향이 투자자 만족에 큰 영향을 미치는 요인임을 감안할 때, 주관적인 위험선호도 측정에 일률적으로 적용되는 현행 투자성향 분류기준에 대신하여, 다양한 분류방식과 측정척도를 개발, 적용하는 노력이 필요할 것이다.

투자성향이 심리적 특성이기 때문에 변화 가능하다는 점을 고려할 때, 후속연구에서는 2009년 이전의 펀드투자자 조사 자료를 이용, 비교·분석을 진행하면 흥미 있는 시도가 될 것으로 사료된다. 특히 2008년 미국발 글로벌 금융위기를 전후하여 개인투자자의 투자성향이 어떻게 변화하였고, 금융투자행동이 어떠한 영향을 받았는지를 분석하는 것은 실증적으로 많은 제언을 줄 수 있을 것으로 보인다.

금융자산 축적은 기대수명의 증가와 풍부한 유동성, 지속적인 경제성장, 그리고 자산의 가격 상승 등에 힘입어 진행되어 왔다. 특히 현재 우리나라의 급속한 고령화 추이를 감안할 때, 장기적인 현금흐름 창출과 재무건전성 제고를 위하여 금융자산의 지속적인 축적을 유도할 필요가 있다. 「자

본시장과 금융투자업에 관한 법률」의 시행으로 최근 투자자가 시장의 근간이라는 인식이 확대되는 바람직한 투자현상이 가시화되고 있는 가운데, 투자자들의 투자성향을 심도 있게 파악, 반영하는 것은 투자자와 금융회사 모두에게 있어 매우 중요한 과업이다. 투자성향을 반영한 합리적인 의사결정이 투자자의 만족도를 높이고, 결국 금융자산의 축적과 금융시장의 원활한 운영을 견인하기 때문이다.

## 참 고 문 헌

- 강석훈(1998). 인구구조 변화와 가계 금융자산 보유행태 분석. 제4회 통계의 날 기념세미나 발표자료집, 31-62.
- 구본성(2010). 금융자산 축적을 통한 금융안정성 제고. 한국금융연구원 주간금융브리프, 19(13), 3-7.
- 금융감독원(2008년 3월 17일자). 2007년도 금융소비자 의식조사 결과.
- 금융투자협회(2009). 「표준투자권유준칙」.
- \_\_\_\_\_ (2010). 「2010 표준투자권유준칙」.
- \_\_\_\_\_ (2009년 3월 23일자). '09년 개인투자자의 채권 직접투자 동향 분석.
- \_\_\_\_\_ (2009년 7월 16일자). 투자자 보호의 실효성 제고를 위한 투자 권유제도 개선.
- 김동철·최원욱·이윤중(2005). 프로스펙트이론의 손실회피현상과 개인투자자들의 매도행태. 경영학연구, 34(2), 603-630.
- 김민정·최현자(2008). 은퇴자의 투자성향에 따른 자산포트폴리오 변화. 소비자정책교육연구, 4(4), 23-40.
- 김순미(1987). 도시가계의 금융자산 선택행동에 관한 연구: 중산층 가계를 중심으로. 이화여자대학교 대학원 박사학위논문.
- 김지수(2007). 국내 프라이빗 बैं킹 고객의 투자성향별 특성 및 만족도 조사를 통한 차별적인 마케팅 방안 연구. 한국과학기술원 석사학위논문.
- 김치환(1987). 투자선택행동과 효용이론. 사회과학연구, 7(1), 영남대학교 사회과학연구소, 127-143.

- 길재욱·박영석·이재현·박성호(2008). 개인투자자의 투자행태와 위험에 대한 인식에 관한 연구. *Financial Planning Review*, 1(1), 19-46.
- 노전표(2004). 랩어카운트 고객 위험성향과 마케팅 전략에 관한 연구. *산학경영연구*, 17, 137-151.
- 문숙재·양정선(1996). 가계의 위험자산과 안전자산 투자분석: 금융자산을 중심으로. *한국가정관리학회지*, 14(3), 109-120.
- 민재형·구기동(2004). 불확실성하에서의 개인의 투자행태 및 투자결정요인. *서강대학교 경영학연구*, 231-256.
- 박광수·양재영·주소현(2010). 개인재무설계. 도서출판 경문사.
- 박나영(2010). 소비자의 펀드정보이해도와 투자성향에 관한 연구. 이화여자대학교 대학원 석사학위논문.
- 박주영·최현자(2002). 시장환경의 변화에 따른 가계포트폴리오 변화유형 및 각 유형별 가계특성 분석: IMF 경제위기동안의 재무의사결정 유형. *한국가정관리학회지*, 20(6), 151-162.
- 배성경(2000). 도시가계의 금융자산 포트폴리오 선택. 영남대학교 석사학위논문.
- 변진호·김민수·최인철(2005). 개인투자자의 성격요인과 투자행동. *경영학 통합학술대회 발표논문*, 1-26.
- 성영애·주소현·최현자(2009). 가계의 간접투자자산 투자현황 및 관련요인 분석. *소비자학연구*, 20(4), 215-238.
- 성지미·안주엽(2007). 위험감수도와 자영업 선택. *한국경제의 분석*, 13(1), 125-193.
- 손주영·이연숙(1999). 도시가계의 가계자산투자행태 및 관련변수. *한국가족자원경영학회지*, 3(1), 67-82.
- 여윤경·정순희(2004). 가계의 주식투자 결정요인, *한국가정관리학회지*,

22(3), 11-21.

오승현·한상범(2008). 한국유가증권시장 투자자 유형별 거래행태 분석. 산업경제연구, 21(1), 17-33.

유경원(2004). 우리나라 가계의 금융자산선택 결정요인 분석. 금융경제연구, 185, 1-33.

이진형(2008). 위험회피성향을 고려한 가계의 자산 선택 결정 요인. 서울대학교 석사학위논문.

임경목(2004). KDI 정책연구: 한국 가계의 주식시장 참가 결정요인 분석. 한국개발연구, 26(1), 35-69.

자산운용협회(2009). 2008년 펀드산업회고.

장연주(2010). 소비자의 재무적 위험감수성향 영향요인 연구. 서울대학교 대학원 석사학위논문.

정운영(2008). 우리나라 가계의 자산선택 결정요인에 관한 연구. Financial Planning Review, 1(1), 81-108.

정운영·김경자(2004). 가계 재무위험 구성요소들의 관계분석. 대한가정학회지, 42(1), 11-22.

정은주(1992). 위험태도에 따른 가계의 투자행동에 관한 연구. 이화여자대학교 대학원 석사학위논문.

\_\_\_\_\_. 문숙재(1992). 가계투자행동의 인과적 모형 분석. 대한가정학회지, 30(1), 219-235.

조혜진(2009). 가계 자산포트폴리오에 있어서의 객관적 위험과 주관적 위험에 관한 연구. 서울대학교 대학원 박사학위논문.

주소현(2009). 가계의 적립식펀드와 거치식펀드 투자 행동. 보험금융연구, 20(3), 247-281.

최경아(2000). 가계부문의 포트폴리오 구성 및 자산 수요에 관한 연구. 이

- 화여자대학교 대학원 석사학위논문.
- 최미향(2010). 위험감수성향에 따른 가계금융자산 포트폴리오 변화. 성신여자대학교 대학원 석사학위논문.
- 최지은(2004). 자산수준별 소비자의 금융환경변화에 따른 투자행동 분석: 1995년과 2000년의 비교. 이화여자대학교 대학원 석사학위논문.
- \_\_\_\_\_. 정순희·여윤경(2005). 소비자의 자산계층별 금융자산 포트폴리오. 소비자학연구, 16(1), 55-71.
- 최현자(2007). 가계의 저축의사결정: 예·적금, 개인연금과 보험. 2007년도 정기학술대회.
- 통계청(2007년 3월 8일자). 2006년 가계자산조사 결과.
- \_\_\_\_\_(2010년 2월 27일자). 2009년 4/4분기 및 연간 가계동향.
- \_\_\_\_\_(2010년 12월 30일자). 2010년 가계금융조사 결과.
- 한국투자자보호재단(2010). 2009년 펀드투자자 조사.
- 한미영·김재휘·안서원(2009). 손실 상황의 주식투자결정에서 사전가정사고와 예상되는 후회의 역할. 23(2), 141-156.
- 한민희·신상근·안성아(2000). 금융고객의 위험태도와 위험대응 구매행동. 경영학연구, 29(3), 337-352.
- 홍대연(2005). 주식투자자의 투자성향과 투자수익률간의 관련성. 영남대학교 석사학위논문.
- Bajtelsmit, V. L. & Bernasek, A.(2001). Risk preferences and the investment decisions of older americans. Public Affairs at AARP. 2001(11), 1-53.
- Bodie, Z., Kane, A. & Marcus, A. J.(2001). Financial investments, 5th edition. McGraw-Hill.

- Campbell, J. Y. & Viceira, L. M.(2002). Strategic asset allocation: Portfolio choice for long-term investors. Oxford University Press.
- Friend, I. & Blume, M. E.(1975). The demand for risky assets. *The American Economic Review*, 65(5), 900-922.
- Grable, J. E. & Lytton, R. H.(1998). Investor risk tolerance: Testing the efficiency of demographics as differentiating and classifying factors. *Financial Counsel and Planning*, 9(1), 61-73.
- Hanna, S. & Chen, P.(1997). Subjective and objective risk tolerance: Implications for optimal portfolios. *Financial Counseling and Planning*, 8(2), 17-26.
- Kahneman, D. & Tversky, A.(1979). Prospect theory: An analysis of decision under risk. *Econometrica*, 47(2), 263-291.
- Krzysztofowicz, R.(1983). Strength of preference and risk attitude in utility measurement. *Organizational Behavior and Human Performance*, 31(1), 88-113.
- Laughhunn, D. J., Payne, J. W. & Crum, R.(1980). Managerial risk preferences for below-target returns. *Management Science*, 26(12), 1238-1249.
- Lyons, A C. & Yilmazer, T.(2004). How does marriage affect the allocation of assets in women's defined contribution plans? *Center for Retirement Research Working Paper*, 28, 1-16.
- March, J. G. & Shapira, Z.(1987). Managerial perspectives on risk and risk taking. *Management Science*, 33(11), 1404-1418.
- Markowitz, H. M.(1959). Portfolio selection: Efficient diversification of investments. New York: Wiley.

- Sung, J. & Hanna, S. D.(1996). Factors related to risk tolerance. *Financial Counseling and Planning*, 7, 11-20.
- Tobin, J.(1969). A general equilibrium approach to monetary theory. *Journal of Money: Credit and Banking*, 1(1), 15-29.
- Wang, C. & Hanna, S. D.(2007). The risk tolerance and stock ownership of business owning households. *Financial Counseling and Planning*, 18(2), 3-18.
- Warner, N. & Cramer, S.(1995). Saving behaviours: First wave baby boomers. *Journal of Consumer Studies and Home Economics*, 19(1), 57-67.
- Xiao, J. J.(1996). Effects of family income and life cycle stages on financial asset ownership. *Financial Counseling and Planning*, 7, 21-30.
- Yao, R., Hanna, S. D., & Lindamood, S.(2004). Changes in financial risk tolerance, 1983-2001. *Financial Services Review*, 13(4), 249-266.
- Zhong, L. X. & Xiao, J. J.(1995). Determinants of family bond and stock holdings. *Financial Counseling and Planning*, 6, 107-114.

금융감독원 홈페이지 [www.fss.or.kr](http://www.fss.or.kr)

금융투자협회 홈페이지 [www.kofia.or.kr](http://www.kofia.or.kr)

통계청 홈페이지 [www.kostat.go.kr](http://www.kostat.go.kr)

## **ABSTRACT**

### **Financial Asset Portfolio according to Investment Disposition of Individual Investors**

Kim, Ji-young

Dept. of Living Culture and Consumer Science

The Graduate School

Sungshin Women's University

The consumption environment of present day is being globalized and diversified due to enhanced income standard according to the opening of financial market and economic development. Reduced manufacture population due to acceleration of low fertility and aging phenomenon has magnified instability in labor market, and interests in financial planning and risk management of individual and domestic investors are gradually increasing within the continued low-interest condition. Investors are required to be able to select the most appropriate measure for themselves when deciding investment intentions under uncertainty, but a majority of individual investors do not properly recognize the double-sidedness of profit and risk to simply pursue profitability or decide to invest without

being aware of actual risk factors. Thus, psychological dissatisfaction is experienced through investment.

At this point in time where interest regarding investor protection is being magnified due to the recent execution of 「legislation regarding capitalistic market and financial investment industry」, this study displays timeliness in that it examines socio-economic characteristics and characteristics of financial asset possession according to investment disposition of individual investors. Previous studies have used macroscopic statistical data to present investment trend or have judged risk preference of risk asset gravity and size in asset portfolio. However, the present situation is that studies facilitating logical decision-making of consumers by increasing understanding and magnifying the importance of risk-management focused on the investment intention distinction remain insufficient.

This study classified investors by dividing investment intention into cognitive investment disposition (self-subjective thinking investment disposition) and behavioral investment intention (investment disposition understanding through behavioral characteristics), and compared socio-economic characteristics and possession rate per financial asset type and possession amount according to each investment disposition. Furthermore, correspondence of cognitive-behavioral investment disposition was researched and socio-economic characteristics and financial asset possession characteristics were compared. Source material of '2009 Fund Investor Research' was used to analyze 703 respondents of investment disposition question who preferred investment fund, stock through

descriptive statistical analysis, chi-square verification, and analysis of variance (ANOVA).

First, comparison on socio-economic characteristics according to cognitive investment disposition of individual investors presented similar gender dispersion of men and women in stable type but showed vastly higher ratio of men in aggressive investment type. Furthermore, average age of stability pursuing type and risk neutrality type was significantly higher when compared to aggressive investment group. Business income was greatest in risk-neutrality group, while stable group was presented to be significantly less.

Possession rate per financial asset type presented significant difference in stock and derivatives, total amount of direct investment product, fund, and total amount of indirect investment product according to group. Financial assets significant through total average of possession amount was stock, fund, indirect investment product, and total amount of financial assets, and financial assets presenting significant difference in average possession amount only based on holders were shown as fund, total amount of indirect investment product, and total financial assets.

Second, comparison on socio-economic characteristics according to behavioral investment disposition of individual investor were presented higher in women than men according to more aggressive direction of behavioral investment disposition. Marital status presented highest spousal rate in risk-neutral group. Aggressive group presented higher occupation rate regarding jobs related to specialization, management, manufacture, sales, and service when compared to the other 2 groups, while office

workers were shown to be relatively low.

Possession rate according to financial asset type presented higher numerical value in aggressive group stock possession rate than stable and neutral groups. Significant difference existed in total amount of direct investment products and fund, indirect investment product total amount according to type. Observation on total average of possession presented higher significance in size of total financial assets than other groups to show much greater average possession in real-time deposit and withdrawal savings, marketability savings, stock, bond, derivatives, and direct investment product than other groups. As stability group and aggressive group presented statistically significant difference in average amount of holder in size of total financial assets, holder average amount was presented higher in aggressive group than stable and neutral groups regarding total real-time deposit and withdrawal savings, marketability savings, and direct investment products.

Third, groups with corresponding cognitive investment disposition and behavioral investment disposition presented relatively low ratio of men and high ratio of women than incongruous groups. Particularly high tendency of incongruity between self-judged investment disposition and investment disposition shown in actual behavioral characteristic signifies the need for the achievement of a more cautious investment counsel. When observing the difference in age per each group, ratio of group with corresponding cognitive investment disposition and behavioral investment disposition was shown relatively lower in 20s and 30s, while high ratio of group that perceived oneself as more aggressive than behavioral

investment disposition was presented. Average age also presented significantly lower cognitive investment disposition than behavioral investment disposition in aggressive group, while investors in the 50s presented relatively higher conservative tendency in cognitive investment disposition than behavioral investment disposition. On the other hand, when observing difference in group characteristic according to marital status, spousal rate of aggressive group presented lower tendency than other group in cognitive investment disposition than behavioral investment disposition.

Comparison on possession rate of financial asset presented significant difference in CMA, fund, indirect investment products according to group. The total average of possession amount presented higher cognitive investment disposition than behavioral investment disposition in real-time deposit & withdrawal deposit and saving deposit, normal deposit and total amount of deposit and saving deposit, and bond when compared to other groups. However, higher total amount of fund and indirect investment products presented significantly higher average possession amount of aggressive investor group in cognitive investment disposition than behavioral investment disposition. This signifies that the size of risk asset possession is decided by cognitive investment disposition than behavioral investment disposition, and that tendency of relying on own subjective judgment is higher in risk asset investment decision making. According to observation on average amount of holder, variables that presented significant difference between groups were shown as real-time deposit and withdrawal savings and fund. When considering that

cognitive investment disposition greatly influences satisfaction of investor, it can be said that efforts for developing and applying various classification methods and measurement scales is required to replace the currently executed investment disposition classification standard that is uniformly applied in the measurement of subjective risk preference.

There exists the need for the continuous inducement of financial asset accumulation to improve long-term cash flow creation and financial soundness. Within this situation of visualizing desirable investment phenomenon composed of the magnifying cognition of investors acting as the foundation of market, the act of acquiring in-depth understanding and reflection of investment disposition of investors should be considered a very significant task in achieving smooth operation of financial market.