

## 분산투자를 결정하는 요인: 직접투자자와 간접투자자의 비교

최수정  
승실대학교 경영학부 부교수

# What Derives Asset Diversification? A Comparison Between Direct And Indirect Investors

Sujung Choi<sup>a</sup>

<sup>a</sup>The School of Business Administration, Soongsil University, South Korea

*Received 30 November 2023, Revised 15 December 2023, Accepted 22 December 2023*

### Abstract

**Purpose** - In this study, we examine the factors related to the asset allocation decisions of individual investors who 1) directly invest in stocks or bonds, 2) indirectly invest in various fund products (excluding CMA and MMF), and 3) invest in both products.

**Design/methodology/approach** - We collect a sample of 3,000 individual investors and investigate the factors influencing investment behavior, especially the diversification tendency in asset allocation, with the “Investor Behavior Survey” that is conducted jointly by the Korea Financial Investment Association and the Korea Gallup Research Institute in 2011 and 2012.

**Findings** - Our regression analyses estimate the marginal effects of various factors such as the amount of total financial assets, monthly income, occupation, age, and gender. The results reveal that male investors with manual labor occupations were less inclined to diversify their investments compared to female investors in office jobs. Additionally, higher monthly income is associated with a greater inclination toward diversification. Therefore, if a positive relationship exists between income and educational level, we may suggest that higher educational levels lead to a greater tendency for diversification.

**Research implications or Originality** - Interestingly, investors who engage in direct investments tend to exhibit a weaker diversification tendency as the amount of their direct investment increases. On the other hand, investors who engage in both direct and indirect investments show a weaker diversification tendency as the amount of total financial assets increases. This suggests that the investment style of investors is closely related to their diversification behavior.

**Keywords:** Asset Diversification, Direct Investments, Indirect Investments, Occupation, Gender

**JEL Classifications:** G02, G11, G29

<sup>a</sup> E-mail: sjchoi@ssu.ac.kr

## I. 서론

2022년 8월 23일 금융투자협회에서 발표한 “2022 주요국 가계 금융자산 비교”에 따르면, 2021년 기준 한국의 가계자산은 비금융자산 64.4%, 금융자산 35.6%로 구성되어 있으며 이는 조사 대상 국가들인 미국, 일본, 영국과 비교하여 한국 가계의 경우 비금융자산 비중이 매우 높음을 확인할 수 있었다. 금융자산 비중이 가장 높은 국가는 미국으로 가계자산의 약 71.5%가 금융자산으로 구성되어 있으며 한국과 인접한 국가인 일본도 2020년 기준 금융자산 비중은 약 63.0%였다. 또한, 한국 가계의 금융자산 중에서도 무위험 자산으로 분류되는 현금 및 예금 보유 비중이 43.4%로 미국의 13.2%에 비해 매우 높았고 위험자산으로 분류되는 금융투자상품인 주식(펀드)은 20.8%(2.3%)로 미국의 40.2%(15.5%)에 비해서 한국 가계의 위험자산 투자를 위한 금융시장 참여는 매우 저조한 것으로 나타났다. 이에 대한 원인으로 국민들의 금융 이해력(financial literacy) 부족 및 과거 부동산 시장의 급등에 대한 경험, 대표적 간접투자 상품인 공모 펀드의 성과 부진, 금융상품의 불완전 판매 등이 제시되고 왔다. 그러나 한국과 국민 정서(즉, 위험회피성향) 및 경제 발전 양상이 유사하다고 생각되는 일본의 가계자산 역시 금융자산 비중은 한국보다 크게 높아 한국 가계의 이러한 행태는 다른 선진국과 비교하여 독특하다고 판단된다.

“2022 주요국 가계 금융자산 비교”는 주요 5개국의 가계자산 구성을 2016년부터 2021년까지 조사하였는데, 한국의 경우 과거 6년간 금융자산의 비중이 가장 높았던 시기는 2017년으로 약 36.9%를 구성하였으며, 비금융자산 대부분을 구성하는 부동산 시장의 등락에 따라 다소 영향을 받지만 대략 35%-37% 전후로 조사기간 동안 일정하게 유지되고 있었다. 흥미롭게도 금융자산 내 직접투자 상품인 주식의 비중은 꾸준히 증가하는 경향을 보였는데 특히 2019년 15.3%에서 2020년 19.4%로 약 4%p가 증가하여 코로나 팬데믹 시기의 해외주식 직접투자 열풍 및 주식시장 호황에 영향을 받은 것으로 판단된다. 다만, 간접투자 상품인 펀드의 비중은 6년간 꾸준히 감소하여 2016년 3.2%에서 2021년 2.3%로 나타나 공모펀드 시장의 축소가 반영된 것으로 보인다(2021년 기준 한국 가계의 현금·예금은 43.4%, 주식(채권)은 20.8%(2.3%), 펀드는 2.3%, 보험·연금은 30.4%). 금융자산 비중 측면에서 우리나라와 가장 크게 대비되는 미국의 가계자산 구성의 경우 총 자산 중 금융자산 비중이 70% 아래로 하락한 적은 2016년부터 2021년까지 한 번도 없었으며 금융자산 구성에 있어서도 현금 및 예금 자산 비중과 비교하면 주식이나 펀드 비중은 한국보다 매우 높았다(2021년 기준 미국 가계의 현금 및 예금은 13.2%, 주식은 40.2%, 펀드는 15.5%). 금융자산 내의 자산 배분을 살펴보면 비교 대상인 다른 국가들에 비해 한국 가계는 현금·예금자산의 비중이 매우 높아 위험회피성향이 매우 큰 것으로 해석되나, 전체 자산 배분에 있어서 충분한 분산투자는 이루지 못하여 위험을 회피하는 측면에서는 오히려 미숙한 모습을 보이는 것으로 판단되며 이는 다소 모순된 현상이라고 볼 수 있다.

또 다른 조사인 메트라이프생명과 현대경제연구원의 공동 조사<sup>1)</sup>는 서울 및 수도권에 거주하는 1,000명을 대상으로 하였는데, 금융투자협회 조사 결과와 마찬가지로 한국의 가계자산은 원화 자산과 부동산에 크게 편중된 것으로 나타났다. 이러한 한국 가계자산의 부동산 쏠림이나 금융자산 소외에 대한 원인에 대해 응답자에게 직접 질문한 결과 ‘여유자금 부족’을 대답한 응답자가 가장 많았고 그 다음 원인은 ‘정보 부족’으로 나타났다. 종합하면, 한국 가계의 투자자산 다변화를 위해서는 투자자들의 금융 이해력을 높이고 정보의 비대칭성을 줄이는 것이 중요하다고 판단된다. 이 외에 투자자들이 어떤 동기로 금융시장에서 위험자산에 투자하게 되는지 학계에서는 오랫동안 관심을 가져왔다. 이는 개인의 위험회피성향에 주로 영향을 받지만, 그 위험회피성향에 영향을 주는 요인으로 사회적 교류 (Duflo and Saez, 2002/ 2003; Hong, Stein and Kubik, 2004), 동료의 성과 (Kaustia and Knüpfer, 2012; Kaustia, Conlin and Luotonen, 2023), 성별 및 나이 (Choi, 2022), 사업장 특성 (Choi, 2023) 등의 사회적 정서 및 개인별 고유 특성이 투자자들의 위험자산 투자 여부에 영향을 주는 요인으로 검토되었다.

최근 연구로 Malmendier and Nagel (2011)은 개인투자자들의 과거 금융시장에 대한 직접·간접적

1) <https://www.metlife.co.kr/about-us/about-metlife/newsroom/newsroom-20191113/> (2019년 11월 13일 기사)

경험이 투자자들의 위험자산 투자 여부를 결정하는 중요한 요인이라고 제시하였다. 1960년부터 2007년까지의 미국 금융소비자조사(Survey of Consumer Finances)를 분석하여 생애 중 저조한 주식시장 성과를 경험한 개인들은 더 위험회피적이며, 주식시장에 덜 참여하려고 하고, 참여한다고 해도 주식자산 비중이 낮았으며 향후 주식 자산으로부터의 성과에 대한 기대도 더 회의적인 것으로 나타났다. 채권자산 투자에 있어서도 유사하게 과거 저조한 채권투자 성과를 경험한 금융소비자들이 채권투자에 더 소극적인 성향을 보였고 연령이 낮을수록 최근 투자경험에 대해 더 크게 영향을 받음을 보였다. 즉, 금융시장에 대한 미래 전망보다는 투자자 개인의 과거 경험이 현재의 투자 행태에 크게 영향을 미치는 것을 확인할 수 있었다. 그러므로 본인이나 주변인들의 투자 경험은 위험자산 투자에 있어 중요한 동기 중 하나로 판단되며 투자자가 긍정적인 경험을 할 수 있도록 금융소비자 교육이나 중요 정보의 투명한 공개 등을 위해 노력해야 할 것이다.

사실 투자자들이 더 위험 회피적일수록 투자자산의 분산투자는 더욱 중요하다. 즉, 투자자는 분산투자를 통해서만 제한된 정보 하에서 예측 불가능한 금융시장에 효과적으로 위험에 대응할 수 있으며 중장기적 안정적 수익확보도 가능하다. 투자자들의 금융시장에 대한 폭넓은 참여가 이루어져야 시장도 발전할 수 있으며 다양한 투자자들의 수요를 충족시키기 위한 금융상품들이 개발되고 제도 개선이 이루어져 투자자들의 안정적인 노후자산 확보도 가능할 것이다. 이러한 선순환을 발생시키기 위한 첫 번째 요건으로 한국 가계의 금융시장 참여를 활성화하고 투자 자산군을 다변화할 수 있도록 해야 한다.

이에 본 연구는 *이미 금융자산을 보유하고 있는 투자자들을 표본으로 한 설문 조사를 활용하여 어떤 인구통계학적 요인이 투자자들의 분산투자에 영향을 미치는지 살펴보았다.* 금융자산이 있는 주식/채권 등에 직접투자를 하거나 각종 펀드 상품(CMA나 MMF는 제외) 등에 가입하는 간접투자를 하고 있는 개인투자자들 3,000명을 표본으로 금융시장 투자자들의 자산 배분 행태(즉, 집중투자 또는 분산투자 성향)에 영향을 미치는 요인들을 검토하였으며, 투자자의 금융자산 내 자산 배분을 중심으로 총 금융자산 규모, 월 소득, 직업군, 연령, 성별 같은 요인이 개인의 분산투자 성향과 어떤 관계에 있는지 분석한 결과는 다음과 같다.

먼저 총 자산 중 부동산 자산 비율이 높은 투자자일수록 금융자산 내에서도 분산투자 성향이 낮았다. 또한, 기존 연구에서 보고된 것처럼 여성 투자자들이 남성 투자자들보다 더 위험 회피적이고 분산투자를 잘 실행하고 있었다. 즉, 남성들은 분산투자에 더 소극적인 것으로 나타났다. 이러한 경향은 간접투자보다 직접투자에 많은 금액을 운용하는 남성 투자자들일수록 강했으며, 직업군 중에서는 판매/서비스/기능/숙련공/일반작업 직업군 남성들이 여성들로 주로 이루어진 전업주부 직업군보다 분산투자 성향이 낮았다. 운용하는 총 금융자산 금액이 많을수록 오히려 집중투자 성향이 강했으나 월소득이 높은 경우는 분산투자 성향이 높았다. 즉, 본 연구에서 응답자의 교육수준을 조사하지 못했지만 금융자산 금액 변수와 반대로 소득 변수만이 분산투자와 양의 관계에 있다는 결과는 (소득과 교육수준이 비례관계에 있다는 것을 가정한다면) 교육수준이 분산투자 성향에 긍정적 영향을 미친다는 가설이 지지된다고 볼 수 있다.

## II. 응답자들의 금융자산 분산투자 현황: 성별에 따른 비교

(Table 1)은 성별에 따른 금융자산 투자현황을 나타낸다. 3,000명의 조사 대상 중 직접투자만 하는 비율은 45.9%, 간접투자만 하는 비율은 36.9%, 직·간접투자를 병행하는 비율은 17.2%로 “2022 주요국가 금융자산 비교”와 비교해 본 조사의 설문대상 특성상(이미 금융자산을 보유하고 있는 투자자들을 표본으로 한 설문 조사) 간접투자 비율이 매우 높게 나타났다. 직접투자만 하는 경우, 남성 투자자들의 51.9%, 여성 투자자들의 36.9%가 투자하고 있으며 남성이 여성에 비해 직접투자를 선호하는 것으로 보인다. 반면 간접투자는 남성 투자자들의 32.0%, 여성 투자자들의 44.4%가 투자하고 있어 여성 투자자들의 경우 직접투자보다는 간접투자를 선호하는 것으로 나타났다. 즉, 성별에 따라 선호하는 투자 방식의 차이가 존재한다.

**Table 1.** Distribution of Investment Types by Gender

		Male	Female	Total
Direct Inv.	Obs.	936	442	1,378
	Row%	67.9	32.1	100.0
	Col%	51.9	36.9	45.9
Indirect Inv.	Obs.	576	531	1,107
	Row%	52.0	48.0	100.0
	Col%	32.0	44.4	36.9
Direct/Indirect Inv.	Obs.	291	224	515
	Row%	56.5	43.5	100.0
	Col%	16.1	18.7	17.2
Total	Obs.	1,803	1,197	3,000
	Row%	60.1	39.9	100.0
	Col%	100.0	100.0	100.0

〈Table 2〉는 응답자별 5개의 금융자산(예/적금, 펀드 등 간접투자, 주식 등 직접투자, 보험/연금, 기타)에 대해 각 자산에 대한 투자 비중(%)의 평균을 성별에 따라 표시하였다. “2022 주요국 가계 금융자산 비교”와 조사 시점에 차이가 있으나 본 조사의 응답자들은 (1) 현금/예금, (4) 보험/연금 보유 비중은 낮았으며 간접투자 비중이 매우 높고 주식/채권 등 직접투자 비중은 두 조사에서 비슷하게 나타났다. 다만, 〈Table 1〉에서 나타난 것처럼 성별에 따른 차이가 존재하는데 여성 투자자들은 펀드 등 간접투자와 연금/보험 등을, 남성 투자자들은 주식 등 직접투자를 선호하는 것으로 나타났다.

〈Table 3〉은 응답자가 노후(은퇴 이후)를 대비하여 가입하고 있는 수단을 조사한 결과이다. 국민연금, 개인연금, 퇴직연금, 각종 보험(연금 보험, 저축 보험 등), 펀드, 주식/채권, 예/적금, 부동산, 기타에 대해 중복 선택이 가능했으며 표의 Obs.는 각 투자자산을 선택한 응답자 수를 나타낸다. 국민연금 외에 남성 투자자들은 (6) 주식/채권을 가장 많이 선택하였으며(즉, 총 남성 응답자의 61.1% 선택) 여성 투자자들은 (7) 예/적금을 가장 많이 선택해(즉, 총 여성 응답자의 43.9%) 노후 대비를 위한 투자 수단에 있어서도 남성과 여성은 차이를 보였으며 여성이 위험자산 투자에 더 소극적인 것으로 나타났다.

〈Table 4〉는 간접투자를 하고 있는 투자자들이 펀드 상품을 선택할 때 수익률과 안전성 중 어떤 점을 더 중요하게 생각하는지에 대해 답변한 결과이다. 총 응답자 중 60.1%의 응답자들이 수익률보다는 안전성을 더 중요시하는 것으로 나타났으며 이는 간접투자를 하는 투자자들의 특성이 반영된 것으로 판단된다. 다만, 남성 투자자들은 55.9%, 여성 투자자들은 64.8%가 안전성을 수익률보다 중요시한다고 응답하여 이 문항의 답변 역시 남성보다 여성이 상대적으로 더 위험 회피적인 투자 행태를 보이는 것을 알 수 있었다.

**Table 2.** % Allocations of Financial Assets for Investors

(Total % on financial assets is 100% for each respondent)					
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
M	34.78	14.86	25.93	22.60	1.83
F	35.86	17.61	18.10	26.29	2.14
Total	35.21	15.96	22.80	24.08	1.95

Note: (1) Savings/Deposits (2) Indirect investments (e.g. Funds) (3) Direct Investments (e.g. Stocks/Bonds) (4) Insurance/ Pensions (5) Etc.

**Table 3.** Holding Assets for Retirements by Gender (Multiple answers allowed for each respondent)

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	Total
M	1,329	930	698	995	573	516	411	309	3	1,803
%	62.7	58.1	61.3	58.9	58.5	61.1	56.1	60.0	75.0	60.1
F	790	671	440	693	406	329	321	206	1	1,197
%	37.3	41.9	38.7	41.1	41.5	38.9	43.9	40.0	25.0	39.9
Total	2,119	1,601	1,138	1,688	979	845	732	515	4	3,000
%	70.6	53.4	37.9	56.3	32.6	28.2	24.4	17.2	0.1	100.0

Note: (1) National Pension (2) Personal Pension (3) Retirement Pension (4) Insurance (5) Funds (6) Stocks/Bonds (7) Savings/Deposits (8) Real Estate (9) Etc.

**Table 4.** The Most Favored Factor by Investors when they Choose Funds (Performance vs. Safety)

		Male	Female	Total
Performance	Obs.	382	266	648
	Row%	59.0	41.1	100.0
	Col%	44.1	35.2	40.0
Safety	Obs.	485	489	974
	Row%	49.8	50.2	100.0
	Col%	55.9	64.8	60.1
Total	Obs.	867	755	1,622
	Row%	53.5	46.6	100.0
	Col%	100.0	100.0	100.0

### III. 상관관계분석 및 회귀분석

<Table 5>는 본 연구에서 살펴보고 있는 주요변수들에 대한 설명이다. 투자자들의 자산배분의 집중도를 측정하기 위해서 본 연구는 Herfindahl-Hirschman index (이하 HHI)의 정의를 이용했다. HHI는 본래 특정 산업에서 기업들의 독점 정도를 측정하기 위한 지표로 특정 산업에 속해 있는 개별 기업들의 각 시장 점유율의 제곱을 합산하여 계산한다. 즉, 다수의 기업이 시장에 골고루 분포할수록 HHI는 낮아지고 시장 집중도는 낮아진다. 반대로 소수 기업(들)이 시장을 독점하고 있는 경우는 HHI가 높아져, 이를 투자자 개인의 분산투자에 적용하는 경우 자산집중도(Concent)가 높을수록 투자자들의 금융자산은 일부 자산에 집중적으로 투자되고 있음을 나타낸다. 그러므로 본 연구에서 이용한 Concent는 금융자산 투자에 있어서 분산투자자와 반대인 집중투자 정도를 나타낸다. 설문지는 총 5개의 금융자산군(예/적금, 펀드 등 간접투자, 주식 등 직접투자, 보험/연금, 기타)에 대한 투자 비중을 질문하였으며 응답자는 투자 비중의 총합이 100%가 되도록 답변하였다.

또한 금융자산과 비금융자산(부동산)의 집중 정도를 측정하기 위해 Concent\_Alt 지표를 추가하였으며 Concent 지표와 동일하게 HHI 정의를 이용하여 세 가지 자산군(금융자산, 비금융자산, 기타)의 투자 비중을 이용하여 산출하였다. 투자자들의 분산투자 정도를 측정하는 마지막 지표로써 #Assets은 은퇴 이후를 대비하여 가입하고 있는 모든 자산(수단)의 응답 개수이다. 즉, 총 9개의 선택지(국민연금, 개인연금, 퇴직연금, 각종 보험, 펀드, 주식/채권, 예/적금, 부동산, 기타) 중에서 응답자가 가입하고 있다고 답변한 수단의 총 개수로 측정하였다. #Assets가 크면 응답자는 분산투자를 더 잘 실행하고 있다고 해석할 수 있을 것이다.

**Table 5.** Definitions of Variables

Variables	Descriptions
Concent	Herfindahl-Hirschman index % calculated with the following 5 financial assets (0~100); The total sum of choices % for a respondent should be 100%. 1. Savings/Deposits; 2. Indirect Investments (e.g. mutual funds); 3. Direct Investments (e.g. stocks, bonds); 4. Insurance/Pensions; 5. Etc.
Concent_Alt	Herfindahl-Hirschman index % calculated with the following 3 assets (0~100); The total sum of choices % for a respondent should be 100%. 1. Financial assets; 2. Real estates; 3. Etc.
#Assets	The number of holding assets preparing for post-retirement; A respondent can choose multiple assets among the following 9 choices. 1. National pension; 2. Individual pension; 3. Retirement pension; 4. Insurance; 5. Mutual funds; 6. Stocks, bonds; 7. Savings, deposits; 8. Real Estate; 9. Etc.
Total_Amt	The amount of total financial assets; 1. - ₩10 million; 2. ₩10 million -20 million; 3. ₩20 million - ₩30 million; 4. ₩30 million - ₩50 million; 5. ₩50 million - ₩100 million; 6. ₩100 million - ₩200 million; 7. ₩200 million - ₩500 million; 8. ₩500 million -
Direct_Amt	The total amount of direct investments (The choices are same with Total_Amt)
Indirect_Amt	The total amount of indirect investments (The choices are same with Total_Amt)
%Real_Est	The ratio of real estate assets in total assets Total assets 100% = financial assets + real estate + etc.
Income	Monthly household income 1. - ₩3 million; 2. ₩3 million- ₩5 million; 3. ₩5 million - ₩8 million; 4. ₩8 million -
Blue_Col	A respondent is a blue-collar worker, Blue_Col = 1; otherwise, Blue_Col = 0 (Manual workers such as store clerks, sales persons, drivers, cleaners and so on)
Female	If a respondent is female, Female = 1; if male, Female = 0
Age	A respondent's age

Total\_Amt는 응답자의 총 금융자산 투자액, Direct\_Amt는 직접투자 자산의 규모, Indirect\_Amt는 간접투자 자산의 규모를 나타낸다. 모두 범주형 변수로 가장 낮은 선택지는 1천만원 미만이며, 가장 높은 선택지는 5억원 이상으로 총 8개의 선택지가 세가지 금액 변수에 대해 동일하게 주어졌다. %Real\_Est는 총 보유자산 중 부동산 자산의 비중으로 Concent\_Alt 계산을 위해 이용한 비금융자산(대다수가 부동산자산)의 비중과 동일하다. Income은 조사시점 기준, 즉 2011년과 2012년, 월별 가구소득 범주형 변수로 가장 낮은 보기는 월 300만원 미만이며 가장 높은 보기는 월 800만원 이상이다. 이러한 자산규모와 월별소득, 부동산 자산 비중 등은 응답자의 부(Wealth)의 상태에 따른 분산투자 여부를 확인하기 위해 포함되었다.

응답자의 직업은 4종류로 분류하였는데 자영업(Own), 판매/서비스/기능/숙련공/일반작업직(Blue\_Col), 사무/기술직/경영/관리직/전문/자유직(White\_Col), 전업주부/무직/은퇴(Etc.)이다. <Table 6>은 각 직업 관련 변수들과 자산집중도(Concent) 변수 간의 상관계수를 나타내며 별표는 1% 유의수준 하에서의 통계적 유의성을 표시한다.

통계적으로 유의한 직업변수는 Blue\_Col과 Etc.이며 Concent와 Blue\_Col은 0.06의 양의 상관관계를, Concent와 Etc.는 -0.06의 음의 상관관계를 보였다. 즉, 서비스업과 생산직에 종사하는 경우 자산 배분에 있어서 집중도가 높았으며 전업주부인 경우 집중도가 낮아 분산투자를 더 활발하게 시행하고 있음

을 알 수 있었다. 다만 <Table 6>의 상관계수는 두 변수 간의 pairwise 관계만을 나타내어 성별, 나이, 소득 등 다른 관련 변수들을 통제한 후에도 Blue\_Col과 Etc. 변수가 자산 배분 성향에 미치는 한계효과 (marginal effect)에 있어서 유사한 결과를 보이는지는 아래의 회귀분석을 통해 검증할 것이다.

<Table 6>에서 Concent와 여성을 나타내는 Female은 통계적으로 유의한 -0.08의 상관계수를 보였는데 이는 여성 투자자들이 남성 투자자들보다 자산 배분 집중도가 낮고 분산투자를 더 잘 실행하고 있음은 의미하며 이는 앞장에서 여성이 남성보다 더 위험 회피적으로 나타난 결과와 일치한다고 볼 수 있다. 직업변수 중 대다수가 전업주부로 구성되어 있을 것으로 예상되는 Etc. 경우도 Concent와 음의 상관관계 (-0.06)를 보여 성별과 직업 중 어느 효과가 자산 배분 성향에 더 주도적인 영향을 미치는지는 회귀분석을 통해 확인할 것이다. 다만 앞 장에서 간접투자만 하는 투자자 중 수익률보다 안전성을 우선하여 펀드를 선택한다고 응답한 경우(Safety)는 Concent와 통계적으로 유의하지 않은 상관관계를 보여 간접투자에서의 투자 우선 선호가 집중투자 선호와는 큰 관련이 없는 것으로 나타났다. 종합하면, 변수 간 상관계수로 판단하는 경우 성별과 일부 직업군이 Concent와 관련이 있었다.

<Table 6>의 하단은 직업군별, 성별 Concent의 평균값 및 관측치 수를 나타낸다. Blue\_Col이 42.97%로 가장 높은 Concent 평균을 보이며 Etc.는 39.64%로 가장 낮다. 남성 투자자들의 Concent 평균은 42.98%로 여성 투자자들의 40.88%보다 높았으며 흥미롭게도 White\_Col 여성 투자자들의 Concent 평균은 38.74%로 가장 분산투자를 수행하는 그룹으로 나타났다. 반면 Blue\_Col 남성 투자자들의 Concent 평균은 43.74%로 여성 White\_Col 투자자들과 상당한 차이를 보였다. 즉, 상대적으로 교육수준이 높고 더 위험 회피적인 성향인 것으로 판단되는 관리/사무직 여성 투자자들은 자산 배분에 있어서 분산투자 성향이 높은 것으로 나타나 교육수준과 성별 모두 투자자들의 자산 배분에 영향을 미치는 중요한 요소라고 판단된다.

**Table 6.** Correlations between Asset Diversification and Occupations, Gender, Preference.

Variables (# 3,000)	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)
(1) Concent	1.00						
(2) Own	-0.01	1.00					
(3) Blue_Col	0.06*	-0.60*	1.00				
(4) White_Col	-0.03	-0.30*	-0.41*	1.00			
(5) Etc.	-0.06*	-0.19*	-0.26*	-0.13*	1.00		
(6) Female	-0.08*	-0.16*	0.06*	-0.11*	0.33*	1.00	
(7) Safety (# 1,622)	0.04	-0.03	-0.01	0.02	0.04	0.09*	1.00

Notes:

1. \* p < 0.0

2. The total number of observations is 3,000 except for preference on (7) Safety when investing in funds.

Concent (Mean %   Obs.)	Own		Blue_Col		White_Col		Etc.		Total	
Male	42.38	657	43.74	770	42.43	368	44.50	8	42.98	1,803
Female	40.85	254	41.95	582	38.74	142	39.46	219	40.88	1,197
Total	41.96	911	42.97	1,352	41.40	510	39.64	227	42.14	3,000

**Table 7.** Correlations Among Variables in Regression Analyses.

Variables	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)
(1)	1.00									
(2)	0.20*	1.00								
(3)	-0.17*	-0.27*	1.00							
(4)	-0.07*	-0.31*	0.32*	1.00						
(5)	0.09*	-0.20*	0.15*	0.61*	1.00					
(6)	-0.12*	-0.26*	0.28*	0.53*	0.55*	1.00				
(7)	0.06*	-0.38*	0.18*	0.13*	0.10*	0.17*	1.00			
(8)	-0.10*	-0.11*	0.26*	0.32*	0.30*	0.32*	0.06*	1.00		
(9)	-0.08*	0.08*	0.01	-0.04	-0.09*	-0.06*	-0.08*	0.02	1.00	
(10)	-0.01	-0.24*	0.31*	0.29*	0.28*	0.20*	0.33*	0.13*	0.00	1.00

## Notes:

- (1) Concent (2) Concent\_Alt (3) #Assets (4) Total\_Amt (5) (# 1,893) Direct\_Amt (6) (# 1,622) Indirect\_Amt (7) %Real\_Est (8) Income (9) Female (10) Age
- \*  $p < 0.01$
- The total number of observations is 3,000 except for (6) the total amounts of direct investments and (7) the total amounts of indirect investments.

마지막으로 집중투자, 즉 투자자의 분산투자에 영향을 주는 각 요인의 한계효과를 검증하고자 여러 통계변수를 포함하여 회귀분석을 실시하였다. <Table 7>은 회귀분석에 포함되는 변수 간의 상관계수를 나타내며 <Table 8>은 회귀분석 결과를 보여준다. 설문 조사 자료에 기반한 분석의 특성상 각 변수 간 상관관계가 강하고 표본수도 제한적이므로 VIF(Variance Inflation Factors)를 검토하여 회귀분석에 포함되는 독립변수 간에 다중공선성(Multicollinearity) 문제가 존재하는지 확인하였다. 검사 결과 모든 회귀분석 독립변수의 VIF가 2 미만으로 각 독립변수의 통계적 유의성을 확보하는 데 문제가 없는 것으로 나타났다.

종속변수로는 Concent가 사용되었으며 자산 배분에 있어서 개인의 분산투자 선호 정도를 나타내는 다른 변수인 Concent\_Alt와는 0.2의 양의 상관관계를, #Assets와는 -0.17의 음의 상관관계를 보였다. 그러므로 세 변수 모두 개인의 분산투자 선호를 측정하고 있으나 투자 행태에 대해 중복적인 정보를 제공하기보다 서로 상호보완적인 정보를 제공한다고 판단된다. 투자자의 부(Welath)를 나타내는 변수인 총 금융자산 투자액, 직접투자 금액, 간접투자 금액은 Concent와 상관관계가 변수별로 다르게 나타났다. 즉, 총 금융자산 투자액(Total\_Amt)이 많을수록 분산투자는 잘 이루어지고 있으며(상관계수 -0.07) 특히 Concent\_Alt와는 상관계수 -0.31, #Assets와는 상관계수 0.32를 보여 다른 분산투자 지표들과 더 강한 상관관계를 나타냈다. 간접투자 금액(Indirect\_Amt)도 총 금융자산 금액과 유사한 방향성을 보이지만 직접투자 금액(Direct\_Amt)은 상관계수가 0.09로 투자금이 많을수록 오히려 더 분산투자 경향이 약해지는 현상이 관측된다. 즉, 직접투자를 하는 투자자들은 다른 금융자산보다 직접투자에 더 집중해서 투자하는 경향이 있음을 알 수 있다.

<Table 8>은 회귀분석 결과를 보여준다. (1)은 전체 응답자들에 대한 결과를, (2)는 직접투자를 하고 있는 응답자들(직·간접투자 모두 하고 있는 경우 포함)에 대한 결과를, (3)은 간접투자를 하고 있는 응답자들(직·간접투자 모두 하고 있는 경우 포함)에 대한 결과를, (4)와 (5)는 직·간접투자 모두 하고 있는

응답자들에 대한 결과를 나타낸다. #Assets에 대해 무응답인 경우 (1)~(4)는 0으로 코딩하였는데 (5)에서는 무응답 응답지는 제외하였다.

분산투자 행태를 보여주는 Concelt\_Alt와 #Assets은 (1), (2), (3) 회귀식에서 통계적으로 유의하게 나타났고 계수의 크기나 부호의 방향성도 상관관계 분석과 유사하게 나타났다. 다만 (4) 회귀식에서 #Assets이 통계적으로 유의하지 않았는데 이는 상대적으로 관측치 수가 작은 상황에서 #Assets 문항에 대해 무응답으로 0인 경우가 많았기 때문에 나타난 결과로 판단된다. 따라서 (5)에서 #Assets의 무응답 표본을 제외하고 회귀분석을 실시하였고 (1)~(3) 회귀식과 비교하였다. (5)에서 #Assets 계수의 크기는 작으나 부호 및 통계적 유의성 등이 (1)~(3) 회귀식과 유사하게 나타나 분산투자 성향에 대한 응답자별 특성은 Concelt\_Alt와 #Assets 변수의 정의에 민감하지 않고 일관성 있게 나타남을 확인할 수 있었다.

투자자들의 부(Wealth) 관련 변수로써 회귀식 (4)와 (5)에서는 총 금융자산 투자액(Total\_Amt)이 통계적으로 유의한 양의 관계에 있는 것으로 나타났으며 (2)에서는 직접투자 금액(Direct\_Amt)과 유의한 양의 관계를 보였다. 즉, 직접투자를 하는 투자자들은 총 금융자산 투자액보다는 직접투자 금액이 많을수록 집중투자(분산투자)를 많이(적게) 하는 행태를 보였으며 직·간접투자를 모두 하는 투자자들은 오히려 총 금융자산 투자액이 많은 경우 분산투자를 적게 하는 행태를 보이는 것으로 나타났다. 다만, (5)에서 간접투자(Indirect\_Amt) 금액이 많은 경우에는 분산투자를 더 하는 것으로 나타나 직접투자의 실행 여부가 투자자의 분산투자 행태와 관련이 있고 상관관계 분석에서와 마찬가지로 직접투자를 실행하는 투자자는 직접투자 금액이 늘어날수록 오히려 분산투자를 덜 하는 것으로 해석된다.

부동산 자산 비중은 집중투자와 양의 상관관계를 보여 총 보유자산 중 부동산 자산 비율이 높을수록 금융자산 투자에도 집중투자를 더 선호하는 것으로 나타났다. 반면, 소득 변수는 계수의 부호가 다 음수였으며, 통계적 유의성은 (3) 회귀식의 간접투자를 하고 있는 응답자들에서 가장 강하게 나타났다. 즉, 투자자들의 부와 관련된 변수들과는 다르게 소득은 높을수록 분산투자 행태가 더 강한 것으로 나타나 흥미롭다. 직업 관련 변수들 중에는 <Table 6>의 상관관계 분석에서 Concelt와 통계적으로 유의한 관계를 보이는 Blue\_Col 변수와 대다수가 전업주부로 구성되었을 것으로 예상되는 Etc. 변수를 회귀분석에 포함시켰고 Blue\_Col 변수의 계수가 (1)~(5)의 모든 회귀식에서 통계적으로 유의한 양의 부호를 보였다. Etc. 변수는 계수의 부호는 음수이지만, 통계적으로 유의하지 않았다. 즉, 직업군 중에서 생산직에 종사하는 사람들이 다른 직업군에 종사하는 사람들보다 일관성 있게 집중투자(분산투자)를 많이(적게) 하는 것으로 나타났고 이는 오히려 간접투자를 하는 경우와 직·간접투자를 모두 하는 경우 더 강하게 나타나 흥미로운 결과로 판단된다.

본 설문 조사에서 응답자의 학력이나 교육수준 관련 문항이 포함되지 않아 이에 대한 한계점이 있는데 소득 변수와 직업 관련 변수의 회귀분석 결과로 교육수준과 분산투자의 관계를 유추해 볼 수 있을 것이다. 즉, 교육수준이 낮을수록 소득이 낮고 사무직보다는 생산직에 종사할 가능성이 크다고 가정한다면, 회귀분석 결과는 교육수준이 낮을수록 부의 수준과 관계없이 투자자들은 분산투자보다는 집중투자를 하는 경향이 있음을 보여준다. 종합하면 <Table 6> 하단에서 White\_Col 여성 투자자들의 Concelt 평균값이 다른 집단보다 낮아 분산투자 성향이 Blue\_Col 남성보다 강했고 그 원인으로 상대적 교육수준의 차이를 제시하였는데, 소득 변수와 분산투자(집중투자)와 양(음)의 관계에 있음은 투자자의 교육수준이 분산투자 성향에 긍정적 영향을 미친다는 가설이 지지 된다고 볼 수 있다.

마지막으로, 투자자들의 성별과 나이의 한계효과를 살펴보면 Female 계수의 부호는 모든 회귀식에서 음수이고 Age 계수의 부호는 (1)~(3) 회귀식에서 양수이나 (1) 회귀식에서만 통계적으로 유의하다. 즉, 직업 관련 변수를 통제한 후에도 여성 투자자들이 일반적으로 더 분산투자를 잘 실행하고 있으며, 나이에 대한 영향은 나이가 많을수록 분산투자를 잘하는 경향이 있으나 다른 여러 변수를 통제했을 때 그 한계효과를 크지 않음을 알 수 있었다.

**Table 8.** Marginal Effects Using Regressions

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
	All	Direct	Indirect	Both	Both
	Concent	Concent	Concent	Concent	(#Assets > 0) Concent
Concent_Alt	0.1640*** (12.34)	0.1635*** (9.47)	0.1669*** (9.55)	0.1409*** (6.35)	0.1508*** (5.80)
#Assets	-0.8168*** (-7.19)	-0.7847*** (-5.45)	-0.7005*** (-5.03)	-0.0268 (-0.17)	-0.5947** (-2.78)
Total_Amt	0.4522 (1.85)	-0.4357 (-1.26)	0.1164 (0.36)	1.6325*** (3.82)	1.6214*** (3.74)
Direct_Amt		2.7647*** (5.07)		-0.1979 (-0.23)	0.1118 (0.12)
Indirect_Amt			-0.1568 (-0.29)	-1.4124 (-1.79)	-1.7064* (-2.01)
%Real_Est	6.6495*** (7.69)	5.2036*** (4.64)	7.3744*** (6.56)	5.0577*** (3.67)	4.1002** (2.64)
Income	-0.7801** (-2.80)	-0.7844* (-2.15)	-1.6560*** (-4.24)	-0.0113 (-0.03)	-0.0913 (-0.19)
Blue_Col	1.1756* (2.50)	1.3787* (2.26)	1.9578** (3.22)	2.4386** (3.14)	2.0491* (2.44)
Etc.	-1.2167 (-1.50)	-1.7882 (-1.71)	-0.8668 (-0.92)	-0.0747 (-0.08)	-0.0764 (-0.07)
Female	-2.0086*** (-4.45)	-2.3374*** (-3.94)	-0.8056 (-1.38)	-0.9275 (-1.25)	-1.2266 (-1.52)
Age	0.0692* (2.53)	0.0675 (1.86)	0.0419 (1.19)	-0.0748 (-1.73)	-0.0768 (-1.62)
Constant	30.6387*** (16.81)	28.2662*** (11.42)	30.0543*** (12.99)	23.2469*** (8.28)	27.0317*** (8.38)
N	3,000	1,893	1,622	515	443
adj. R <sup>2</sup>	0.094	0.106	0.124	0.109	0.131

Noes:

1. *t* statistics in parentheses; *t* statistics are calculated with robust standard errors.
2. \*  $p < 0.05$ , \*\*  $p < 0.01$ , \*\*\*  $p < 0.001$

#### IV. 결론 및 논의

본 논문은 2011년과 2012년 실시한 "금융투자자 투자실태에 관한 조사" 설문 결과를 이용하여 금융자산 투자자들의 분산투자를 결정하는 요인을 살펴보았다. 비록 본 조사의 시점이 10년 전이지만 2023년 현재도 다양한 조사와 연구에서 보고하는 것처럼 한국 가계의 상당수의 자산이 부동산에 쏠려 있고 금융자산 투자는 매우 미흡하다. 이러한 현상은 경제 상황이나 국민 정서가 유사한 다른 국가들에 비해서도 두드러지는 특성이며 국민들의 금융 이해력 부족, 금융시장에 대한 부정적인 경험 등이 그 원인으로 논의되고

있다. 개인이 위험자산 투자를 시작하게 되는 동기는 오랫동안 학계의 관심을 받아왔으며 본 논문의 경우 이 질문에서 한 단계 더 나아가 이미 위험자산에 투자하고 있는 투자자가 투자 자산군을 다변화하는 경우 어떤 요인이 투자자의 분산투자 결정과 관련이 있는지 검토하였다.

물론 개인의 위험회피성향에 따라 금융자산 내 위험자산군의 투자 비중이 결정되지만, 적정한 중장기적 수익을 확보하고 예측 불가능한 금융시장에서의 자산의 가치 변동 위험에 효과적으로 대응할 수 있는 가장 확실한 방법은 분산투자를 통한 합리적 자산 배분이다. 투자자의 교육수준이 설문 조사에 포함되지 않아 투자자 교육과 분산투자 성향과의 관계를 직접적으로 확인할 수 없었지만, White\_Col 여성 투자자들이 Blue\_Col 남성 투자자들보다 분산투자 성향이 더 강하고 월 소득도 분산투자 경향과 양의 관계로 나타나 투자자들의 금융 이해력을 높이는 교육이 투자자의 합리적 자산 배분에 도움이 될 것으로 판단된다. 투자자들의 금융시장에 대한 폭넓은 참여가 이루어져야 시장도 발전할 수 있으며 다양한 투자자들의 수요를 충족시키기 위한 금융상품들이 개발되고 제도 개선이 이루어져 투자자들의 안정적인 노후자산 확보도 가능할 것이다.

## References

- Choi, Sujung (2022), "Determinants of investing in risky assets by IRP holders: Analyses of gender and age factors", *Journal of The Korean Data Analysis Society*, 24(5), 1837-1848. (in Korean). DOI: 10.37727/jkdas.2022.24.5.1837
- Choi, Sujung (2023), "Do workplace characteristics affect employers investing in risky assets?," *Review of Financial Information Studies*, 12(2), 89-108. (in Korean). DOI: 10.35214/rfis.12.2.202306.004
- Duflo, E. and E. Saez (2002), "Participation and investment decisions in a retirement plan: the influence of colleagues' choices", *Journal of Public Economics*, 85(1), 121-148. DOI: 10.1016/S0047-2727(01)00098-6
- Duflo, E. and E. Saez (2003), "The role of information and social interactions in retirement plan decisions: evidence from a randomized experiment", *Quarterly Journal of Economics*, 118(3), 815-842. DOI: 10.1162/00335530360698432
- Hong, H., J. Kubik and J. Stein (2004), "Social interaction and stock-market participation", *Journal of Finance*, 59(1), 137-163. DOI: 10.1111/j.1540-6261.2004.00629.x
- Kaustia, M. and S. Knüpfer (2012), "Peer performance and stock market entry", *Journal of Financial Economics*, 104(2), 321-338. DOI: 10.1016/j.jfineco.2011.01.010
- Kaustia, M., A. Conlin and N. Luotonen (2023), "What drives stock market participation? The role of institutional, traditional, and behavioral factors", *Journal of Banking & Finance*, 148, 106743. DOI: 10.1016/j.jbankfin.2022.106743.
- Malmendier, U. and S. Nagel (2011), "Depression babies: Do macroeconomic experiences affect risk taking?" *Quarterly Journal of Economics*, 126(1), 373-416. DOI: 10.1093/qje/qjq004
- 2022 주요국 가계 금융자산 비교, 금융투자협회와 한국개발조사연구소 공동 조사, 2022년 8월 23일 발표, Available form [https://www.kofia.or.kr/brd/m\\_48/down.do?brd\\_id=www\\_research&seq=213&data\\_tp=A&file\\_seq=1](https://www.kofia.or.kr/brd/m_48/down.do?brd_id=www_research&seq=213&data_tp=A&file_seq=1)
- 한국 가계, 원화 및 부동산 자산 쏠림 현상 심각, 메트라이프생명과 현대경제연구원의 공동 조사, 2019년 11월 13일 보도, Available form <https://www.metlife.co.kr/about-us/about-metlife/newsroom/newsroom-20191113/>