



가계의 주식 및 펀드시장 참여에 대한 연구

김재철 | 남재우 | 장지혜



김재철 (Jaechil Kim)

선임연구위원 / 경제학 박사

연구분야

- Monetary Economics
- Household Portfolios
- Fund Markets

남재우 (Chae Woo Nam)

연구위원 / 경영공학 박사

연구분야

- Pension
- Asset Management
- Fund Market
- Risk Management
- Financial Econometrics

장지혜 (Ji Hye Jang)

연구원 / 경제학 석사

가계의 주식 및 펀드시장 참여에 대한 연구

2014. 12

선임연구위원	김 재 철
연 구 위 원	남 재 우
연 구 원	장 지 혜



자본시장연구원
Korea Capital Market Institute

序 言

주식 및 펀드시장 등 우리나라 자본시장은 금융위기 이후 거래와 투자규모가 줄어들면서 좀처럼 침체에서 벗어나지 못하고 있다. 이와 같은 시장의 침체는 다양한 대내외 환경에 기인하지만 수요 측면에서의 핵심적인 침체 요인은 가계부문의 시장이탈이다. 금융위기 이후에도 시장평 균을 기준으로 주식 초과수익률이 존재하는 것으로 관측되는 바, 가계부 문의 계속되는 시장이탈은 매우 이례적인 것이다. 그동안 이러한 문제인 식이 폭 넓게 공유되고 있었음에도 불구하고 그 근본 원인에 대한 분석은 거의 이루어지지 않았다. 가계부문 시장이탈의 기저에 깔려 있는 근본 원인들을 이해하지 못하면 정부의 정책이나 금융투자회사들의 경영 전략 방향 수립에 한계가 있을 수밖에 없다.

이러한 배경 하에, 이 보고서는 금융위기 전후의 가계 패널자료를 이용하여 가계의 주식 및 펀드시장 참여와 관련한 두 가지 핵심 이슈를 실증적으로 분석하였다. 첫 번째 이슈는 가계의 주식 및 펀드시장 참여를 결정하는 요인이 무엇인지를 식별하는 것이다. 패널 프로빗 모형을 이용한 실증분석 결과, 금융시장 마찰 및 가구의 배경위험 등 기존문헌들이 제시하고 있는 시장 참여 제약요인들이 우리나라 주식 및 펀드시장에서도 작동하고 있음을 확인할 수 있었다. 두 번째 이슈는 금융위기 이후 진전되고 있는 가계의 주식 및 펀드시장 이탈이 가구특성의 어떤 시계열적 변화와 관계가 있는지를 알아보는 것이다. 분석결과는 최근의 고용안정성 저하와 전세가격 상승 등 부동산시장 불안정이 가계의 자본시장 이탈과 밀접한 관련이 있음을 보여준다.

이 보고서는 이러한 분석을 바탕으로 배당확대 및 효율적인 세제혜택 상품의 도입, 다양한 중위험중수익 상품의 공급 등이 가계의 자본시장 참여 확대를 위해 필요하다는 점을 강조하고 있다. 모쪼록 이러한 연

구 결과가 국내 주식 및 펀드시장 활성화에 일조할 수 있기를 기대한다.

이 보고서를 작성한 본 연구원의 김재철 선임연구위원과 남재우 연구위원, 장지혜 연구원에게 감사의 뜻을 표한다. 보고서 작성 중 원내 세미나와 심사 과정에서 훌륭한 조언을 제시한 김준석 연구위원과 서현덕 연구위원, 그리고 연구조정위원들에게도 감사의 말씀을 전한다. 보고서의 원고 교정과 편집에 도움을 준 김달님 연구조원에게도 감사드린다. 마지막으로 이 보고서의 내용은 연구진 개인의 의견이며, 본 연구원의 공식의견이 아님을 밝혀둔다.

2014년 12월

자본시장연구원

원장 신인석

목 차

Executive Summary	ix
Abstract	xiii
I. 연구의 개요	3
II. 금융위기 전후 가계 자산부채 구조	11
1. 자료 개요	11
2. 자산부채 구조의 특성	13
3. 주식 및 펀드시장 참여율	19
4. 주요 특징적 현상 요약	26
III. 가계특성과 주식 및 펀드시장 참여율	29
1. 주식시장 참여 퍼즐: 기존문헌의 의미	29
2. 가계특성과 참여율: 이변량 분석	37
3. 가계특성과 참여율: 패널 프로빗 분석	51
4. 분석결과의 의미	70
IV. 가계특성 변화와 주식 및 펀드시장 이탈	75
1. 패널가구의 재구성	75
2. 가계특성 변화와 시장이탈: 이변량 분석	79

3. 가계특성 변화와 시장이탈: 프로빗 분석	87
4. 분석결과의 의미	90
V. 결론	95
1. 주요 결과의 요약	95
2. 시사점	97
참 고 문 헌	103

표 목 차

<표 II-1> 재정패널조사 조사차수별 표본 수	12
<표 II-2> 자산부채 주요항목 명목액수 및 구성 비율	14
<표 II-3> 자산부채 주요항목 실질액수	15
<표 II-4> 순자산 분포	16
<표 II-5> 총자산 및 연간소득 대비 총부채	17
<표 II-6> 금융자산별 액수 및 구성 비율	18
<표 II-7> 자산유형별 구성 비율	19
<표 II-8> 자산별 보유가구 비중: 참여율	20
<표 II-9> 보유 금융자산 종류 수에 따른 금융자산 참여율	23
<표 II-10> 주식 보유가구의 금융자산 구성	24
<표 II-11> 펀드 보유가구의 금융자산 구성	25
<표 III-1> 시장 참여율: 소득분위	38
<표 III-2> 참여가계의 조건부 주식·펀드 보유비중: 소득분위	39
<표 III-3> 시장 참여율: 금융자산분위	40
<표 III-4> 참여가계의 조건부 주식·펀드 보유비중: 금융자산분위	41
<표 III-5> 시장 참여율: 가구주 연령	43
<표 III-6> 시장 참여율: 가구주 교육수준	45
<표 III-7> 시장 참여율: 가구주 직업군	46
<표 III-8> 시장 참여율: 주택보유 여부	48
<표 III-9> 시장 참여율: 주택평가액분위	48
<표 III-10> 시장 참여율: 전월세보증금분위	49
<표 III-11> 시장 참여율: 기타금융자산 보유여부	50
<표 III-12> 설명변수들의 기초통계량: 2007년 및 2011년	56

<표 III-13> 설명변수들 간의 상관관계 매트릭스: 2007년	57
<표 III-14> 설명변수들 간의 상관관계 매트릭스: 2011년	58
<표 III-15> 패널 프로빗 모형 추정결과: 기본모형	66
<표 III-16> 패널 프로빗 모형 추정결과: 연도더미 포함 모형	67
<표 III-17> 패널 프로빗 모형 추정결과: 연도더미 & 총부채 포함 모형 ..	68
<표 III-18> 패널 프로빗 모형 추정결과: 연도더미 & 부채더미 포함 모형 ..	69
<표 IV-1> 가구 그룹별 연간소득 변화	80
<표 IV-2> 가구 그룹별 금융자산 변화	81
<표 IV-3> 가구 그룹별 가구주 직업군의 변화	83
<표 IV-4> 가구 그룹별 주택보유 여부의 변화	84
<표 IV-5> 가구 그룹별 전월세보증금액 변화	85
<표 IV-6> 가구 그룹별 기타금융자산 보유여부의 변화	86
<표 IV-7> 횡단면 프로빗 모형 추정결과: 가구특성 변화와 시장이탈 ..	89

그림 목 차

<그림 II-1> 유로지역 15개국 가계의 주식 및 펀드시장 참여율	21
<그림 III-1> 주요국 가계의 연령대와 주식 및 펀드시장 참여율	44
<그림 IV-1> 재구성한 패널가구: 주식시장 참여율	76
<그림 IV-2> 재구성한 패널가구: 펀드시장 참여율	77
<그림 IV-3> 2007년과 2011년의 시장참여 변화 매트릭스: 주식시장	78
<그림 IV-4> 2007년과 2011년의 시장참여 변화 매트릭스: 펀드시장	78

약 어 표

ASX	Australian Securities Exchange
ECB	European Central Bank
FRB	Federal Reserve Board
ICI	Investment Company Institute
KHPS	Korean Household Panel Study
KLIPS	Korea Labor and Income Panel Study
KRX	Korea Stock Exchange
NaSTaB	National Survey of Tax and Benefit

《 Executive Summary 》

우리나라 자본시장이 긴 침체의 늪에 빠져 있다. 주식시장과 펀드시장 모두 거래와 투자규모가 줄어들면서 금융투자업계의 어려움도 커지는 모습이다. 시장 침체의 핵심은 개인투자자, 즉 가계부문의 투자위축이다. 가계부문 투자규모의 위축은 시장에서 이탈한 투자자들이 많았기 때문이다.

이 연구의 목적은 금융위기를 전후한 시기의 가계 패널자료를 이용해 가계의 주식 및 펀드시장 참여율과 관련한 두 가지 핵심 이슈를 분석하는 것이다. 먼저 가계특성 변수들을 중심으로 해서 가계의 주식 및 펀드시장 참여율을 결정하는 요인이 무엇인지 알아본다. 이어서 금융위기 이후 주식 및 펀드시장에서 이탈한 가구들은 어떤 가계특성의 시계열적 변화에 영향을 받았는지 분석한다.

핵심적인 분석에 앞서 2007~2011년 중 가계 자산 및 부채구조를 살펴본 결과 몇 가지 특징을 발견했다. 자산 및 부채규모의 정체, 자산 항목 중 전월세보증금의 부각, 안전자산 선호도 심화 및 연금성 자산 증대 등이 주목할 만한 특징이다. 전체 가구 중 주식 또는 펀드를 보유하고 있는 가구의 비중을 의미하는 참여율은 금융위기 직전에 정점에 도달했다가 크게 떨어지는 모습을 보였다. 특히 펀드시장의 참여율은 2007년 18.8%에서 2011년에는 9.1%로 절반 이상 떨어졌다. 두 시장에 참여하는 가계들의 참여조건부 투자 비중이 크게 변하지 않은 점에 비추어 볼 때 최근 양 시장에 대한 개인들의 투자금액 위축은 결국 시장이탈자가 많았기 때문임을 확인할 수 있었다.

이 연구의 첫 번째 목적인 가계의 주식 및 펀드시장 참여확률 결정요인을 알아보기 위해 패널 프로빗 모형을 추정했다. 모형 추정을 통해 확인할 수 있었던 결과들은 다음과 같다.

소득이 많거나 금융자산 보유액수가 크면 시장 참여율이 높았다. 가구주가 높은 수준의 교육을 받았거나 근로소득자일 경우 그 대책점에 있는 가구에 비해 시장 참여율이 높았다. 주택보유자는 미세하게나마 비보유자에 비해 시장 참여율이 높았다. 다만, 주택보유자와 비보유자 간의 시장 참여율 격차는 크지 않았다. 이는 주택보유자가 가지고 있는 위험과 주택비보유자가 가지고 있는 위험의 수준에 큰 격차가 없음을 의미하기도 한다. 다시 말해, 주택비보유자가 전월세 보증금 급등 위험에 노출되어 있는 것과 마찬가지로 주택보유자도 주택가격의 변동위험에 노출되어 주식 및 펀드시장 참여를 꺼릴 수 있다. 한편, 연령변수와 시장 참여율 간의 '역 U자 상관관계'는 명확하게 나타나지 않았다. 우리나라 가계의 주식 및 펀드시장 참여율은 매우 이른 연령대에 정점에 이른 후 빠르게 떨어지는 양상을 보였다. 이와 같은 연령대와 시장 참여율 간 상관관계는 미국 및 영국 등 자본시장이 발전한 국가들과 뚜렷하게 구분된다. 미국 및 영국에서는 연령대와 가계의 주식시장 참여율 간의 관계가 '역 U자 상관관계'를 보이며, 퇴직 이후 연령대에서도 시장 참여율이 크게 떨어지지 않았다. 이상과 같은 분석결과는 가계의 주식 및 펀드시장 참여 제약요인으로 기존문헌들이 제시하고 있는 금융시장 마찰의 존재, 가구 배경위험의 존재 등이 우리나라에서도 작동하고 있음을 의미한다.

추가적으로 데이터로 관측하기 어려운 가구 간의 이질성들도 시장 참여율에 영향을 미칠 수 있음을 확인했다. 데이터로 관측하기

어려운 가구 간의 이질성들은 시장 비참여에 대해 가계특성 변수들이 미처 설명하지 못하는 부분들을 설명할 수 있다. 예를 들어 주식 및 펀드시장의 미래 기대수익률을 아주 낮게 잡고 있는 가구, 각종 금융세계의 변화에 크게 영향을 받는 가구, 다양한 심리적 제약에 노출된 가구들은 그들의 가계특성에 관계없이 시장에 참여하지 않을 수 있다. 또한 잠재성장률의 저하 등 대부분의 가구에 유사한 수준으로 영향을 미칠 수 있는 시계열적 이벤트들도 시장 참여율에 영향을 미친다.

패널모형 추정계수의 특징은 횡단면적 요소와 시계열적 요소를 동시에 반영한다는 점이다. 따라서 가계특성 변수 중 시계열적으로 변화하는 변수들은 2007~2011년 중의 주식 및 펀드시장 참여율 하락의 일부를 설명해 줄 수 있다. 이 연구의 두 번째 목적을 탐구하기 위해 이 기간 중 주식 및 펀드시장으로부터의 이탈이 가계특성 변수의 시계열적 변화와 어떤 관계가 있는지를 분석했다.

분석결과를 토대로 이 기간 중 주식 및 펀드시장 참여율 하락 원인을 추론해 보면 다음과 같다. 1차 퇴직 시기에 직면한 가구들 중 상당수가 자영업자로 전환했는데, 이들이 직업군을 전환하는 과정에서 그동안 축적해 두었던 금융자산을 사업자산에 투자했을 가능성이 크다. 이들은 주식과 펀드 등 위험자산에 투자할 수 있는 여유 금융자산이 부족해 졌을 뿐만 아니라, 소득의 안정성도 크게 떨어져 주식과 펀드시장에 참여할 유인이 줄어들었을 것이다. 이와 더불어 이 기간 중 주택시장과 임대시장 모두에서 위험노출도가 커진 것도 주식 및 펀드시장 참여율 하락의 원인인 것으로 추정된다. 이러한 해석은 주식시장보다는 펀드시장 참여율 하락을 더 잘 설명한다.

분석결과를 바탕으로 제시할 수 있는 몇 가지 시사점은 다음과 같다. 우선 안정적인 초과수익률을 가계부문 투자자들에게 제시할 수 있도록 노력해야 한다. 이 연구의 분석결과에 의하면 배경위험에 노출된 가계는 주식 및 펀드시장에 초과수익률이 존재하더라도 그 초과수익률이 안정적이지 못하면 시장에 참여하지 않는다. 두 시장에서 안정적인 초과수익률이 만들어지려면 배당확대, 효율적인 세제 혜택 상품의 도입을 통한 인센티브 제공, 다양한 중위험중수익 상품 공급 등이 효과적일 것으로 판단된다.

주식 및 펀드시장 참여에 소요되는 암묵적 비용을 줄이는 것도 중요하다. 이를 줄여주기 위해서는 정보제공이 올바르게 이루어져야 한다. 특히 펀드시장의 잠재적인 참여자들을 위한 효율적인 정보제공 체계는 매우 필요하다.

마지막으로 주식 및 펀드시장에 대한 신뢰회복이 필요하다. 일부 투자자들은 그들이 가지고 있는 고유의 심리적 제약으로 인해 주식 및 펀드시장에 참여하지 않는다. 심리적 제약은 주식 및 펀드시장을 일종의 투기시장으로 보는 극단적인 위험회피 성향, 타인을 믿지 못하는 성향, 과거 큰 손실을 경험한데 따른 두려움 등을 포괄한다. 이는 모두 시장에 대한 신뢰와 연관되어 있다. 따라서 대리인문제 축소를 통해 이해상충을 줄이는 것이 관건인 바, 이를 위한 정부와 금융투자업계의 부단한 노력이 필요하다.

— << **Abstract** >> —

**A Study on Household's Participation
in the Stock and Fund Market**

We ask two questions in this research regarding Korean capital market. The first: Why don't households participate more in the stock or fund market given the excess return? This presents a type of equity premium puzzle. The second: What are the principal causes of the decline in households stock or fund market participation after the global financial crisis in 2008? We conduct empirical studies with panel data from the National Survey of Tax and Benefit (NaSTaB) to search for answers to these questions.

For the first question, we use a panel probit model to identify the determinants of stock or fund market participation. The empirical results show that higher income and higher level of financial assets of households are more likely to affect participation in the stock and fund market. The education level of the household is another major factor. Home ownership, however, is not a critical factor that determines participation. We find that Korea's case is similar to those in advanced countries, more specifically, there is financial market friction as well as background risk of households.

The panel data analysis shows substantial changes in household characteristics before and after the global financial crisis of 2008. Many households turned to self-employment after their retirement in that period, and they were most likely to invest their own financial assets in their new business. Consequently, they had less room to invest in risky assets such as equity and funds, and their income stability fell. Additionally, the risk exposure was high in the rental housing market in that period. We find these factors to be the main causes of the household participation decline after the global financial crisis.

There are several policy implications from the empirical analysis. The most important thing is that the stock or fund market should give stable excess return to households. Some effective tools to generate stable excess returns in the equity and fund markets are policies that encourage higher dividends, incentives for introducing financial products with tax benefits, and a wider offering of mid-risk, mid-return products. Reducing the implicit cost from information asymmetry is also important. In addition, the government and the asset management industry have to recover investors' shocked confidence in both markets from several financial crises.

1. 연구의 개요

I. 연구의 개요

최근 국내 자본시장에서는 개인들의 투자추세가 화두다. 글로벌 금융위기 이후 자본시장의 침체가 이어지고 있는데, 문제의 핵심은 개인들의 투자위축이다. 주식시장에서 차지하는 개인투자자들의 비중은 최근 몇 년간 크게 줄어들었다. 또한 거래의 빈도를 나타내는 매매회전율의 추락은 개인투자자들의 주식거래가 얼마나 위축되었는지를 잘 보여준다.¹⁾ 펀드시장에서 개인투자자들의 투자규모 위축은 더 심각하다. 판매회사의 판매잔액을 기준으로 한 개인투자자들의 공모펀드 투자규모는 2008년말 180조원을 정점으로 계속 줄어들어 최근에는 100조원 아래로 떨어졌다. 공모펀드시장에서 차지하는 개인들의 투자비중도 같은 기간 79%에서 56% 내외로 줄어들었다.

주식 및 펀드시장에서 개인투자자들의 투자비중이 여전히 적지 않다는 점에서 이들의 투자위축은 우리나라 자본시장에 지대한 영향을 미친다. 이에 최근 정부와 금융투자업계는 개인투자자들의 수요를 촉진시킬 수 있는 방안을 찾기 위해 고심하고 있다. 그러나 주식 및 펀드시장에서 가계의 참여율이 어느 정도 수준이고, 2008년 글로벌 금융위기 전후에 걸쳐 어떻게 변화해 왔으며, 그들의 사회·경제적 특성에 따라 참여율에 어떤 차이가 있는지에 대한 미시적 분석은 거의 이루어지지 않았다.²⁾

-
- 1) 한국거래소(KRX)의 통계에 의하면 유가증권시장에서 개인들이 보유하고 있는 주식의 시가총액은 2009년말 275조원에서 2012년말에는 234조원으로 줄어들었다. 같은 기간 유가증권시장 시가총액에서 차지하는 개인들의 보유비중은 31.0%에서 20.3%로 줄어들었다. 유가증권시장에서 개인투자자들의 매매회전율은 2009년 550%에서 2012년 및 2013년에는 각각 283% 및 196%로 줄어들었다. 이에 따라 개인들의 거래규모도 줄어들어 2013년에는 2009년 대비 절반수준에 그쳤다.
 - 2) 이 연구에서 참여율(participation rate)이라 함은 전체 가계 중에서 주식 또는 펀드시장에 참여하고 있는 가계의 비율, 즉 주식 또는 펀드를 보유하고

4 가계의 주식 및 펀드시장 참여에 대한 연구

기초연구가 이루어지지 않은 상태에서는 정확한 정책적 처방이나 경영 전략을 수립하기 어렵다.

일부 학자들이 국내 가계의 미시자료를 이용해 논문을 발표해 왔으나 대부분 1990년대~2000년대 초반을 기준으로 조사한 자료를 이용했다(조인숙(2012), 임경목(2004), 김진영(2002)). 그 당시에는 자본시장의 규제환경이 지금과는 차이가 있었다. 특히 펀드시장은 소매고객으로 분류되는 가계가 거의 인식하지 못하고 있던 시장이었다. 따라서 최근과는 투자자들의 투자행태에 차이가 있을 가능성이 크다. 그리고 이들이 이용한 자료는 대우패널로 불리는 '한국가계패널조사(Korean Household Panel Study: KHPS)', 또는 '한국노동패널조사(Korea Labor and Income Panel Study: KLIPS)'인데, 이 미시자료들은 주식시장 직접투자 여부만 조사했거나(한국가계패널조사), 주식, 채권, 펀드, 신탁 등을 위험자산으로 정의해 포괄적으로 조사(한국노동패널조사)했다. 따라서 기존 국내 연구들은 주식시장과 펀드시장의 참여율을 명확하게 구분해 연구할 수는 없었다.

이 연구는 비교적 최근에 한국조세재정연구원이 매년 조사하기 시작한 '재정패널조사(National Survey of Tax and Benefit: NaSTaB)'를 이용한다. 이 자료의 장점은 2008년 글로벌 금융위기 전후에 걸쳐 매년 조사되었다는 점과 주식과 펀드를 분류해 조사했다는 점을 들 수 있겠다. 패널자료라는 장점도 물론 가지고 있다. 본 연구에서는 이 패널자료를 이용해 다음과 같은 분석을 시도한다.

첫째, 가계의 사회·경제적 특성에 따라 주식 및 펀드시장 참여율에 어떤 차이가 있는지 분석한다. 주가지수와 평균적인 배당수익률을 바탕으로 주식의 초과수익률을 간단하게 계산해 보면 국내 주식시장에도 안

있는 가계의 비율을 의미한다. 분석을 위해 사용하는 미시자료가 가계 패널자료이기에 지금부터는 가급적 개인투자자라는 용어대신 가계, 또는 가구라는 용어를 사용하기로 한다.

전자산 수익률 대비 초과수익률이 존재한다. 1987년에서 2013년까지 5년 만기 국민주택채권1종의 수익률은 연평균 8.8%였는데 주식의 수익률은 연평균 14.0%였다. 분석대상 기간을 글로벌 금융위기 이후로 한정해도 마찬가지였다. 2009년에서 2013년까지 동일한 채권의 수익률은 연평균 4.1%였고, 주식의 수익률은 연평균 6.9%였다.³⁾ 주가지수와 주식형펀드 수익률의 높은 상관관계를 고려해 보면 같은 기간 주식형펀드의 수익률도 비슷한 추이를 보였을 것으로 추정된다.⁴⁾ II장에서 다시 설명하겠지만 가계의 주식 및 펀드시장 참여율은 정점에 도달했던 2007년말에도 각각 10.4%와 18.8%에 그쳤다. 그리고 2007년 이후로도 가계의 양 시장 참여율이 계속해서 떨어졌다. 이를 통해 생각해볼 때 우리나라 가계에 대해서도 “주식에 초과수익률이 존재하는데도 불구하고 왜 대다수 가계가 주식에 투자하지 않는가?”라는 질문을 자연스럽게 던져 볼 수 있다. 결국 본 연구의 첫 번째 분석 목적은 2007~2011년 중 가계의 사회·경제적 특성을 반영하는 변수를 이용해 주식 및 펀드시장 참여율을 결정하는 요인을 알아보는데 있다.

둘째, 2007년 대비 2011년에 다수의 가계가 주식 및 펀드시장에서 이탈했음을 고려해 보다 동태적인 분석을 시도한다. 이 두 기간 중 양 시장에서 이탈한 개별 가계들을 관측할 수 있는 바, 이들의 사회·경제적 특성들의 어떤 변화가 양 시장의 이탈 요인이 되었는지를 분석한다. 이는 분석을 위해 이용하는 자료가 패널 데이터라는 특성으로 인해 가능하다.

3) 엄밀한 방법으로 주식의 초과수익률을 측정한 논문들은 미국이나 유럽보다는 낮지만 국내에서도 주식의 초과수익률이 존재한다는 증거를 제시한다. (독고윤 외(2001), 강민우(2008), 김인수·홍정훈(2008)).

4) 김재철·김중민(2011)은 2004년 1월부터 2011년 9월까지 월간 수익률을 이용해 주식형펀드 평균 수익률과 코스피200 간의 상관관계를 0.98에 이르는 것으로 추정했다.

추가적으로 이 연구에서는 모든 분석을 주식시장과 펀드시장으로 분리하여 진행한다. 이를 통해 가계의 참여율 결정요인이나, 2007~2011년 중 시장이탈 결정요인이 양 시장에서 어떻게 차이가 나는지를 살펴본다. 주식형펀드와 주식은 수익률 측면에서 높은 상관관계를 가지지만 투자자들의 개별적 특성에는 다소 차이가 있기 때문에 두 시장을 분리해 분석하는 것은 의미가 크다. 뮤추얼펀드와 주식시장은 이론적으로 차이가 큰 것으로 알려진다. 예를 들어 Alessie et al.(2004)은 뮤추얼펀드 및 주식 투자자들이 사회·경제적 특성, 위험성향, 자산에 대한 기대수익률, 정보취합 능력 등의 측면에서 뚜렷하게 구분된다고 주장했다. 이론적 측면뿐만 아니라 현실적 측면에서도 양 시장을 분리해 분석하는 것은 중요하다. 수요촉진을 위한 정책처방이 필요한 정부나 효율적인 경영전략 마련이 필요한 금융투자업계에도 두 시장을 분리해 얻어낸 분석결과는 중요한 시사점을 제공해 줄 수 있다.

그러나 이 연구의 분석은 자료의 제약으로 인해 뚜렷한 한계도 지닌다. 금융위기 이후 실제 평균적인 주식이나 펀드 수익률과는 상관없이 양 시장으로부터 이탈한 가계가 많았다는 것은 개인별로 기대수익률에 편차가 컸다는 것을 의미한다. 즉, 시장에서 이탈한 가계는 시장에 남아 있거나, 새로이 시장에 진입한 가계보다 기대수익률을 현저히 낮게 잡았을 가능성이 크다. 또한 2010년을 전후해 펀드에 대한 세제변화가 있었는데, 세제의 영향을 크게 받는 가계가 시장에서 이탈했을 가능성도 있다.⁵⁾

5) 원칙적으로 국내주식에 투자하는 펀드와 달리 해외주식에 투자하는 펀드들은 주식 양도차익에 대해 배당소득세를 납부해야 한다. 2009년말까지 한시적으로 면제되었던 해외 주식형펀드에 대한 배당소득세 납부가 2010년부터 재개되었다. 또한 2013년부터 종합소득과세대상 기준이 되는 금융소득이 연간 4천만원에서 2천만원으로 하향 조정되었다. 2010년 이후 미국 및 유럽 등 해외 주식시장이 호조를 보였음에도 불구하고 국내에 등록된 해외투자펀드들의 순자산총액이 계속해서 줄어든 것은 이러한 세제변화에 영향을 받았을 가능성이 크다.

이러한 변수들을 분석에 반영하기 위해서는 각 가계별로 위험선호도나 기대수익률 형성에 어떤 차이가 있는지, 세계변화에 따른 영향이 어떻게 다른지 등을 파악할 수 있어야 한다. 그러나 현존하는 국내의 어떤 가계 패널자료나 서베이 자료들도 이러한 변수들을 구성할 수 있도록 설문을 조사하고 있지는 않다. 이러한 분석은 향후 가계 패널이나 서베이 자료가 보다 풍부한 정보를 담아야 가능할 것으로 본다. 따라서 본 연구는 재정패널조사에서 제공하는 가계의 사회·경제적 특성 변수의 범위 내에서 분석을 시도한다.

이 연구의 구성은 다음과 같다. II장에서는 가계 자산부채 구조의 전반적 특성을 알아보고, 2007~2011년 중의 주식 및 펀드시장 참여율 추이와 특징을 분석한다. III장에서는 가계의 사회·경제적 특성과 주식 및 펀드시장 참여율 간의 관계를 분석한다. 여기에서는 양 시장 참여율을 결정하는 요인의 분석에 초점을 맞춘다. IV장에서는 2007년과 2011년 두 기간 중 주식 및 펀드시장으로부터의 이탈이 가계특성의 변화와 어떤 관계가 있는지를 분석한다. V장에서는 연구결과를 요약하고 시사점을 논의한다.

II. 금융위기 전후 가계 자산부채 구조

1. 자료 개요
2. 자산부채 구조의 특성
3. 주식 및 펀드시장 참여율
4. 주요 특징적 현상 요약

II. 금융위기 전후 가계 자산부채 구조

II장에서는 금융위기를 전후한 기간의 가계 자산부채 구조를 살펴본다. 여기에서는 자산부채 구조의 전반적인 특징과 함께 주식시장 및 펀드시장에 대한 참여율이 어느 정도인지, 어떻게 변화했는지를 알아본다.

1. 자료 개요

이 연구에서 사용하는 미시자료는 한국조세재정연구원이 지난 2010년부터 발표하기 시작한 재정패널조사이다. 2007년 1월 개정된 ‘국가재정법’은 세계개편 시 정책효과를 제시하도록 했는데, 재정패널조사는 이를 뒷받침하기 위한 것이다. 따라서 재정패널조사는 조세, 지출, 복지에 관한 포괄적 조사가 핵심이다. 이 자료는 소득공제나 세금정산의 방법 등에 대해 상세히 조사하고 있기 때문에 소득이나 금융자산 액수가 비교적 정확하다는 것이 큰 장점이다. 재정패널조사는 본 연구에서 필요로 하는 자산구성 항목의 분류도 여타 다른 조사에 비해 잘 되어 있다. 이 자료는 금융과 실물자산이라는 기본적 분류와 함께, 금융자산 내에서도 예금, 채권, 주식, 펀드, 기타 저축성·연금성 보험 등을 분류해 놓았다.

2000년대 이후 조사되어 활용이 가능한 가계 미시자료는 앞에서 언급한 ‘한국노동패널조사’와 통계청이 조사하는 ‘가계금융복지조사’가 대표적이다.⁶⁾ 한국노동패널조사는 주식, 신탁, 채권, 펀드 등을 위험자산 항목으로 포괄해 조사하고 있기 때문에 본 연구의 취지와 맞지 않는다. 통계청이 조사하는 가계금융복지조사는 패널조사가 아니고 단순한 횡단

6) 통계청의 가계금융복지조사는 과거 ‘가계소비실태조사’가 이어진 것이며, 몇 차례 명칭변경이 있었다.

면 조사다. 이 조사는 몇 가지 장점을 가지고 있다. 이 조사는 표본 가구 수가 많고, 2000년대 초반부터 조사되어 긴 시간을 포괄한다. 저축이나 투자의 동기에 대한 질문항목도 포함하고 있으며, 부채도 아주 상세히 조사되어 있다. 그럼에도 불구하고 2012년과 2013년 조사에서는 은행의 예적금과 펀드를 적립식 저축·펀드, 예치식 저축·펀드로 통합해 조사했기 때문에 본 연구에서 활용하기는 어려웠다. 또한 이 조사는 2000년부터 2013년까지 총 7번에 걸쳐 이루어졌으나, 매 조사마다 조사한 항목의 차이가 커서 장기간의 분석을 일관되게 수행하기 어려운 구조다.

이 연구에서 사용하는 재정패널조사의 1차 연도 자료는 2008년에 2007년말을 기준으로 조사되어 2010년에 공개되었다. 그 이후 2014년에는 2011년말을 기준으로 조사한 5차 연도 자료가 공개되었다. 본 연구에서는 기준 연도 상 2007~2011년의 5개년 자료를 이용한다.⁷⁾ 매년 조사된 패널가구의 수는 5,000 가구 내외다. 본 연구는 가구별 금융자산 선택에 관한 내용이기 때문에 모든 변수를 가구기준으로 설정해 활용한다. 그리고 모든 분석에는 분가가구를 표본에서 제외하고, 주요변수에 대해 답변이 없는 표본도 분석에서 제외한다.

<표 II-1> 재정패널조사 조사차수별 표본 수

조사차수 (기준 연도)	가구 수	가구원 수
1차 연도 (2007년)	5,014	14,903
2차 연도 (2008년)	5,096	15,318
3차 연도 (2009년)	4,884	14,671
4차 연도 (2010년)	4,843	14,433
5차 연도 (2011년)	4,784	14,167

자료: 한국조세재정연구원(2014)

- 7) 지금부터는 자료를 조사한 연도나 일반에 공개한 연도가 아니라 기준 연도를 표기하도록 한다. 재정패널조사에 대한 상세한 내용에 대해서는 한국조세재정연구원(2014)을 참고하기 바란다.

재정패널조사는 여러모로 유용한 자료이지만 가계 포트폴리오 연구를 위해서는 부족한 부분이 남아 있다. 미국이나 유럽 국가들에서 조사하는 가계 패널이나 횡단면 자료들은 금융자산, 특히 투자형 개별 자산으로부터 만들어지는 자본소득에 대한 항목을 포함할 뿐만 아니라, 위험성향 및 주가의 방향성을 묻는 항목도 포함한다. 일부 연구들은 이러한 자료들을 바탕으로 개별 가계의 위험성향 변화와 위험자산에 대한 기대수익률을 추정하고, 이를 가계의 위험자산 선택 결정요인 중 하나로 포함하기도 한다.⁸⁾ 해외의 조사들은 금융자산의 분류도 매우 구체적이며, 세금에 대한 조사도 상세하게 이루어진다. 재정패널조사는 해외의 가계 조사 자료와는 달리 위험성향을 묻거나 주가의 방향성을 묻는 항목이 없으며, 금융자산의 분류도 해외자료만큼은 구체적이지 못하다. 따라서 재정패널조사뿐만 아니라 현존하는 국내의 가계 미시자료로는 개인별로 상이한 위험성향이나 위험자산 기대수익률을 분석에 반영할 수 없다. 이는 2008년의 글로벌 금융위기, 그리고 각종 금융세계 변화 등이 가계의 위험자산 선택에 미친 영향을 파악하기 어렵다는 의미이다.

2. 자산부채 구조의 특성

아래의 <표 II-2>에는 2007~2011년 중 가계 자산부채 주요항목의 명목액수와 구성 비율이 정리되어 있다. 가구당 평균 총자산과 총부채 모두 금융위기 직후였던 2008~2009년에 위축되었다가 2010~2011년에 미약하게나마 증가했다. 이에 따라 순자산도 2010년 이후 조금씩 회복하는 모습이다. 총자산 중 비금융자산이 차지하는 비중은 약간씩 하락하고

8) 이와 관련해서는 Lee et al.(2013), Dominitz and Manski(2007), Hurd et al.(2011), Guiso et al.(2013) 등의 연구가 대표적이다.

있으나 여전히 88% 내외 수준이다. 금융자산의 비중은 12% 정도에 그친다.⁹⁾ 가계 자산 중 비금융자산의 비중이 대부분인 것은 다른 나라도 마찬가지이지만, 우리나라의 경우 그 비중이 더 높다.¹⁰⁾ 가계 자산구성에서 두드러진 변화 중 하나는 전월세보증금의 비중이 크게 높아졌다는 사실이다. 이는 최근의 전세가격 상승을 잘 반영한 것이다.

<표 II-2> 자산부채 주요항목 명목액수 및 구성 비율

(단위: 가구, 세, 명, 만원, %)

	2007	2008	2009	2010	2011
패널 가구 수	5,014	5,039	4,830	4,778	4,740
가구주 평균 연령	49.9	50.1	51.2	51.9	51.7
평균 가구원 수	2.97	3.01	3.00	2.98	2.96
연간소득	3,342.3	3,414.1	3,454.9	3,829.0	3,971.6
총자산	24,835.3	24,130.6	25,006.0	27,697.7	27,733.4
금융자산	2,579.2	2,570.8	2,913.3	3,223.2	3,306.5
(금융자산 비중)	10.4	10.7	11.7	11.6	11.9
전월세보증금	1,928.3	2,073.3	2,481.8	2,913.0	2,762.3
(전월세보증금 비중)	7.8	8.6	9.9	10.5	10.0
부동산	18,966.6	18,154.4	18,175.2	20,016.0	20,080.9
(부동산 비중)	76.4	75.2	72.7	72.3	72.4
기타자산	1,361.2	1,332.1	1,435.7	1,545.5	1,583.8
(기타자산 비중)	5.5	5.5	5.7	5.6	5.7
총부채	3,693.4	3,855.6	3,770.9	4,083.9	4,138.5
주택담보대출			1,671.8	1,786.8	1,722.4
순자산(총자산-총부채)	21,141.8	20,275.0	21,235.1	23,613.8	23,595.0

주: 가구 평균 기준. 자산별 구성 비율은 전체 가구의 자산별 평균 액수를 구한 후 이를 기초로 계산. 기타자산은 자동차 등 내구재를 의미하며, 취득원가 기준

- 9) 수치의 객관성을 확인하기 위해 통계청의 '2010 가계금융조사'를 분석한 결과 금융자산 금액에 다소 차이가 있었다. 이는 통계청 가계금융조사가 전월세보증금을 제외한 임차보증금, 갯돈 등을 금융자산에 포함한 반면 재정패널조사는 이 항목들을 조사하지 않았기 때문인 것으로 보인다.
- 10) Davis et al.(2009)이 12개국에 대해 2000년을 기준으로 조사한 바에 따르면 인도, 인도네시아, 스페인 등 3개국을 제외한 나머지 나라들의 경우 가계 자산 중 비금융자산의 비중이 58%(미국)~83%(핀란드) 범위에 위치한다.

2008년 금융위기의 여파는 가계 자산부채의 주요항목을 실질금액으로 계산해 보면 더 확연하게 파악할 수 있다.¹¹⁾ <표 II-3>에 따르면 총자산과 총부채는 실질금액 기준으로 모두 금융위기 직전연도인 2007년에 비해 줄어들었다. 실질 순자산도 줄어들었다. 자산별로는 실질 부동산 평가액이 2007년 대비 8.1% 줄어들었다. 실질 금융자산과 기타자산은 미약하게 늘어났다. 실질 전월세보증금은 같은 기간 24.4% 늘어나 가장 큰 폭으로 증가했다. 이를 통해 볼 때 금융위기는 가계 자산부채 규모를 위축시킨 것으로 보인다.

<표 II-3> 자산부채 주요항목 실질액수

(단위: 만원)

	2007	2008	2009	2010	2011
연간소득	3,342.3	3,261.6	3,212.0	3,457.6	3,448.5
총자산	24,835.3	23,053.0	23,248.4	25,011.6	24,080.6
금융자산	2,579.2	2,456.0	2,708.5	2,910.6	2,871.0
전월세보증금	1,928.3	1,980.7	2,307.4	2,630.5	2,398.5
부동산	18,966.6	17,343.7	16,897.7	18,074.8	17,436.0
기타자산	1,361.2	1,272.6	1,334.8	1,395.6	1,375.2
총부채	3,693.4	3,683.4	3,505.8	3,687.8	3,593.4
주택담보대출			1,554.3	1,613.5	1,495.5
순자산 (총자산-총부채)	21,141.8	19,369.6	19,742.6	21,323.7	20,487.2

주: 실질액수는 2007년을 100으로 해서 소비자물가지수로 계산

11) 이하에서 별도의 언급이 없으면 모든 금액기준은 명목금액이다.

다만 금융위기 전후에 가구 간 순자산 분포에 차별화가 더 심화된 증거는 발견하기 어려웠다. <표 II-4>는 순자산 분포를 보여준다. 이 표에 따르면 순자산 상위 20%에 속하는 가구의 평균금액과 하위 20%에 속하는 가구의 평균금액 간 격차가 금융위기 이후에도 큰 변화가 없다. 또한 전체 가구 순자산 평균금액과 중간금액 간의 격차는 오히려 줄어들었다. 순자산이 0이거나 0보다 작은 가구가 많기 때문에 표본 평균금액이 중간금액보다 큰데, 그 격차가 줄어들었다는 것은 오히려 순자산 상위 그룹의 자산규모 위축이 상대적으로 더 컸음을 반영한다. 전체 가구 순자산의 표준편차도 금융위기 이전과 비교해 큰 차이가 없었다. 금융위기가 발생했던 2008년에 표준편차가 크게 줄어들었다가 그 이후 다시 커지는 추세를 보였다.

<표 II-4> 순자산 분포

(단위: 만원)

	2007	2008	2009	2010	2011
순자산 상위20% 평균금액	72,941	66,906	70,043	76,798	74,651
순자산 하위20% 평균금액	-1,100	-552	-159	-164	224
전체 가구 순자산 평균금액	21,142	20,275	21,235	23,614	23,595
전체 가구 순자산 중간금액	9,500	10,040	10,040	12,150	12,800
전체 가구 순자산 표준편차	37,297	33,300	37,921	42,125	38,166

부채구조는 금융위기 이후 더 악화된 것으로 보기 어렵다. <표 II-5>는 총자산 및 연간소득 대비 총부채의 비율을 보여준다. 이 표에 따르면 전체가구의 평균 총자산 대비 총부채 비율은 금융위기 이후 조금씩 떨어지고 있다. 이 비율은 2008년 16.0%를 정점으로 떨어지기 시작해 2011년에는 14.9%로 내려왔다. 연간소득 대비 부채비율도 비슷한 양상을 보

였다. 분석대상을 전체가구의 절반 내외인 부채보유가구로 좁혀도 결과는 크게 달라지지 않았다. 이러한 결과는 가계부채의 중요한 부분을 차지하는 주택담보대출에 대한 규제가 2006년말을 기점으로 강해진데다 경기침체가 이어진데 따른 것으로 보인다.

<표 II-5> 총자산 및 연간소득 대비 총부채

(단위: %)

전체가구	2007	2008	2009	2010	2011
총부채/총자산	14.9	16.0	15.1	14.7	14.9
총부채/연간소득	110.5	112.9	109.1	106.7	104.2
부채보유가구	2007	2008	2009	2010	2011
전체가구 대비 비율	48.2	49.7	47.9	47.3	46.2
총부채/총자산	24.9	24.7	23.3	22.6	23.0
총부채/연간소득	199.4	195.0	190.2	188.8	183.1

주: 가구 당 평균액수를 구한 후 계산한 비율

<표 II-6>을 통해 금융자산별 액수와 구성 비율을 살펴보면 두 가지 의미 있는 변화가 보인다. 우선 금융자산 내에서 위험자산에서 안전자산으로의 자산이동이 있었다. 주식 및 펀드 등 대표적인 투자형 금융자산들의 규모가 축소되고, 은행예적금 규모가 크게 늘어났다. 은행예적금은 규모 증대와 더불어 금융자산에서 차지하는 구성 비율도 상승했다. 은행예적금의 구성 비율은 금융위기 이전이었던 2007년에도 55.7%에 이르렀으나 2011년에는 62.0%까지 올라갔다. 다음으로 저축성보험 및 연금성보험, 연금성저축 등 미래에 대비하는 장기성 금융자산의 규모도 늘어났다. 기타금융자산으로 분류되는 이 금융자산들의 가구 당 평균 보유액은 2007년 478만원에서 2011년에는 675만원으로 늘어났다. 금융자산 전체

대비 구성 비율은 같은 기간 18.5%에서 20.4%로 커졌다. 이를 통해 볼 때 2007~2011년에 가계들은 금융자산 선택에 있어서 안전성을 중요시 하고, 퇴직 이후의 미래를 생각하기 시작했던 것으로 보인다.

<표 II-6> 금융자산별 액수 및 구성 비율

(단위: 만원, %)

	2007	2008	2009	2010	2011
금융자산	2,579.2	2,570.8	2,913.3	3,223.2	3,306.5
은행예적금	1,436.9	1,450.9	1,651.8	1,899.7	2,049.8
(비중)	55.7	56.4	56.7	58.9	62.0
채권	16.2	6.0	14.1	21.4	22.4
(비중)	0.6	0.2	0.5	0.7	0.7
주식	319.09	280.8	334.6	357.0	315.9
(비중)	12.4	10.9	11.5	11.1	9.6
펀드	329.2	305.4	279.8	243.7	243.8
(비중)	12.8	11.9	9.6	7.6	7.4
기타금융자산	477.8	527.7	633.0	701.5	674.5
(비중)	18.5	20.5	21.7	21.8	20.4

주: 기타금융자산에는 저축성보험, 연금성보험, 신탁, 연금저축 및 연금펀드, 주택 마련저축(펀드), 계에 불입한 돈 등이 포함되며, 연말까지 납입한 총금액(원금) 기준으로 조사

아래의 <표 II-7>은 자산유형별 구성 비율을 요약해 준다. 이 표에 따르면 가계 자산에서 차지하는 비유동성자산의 비중은 압도적인 수준이다. 전체 자산에서 차지하는 비율은 추세적으로 다소 떨어지기는 했지만 여전히 85% 내외를 차지한다. 앞에서 설명한 바와 같이 금융자산에서 차지하는 안전자산의 비율은 그 수치에서 압도적일 뿐만 아니라, 추세적으로도 상승하고 있다.

<표 II-7> 자산유형별 구성 비율

(단위: %)

	2007	2008	2009	2010	2011
총자산 중 유동성자산 비율	13.9	14.0	14.9	14.7	15.2
총자산 중 비유동성자산 비율	86.1	86.0	85.1	85.3	84.8
금융자산 중 안전자산 비율	74.9	77.2	78.9	81.4	83.1
금융자산 중 위험자산 비율	25.1	22.8	21.1	18.6	16.9

- 주: 1) 비유동성자산=기타금융자산+전월세보증금+부동산
 2) 유동성자산=총자산-비유동성자산
 3) 금융자산 중 안전자산=은행예적금+채권+기타금융자산
 4) 금융자산 중 위험자산=금융자산-금융자산 중 안전자산

3. 주식 및 펀드시장 참여율

지금부터는 논의를 주식시장과 펀드시장에 대한 가계의 참여율, 즉 주식 및 펀드를 보유한 가구의 비율로 좁히도록 한다.¹²⁾ <표 II-8>은 자산별 보유가구의 비중을 보여준다. 금융자산을 조금이라도 보유한 가구의 비중은 금융위기 이후 계속해서 늘어나, 2011년에는 전체가구의 80% 정도가 금융자산을 보유하고 있었다. 금융자산을 보유한 가구의 대다수는 은행예적금을 보유한 것으로 나타났다. 부동산을 보유한 가구의 비중은 큰 변화 없이 65~67% 범위 내에서 움직였다. 연금성 금융자산 등 기타금융자산을 보유한 가구의 비중도 빠르게 올라갔다.

12) 여기에서 보유한 가구의 비율을 계산할 때 다른 자산의 보유 여부는 상관하지 않는다. 주식을 보유한 가구의 비율인 참여율은 펀드의 보유 여부와 관계없이 계산된다.

반면 주식과 펀드 등 대표적인 투자성 자산을 보유한 가구의 비중은 글로벌 금융위기 이후 크게 줄어들었다. 특히 펀드를 보유한 가구의 비중은 2007년 18.8%에서 2011년에는 9.1%로 절반 이상 줄어들었다. 물론 주식시장 및 펀드시장 참여율이 정점에 도달했었던 2007년말을 기준으로 놓고 볼 때 우리나라 가계의 시장 참여율은 상대적으로 낮지 않은 수준이었다. 예를 들어 ECB(2013)에 의하면 2010년 기준 유로지역 15개 국가 가계의 평균적인 참여율은 주식시장이 11.3%, 펀드시장이 10.7%에 불과했다(<그림 II-1>). 가계의 시장 참여율이 상대적으로 높은 곳은 미국 및 호주 등 연금시장이 성숙하고 자본시장의 하부구조가 튼튼한 일부 국가에 지나지 않는다(FRB(2012), ICI(2013), Christelis et al.(2010), ASX(2012), Worthington(2009)). 하지만 가계의 시장 참여율이 50% 내외에 이르는 이 국가들에서조차 나머지 50%의 시장 비참여자가 존재한다는 사실에 대해 ‘퍼즐’이라는 표현을 사용하고 있음을 상기해보면 우리나라 가계의 시장 참여율은 매우 낮은 수준임을 알 수 있다.

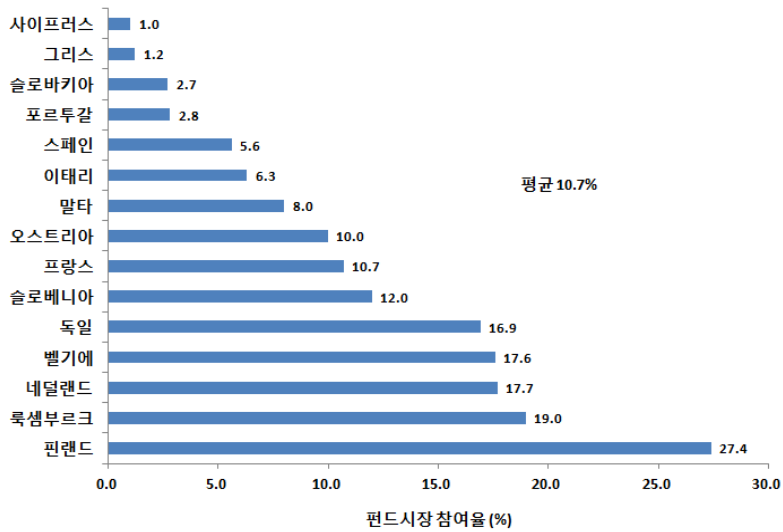
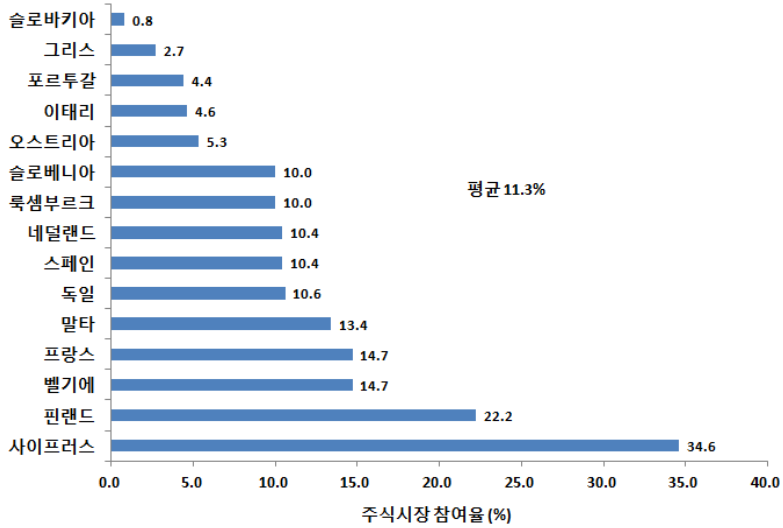
<표 II-8> 자산별 보유가구 비중: 참여율

(단위: %)

	2007	2008	2009	2010	2011
금융자산	71.0	75.1	76.4	79.2	80.1
은행예적금	63.6	66.6	68.2	74.0	71.8
채권	0.5	0.4	0.6	0.5	0.5
주식	10.4	10.2	9.7	9.2	7.6
펀드	18.8	17.6	14.0	12.1	9.1
기타금융자산	30.8	42.0	45.9	45.3	42.6
부동산	66.1	66.9	65.6	67.0	67.1

주: 각 자산별로 전체 표본 가구 중 해당자산을 보유한 가구의 비중

<그림 II-1> 유로지역 15개국 가계의 주식 및 펀드시장 참여율



주 : 민간연금을 통한 시장 참여자는 제외. 주식시장 참여자는 직접투자자만 포함
 자료: ECB(2013)

주식 및 펀드시장에 대한 낮은 참여율을 보다 미시적으로 살펴보기 위해 아래의 <표 II-9>에서는 전체가구를 보유 금융자산 종류 수를 기준으로 분류한 다음 각 그룹별로 개별 금융자산에 대한 참여율을 계산했다. 표의 상·하 패널은 각각 2007년과 2011년의 경우를 보여준다.

표의 좌측 패널에서는 전체가구를 보유 금융자산 종류 수를 기준으로 그룹화 한 후, 각 그룹에 해당하는 가구 수의 전체가구 대비 비중을 계산했다. 해당 연도와 관계없이 대부분의 가계가 세 종류 미만의 금융자산을 보유한 것으로 나타났다. 금융자산 보유가 두 종류 이하인 가계의 비중은 2007년에 86.9%, 2011년에는 91.5%였다. 세 가지 종류 이상의 금융자산을 보유한 가계는 극히 일부에 지나지 않았다. 그리고 다양한 자산을 보유한 가계의 비중은 2011년이 2007년 대비 더 낮았다. 다만 2011년에는 2007년 대비 금융자산을 보유하지 않은 가구의 비중이 줄어들었다. 이를 통해 볼 때 2011년에는 가구의 보유 금융자산 다양성이 2007년 대비 오히려 떨어진 것으로 보인다.

표의 우측 패널은 좌측 패널에서 연결되는 것으로 보유 금융자산 종류 수를 기준으로 분류한 각 가계 그룹들의 개별 금융자산 참여율을 보여준다. 예를 들어 2007년의 경우 보유 금융자산 종류 수가 한 가지인 가구는 전체의 39.7%인 1,991가구인데 이 가구들 중 은행예적금을 보유한 가구는 85.2%였고, 펀드를 보유한 가구는 3.1%였다. 2007년과 2011년 모두 보유 금융자산 종류 수가 한 가지인 가구들은 거의 주식과 펀드를 보유하고 있지 않았다. 보유 금융자산 종류 수가 두 가지인 가구들은 주식과 펀드시장에 대한 참여율이 상승하는 편이지만, 2011년 참여율은 2007년 대비 크게 낮아졌다. 이 경우 2007년에는 주식 및 펀드시장 참여율이 각각 14.9% 및 35.5%였는데, 2011년에는 참여율이 7.8% 및 10.9%로 크게 떨어졌다. 보유 금융자산 종류 수가 세 가지인 가구들의 주식 및 펀드시장 참여율도 비슷한 모습을 보였다.

<표 II-9> 보유 금융자산 종류 수에 따른 금융자산 참여율

(단위: 개, 가구, %)

2007년 전체가구의 보유 금융자산 종류 수 분포 ¹⁾			2007년 보유 금융자산 종류 수별 해당가구의 개별 금융자산 참여율 ²⁾				
보유 자산 종류 수	해당 가구 수	전체가구 대비 비중	은행 예적금	채권	주식	펀드	기타 금융자산
0	1,456	29.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
1	1,991	39.7	85.2	0.1	1.6	3.1	10.0
2	910	18.2	90.4	0.7	14.9	35.5	58.5
3	484	9.7	95.0	1.9	37.2	80.2	85.7
4	169	3.4	100.0	1.2	99.4	99.4	100.0
5	4	0.1	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
2011년 전체가구의 보유 금융자산 종류 수 분포 ¹⁾			2011년 보유 금융자산 종류 수별 해당가구의 개별 금융자산 참여율 ²⁾				
보유 자산 종류 수	해당 가구 수	전체가구 대비 비중	은행 예적금	채권	주식	펀드	기타 금융자산
0	954	20.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
1	2,217	46.4	85.4	0.0	1.0	0.7	12.9
2	1,199	25.1	94.8	0.3	7.8	10.9	86.2
3	317	6.6	96.5	1.9	4.7	62.1	90.2
4	90	1.9	100.0	11.1	95.6	96.7	96.7
5	5	0.1	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0

- 주: 1) 좌측 패널은 전체가구의 보유 금융자산 종류 수 분포를 정리. 전체가구를 보유자산 종류 수를 기준으로 나누어 그룹화하고, 각 그룹별 해당 가구 수가 전체가구 대비 비중이 얼마나 되는지를 계산
 2) 우측 패널은 보유 금융자산 종류 수를 기준으로 가구를 그룹화한 후 각 그룹에 속하는 해당가구들의 개별 금융자산 참여율을 의미
 3) 이 표의 구성은 Bertaut and Starr-McCluer(2002)의 <Table 5.5>를 인용

다음으로 전체가구 표본을 주식과 펀드를 보유한 가구, 즉 양 시장에 참여한 가구로 분류해 그 특성을 살펴보자. <표 II-10>과 <표 II-11>에는 주식 보유가구와 펀드 보유가구의 금융자산 구성 등이 정리되어 있다. 이 표들로부터 발견할 수 있는 몇 가지 특징은 아래와 같다.

<표 II-10> 주식 보유가구의 금융자산 구성

(단위: 세, 만원, %)

	2007	2008	2009	2010	2011
가구주 평균 연령	44.5	45.1	45.9	47.6	47.5
연간소득	6,074.0	6,076.1	6,502.3	6,714.8	7,540.9
금융자산	8,987.8	8,732.3	10,338.6	11,533.7	12,610.0
은행예적금	3,205.3	3,184.9	3,673.4	4,618.1	4,869.2
채권	40.0	46.0	53.5	186.5	196.2
주식	3,076.9	2,752.1	3,440.6	3,885.8	4,173.4
펀드	1,185.0	1,235.6	1,128.4	1,047.7	1,158.8
기타금융자산	1,480.7	1,513.7	2,042.8	1,795.6	2,212.4
개별 금융자산의 비중					
은행예적금	35.7	36.5	35.5	40.0	38.6
채권	0.4	0.5	0.5	1.6	1.6
주식	34.2	31.5	33.3	33.7	33.1
펀드	13.2	14.1	10.9	9.1	9.2
기타금융자산	16.5	17.3	19.8	15.6	17.5

첫째, 주식과 펀드를 보유한 가구의 가구주 평균 연령이 전체가구에 비해 4~6년 정도 낮았다. 그리고 주식 보유가구의 가구주 평균 연령이 펀드 보유가구에 비해 다소 높았다. 둘째, 주식을 보유한 가구의 평균 연간소득이 펀드를 보유한 가구에 비해 높았지만, 그 격차는 2011년에 크게 줄어들었다. 셋째, 양 시장에 참여한 가계의 전체 금융자산 중 주식 및 펀드의 구성비중은 상당히 높은 수준이었으며, 연도별로 큰 차이

가 나지 않았다. 주식시장에 참여한 가계의 연도별 평균 주식 보유비중은 33% 내외였으며, 펀드시장에 참여한 가계의 연도별 평균 펀드 보유비중은 26% 내외 수준이었다. 이는 일단 가계가 주식 및 펀드시장에 참여하기만 하면 금융자산 중 상당부분을 두 자산에 투자하고 있음을 의미한다. 금융위기를 전후한 시기에 보유비중에 큰 차이가 없었던 것도 큰 의미를 가진다. 이 세 번째 특징은 거시총량 자료에서 발견되는 가계 또는 개인의 주식과 펀드 투자 위축이 상당부분 시장이탈에 기인하고 있다는 점을 잘 보여준다. 즉, 시장에 남아있는 투자자들은 글로벌 금융위기라는 거대한 이벤트가 발생했음에도 불구하고 주식과 펀드 투자를 줄이지 않았다.

<표 II-11> 펀드 보유가구의 금융자산 구성

(단위: 세, 만원, %)

	2007	2008	2009	2010	2011
가구주 평균 연령	44.7	43.7	44.2	45.8	46.6
연간소득	5,493.3	5,620.8	5,981.4	6,395.1	7,334.2
금융자산	6,315.2	6,360.2	7,733.3	7,891.9	10,650.8
은행예적금	2,644.3	2,760.3	3,084.9	3,583.7	4,530.5
채권	23.5	21.9	57.2	52.4	124.1
주식	855.8	674.5	999.0	941.0	1,440.3
펀드	1,748.7	1,730.9	1,997.7	2,006.8	2,673.8
기타금융자산	1,042.8	1,172.5	1,594.5	1,308.1	1,882.1
개별 금융자산의 비중					
은행예적금	41.9	43.4	39.9	45.4	42.5
채권	0.4	0.3	0.7	0.7	1.2
주식	13.6	10.6	12.9	11.9	13.5
펀드	27.7	27.2	25.8	25.4	25.1
기타금융자산	16.5	18.4	20.6	16.6	17.7

4. 주요 특징적 현상 요약

II장에서 2007~2011년 중 우리나라 가계의 자산부채 구조를 살펴본 결과 다음과 같은 몇 가지 특징을 찾을 수 있었다.

첫째, 가구당 평균 총자산과 총부채 규모가 2010년 이후 조금씩 늘어나고 있지만, 실질규모는 여전히 늘어나지 못하고 있다. 이는 소득 및 자산가격의 정체, 부채규제, 전반적인 경제활동 부진 등을 반영한 결과로 보인다. 가구당 평균 총자산과 연간소득 대비 총부채의 비율 역시 2008년 이후 다소 줄어들었다. 둘째, 과거와 마찬가지로 가계 자산의 대부분을 구성하고 있는 것은 비금융자산이다. 이는 부동산가격이 하락 또는 정체되어 있음에도 불구하고, 주거난으로 크게 상승한 전세보증금이 가계 자산의 주요 항목으로 부상했기 때문이다. 셋째, 순자산의 분포를 살펴 본 결과 가구 간의 순자산 격차는 이 기간 중 큰 변화가 없었다. 넷째, 금융자산 중에서는 은행예적금의 비중이 더 올라간 동시에 연금성 자산 등의 비중도 크게 올라갔다. 반면 주식과 펀드의 비중은 줄어들었다. 이는 이 기간 중 가구들의 평균적인 위험성향 축소와 함께 미래에 대비하려는 움직임이 반영된 결과로 판단된다. 다섯째, 금융위기 직전에 유로지역 평균 수준보다 높았던 주식시장 및 펀드시장 참여율은 계속해서 떨어져 2011년에는 각각 7.6%와 9.1%에 그쳤다. 그나마 참여율이 높았던 2007년에도 미국 및 호주 등 자본시장의 기반이 튼튼한 국가에 비해서는 매우 낮은 수준이었다. 주식시장과 펀드시장에 남아있는 가계들의 경우 주식과 펀드의 투자비중을 줄이지 않았다는 사실은 주목할 만한 점이다. 이를 통해 볼 때 최근 주식 및 펀드시장에서 개인들의 총량 투자가 줄어들고 있는 것은 시장에서 이탈한 투자자가 많아졌기 때문으로 추론해 볼 수 있겠다.

III. 가계 특성과 주식 및 펀드시장 참여율

1. 주식시장 참여 퍼즐: 기존문헌의 의미
2. 가계 특성과 참여율: 이변량 분석
3. 가계 특성과 참여율: 패널 프로빗 분석
4. 분석결과의 의미

III. 가계특성과 주식 및 펀드시장 참여율

II장에서 살펴본 바와 같이 우리나라에서도 가계의 주식 및 펀드시장 참여율은 매우 낮았다. 참여율이 가장 높았던 2007년에도 80% 이상의 가계가 두 시장에 참여하지 않았다. 미국 등 여타 국가보다 다소 낮기는 하지만 우리나라에도 주식 초과수익률이 존재한다는 측면에서 소위 '주식시장 참여 퍼즐'이 존재한다고 봐야 한다. III장에서는 가계특성과 주식 및 펀드시장 참여율 간의 관계를 분석한다.

1. 주식시장 참여 퍼즐: 기존문헌의 의미

가. 기존문헌들의 논의배경

지난 1990년대에 미국을 비롯한 선진국에서는 가계의 주식시장 참여가 빠르게 늘어났다. 그 저변에는 퇴직자산을 기초로 한 뮤추얼펀드 산업의 성장이 깔려 있었다. 그리고 그 이면에는 퇴직자산을 효율적으로 적립해 나가려는 개인들의 적극적인 자산관리 노력이 자리했음은 물론이다. 이처럼 주식문화(equity culture)로까지 불리는 현상이 널리 퍼져나갔음에도 불구하고 주식시장에 참여하는 가계의 비중은 선진국에서조차 50%를 넘지 못한다(King and Leape(1998), Mankiw and Zeldes(1991), Bertaut and Starr-McCluer(2002)). 많은 학자들이 주식에 초과수익률이 존재함에도 불구하고 왜 대다수 가계가 주식시장에 참여하지 않는가를 밝히는 논문을 발표해 왔는데, 이러한 의문을 주식시장 참여 퍼즐(stock market participation puzzle)이라 한다. 이처럼 학계에서 주식시장 참여

떠들에 관심을 가지는 이유는 주식에 초과수익률이 존재하는데도 불구하고 개인들이 주식시장에 참여하지 않으면 그들의 후생이 손실을 입기 때문이다. 예를 들어 주식시장 참여자들은 비참여자들에 비해 더 많은 부(wealth)를 쌓을 수 있는데, 이로 인해 부의 불균등화가 커진다(Mehra and Prescott(1985), Guvenen(2006)). 또한 Cocco et al.(2005)은 생애주기 모형(life cycle model)을 이용해 주식시장에 참여하지 않는 사람들의 소비가 참여하는 사람들에 비해 상당히 낮아짐을 보이기도 했다. 주식시장 참여가 가지는 투자자 효용 측면의 이와 같은 중요성으로 인해 많은 학자들이 '주식시장 참여 떠들'을 설명하기 위해 이론 및 실증연구를 수행해 왔다.

나. 초기의 이론적 토대

최적 가계 포트폴리오 선택의 이론적 틀을 제시한 고전적 문헌들은 개인들이 생애주기 동안 소비, 안전자산 및 위험자산을 어떻게 선택해 효용을 극대화하는지 보여준다(Samuelson(1969), Merton(1969, 1971), Arrow(1974)). 초기 모형들은 여러 가지 기본 가정들을 전제로 한다. 모형에 근로소득은 존재하지 않는다. 개인들은 의사결정 초기에 부여받은 부(wealth) 중에서 일정부분을 소비하고, 남은 액수를 안전자산과 위험자산에 배분한다. 소득흐름은 자산을 통해서만 만들어진다. 또한 안전자산인 채권과 위험자산인 주식의 수익률은 시간의 움직임에 따라 변하지 않는다. 그리고 이 고전적인 모형들에는 거래비용이 존재하지 않으며, 대출이나 차입에 대한 제약도 없다. 즉, 금융시장에 마찰은 존재하지 않는다.¹³⁾ 이러한 가정들을 토대로 초기 연구들이 제시한 주요 결론은 다음과 같다. 주식에 초과수익률이 존재하기만 한다면 개인들은 자신들의

13) 이외에도 다수의 가정들이 있지만 여기에서 상세히 다루지는 않는다.

위험기피도에 관계없이 주식시장에 참여함으로써 효용을 극대화시킬 수 있다. 개인의 위험기피도는 안전자산과 위험자산 간 배분비중에만 영향을 미친다.

다. 금융시장 마찰의 존재

후속 연구들은 현실에서 관찰되는 주식시장 참여율이 이론에서 제시하는 참여율의 절반에도 미치지 못함을 보여준다(King and Leape(1998), Mankiw and Zeldes(1991), Bertaut and Starr-McCluer(2002), Campbell (2006)). 최근까지 이 분야의 이론적 연구들은 초기 연구들의 가정을 하나씩 배제한 상태에서 이론이 현실을 제대로 설명해 주는지에 초점을 맞추어 왔다.

대다수 연구자들은 금융시장에 마찰이 존재하지 않는다는 가정을 비현실적이라고 생각한다. 주식시장에 직·간접적으로 참여하기 위해서는 여러 가지 고정비용이 소요된다는 사실은 가장 중요한 현실적 가정 중 하나이다. 연구자들은 현실세계에 존재하는 주식시장 참여비용을 모형에 포함할 경우 주식시장 비참여를 일정 부분 설명할 수 있다고 본다(Haliassos and Bertaut(1995), Gollier(2001), Vissing-Jorgensen(2002), Haliassos and Michaelides(2003)). 주식시장 참여에 필요한 고정비용은 물리적 비용 지불을 의미하는 실질적 비용뿐만 아니라, 물리적 비용 지불을 동반하지 않는 암묵적 비용(perceived costs)도 포함한다. 따라서 여기에는 주식거래 비용, 펀드보유에 소요되는 각종 보수와 수수료, 정보취합에 소요되는 기회비용, 대리인문제로 인해 소요되는 기회비용 등 유무형의 모든 비용이 포함된다. 금융시장에 존재하는 또 다른 마찰은 차입제약이다. 최적선택을 하는 투자자는 자산수익에 충격이 있을 경우 소비축소를 단기간에 집중시키지 않고 장기간에 걸쳐 분산시킴으로써

위험을 분산시킨다. 따라서 이러한 투자자들은 자산수익에 충격이 가해지면 소비의 급격한 축소를 방지하기 위해 저축, 즉 자산보유를 즉시 줄인다. 그러나 자산수익에 가해지는 충격이 굉장히 크다면 투자자들은 보유하고 있는 저축으로 소비를 충당할 수 없다. 이러한 투자자들은 차입을 통해 현재의 소비를 충당하고 위험자산도 일정수준 보유할 수 있지만, 차입계약이 존재한다면 그렇게 할 수 없다(Gollier(2001)).

금융시장에 존재하는 마찰로 인해 소득이나 자산, 연령, 교육수준 등 가계의 고유특성에 따라 주식시장 참여율에 차이가 난다. 우선 특정 가계가 소득이 높고 자산을 많이 보유하고 있으면, 상대적으로 낮은 비용으로 주식시장에 참여할 수 있다. 반대로 소득이 낮고 보유 자산이 적은 가계들에게 주식시장 참여 비용은 상당한 부담으로 작용한다. 또한 소득이 높거나 자산이 많은 가계는 자산수익에 가해지는 충격을 흡수할 능력이 우수하기 때문에 차입계약이 존재하는 환경 하에서도 주식시장에 참여할 가능성이 있다. 한편 교육수준이 높은 가계는 정보취득 능력이 우수하고, 그 결과 주식시장 참여에 소요되는 암묵적 비용들을 낮출 수 있다. 따라서 실증연구들은 소득이나 자산규모가 크고, 교육수준이 높은 가계일수록 주식시장에 참여할 확률이 높다는 결과를 제시한다(Uhler and Cragg(1971), Bertaut and Starr-McCluer(2002), Haliassos and Bertaut(1995), Bertaut(1998), Guiso et al.(2003), Vissing-Jorgensen(2003), Campbell(2006), Guiso and Jappelli(2008)).¹⁴⁾

연령이 주식시장 참여율에 미치는 영향은 조금 더 복잡하다. 우선 근로시장 진입초기인 젊은 연령대의 가계는 소득의 대부분을 거주비용 마련 등 사회생활 정착을 위해 소요한다. 따라서 이들은 유동성계약이 심해 주식시장에 참여할 여유가 없다. 게다가 젊은 연령대의 가계는 주식시장에 투자한 경험이 없기 때문에 주식시장 참여를 위한 암묵적 비용

14) 국내문헌으로는 임경목(2004)이 비슷한 결과를 제시했다.

을 상대적으로 더 많이 지불해야 한다. 그 결과 이들의 주식시장 참여율은 소득, 자산, 유동성제약 등 모든 다른 요소들을 통제하더라도 다른 연령대에 비해 낮다. 이후 연령대가 올라갈수록 주식시장 참여율은 높아진다.(King and Leape(1987), Paxson(1990)). 반면 Bodie et al.(1992)은 노동공급의 탄력성이 떨어지는 연령대가 되면 위험을 흡수할 능력이 현저히 저하되기 때문에 주식시장 참여율이 떨어지기 시작한다고 보았다. 이후 후속 연구들은 연령대와 주식시장 참여율 간의 관계를 소위 ‘낙타 등 모양(hump-shaped age profile of stock ownership)’으로 정의하고 있다(Guiso and Jappelli(2002), Campbell(2006)).

라. 배경위험의 존재

가계가 주식시장에 참여하지 않는 원인을 탐구하는 또 다른 분야의 연구들은 가계가 가지고 있는 배경위험(background risk)에 주목한다. 초기의 이론적 연구들은 가계가 가지고 있는 배경위험을 배제했다. 그러나 Pratt and Zeckhauser(1987)가 언급한 바와 같이 어떤 유형이던지 배경위험을 가지고 있는 가계는 예비적저축(precautionary saving)을 늘리고 추가변동과 같은 위험을 줄이려고 한다. 배경위험을 모형에 포함시키면 주식시장에 참여하지 않는 것이 최적화가 될 수 있다(Heaton and Lucas(2000a), Baptista(2008)).

배경위험으로 거론되는 것은 여러 가지가 있지만 근로소득의 불확실성이 가장 자주 언급된다. 근로소득이 존재한다고 가정할 경우 투자자는 미래소득의 합을 현재가치로 할인하여 자신의 총자산에 포함시킨 후 이를 소비, 안전자산 및 위험자산에 최적 배분한다. 만약 투자자의 근로소득 변동위험이 위험자산 수익률의 변동위험만큼 크다면 투자자는 근로소득을 위험자산과 동일한 유형의 위험자산으로 간주한다. 이 경우 투자

자는 근로소득이라는 위험자산을 이미 보유하고 있기 때문에 주식에 대한 투자를 기피한다. 이러한 이론적 흐름을 뒷받침하는 다수의 실증연구들은 대체로 소득의 불확실성이 커서 위험을 분산시키기 어려운 가계일수록 주식시장 참여율이 낮다는 결과를 제시한다(Haliassos and Bertaut(1995), Heaton and Lucas(2000b), Kimball(1993), 임경묵(2004)).

가계가 가지고 있는 배경위험으로 제시되는 또 다른 중요한 항목은 주거용 부동산인 주택(housing)의 존재다. 초기의 이론적 연구들은 가계가 선택할 수 있는 자산으로 안전자산인 채권과 위험자산인 주식만을 모형에 포함했다. 실제로는 가계 자산의 70~80%를 차지하는 주택을 존재하지 않는 것으로 가정하는 모델로는 데이터에 나타나는 가계의 주식시장 참여율을 제대로 설명할 수 없다(Bodie et al.(1992)). 주택은 여러 가지 측면에서 독특한 특성을 가진다. 주택은 소비재인 동시에 투자자산이며, 투자를 위한 차입이 가능하다. 주택보유를 소비재 구매로 가정한다면, 여기에는 임대시장(rental markets)이라는 강력한 대체재가 존재한다. 주택의 매입과 매각에는 많은 유무형의 비용이 소요되며, 주택에 대한 투자는 분산투자가 거의 불가능하다. 주택은 그 가격의 등락이 심한 위험자산이다. Cocco(2004)는 위와 같은 주택의 특성 중 임대시장이 존재한다는 사실만 제외하고 거의 대부분을 모형에 반영해 분석을 시도했다. 그의 모형은 주택보유가 주식시장 참여를 제한하며, 특히 유동성 제약이 강한 젊은 연령대에 그 정도가 심하다는 결론을 도출했다. 주택과 관련된 현실에서의 직관은 주택이 가계 자산의 대부분을 차지하기 때문에 주택을 보유함으로써 다른 금융자산에 투자할 여력이 사라진다. 또한 주택은 그 자체가 가격변동이 심한 위험자산이므로 주식과 같은 다른 위험자산을 추가적으로 보유하기 어렵게 한다. Cocco(2004)의 모형은 이러한 현실에서의 직관을 잘 보여준다. Yamashita(2003), Flavin and Yamashita(2002) 등도 젊은 연령대의 가계가 주택을 보유하면 위험자산에 대한 노출 증대와 부채상환 부담으로 인해 주식보유를 줄인다는 사

실을 보여주었다. 다른 이론적 연구들도 대체로 주택보유로 인해 위험에 대한 노출이나 유동성 제약이 커지고, 그 결과 주식시장에 참여하지 않거나 주식보유를 줄인다는 유사한 결과를 보여주었다(Grossman and Laroque(1990), Brueckner(1997), Chetty and Szeidl(2007)). 다만 Yao and Zhang(2005)은 임대시장을 모형에 포함시킴으로써 Cocco(2004)와 반대의 결과를 도출하기도 했다. 그러나 Hu(2005)는 이들과 유사한 모형을 사용해 임대시장이 존재하더라도 주택보유가 주식시장 참여를 제한할 수 있음을 보였다. 이들이 유사한 모형을 사용하면서도 다른 결론을 도출한 것은 모형 내에 주식시장 참여비용, 주택 거래비용이나 이동의 용이성 등을 설정하는 방법에 약간씩 차이가 있기 때문이다. Vestman(2012)은 주택보유와 임대에 대한 의사결정이 내생적으로 결정된다는 가정 하에 주택보유자의 주식시장 참여가 부채 분할상환의 부담으로 인해 제한될 수 있음을 보여주었다. 이론 모형들의 대체적인 결론은 주택보유자들이 대부분 부채를 조달하기 때문에 소득이 떨어질 시점에 대비해 주식 등 여타 위험자산에 대한 참여를 줄인다는 것이다.¹⁵⁾

마. 심리적 제약

금융시장에 존재하는 마찰이나 가계가 가지고 있는 배경위험은 소득이 낮고 자산이 적은 가계의 주식시장 비참여는 잘 설명하지만, 대척점에 있는 가계의 주식시장 비참여는 잘 설명하지 못한다. 이에 최근에는 행동재무학을 응용한 연구들이 가계의 심리적 제약을 그 원인 중 하나로 제시하고 있다. 이 분야의 연구들은 가계가 보유하고 있는 소득이나

15) 다만 Chetty and Szeidl(2012)이 지적한 바와 같이 주택보유에 따른 주식 보유 구축효과(crowding out)는 실증적으로 아직 명확하지 않다. 주택보유와 금융자산 선택에 대한 연구는 여기에서 정리한 것보다 훨씬 광범위하지만, 더 이상 논의하지 않기로 한다.

자산의 규모와 관계없이 어떤 심리적 제약에 의해 주식시장 참여를 불편하게 생각하는 그룹이 있다는데 주목한다. 문헌들은 여러 가지 유형의 심리적 제약들을 모형에 반영해 가계의 주식시장 비참여를 이론적으로 설명하거나, 실증적으로 보여준다. 도박과 같이 최종결과가 매우 불확실한 것을 극단적으로 싫어하는 개인들은 위험기피도의 구조가 평균적인 투자자들과 다르다. 이를 효용함수에 반영하면 주식시장 비참여를 잘 설명해 준다(Ang et al.(2005), Barberis et al.(2006)). 투자자가 생애주기 동안 겪은 나쁜 경험도 중요한 심리적 제약이 될 수 있다. 과거에 매우 큰 거시경제 충격이나 주가하락을 경험해 본 투자자들은 그렇지 않은 투자자에 비해 주식시장에 참여할 확률이 낮으며, 미래의 기대수익률에 대해서도 비관적이다(Malmendier and Nagel(2011)). 주식시장 참여를 결정하는데 있어서 시장에 대한 신뢰(faith 또는 trust) 또한 중요한 변수로 작용한다. 예를 들어 Guiso et al.(2008)은 타인에 대해 가지는 신뢰가 개인별로 다르다는 것을 가정해 모형에 고려한 결과 신뢰도가 낮은 투자자일수록 주식시장에 참여하지 않는다는 사실을 제시했으며, 이를 실증적으로도 보여주었다. 그들에 따르면 금융에 대해 전문지식이 부족한 투자자들은 주식시장을 본질적으로 카드게임과 동일하게 여기기 때문에, 공정성이 보장되지 않으면 시장에 참여하지 않는다. 한편 Hong et al.(2004)은 사회적 유대관계가 강한 사람일수록 동료그룹효과(peer group effects)에 의해 주식시장에 참여할 가능성이 커진다는 사실을 보여 주었다. 그들은 개인들이 주식시장에 이미 참여하고 있는 동료그룹으로부터 전해 듣는 소위 '구전 학습'을 통해 주식시장에 새로이 참여할 수 있다고 보았다.¹⁶⁾

16) 심리적 제약이 주식시장 참여에 미치는 영향은 매우 중요한 이슈이지만 이를 다루기 위해서는 복잡한 이론모형 구축작업이나 정교하게 설계된 서베이 데이터가 필요하다. 따라서 본 연구에서는 심리적 제약 이슈는 분석에 반영할 수 없었다.

2. 가계특성과 참여율: 이변량 분석

기존문헌들은 대다수 가계가 주식시장에 참여하지 않는 원인으로 금융시장에 존재하는 마찰, 가계가 가지고 있는 배경위험, 심리적 제약 등을 제시한다. 그리고 문헌들은 이론을 통해 제시한 원인들이 실증적으로 증명되는지 살펴보기 위해 가계의 사회·경제적 특성변수와 주식시장 참여율 간의 관계를 분석해 왔다. 이 절에서는 기존문헌들이 주로 인용하는 가계의 사회·경제적 특성들인 소득, 자산, 연령대, 교육수준, 직업군, 주택보유 여부 등이 가계의 주식 및 펀드시장 참여율과 어떤 관계가 있는지를 이변량 분석(bivariate analysis)을 통해 알아본다.¹⁷⁾

가. 소득과 참여율

여기에서는 전체 표본가구를 연간소득을 기준으로 다섯 개의 그룹으로 분류한 후, 각 그룹별로 주식 및 펀드시장 참여율이 어떤 차이를 보이는지 살펴본다. 일반적인 직관과 기존문헌의 결과를 통해 볼 때 소득이 높을수록 참여율이 상승할 것으로 예상된다. <표 III-1>은 그 결과를 보여준다. 우선 양 시장 모두에서 소득이 높은 그룹일수록 시장 참여율이 높았다. 특히 중위그룹인 소득 3분위를 기점으로 시장 참여율이 크게 상승했다. 2007~2011년 전 기간에 걸쳐 어떤 경우에도 소득이 낮은 그룹의 시장 참여율이 소득이 높은 그룹의 시장 참여율을 넘어서지 못했다. 이러한 소득분위별 참여율의 패턴은 주식 및 펀드시장 간에 거의 차

17) 여기에서 이변량 분석이라 함은 특정한 한 가지 가계특성 변수와 시장 참여율 간의 상관관계만 살펴봄을 의미한다. 따라서 결과의 해석에는 주의가 필요하다. 예를 들어 주택을 보유한 가계가 주식시장 참여율이 높다 하더라도 이는 자산규모나 소득수준의 영향을 반영했을 가능성이 있다.

이가 없었다. 연도별 참여율의 변화양상을 보면 소득이 가장 낮은 1분위 이외의 모든 소득분위에서 양 시장 참여율이 떨어졌다. 소득분위별 참여율의 하락양상은 주식과 펀드시장 간에 다소 차이가 있었다. 우선, 전체 표본가구의 참여율과 마찬가지로 모든 소득분위에서 펀드시장의 참여율 하락 폭이 주식시장에 비해 컸다. 그리고 주식시장의 경우 소득 3~4분위의 참여율 하락 폭이 가장 컸던 반면 펀드시장의 경우 소득 2~3분위의 참여율 하락 폭이 가장 컸다.

<표 III-1> 시장 참여율: 소득분위

(단위: %)

소득분위	주식시장 참여율 ¹⁾					참여율의 변화율: 2007-2011
	2007	2008	2009	2010	2011	
1분위(저)	1.4	2.7	2.3	3.0	1.4	2.3
2분위	3.1	3.7	3.8	3.7	2.7	-12.7
3분위	7.4	6.5	5.6	6.3	5.1	-31.1
4분위	13.3	12.2	11.0	9.2	7.1	-46.5
5분위(고)	27.3	27.1	26.5	25.3	22.5	-17.3
T 통계치 ²⁾	18.0**	16.3**	16.2**	14.7**	14.9**	
소득분위	펀드시장 참여율 ¹⁾					참여율의 변화율: 2007-2011
	2007	2008	2009	2010	2011	
1분위(저)	2.0	3.2	3.2	3.1	2.0	-0.3
2분위	8.2	7.6	4.4	4.1	3.3	-60.0
3분위	15.8	15.4	11.0	9.8	5.9	-62.6
4분위	27.6	24.5	19.0	17.3	12.8	-53.6
5분위(고)	41.2	39.7	33.2	28.6	22.8	-44.8
T 통계치 ²⁾	24.5**	22.2**	18.6**	16.2**	14.3**	

주: 1) 해당 소득분위 그룹에 속하는 가계 중 주식, 펀드를 보유한 가구의 비중
 2) 각 연도별로 5분위와 1분위 간의 참여율에 차이가 있는지에 대한 T 검정 통계치이며, **와 *는 각각 1%와 5% 유의도에서 그 차이가 통계적으로 유의함을 의미

<표 Ⅲ-2>는 주식시장 및 펀드시장에 참여하는 가계의 주식 및 펀드 보유액이 금융자산에서 차지하는 비중, 즉 참여조건부 보유비중을 소득분위별로 보여준다. 전체 표본에서와 마찬가지로 모든 소득분위에서 주식과 펀드의 참여조건부 보유비중이 상당히 높은 것을 알 수 있다. 또한 소득분위 그룹 간 격차가 참여율만큼 크지 않고, 뚜렷한 패턴도 발견되지 않는다. 연도별로 봐도 마찬가지이다. 참여율은 2007년 이후 지속적으로 떨어졌지만, 참여조건부 보유비중은 연도별로 거의 차이가 없을 뿐만 아니라 뚜렷한 패턴도 보이지 않는다. 결국 일단 가계가 주식 및 펀드시장에 참여하기만 하면 상당한 비중을 주식과 펀드에 투자하고, 그러한 의사결정이 소득분위 간, 그리고 시계열 간에 큰 차이를 보이지 않는다는 점을 확인할 수 있었다.

<표 Ⅲ-2> 참여가계의 조건부 주식·펀드 보유비중: 소득분위

(단위: %)

소득분위	주식시장: 참여가계의 금융자산 중 주식 비중				
	2007	2008	2009	2010	2011
1분위(저)	37.7	69.3	47.9	39.5	54.1
2분위	52.8	27.2	39.7	42.0	52.9
3분위	46.6	25.7	33.7	48.4	38.0
4분위	36.7	39.0	28.0	24.6	37.4
5분위(고)	30.0	28.7	33.0	33.2	40.3
소득분위	펀드시장: 참여가계의 금융자산 중 펀드 비중				
	2007	2008	2009	2010	2011
1분위(저)	40.8	20.4	25.4	24.3	46.3
2분위	29.6	34.2	19.7	26.6	31.0
3분위	25.7	32.5	34.3	31.2	31.1
4분위	27.1	27.6	31.9	30.2	27.0
5분위(고)	27.3	25.9	23.3	23.0	22.4

주: 주식시장에 참여하는 가계의 전체 금융자산 대비 주식의 비중, 그리고 펀드시장에 참여하는 가계의 전체 금융자산 대비 펀드의 비중을 의미

나. 금융자산과 참여율

여기에서는 금융자산을 기준으로 표본을 5개의 그룹으로 분류하고, 분위별 참여율의 패턴을 알아본다.¹⁸⁾ <표 III-3>에 의하면 주식 및 펀드시장 모두에서 금융자산이 큰 가계일수록 참여율이 높았다. 금융자산으로 그룹을 나누어도 낮은 분위에 속하는 가계 그룹의 참여율이 높은 그룹에 속하는 가계 그룹의 참여율을 어떤 경우에도 넘어서지 못했다.

<표 III-3> 시장 참여율: 금융자산분위

(단위: %)

금융자산 분위	주식시장 참여율					참여율의 변화율: 2007-2011
	2007	2008	2009	2010	2011	
1분위(저)	1.9	1.0	1.0	0.8	1.0	-45.2
2분위	4.8	4.0	3.0	3.0	1.8	-62.6
3분위	10.0	9.2	8.7	7.5	6.6	-33.8
4분위	19.2	19.4	15.8	14.6	10.4	-45.7
5분위(고)	41.4	36.9	37.7	33.0	27.6	-33.4
T 통계치	20.8**	20.1**	20.6**	21.0**	16.0**	
금융자산 분위	펀드시장 참여율					참여율의 변화율: 2007-2011
	2007	2008	2009	2010	2011	
1분위(저)	8.8	6.4	5.3	3.3	1.8	-79.4
2분위	11.1	12.3	8.8	6.8	3.4	-69.2
3분위	29.3	24.0	15.6	13.2	8.9	-69.6
4분위	37.4	33.5	23.9	18.6	11.5	-69.3
5분위(고)	52.6	45.8	40.7	36.3	31.5	-40.1
T 통계치	20.3**	19.6**	18.2**	19.8**	17.0**	

주: T 통계치는 5분위와 1분위 간의 참여율에 차이가 있는지에 대한 검증

18) 여기에서 총자산 또는 순자산 대신 금융자산을 자산변수로 선택한 것은 패널 회귀분석에 주택보유 여부가 설명변수로 포함되기 때문에 다중공선성(multicollinearity) 문제를 고려해야 하기 때문이다. 금융자산을 보유하지 않은 가구는 표본에서 제외하였다.

대다수 금융자산분위에서 참여율이 시계열적으로 하락하는 모습을 보였다. 금융자산분위별 참여율의 시계열적 변화정도는 주식시장과 펀드시장 간에 미묘한 차이가 있었다. 우선 주식시장은 참여율의 시계열적 변화가 금융자산분위에 따라 다소 차이가 나는 모습이었다. 이 경우에는 2분위의 참여율이 특히 크게 떨어지고, 나머지 분위 간에는 특별한 규칙이 보이지 않았다. 펀드시장의 경우에는 금융자산 1분위의 참여율 하락정도가 가장 컸고, 2~4분위 간에는 큰 격차를 보이지 않았다. 다만 5분위만이 참여율 하락정도가 상대적으로 낮은 모습을 보였다. 참여조건부 주식 및 펀드 보유비중에서는 특별한 규칙을 발견하기 어려웠다.¹⁹⁾

<표 III-4> 참여가계의 조건부 주식·펀드 보유비중: 금융자산분위

(단위: %)

금융자산분위	주식시장: 참여가계의 금융자산 중 주식 비중				
	2007	2008	2009	2010	2011
1분위(저)	71.3	57.9	57.6	60.3	59.2
2분위	63.5	61.8	53.9	56.4	73.4
3분위	46.4	51.1	41.5	51.3	46.8
4분위	36.2	36.7	37.4	38.3	44.8
5분위(고)	33.5	30.3	32.6	32.9	31.9
금융자산분위	펀드시장: 참여가계의 금융자산 중 펀드 비중				
	2007	2008	2009	2010	2011
1분위(저)	70.2	71.3	61.9	48.0	55.3
2분위	50.0	50.3	43.7	41.1	47.4
3분위	34.7	34.5	35.0	34.2	34.3
4분위	27.6	29.5	30.0	28.7	26.6
5분위(고)	26.9	26.0	24.6	24.5	24.6

19) 여타 가계특성으로 가계그룹을 분류할 경우에도 주식 및 펀드시장 참여조건부 보유비중은 유사한 양상을 보였다. 따라서 지금부터는 특별한 언급이 필요하지 않은 경우에는 이에 대한 설명을 생략한다.

다. 연령대와 참여율

여기에서는 가구주의 연령대를 기준으로 전체 표본을 여섯 개 그룹으로 나누어서 주식 및 펀드시장 참여율을 살펴본다. 연령대는 24세 이하, 25~34세, 35~44세, 45~54세, 55~64세, 65세 이상 등으로 분류했다. 연령대를 이와 같은 방식으로 분류한 것은 사실상 우리나라에서 본격적으로 사회생활을 시작하는 연령대와 1차 퇴직이 시작되는 연령대를 각각 25세 및 55세 전후로 보기 때문이다.

<표 III-5>에 결과가 정리되어 있다. 먼저 주식시장의 참여율부터 살펴보자. 주식시장의 경우 2010년까지 연령대별 주식시장 참여율에 일정한 패턴이 있었다. 대체로 24세 이전까지는 참여율이 매우 낮다가 25~34세부터 참여율이 올라가서 35~44세에 그 정점에 도달했다. 주식시장 참여율은 퇴직이후 연령대가 되면 급격하게 떨어졌다. 그런데 2011년에는 연령대별 주식시장 참여율 패턴에 상당한 변화가 보였다. 퇴직직전 연령대인 45~54세의 참여율은 큰 변화가 없었으나 25~34세, 35~44세의 참여율이 크게 떨어졌다. 저연령대의 주식시장 참여율이 늘어난 것도 특이한 사실이다. 2007년 대비 2011년 참여율의 변화 정도에서도 이 같은 사실이 발견된다. 참여율의 하락 정도가 가장 큰 연령대는 25~34세와 35~44세였다.²⁰⁾ 2007년도에 주식시장 참여율이 가장 높았던 연령대인 35~44세의 참여율 하락 폭이 컸다는 점은 매우 중요한 대목이다.

펀드시장의 경우 연령대별 참여율의 패턴과, 그 패턴의 시계열적 변화가 주식시장의 경우와 약간 달랐다. 참여율이 저연령대에서 낮다가 연령이 올라가면서 상승한 후, 다시 떨어지는 기본적인 패턴은 유사했지만, 2010~2011년에는 그러한 패턴이 매우 열어졌다. 그리고 25~34세,

20) 65세 이상 연령대의 주식시장 참여율도 큰 폭으로 떨어졌지만 참여율 자체가 매우 낮기 때문에 큰 의미를 부여하기는 어렵다.

35~44세, 45~54세 등 세 연령대 간 참여율의 순위도 연도별로 차이를 보이는 등 일정한 패턴을 발견하기 어려웠다. 이는 2007년과 2008년에 참여율이 매우 높았던 25~34세, 35~44세 두 연령대의 참여율이 크게 떨어진 것에 기인한 것으로 보인다. 그리고 또 다른 특징은 24세 이하 연령대의 참여율이 주식시장의 경우보다는 높았고, 시계열적으로도 떨어지지 않고 있다는 점이다. 특히 이 연령대의 펀드시장 참여율은 2011년에 이르러 6개 그룹의 연령대 중 세 번째로 높았다.

<표 III-5> 시장 참여율: 가구주 연령

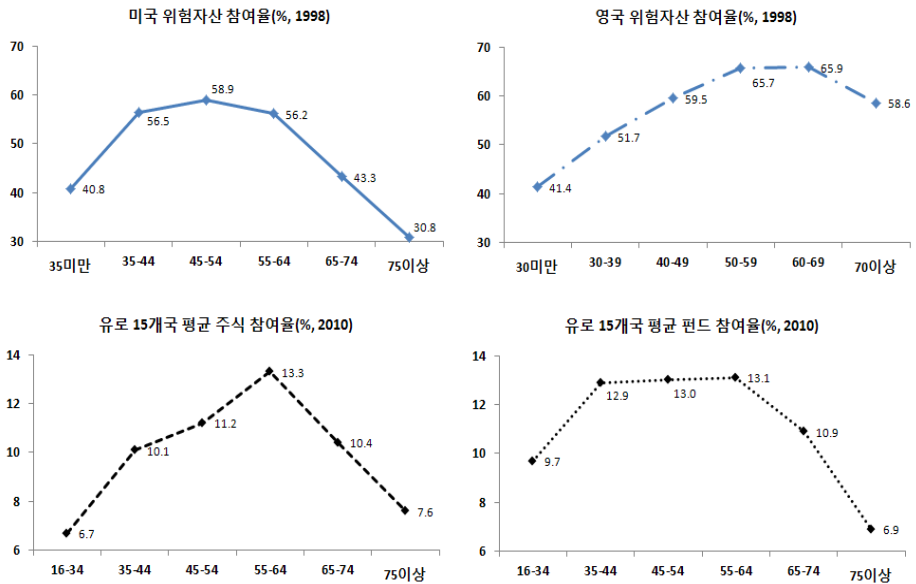
(단위: %)

가구주 연령	주식시장 참여율					참여율의 변화율: 2007-2011
	2007	2008	2009	2010	2011	
저연령~24세	0.0	0.0	5.6	0.0	10.0	NA
25세~34세	10.9	10.0	8.3	5.9	5.9	-46.2
35세~44세	15.4	15.8	15.7	13.4	10.7	-30.6
45세~54세	13.1	12.4	11.9	12.5	10.8	-17.7
55세~64세	7.4	8.2	8.8	9.8	8.6	14.9
65세~이상	3.1	2.8	2.3	2.8	1.9	-39.6
T 통계치	3.3**	2.7**	11.6**	1.6	9.4**	
가구주 연령	펀드시장 참여율					참여율의 변화율: 2007-2011
	2007	2008	2009	2010	2011	
저연령~24세	9.8	2.6	5.6	6.3	10.0	1.7
25세~34세	28.6	23.4	18.5	14.3	8.0	-71.9
35세~44세	28.3	27.2	22.4	18.2	13.1	-53.8
45세~54세	21.7	21.0	16.3	16.1	13.5	-37.6
55세~64세	11.2	13.7	11.7	11.5	8.6	-23.8
65세~이상	3.6	3.1	2.5	2.4	2.4	-32.8
T 통계치	15.5**	3.4**	15.1**	13.4**	10.6**	

주: T 통계치는 참여율이 가장 높은 연령대와 가장 낮은 연령대 간의 참여율에 차이가 있는지에 대한 검증

우리나라 가계의 연령대별 주식 및 펀드시장 참여율을 다른 나라와 비교해 보면 몇 가지 특징이 나타난다. 우선, 우리나라는 참여율이 정점에 이르는 시기가 다른 나라에 비해 10년 이상 빠르다. 미국이나 영국, 유로지역 등은 참여율이 정점에 이르는 연령대가 40대 중반~50대 중후반이거나, 심지어는 60대 초반이기도 했다. 그리고 다른 나라들은 퇴직 이후인 60대가 넘어도 참여율이 상당한 수준에 이르는 반면 우리나라는 그렇지 않았다.²¹⁾

<그림 III-1> 주요국 가계의 연령대와 주식 및 펀드시장 참여율



주 : 미국과 영국의 위험자산에는 직접보유 주식과 펀드, 퇴직계정, 신탁, 일임계정 등을 통한 간접보유 주식 및 채권이 포함

자료: Bertaut and Starr-McCluer(2002), Banks and Tanner(2002), ECB(2013)

21) 우리나라 가계의 연령대별 시장 참여율 패턴이 다른 나라와 차이가 나는 것은 1차 퇴직시기가 빠른 우리나라의 고용구조, 노후보장체계가 아직 완전히 정착되지 않은데 따른 퇴직자산의 부족 등이 원인으로 보인다.

라. 교육수준과 참여율

여기에서는 가구주의 교육수준과 주식 및 펀드시장 참여율 간의 관계를 살펴본다. 일반적인 직관과 기존문헌의 연구결과는 교육수준이 높을수록 참여율이 높을 것이라는 예상을 가능하게 한다. 가구주의 교육수준은 대학입학 이상의 경우와 고등학교 졸업 이하의 경우로 나누었다. 결과는 <표 III-6>에 정리되어 있다. 예상대로 두 그룹 간 주식시장 및 펀드시장 참여율은 확연하게 차이가 났다. 대학입학 이상인 그룹의 참여율이 훨씬 높았다.²²⁾ 그리고 두 그룹 간 참여율의 격차는 2007~2011년 중에 지속적으로 유지되었다. 두 그룹의 2007년 대비 2011년 참여율의 하락 정도는 비슷했다.

<표 III-6> 시장 참여율: 가구주 교육수준

(단위 : %)

교육수준	주식시장 참여율					참여율의 변화율: 2007-2011
	2007	2008	2009	2010	2011	
대학입학 이상	20.0	19.4	18.9	16.6	14.1	-29.7
고졸 이하	4.5	4.5	3.8	4.3	3.2	-28.4
T 통계치	18.0**	17.4**	17.8**	14.7**	14.1**	
교육수준	펀드시장 참여율					참여율의 변화율: 2007-2011
	2007	2008	2009	2010	2011	
대학입학 이상	34.5	31.0	25.3	21.6	17.0	-50.8
고졸 이하	9.3	9.4	6.8	6.0	3.9	-58.5
T 통계치	23.3**	20.4**	18.8**	16.6**	15.8**	

주: T 통계치는 각 연도별로 교육수준에 따라 참여율에 차이가 있는지에 대한 검증

22) 참고로 ECB(2013)에 따르면 교육수준별 유로지역 15개국의 평균 주식시장 참여율은 초등교육/무교육(primary or no education) 4.2%, 중등교육(secondary) 9.2%, 제3교육(tertiary) 19.6%였다. 펀드시장 참여율은 각각 4.0%, 10.8%, 22.6%였다.

마. 직업군과 참여율

기존문헌들은 소득의 안정성이 떨어질수록 위험자산 보유성향이 낮아진다는 점을 이론적, 실증적으로 보고하고 있다. 실증문헌에서 소득의 안정성을 측정하는 방법은 약간씩 차이를 보인다. Haliassos and Bertaut(1995)는 표본 가구의 가구주가 속한 산업 또는 직업을 기준으로 실업위험성이 높은 그룹과 실업위험성이 낮은 그룹으로 분류해 분석했다. Heaton and Lucas(2000b)와 임경묵(2004)은 자영업자의 소득 불확실성이 근로소득자에 비해 상대적으로 높은 점에 주목했다. 여기에서는 자료 활용의 편의성을 고려해 가구주의 직업군을 기준으로 전체 표본을 세 개의 그룹으로 나누어 주식 및 펀드시장 참여율을 알아본다. 직업군은 근로소득자, 자영업자, 그리고 나머지 기타로 분류했다.

<표 III-7> 시장 참여율: 가구주 직업군

(단위: %)

직업군	주식시장 참여율					참여율의 변화율: 2007-2011
	2007	2008	2009	2010	2011	
근로소득자	15.2	15.7	15.2	14.2	13.4	-11.5
자영업자	10.1	8.5	7.2	6.6	4.4	-56.1
기타	3.8	3.7	3.9	4.6	3.6	-3.5
T 통계치	4.4**	6.3**	7.1**	6.8**	8.4**	
직업군	펀드시장 참여율					참여율의 변화율: 2007-2011
	2007	2008	2009	2010	2011	
근로소득자	29.2	26.4	21.7	19.3	16.0	-45.4
자영업자	17.5	16.0	11.4	9.7	6.6	-62.5
기타	5.1	6.2	4.9	4.3	3.6	-28.2
T 통계치	8.0**	7.4**	7.8**	7.5**	7.9**	

주: T 통계치는 근로소득자와 자영업자의 참여율에 차이가 있는지에 대한 검증

<표 Ⅲ-7>의 결과는 소득의 안정성이 상대적으로 높은 것으로 알려진 근로소득자의 참여율이 나머지 두 개의 직업군에 비해 월등히 높음을 보여준다. 그리고 참여율의 하락 정도도 자영업자의 경우가 근로소득자에 비해 훨씬 컸다. 이러한 양상은 주식시장 및 펀드시장에 동일하게 나타났다. 다만 근로소득자 그룹의 주식시장 참여율은 펀드시장 참여율에 비해 시계열적 하락 정도가 크지 않았다.

바. 주택보유 여부와 참여율

여기에서는 주택보유와 주식 및 펀드시장 참여율 간의 이변량 상관관계를 알아본다. <표 Ⅲ-8>에 정리되어 있는 바와 같이 주택을 보유한 가구의 참여율이 두 시장 모두에서 높았다. 참여율의 시계열적 하락 정도도 주택을 보유하지 않은 가구가 훨씬 컸다. 주택을 보유한 경우와 그렇지 않은 경우의 참여율 격차는 주식시장이 펀드시장에 비해 큰 것으로 나타났다. 주택평가액이나 전월세보증금 등 주거에 투입된 자산규모와 참여율 간의 관계도 <표 Ⅲ-9>~<표 Ⅲ-10>에 정리되어 있다.²³⁾ 이 경우에도 금액이 큰 가구일수록 참여율이 높았다. 이는 소득과 자산규모 등 주택보유 여부와 상관관계가 매우 높은 변수를 통제하지 않았기 때문일 수도 있다. 주택평가액과 전월세보증금을 소득 또는 총자산으로 나누어 분석한 결과 참여율과의 상관관계가 일정하지 않음을 알 수 있었다.²⁴⁾ 앞에서 살펴 본 다른 가계특성 변수들과 참여율 간의 상관관계도 모든 특성변수들을 통제하고 보면 다른 결과가 나올 수 있다.

23) 주택평가액과 참여율 간의 상관관계는 주택을 보유한 표본 가구의 경우이며, 전월세보증금과 참여율 간의 상관관계는 주택을 보유하지 않은 표본 가구의 경우이다. 주택을 보유하고 있으면서 자가에 거주하지 않고 전월세에 거주하고 있는 가구는 주택보유 표본 가구에 포함했다.

24) 이 결과는 여기에 제시하지 않는다.

<표 III-8> 시장 참여율: 주택보유 여부

(단위: %)

주택보유 여부	주식시장 참여율					참여율의 변화율: 2007-2011
	2007	2008	2009	2010	2011	
보유	12.2	11.8	11.8	11.4	9.4	-22.8
비보유	6.8	6.9	5.7	4.8	3.8	-44.5
T 통계치	6.0**	5.4**	6.9**	7.5**	7.0**	
주택보유 여부	펀드시장 참여율					참여율의 변화율: 2007-2011
	2007	2008	2009	2010	2011	
보유	20.7	19.9	15.8	13.9	10.9	-47.3
비보유	15.1	13.0	10.5	8.6	5.4	-64.2
T 통계치	4.8**	6.2**	5.1**	5.2**	6.3**	

주: T 통계치는 주택보유 여부에 따라 참여율에 차이가 있는지에 대한 검증

<표 III-9> 시장 참여율: 주택평가액분위

(단위: %)

주택평가액분위	주식시장 참여율					참여율의 변화율: 2007-2011
	2007	2008	2009	2010	2011	
1분위(저)	3.1	3.1	3.2	2.5	2.4	-24.3
2분위	6.1	5.8	5.3	6.0	5.1	-2.6
3분위	9.0	11.0	11.4	9.3	7.9	-30.6
4분위	16.5	14.5	14.9	16.0	12.5	-16.5
5분위(고)	27.5	26.5	26.0	23.9	20.5	-21.3
T 통계치	13.2**	12.8**	12.9**	12.0**	11.0**	
주택평가액분위	펀드시장 참여율					참여율의 변화율: 2007-2011
	2007	2008	2009	2010	2011	
1분위(저)	7.2	5.5	4.8	3.1	3.1	-35.6
2분위	11.3	11.4	7.3	6.5	3.6	-50.7
3분위	18.2	19.1	15.2	13.7	11.1	-27.2
4분위	27.6	27.1	23.6	18.8	15.5	-34.4
5분위(고)	40.7	38.8	30.8	28.3	23.0	-25.5
T 통계치	15.6**	16.0**	13.6**	13.3**	11.5**	

주: T 통계치는 5분위와 1분위 간의 참여율에 차이가 있는지에 대한 검증

<표 III-10> 시장 참여율: 전월세보증금분위

(단위: %)

전월세보증금분위	주식시장 참여율					참여율의 변화율: 2007-2011
	2007	2008	2009	2010	2011	
1분위(저)	3.7	4.3	5.1	3.7	2.9	-21.2
2분위	3.5	2.9	2.0	1.6	0.8	-77.1
3분위	4.7	7.1	3.2	3.9	2.6	-43.9
4분위	11.5	10.9	9.0	8.7	8.1	-29.6
5분위(고)	22.6	22.5	21.6	21.3	15.8	-30.2
T 통계치	8.3**	7.9**	7.0**	7.6**	6.2**	

전월세보증금분위	펀드시장 참여율					참여율의 변화율: 2007-2011
	2007	2008	2009	2010	2011	
1분위(저)	7.9	8.3	8.4	5.5	3.7	-53.0
2분위	8.3	7.0	5.9	3.1	2.9	-64.8
3분위	13.3	10.0	6.4	4.2	1.8	-86.1
4분위	25.6	21.6	18.6	17.3	8.9	-65.4
5분위(고)	37.9	40.3	31.9	32.3	23.9	-36.9
T 통계치	10.8**	11.3**	8.6**	9.9**	8.4**	

주: T 통계치는 5분위와 1분위 간의 참여율에 차이가 있는지에 대한 검증

사. 기타금융자산 보유여부와 참여율

여기에서는 저축성보험 및 연금성저축 등 장기 금융자산에 속하는 기타금융자산의 보유여부와 주식 및 펀드시장 참여율 간의 상관관계를 알아본다. 이 변수를 분석대상에 포함시킨 이유는 장기성 금융자산이 주식 및 펀드의 대체자산 역할을 했을 가능성이 있기 때문이다. 이와 관련해서는 Cardak and Wilkins(2009)가 호주 데이터를 이용해 의무가입 퇴직연금인 슈퍼애뉴에이션(superannuation)이 위험금융자산 보유에 미친 영향을 분석한 바 있다. 그들은 의무가입 퇴직연금이 위험금융자산을 대체한 것은 아니라는 결론을 제시했다. <표 III-11>에 정리된 결과는 최소

한 이변량 분석 하에서는 기타금융자산이 주식 및 펀드를 대체한 것은 아님을 보여준다. 기타금융자산을 보유한 가구의 주식 및 펀드시장 참여율이 보유하지 않은 가구에 비해 월등히 높은 것으로 나타났다.²⁵⁾

<표 III-11> 시장 참여율: 기타금융자산 보유여부

(단위: %)

기타금융자산 보유여부	주식시장 참여율					참여율의 변화율: 2007-2011
	2007	2008	2009	2010	2011	
보유	23.6	19.3	19.5	17.0	14.1	-40.4
비보유	5.6	5.4	4.2	4.8	4.0	-29.2
T 통계치	19.1**	15.9**	17.8**	14.4**	12.8**	
기타금융자산 보유여부	펀드시장 참여율					참여율의 변화율: 2007-2011
	2007	2008	2009	2010	2011	
보유	40.6	34.0	28.3	23.7	17.2	-57.6
비보유	11.0	9.0	6.0	5.6	4.7	-57.7
T 통계치	25.0**	23.5**	22.7**	19.2**	14.7**	

주: T 통계치는 기타금융자산 보유여부에 따라 참여율에 차이가 있는지에 대한 검증

25) 다만 주식 및 펀드시장에 일단 참여한 가구로만 표본을 제한하면, 기타금융자산을 보유하지 않은 가구의 주식 및 펀드 보유비중이 더 높았다. 상세한 수치는 여기에서 제시하지 않는다.

3. 가계특성과 참여율: 패널 프로빗 분석

2절에서는 각각의 가계특성 변수와 시장 참여율 간의 이변량 분석을 시도했다. 그런데 앞에서 잠시 언급한 바와 같이 이변량 분석은 가계특성 변수 상호간의 관계를 고려하지 않은 것이기 때문에 이를 통해 명확한 결론을 내리기는 어렵다. 예를 들어 주택보유 가구 또는 교육수준이 높은 가구의 시장 참여율이 높은 것은 단순히 해당가구의 소득이나 금융자산 규모가 큰 이유 때문일 수도 있다. 3절에서는 이러한 점을 고려해 패널 회귀분석을 통해 결론을 도출한다.

가. 추정모형

실증분석의 목적은 주식 또는 펀드시장 참여여부에 가계특성 변수들이 어떤 영향을 미치는지 알아보는데 있다. 기본모형은 다음과 같은 패널 회귀분석 모형(panel regression model)이다.

$$y_{i,t} = \alpha + x_{i,t}\beta + u_i + \epsilon_{i,t} \quad (\text{EQ1})$$

식 (EQ1)에서 i 는 패널개체(개별 가구), t 는 시간(2007~2011년)을 의미한다. 그리고 y 는 가구의 주식시장, 또는 펀드시장 참여여부를 나타내는데, 주식(또는 펀드)을 보유하고 있으면 1, 보유하고 있지 않으면 0의 값을 취하는 이항 종속변수이다. x 는 설명변수들인 가계특성 변수들의 벡터이다. u 는 패널개체, 즉 개별 가구의 측정하기 어려운 이질성(unobserved heterogeneity)을 모형에 반영하기 위한 것이다. 이는 위험

기피도, 미래의 기대수익률, 정책변화에 대한 반응 정도 등 개인별로 차이가 있는 변수들을 반영하며, 시간불가변(time invariant)이라는 특성을 지닌다. 위의 패널 프로빗 모형은 확률효과모형(random effects model)으로 추정한다.²⁶⁾

시장 참여여부가 종속변수가 된다는 것은 종속변수가 연속형변수(continuous variable)가 아니라 이항변수(binary variable)라는 뜻이다. 이항 종속변수를 모형 (EQ1)에 포함하기 위해서는 패널 프로빗 모형(panel probit model)을 이용해야 한다. 따라서 최종 추정모형은 아래의 식 (EQ2)와 같다.

$$P(y_{i,t} | x_{i,t}, u_i) = \Phi(x_{i,t}\beta + u_i) \quad (\text{EQ2})$$

여기에서 $\Phi(\cdot)$ 은 표준정규분포를 가지는 누적분포함수이며, $x_{i,t}\beta$ 는 z-score, 또는 프로빗인덱스(probit index)로 불린다. 추정된 프로빗 계수 $\hat{\beta}$ 은 설명변수 한 단위의 증가가 주식 및 펀드시장 참여확률을 얼마나 올리는가를 의미한다. 그리고 패널 데이터의 특성으로 인해 설명변수 한 단위의 증가는 특정 패널개체의 시계열적 변화를 의미할 수도 있고, 패널개체 간의 차이를 의미할 수도 있다.

26) 일반적으로 패널개체 수가 많고 각 패널개체의 시계열이 짧을 경우에는 확률효과모형으로 추정하는 것이 적절한 것으로 알려져 있다(민인식·최필선(2009)). 패널 프로빗 모형 추정과 관련된 상세한 계량경제학적 논의는 Wooldridge(2002)를 참고하기 바란다.

나. 설명변수

추정모델은 이변량 분석에 활용된 가계특성 변수들을 설명변수로 포함한다. 연간소득과 금융자산은 절대규모에 자연로그를 취한 값이 모형에 포함되었다($\ln(\text{income})$, $\ln(\text{fassets})$).²⁷⁾ 기존문헌과 이변량 분석 결과를 토대로 할 때 이 변수들의 추정계수는 양(+)이 될 것으로 예상된다.

가구주의 연령은 두 가지 유형으로 분류해 각각의 경우에 대해 별도의 모형으로 추정한다. 첫째 유형은 가구주 연령과 연령의 제곱을 모형에 포함한다(age , age^2). 이는 기존문헌들이 보여주는 연령대와 참여율 간의 패턴인 ‘낙타등 모양’ 혹은 ‘역U자 모양’이 우리나라에도 나타나는지를 확인하기 위함이다. 따라서 age 및 age^2 변수의 경우 추정계수가 각각 양(+) 및 음(-)의 값을 보일 것으로 예상된다. 둘째 유형은 이변량 분석에서와 같이 연령대를 10년 단위로 나누어 더미변수로 모형에 포함한다(dum-age3544 , dum-age4554 , dum-age5564 , dum-age65over). 다만 이변량 분석에서와는 달리 24세 이하 연령대의 개체 수가 적어서 이 연령대를 25~34세 연령대와 하나의 그룹으로 묶었다. 따라서 이 연령 더미변수들의 추정계수는 34세 이하 연령대와의 참여율 비교를 의미한다. 기존문헌의 결과를 참조한다면 추정계수는 양(+)의 값으로 시작해 그 크기가 점점 커지다가, 일정 연령대부터는 양(+)의 값이 작아지거나, 혹은 음(-)의 값으로 바뀌게 될 것이다.

가구주의 교육수준은 대학입학 이상인 가구를 더미변수로 처리해 모형에 포함한다(dum-edu). 교육수준 더미변수의 추정계수는 고등학교 졸업 이하 가구와의 참여율 비교를 의미한다. 기존문헌과 앞 절에서 살펴

27) 앞에서 언급한 바와 같이 자산변수로 총자산이나 순자산 대신 금융자산을 사용하는 것은 모형에 주택보유 여부가 설명변수로 포함되기 때문이다. 특정시점에 금융자산을 보유하지 않은 가구는 추정 표본에서 제외하였다.

본 이변량 분석의 결과는 교육수준 더미변수의 추정계수가 양(+)²⁸의 값이 될 가능성이 크다는 점을 보여준다.

가구주의 직업군은 근로소득자 가구를 더미변수로 처리해 모형에 포함한다(*dum-job*). 직업군 더미변수의 추정계수는 자영업자(기타 포함)와의 참여율을 비교해 준다. 기존문헌의 연구결과를 통해 볼 때 이 더미변수의 추정계수는 양(+)²⁸의 값이 될 것으로 예상해 볼 수 있겠다.

주택은 보유가구를 더미변수로 처리해 모형에 포함한다(*dum-housing*). 주택보유 더미변수의 추정계수를 통해 주택을 보유하지 않은 가구와의 참여율 비교가 가능하다. 그런데 주택보유 더미변수의 추정계수 방향은 쉽게 예상하기 어렵다. 물론 해외의 기존 이론적 문헌들은 주택보유가 주식시장 참여를 제한할 수 있다고 보고하고 있으나, 실증적으로는 아직 결론이 명쾌하지 않다. 더군다나 우리나라의 경우 주택보유가 주식시장 참여확률을 올린다는 기존 문헌도 발견된다(임경목(2004)).²⁸⁾

위와 같은 기본적인 가계특성 변수들과 더불어 몇 가지 추가적인 변수들을 모형에 포함한다. 우선 이변량 분석에 활용한 기타금융자산은 보유가구를 더미변수로 처리해 모형에 포함한다(*dum-longtermfassets*). 이 더미변수의 추정계수도 그 방향 예상이 쉽지 않다. 만약 연금 및 저축성 보험 등 장기금융자산으로 구성되는 기타금융자산이 주식 및 펀드의 대체 역할을 한다면 추정계수는 음(-)²⁸의 값이 될 것이다. 즉, 이 가설이 사실이라면 기타금융자산을 보유한 가구의 주식 및 펀드시장 참여확률이 더 낮을 것이다. 그러나 II장의 <표 II-9>에는 기타금융자산을 보유하지 않은 가구가 주식이나 펀드를 보유하고 있는 경우는 매우 드물었

28) 임경목(2004)은 1990년대 후반 자료를 이용해 추정했는데, 주택보유가 주식시장 참여확률을 상승시키는 이유로 당시의 주택금융 환경에 주목했다. 그는 당시 우리나라에 장기주택저당대출시장이 거의 형성되지 않았음을 지적하고, 그 결과 대부분의 주택 비보유자들이 주택구입을 위해 주택청약저축 등 예금을 많이 보유하고 있었을 것이라고 주장했다.

다. 따라서 기타금융자산 보유 더미변수의 추정계수는 양(+)¹의 값이 될 수도 있다.

다음으로 가구주의 성별 더미변수를 모든 모형에 포함했는데, 남성 가구주를 더미로 처리했다(*dum-gender*). 가구주 성별변수는 주식시장 참여 퍼즐을 설명하는데 있어서 가구별 위험성향의 차이를 반영해 준다. 예를 들어 Barber and Odean(2001)은 남성이 여성에 비해 미래의 자산 가치에 대해 더 확신하는 경향이 있고, 그 결과 위험자산을 선호한다는 결과를 제시했다.

일부 모형에는 가구가 보유하고 있는 총부채규모에 자연로그를 취한 값을 설명변수로 추가한다($\ln(debt)$). 이 변수는 통제변수로서의 역할을 할 뿐만 아니라, 그 자체로도 의미를 가진다. 부채를 보유하기 위해서는 안전자산보다 높은 수준의 금리를 부담해야 한다. 따라서 부채를 보유한 가구는 주식에 대한 기대수익률이 떨어질 수밖에 없고, 그 결과 주식시장 참여 유인이 낮아진다(Becker and Shabani(2010)). 반면 레버리지 투자를 선호하는 가구는 부채를 이용해 주식시장에 참여할 유인이 더 커질 수도 있다(Flavin and Yamashita(2002)). 이를 통해 볼 때 총부채의 추정계수가 어떤 방향을 보일지는 예상하기 쉽지 않다.

마지막으로 연도더미를 통제변수로 모형에 포함한다. 연도더미 변수는 2007년과의 참여확률 비교를 위해 2008~2011년의 4개년을 포함한다(*dum-time2008*, *dum-time2009*, *dum-time2010*, *dum-time2011*). 연도더미 변수들은 통제변수이기는 하지만 중요한 의미를 가진다. 만약 이 연도더미 변수들이 주식 및 펀드시장 참여확률에 유의한 영향을 미친다면, 여러 가계특성 변수들과 가계 간의 이질성을 반영하는 오차항(u_i) 이외에 관측하기 어려운 시계열 변수들도 참여확률에 영향을 미친다고 해석할 수 있을 것이다.

모델 추정에 사용될 설명변수들의 기초통계량과 설명변수들 간의 상관관계(pearson correlation)가 <표 III-12>~<표 III-14>에 정리되어 있다. 앞에서 잠시 언급한 바와 같이 각 설명변수들 간에는 통계적으로 유의한 수준의 상관관계가 발견된다. 따라서 이변량 분석의 결과는 패널 회귀분석 결과를 도출한 이후에 명확히 해석할 수 있다.

<표 III-12> 설명변수들의 기초통계량: 2007년 및 2011년

(단위: 만원, 세)

2007년	평균	중간	최대	최소
<i>income</i>	3,860.60	3,020.00	34,000.00	12.00
<i>fassets</i>	3,634.84	1,400.00	150,000.00	5.00
<i>age</i>	48.79	47.00	91.00	19.00
<i>dum-edu</i>	0.44	0.00	1.00	0.00
<i>dum-job</i>	0.48	0.00	1.00	0.00
<i>dum-housing</i>	0.70	0.00	1.00	0.00
<i>dum-longtermfassets</i>	0.37	0.00	1.00	0.00
<i>dum-gender</i>	0.85	0.00	1.00	0.00
<i>debt</i>	7,649.30	3,300.00	200,000.00	20.00
2011년	평균	중간	최대	최소
<i>income</i>	4,402.91	3,600.00	100,000.00	15.00
<i>fassets</i>	4,130.52	1,600.00	200,000.00	3.00
<i>age</i>	52.28	51.00	94.00	21.00
<i>dum-edu</i>	0.44	0.00	1.00	0.00
<i>dum-job</i>	0.43	0.00	1.00	0.00
<i>dum-housing</i>	0.71	0.00	1.00	0.00
<i>dum-longtermfassets</i>	0.44	0.00	1.00	0.00
<i>dum-gender</i>	0.84	0.00	1.00	0.00
<i>debt</i>	8,958.90	4,800.00	185,000.00	15.00

- 주: 1) *dum*은 더미변수를 의미: *dum-edu*(가구주 교육수준이 대학입학 이상인 가구가 1), *dum-job*(가구주 직업군이 근로소득자인 가구가 1), *dum-housing*(주택을 보유한 가구가 1), *dum-longtermfassets*(기타금융자산을 보유한 가구가 1), *dum-gender*(가구주 성별이 남성인 가구가 1)
 2) 연간소득(*income*), 금융자산(*fassets*), 총부채(*debt*)는 각각을 보유한 가구만을 대상으로 기초통계량을 추출

<표 III-13> 설명변수들 간의 상관관계 매트릭스: 2007년

	<i>ln</i> (<i>income</i>)	<i>ln</i> (<i>fassets</i>)	<i>age</i>	<i>dum- edu</i>	<i>dum- job</i>	<i>dum- housing</i>	<i>dum- long term fassets</i>	<i>dum- gender</i>	<i>ln</i> (<i>debt</i>)
<i>ln</i> (<i>income</i>)	1.00								
<i>ln</i> (<i>fassets</i>)	0.39 [0.00]	1.00							
<i>age</i>	-0.48 [0.00]	-0.07 [0.00]	1.00						
<i>dum- edu</i>	0.38 [0.00]	0.30 [0.00]	-0.43 [0.00]	1.00					
<i>dum- job</i>	0.39 [0.00]	0.14 [0.00]	-0.46 [0.00]	0.35 [0.00]	1.00				
<i>dum- housing</i>	0.12 [0.00]	0.18 [0.00]	0.22 [0.00]	0.02 [0.18]	-0.03 [0.00]	1.00			
<i>dum- longterm fassets</i>	0.32 [0.00]	0.35 [0.00]	-0.24 [0.00]	0.26 [0.00]	0.22 [0.00]	0.03 [0.02]	1.00		
<i>dum- gender</i>	0.34 [0.00]	0.17 [0.00]	-0.18 [0.00]	0.20 [0.00]	0.17 [0.00]	0.16 [0.00]	0.12 [0.00]	1.00	
<i>ln</i> (<i>debt</i>)	0.37 [0.00]	0.26 [0.00]	-0.00 [0.00]	0.23 [0.00]	0.04 [0.03]	0.29 [0.00]	0.15 [0.00]	0.12 [0.00]	1.00

주: 피어슨 상관계수를 나타내며, []는 p값을 의미

<표 III-14> 설명변수들 간의 상관관계 매트릭스: 2011년

	<i>ln</i> (<i>income</i>)	<i>ln</i> (<i>fassets</i>)	<i>age</i>	<i>dum- edu</i>	<i>dum- job</i>	<i>dum- housing</i>	<i>dum- long term fassets</i>	<i>dum- gender</i>	<i>ln</i> (<i>debt</i>)
<i>ln</i> (<i>income</i>)	1.00								
<i>ln</i> (<i>fassets</i>)	0.37 [0.00]	1.00							
<i>age</i>	-0.47 [0.00]	-0.07 [0.00]	1.00						
<i>dum- edu</i>	0.36 [0.00]	0.23 [0.00]	-0.46 [0.00]	1.00					
<i>dum- job</i>	0.43 [0.00]	0.15 [0.00]	-0.48 [0.00]	0.40 [0.00]	1.00				
<i>dum- housing</i>	0.15 [0.00]	0.23 [0.00]	0.17 [0.00]	0.01 [0.50]	0.01 [0.52]	1.00			
<i>dum- longterm fassets</i>	0.38 [0.00]	0.28 [0.00]	-0.33 [0.00]	0.24 [0.00]	0.29 [0.00]	0.04 [0.01]	1.00		
<i>dum- gender</i>	0.34 [0.00]	0.20 [0.00]	-0.22 [0.00]	0.23 [0.00]	0.20 [0.00]	0.21 [0.00]	0.18 [0.00]	1.00	
<i>ln</i> (<i>debt</i>)	0.33 [0.00]	0.20 [0.00]	-0.10 [0.00]	0.25 [0.00]	0.12 [0.00]	0.31 [0.00]	0.15 [0.00]	0.12 [0.00]	1.00

주: 피어슨 상관계수를 나타내며, []는 *p*값을 의미

다. 추정결과

<표 Ⅲ-15>와 <표 Ⅲ-16>은 각각 기본모형과 연도더미를 포함한 모형의 추정결과를 보여준다. 각 표에는 종속변수가 주식시장 참여여부인 경우와 펀드시장 참여여부인 경우의 결과가 동시에 정리되어 있다. 모형 1은 연령변수로 age 와 age^2 를, 모형2는 연령변수로 각 연령대 더미변수를 포함한 모형이다. 기본모형과 연도더미를 포함한 모형의 추정결과는 미세한 차이는 있지만 전체적으로 유사하다.

먼저 소득과 금융자산은 주식 및 펀드시장 참여율을 설명하는데 있어서 통계적 유의성이 매우 높았으며, 추정계수의 방향은 예상대로 양(+)의 값으로 나타났다. 이는 기존문헌에서 제시하는 결과와 동일하다. 패널 모형의 성격을 고려할 때 추정계수에 대해 다음과 같은 해석이 가능하다. 다른 모든 조건이 동일할 때 특정시기에 소득이나 금융자산이 높은 가구일수록 주식시장과 펀드시장 참여확률이 높다. 또한 다른 모든 조건이 변하지 않는다고 가정할 때 소득이나 금융자산이 늘어나면 특정 가구의 시장 참여확률은 시계열적으로 상승한다.

둘째, 참여율을 설명하는데 있어서 가구주 연령변수의 통계적 유의성은 일관성이 없었다. 그리고 추정계수의 방향도 기존문헌에서 제시되는 '낙타등 모양' 혹은 '역U자 모양'이 명확하게 나타나지 않았고 모형에 따라 달랐다. 연령대와 참여율 간의 관계가 이와 같은 모양을 가지기 위해서는 age , age^2 변수에 대한 계수가 각각 양(+)과 음(-)으로 추정되어야 하며, 연령대 더미변수에 대한 계수는 일정 연령대까지는 양(+), 그 이후로는 음(-)으로 추정되어야 한다. 주식시장의 경우 약하게나마 이런 모습이 나타나지만, 그마저도 매우 이른 연령대에 참여율이 정점에 도달하는 것을 발견할 수 있었다. 다만 주식시장 참여율이 급격하게 떨어지는 50대 중후반 연령대 이후를 제외하면, 연령대 간 참여율의 격차는 통계적

으로 큰 의미가 없었다. 연령변수가 펀드시장 참여확률에 미치는 영향은 주식시장의 경우와 미세한 차이를 보였다. 펀드시장에서는 연령대와 참여확률 간의 관계가 '역U자 모양'을 보이지 않았으며, 모든 연령대가 35세 이하 연령대보다 참여확률이 낮았다. 그리고 35세부터는 연령대가 올라갈수록 계속해서 참여확률이 떨어졌으며, 그 통계적 유의성도 높았다. 이는 이변량 분석에서도 어느 정도 확인할 수 있었다. 결국 우리나라에서는 주식시장 및 펀드시장 모두에서 다른 모든 조건이 동일하다면 매우 이른 연령대에 시장 참여율이 정점에 이르렀다가, 떨어지는 양상을 보인다. 이러한 결과는 다른 나라 사례들을 분석한 기존문헌들의 결과와 차이가 있다. 예를 들어 미국(Bertaut and Starr-McCluer(2002)), 영국(Banks and Tanner(2002)), 이탈리아(Guiso and Jappelli(2002)) 등의 국가에서는 연령대와 참여율 간의 상관관계가 '낙타등 모양'으로 나타난다. 더군다나 이들 국가에서는 퇴직직전 연령대인 50대 중후반에도 40대 중후반 대비 참여율이 크게 떨어지지 않았으며, 심지어는 퇴직 이후 연령대인 60대에도 참여율의 하락 폭이 크지 않았다. 반대로 독일의 경우에는 본 연구의 결과와 유사한 결론이 발견된다(Eymann and Borsch-Supan (2002)).

셋째, 교육수준(*dum-edu*)과 직업군(*dum-job*) 변수의 추정결과는 기존 문헌이 제시하는 결과와 동일한 것으로 나타났다. 교육수준이 높은 가구와 소득이 비교적 안정적인 것으로 평가받는 근로소득자 가구들의 주식시장 및 펀드시장 참여확률은 그 반대 경우에 속하는 가구들에 비해 훨씬 높았으며, 그 통계적 유의성도 컸다. 이러한 결과는 모든 모형에서 동일하게 나타났다.

넷째, 연금 및 저축성보험 등 장기 금융자산을 포괄하는 기타금융자산 보유(*dum-longtermfassets*) 변수의 계수는 주식시장과 펀드시장에서 그 추정결과가 달랐다. 주식시장에서는 추정계수의 방향이 음(-)으로 나타났으나, 통계적 유의성이 약했다. 반면 펀드시장에서는 계수가 통계적으로

유의한 양(+)³의 값으로 추정되었다. 이는 기타금융자산의 보유가 주식시장 참여확률과는 별다른 관계가 없는 반면, 펀드시장의 참여확률은 올릴 수 있음을 의미한다. 이를 통해 볼 때 기타금융자산이 주식 또는 펀드의 대체재로 작용해 이 시장의 투자자들을 구축(crowding out)한 것은 아닌 것으로 판단된다. 앞 절의 이변량 분석과 II장의 기초통계 분석에서도 이와 유사한 결과를 볼 수 있었다.

다섯째, 주택보유(*dum-housing*) 변수의 추정계수는 모든 모형에서 양(+)⁴의 값을 가지는 것으로 나타났다. 다만, 추정계수의 통계적 유의성은 주식시장과 펀드시장 간에 다소 차이가 있었다. 주택보유는 가계의 주식시장 참여확률을 올릴 수 있지만, 그 통계적 유의성은 5~10% 선으로 경계선 상에 있었다. 그러나 가계의 펀드시장 참여확률을 올리는데 있어서는 주택보유가 1~5% 범위에서 통계적으로 유의한 것으로 나타났다. 추정계수의 통계적 유의성이 경계선 상에 있기는 하지만 대체로 주택보유가 주식시장 및 펀드시장 참여확률을 올리는 것으로 볼 수 있다. 이는 다른 모든 조건이 동일하다고 가정했을 때 주택을 보유한 가구의 주식 및 펀드시장 참여확률이 주택을 보유하지 않은 가구에 비해 높음을 의미한다. 그리고 이는 주택비보유자였던 특정가구가 시계열적 변화에 따라 주택을 보유하면 시장 참여확률이 올라간다는 것을 의미하기도 한다.

이러한 추정 결과는 기존의 이론적 문헌들과 미국 등 선진국 데이터를 이용한 일부 실증연구에서 제시되는 결과와 다르다. 기존 이론적 문헌들의 대체적인 결론을 부연해 보면 다음과 같다. 주택은 그 자체가 가격변동성이 큰 위험자산이다. 따라서 주택을 보유한 가구는 동일한 금융자산을 보유한 주택 비보유 가구에 비해 추가적인 위험을 선택할 유인이 떨어진다. 그러나 한편으로는 임대주택에도 임대비용 변동의 위험이 존재한다. 따라서 주택보유가 그 위험을 헷징한다면(Sinai and Souleles (2005)), 주택보유로 인해 주식시장에 참여할 유인이 생길 수 있다. 후자의 설명과 금융위기를 전후한 시기의 우리나라 주택시장을 연동시켜 보

면 주택보유 변수의 추정계수를 해석하는데 도움이 된다. 우리나라의 경우 외국과 달리 주택을 보유하지 않고 전세나 월세 등 임대주택을 이용해도 상당한 규모의 보증금을 지불해야 한다. 특히 금융위기 직후부터 전세시장의 수요확대로 전세보증금이 크게 올랐고, 최근까지도 그 추세가 이어지고 있다. 즉, 주택을 보유하지 않고 전세 또는 월세를 이용하는 주택 비보유자들은 미래의 전월세 보증금이 더 올라갈 수도 있다는 불확실성을 안고 있다는 의미이다. 비록 주택가격 상승에 대한 기대가 크지 않아 이들이 Sinai and Souleles(2005)가 주장하는 것처럼 소위 '임대시장 위험'으로 인해 주택보유를 선택하고 있지는 않지만, 주식과 펀드 등 추가적인 위험자산을 선택하기도 어렵다는 의미이다. 특히나 최근 전세보증금이 주택 매매가격에 거의 육박한 것을 고려해 보면 이러한 해석은 직관적인 설득력을 가진다. 다만, 최근 주택가격도 상당한 불확실성을 가지고 있기 때문에 주택보유자 입장에서도 주택 비보유자에 비해 주식 및 펀드시장에 참여할 유인이 압도적이지 않을 가능성이 있다. 그 결과 주택보유 더미변수 추정계수의 통계적 유의성이 과거 연구(임경묵(2004))에 비해 낮게 도출된 것으로 보인다. 여기에 더해 주택보유자들은 비보유자에 비해 부채가 많다. 즉, 주택보유자들의 주식 및 펀드시장 참여확률이 높게 나타난 결과가 단순히 부채의 유동성효과를 반영하였기 때문일 수도 있다.

여섯째, 성별 더미변수(*dum-gender*)의 추정계수는 주식시장과 펀드시장 간에 차이가 있었다. 이 변수의 경우 모든 모형에서 추정계수가 양(+)¹의 값을 보였다. 다만, 펀드시장에서는 통계적 유의성이 약한 반면 주식시장에서는 통계적 유의성이 강했다. 즉, 가구주가 남성일 경우 주식시장 참여확률이 여성 가구주일 경우에 비해 훨씬 더 높았다. 펀드시장에서는 그 차이가 미약하였다. 이는 남성의 투자성향이 보다 공격적이라는 기존문헌의 결과(Barber and Odean(2001))를 전제로 할 때 주식시장의 위험노출도가 펀드시장에 비해 상대적으로 높다는 사실을 반영한다.

일곱째, ρ 의 추정계수는 모든 모형에서 통계적으로 유의한 것으로 나타났다는데, 이는 관측이 곤란한 패널개체 간(가구 간) 이질성을 고려한 확률효과모형이 유의함을 의미한다. 이는 다시 말해 설명변수로 포함된 가구특성 변수들 이외에 실제로 관측이 어려운 가구 간의 이질성들이 주식시장 및 펀드시장 참여율에 영향을 미쳤을 가능성이 크다는 것을 시사한다. 여기에 포함될 수 있는 것은 주식 및 펀드에 대한 가구별 기대수익률, 금융상품 세제변화 등 정책변화에 대한 가구별 반응, 가구별로 상이한 주식 및 펀드시장 참여에 대한 심리적 제약 등 다양한 요인들을 꼽을 수 있다. 2000년대 중반 이후 다수의 연구들은 정교하게 설계된 서베이나 패널 데이터를 기초로 이러한 요인들이 주식시장 참여율에 영향을 미치고 있다는 결과를 제시했다. 따라서 주식 및 펀드시장 참여율에 대해 본 연구에서 고려한 가계특성 변수들로 미처 설명하지 못하는 부분들은 위와 같은 요인들에 의해 설명될 수 있을 것이다.

여덟째, 연도별 더미변수들의 계수는 통계적으로 유의한 음(-)의 값으로 추정되었다. 이는 앞에서 논의한 가구특성 변수들과 관측이 곤란한 가구 간 이질성 등의 변수 이외에도 시계열적 이벤트들이 주식 및 펀드시장 참여확률에 영향을 미치고 있다는 의미이다. 그리고 그 영향은 거의 모든 가구에 동일하게 작용한다. 이에 대한 해석은 매우 어렵다. 모든 가구에 대해 동일한 수준의 영향을 미치는 시계열적 이벤트가 드물기 때문이다. 추정해 볼 수 있는 시계열적 이벤트들은 이 기간 중 우리나라 거시경제의 잠재성장률이 크게 낮아진 점, 사회 전반적으로 미래에 대한 불확실성이 커진 점 등을 예로 들 수 있겠다.²⁹⁾

마지막으로 주식시장과 펀드시장 참여율을 설명하는데 있어서 가계특성 설명변수들은 두 시장에서 약간씩 다른 양상을 보였다. 우선 소득

29) 명쾌한 해석을 위해서는 더 엄밀한 실증분석이 필요하다. 이는 추후 연구 과제로 남긴다.

은 펀드시장 참여확률에 더 큰 영향을 미친 반면, 금융자산은 주식시장 참여확률에 더 큰 영향을 미쳤다. 교육수준과 가구주 성별도 주식시장 참여확률에 보다 큰 영향을 미쳤다. 이는 주식시장이 펀드시장보다 더 높은 위험성향을 가진 투자자들이 선호하는 시장이며, 암묵적비용을 포함한 각종 참여비용이 더 많이 소요되는 시장임을 시사한다. 연령대별 참여확률도 양 시장에서 다소 차이를 보였다. 주식시장 참여확률은 50대 초중반까지 큰 차이를 보이지 않았지만, 펀드시장 참여확률은 30대 중후반이 지나면서 크게 떨어졌다. 주택보유와 기타금융자산 보유는 펀드시장 참여확률에 상대적으로 더 큰 영향을 미쳤다. 직업군이 참여확률에 미친 영향은 양 시장에서 큰 차이가 없었다.

추가적으로 부채를 설명변수로 포함한 모형의 추정결과가 <표 III-17>에 정리되어 있다. 여기에서는 부채 자체가 가계의 주식 및 펀드시장 참여확률에 미치는 영향을 분석함과 아울러 주택보유 여부 변수가 시장 참여확률에 미치는 영향이 부채를 포함했을 경우에도 동일한지를 파악하는데 초점을 맞춘다. <표 III-17>에는 총부채에 자연로그를 취한 값($\ln(debt)$)이 포함되었다. 총부채를 설명변수로 모형에 포함하기 위해서는 추정표본을 부채보유 가구로 제한해야 한다. 부채보유 가구가 전체 가구의 약 절반에 불과하기 때문에 부채를 보유하지 않은 가구를 표본에 모두 포함할 경우 추정결과의 신뢰도가 떨어질 수 있기 때문이다. <표 III-17>의 추정결과에 따르면 총부채($\ln(debt)$)는 주식 및 펀드시장 참여확률에 통계적으로 유의한 양(+)의 영향을 미친다. 이는 조달비용의 지출이 발생함에도 불구하고 다른 모든 조건이 동일할 때 부채가 주식 및 펀드시장 참여를 촉진시킬 수 있음을 의미한다. 이는 부채 자체의 이동성효과를 반영한 것으로 풀이된다. 그런데 이 경우 주택보유 더미변수(*dum-housing*)의 추정계수가 양(+)의 값을 보이기는 했으나 그 통계적 유의성이 대부분 사라졌다. 이는 주택보유자와 주택비보유자 간의 시장 참여확률에 큰 차이가 없음을 의미한다. 이를 통해 볼 때 앞서 부채를

포함하지 않은 모형에서 주택보유 더미변수의 통계적 유의성이 있는 것으로 나타난 결과가 부채를 통제하지 않았기 때문임을 알 수 있다. 이러한 결과는 가계가 주택을 보유했을 때 발생할 수 있는 위험과 주택을 보유하지 않았을 때 발생할 수 있는 위험을 거의 유사한 수준으로 보고 있을 가능성을 시사한다.

한편, 모형에 총부채를 포함하면 소득, 직업군 더미변수, 기타금융자산 보유여부 더미변수, 성별 더미변수 등 일부 설명변수들의 통계적 유의성이 다소 떨어지는 것으로 나타났다. 이는 총부채를 모형에 포함할 경우 추정표본이 절반 가까이 줄어들어 기본모형과 추정표본 상의 차이가 크기 때문인 것으로 보인다. 기본모형과 동일한 추정표본을 이용하기 위해 부채변수를 부채더미(*dum-debt*)로 대체해서 모형을 다시 추정했다. 부채더미인 *dum-debt*은 부채를 보유한 가구에 1을 부여하는 더미변수이다. <표 III-18>은 그 추정결과를 보여준다. 부채더미(*dum-debt*)의 계수는 여전히 통계적으로 유의한 양(+)의 값으로 추정되었다. 이 경우 주택보유 더미변수의 추정계수는 양(+)의 값을 가지지만, 그 통계적 유의성은 낮았다. 다른 설명변수들의 추정계수는 대부분 기본모형에 연도더미들을 포함한 모형의 추정결과(<표 III-16>)와 매우 유사했다.

<표 III-15> 패널 프로빗 모형 추정결과: 기본모형

설명변수	종속변수			
	주식시장 참여여부 더미		펀드시장 참여여부 더미	
	모형1	모형2	모형1	모형2
<i>ln(income)</i>	0.12[0.04]**	0.13[0.04]**	0.20[0.03]**	0.21[0.03]**
<i>ln(fassets)</i>	0.66[0.03]**	0.66[0.03]**	0.39[0.02]**	0.38[0.02]**
<i>age</i>	0.03[0.02]		-0.01[0.02]	
<i>age²</i>	-0.00[0.00]		-0.00[0.00]	
<i>dum-age3544</i>		0.09[0.10]		-0.21[0.07]**
<i>dum-age4554</i>		-0.09[0.11]		-0.49[0.08]**
<i>dum-age5564</i>		-0.25[0.12]*		-0.86[0.10]**
<i>dum-age65over</i>		-0.69[0.15]**		-1.34[0.12]**
<i>dum-edu</i>	0.65[0.08]**	0.66[0.07]**	0.41[0.06]**	0.45[0.06]**
<i>dum-job</i>	0.16[0.06]**	0.18[0.06]**	0.15[0.05]**	0.18[0.05]**
<i>dum-housing</i>	0.15[0.07]*	0.13[0.07]*	0.16[0.05]**	0.12[0.05]**
<i>dum-longtermfassets</i>	-0.07[0.05]	-0.07[0.05]	0.10[0.04]**	0.11[0.04]**
<i>dum-gender</i>	0.38[0.11]**	0.38[0.11]**	0.07[0.08]	0.07[0.08]
<i>c</i>	-9.38[0.55]**	-9.00[0.35]**	-5.33[0.39]**	-6.04[0.25]**
표본 수	18,397	18,398	18,397	18,398
Wald 통계치	994.30	999.89	1,153.50	1,178.15
Log Likelihood	-4,489.79	-4,489.32	-6,440.25	-6,460.62
ρ	0.68[0.02]**	0.68[0.02]**	0.61[0.01]**	0.60[0.01]**

- 주: 1) 값은 추정계수이며, []의 값은 추정계수의 표준오차(standard error)
 2) **와 *는 추정계수가 각각 1% 및 5% 유의수준에서 통계적으로 유의함 의미
 3) *dum*은 더미변수를 의미: *dum-age3544*(35~44세가 1), *dum-age4554*(45~54세가 1), *dum-age5564*(55~64세가 1), *dum-age65over*(65세 이상이 1), *dum-edu*(가구주 교육수준이 대학입학 이상인 가구가 1), *dum-job*(가구주 직업군이 근로소득자인 가구가 1), *dum-housing*(주택을 보유한 가구가 1), *dum-longtermfassets*(기타 금융자산을 보유한 가구가 1), *dum-gender*(가구주 성별이 남성인 가구가 1)

<표 III-16> 패널 프로빗 모형 추정결과: 연도더미 포함 모형

설명변수	종속변수			
	주식시장 참여여부 더미		펀드시장 참여여부 더미	
	모형1	모형2	모형1	모형2
<i>ln(income)</i>	0.16[0.04]**	0.16[0.04]**	0.27[0.03]**	0.28[0.03]**
<i>ln(fassets)</i>	0.67[0.03]**	0.67[0.03]**	0.42[0.02]**	0.41[0.02]**
<i>age</i>	0.05[0.02]*		0.02[0.02]	
<i>age</i> ²	-0.00[0.00]**		-0.00[0.00]**	
<i>dum-age3544</i>		0.15[0.10]		-0.10[0.08]
<i>dum-age4554</i>		0.03[0.11]		-0.26[0.08]**
<i>dum-age5564</i>		-0.06[0.13]		-0.55[0.10]**
<i>dum-age65over</i>		-0.48[0.15]**		-1.02[0.13]**
<i>dum-edu</i>	0.71[0.08]**	0.71[0.08]**	0.53[0.06]**	0.56[0.06]**
<i>dum-job</i>	0.16[0.06]**	0.17[0.06]**	0.15[0.05]**	0.17[0.05]**
<i>dum-housing</i>	0.13[0.07]	0.12[0.07]	0.13[0.05]**	0.11[0.05]*
<i>dum-longtermfassets</i>	-0.05[0.05]	-0.05[0.05]	0.17[0.04]**	0.17[0.04]**
<i>dum-gender</i>	0.35[0.11]**	0.36[0.11]**	0.01[0.08]	0.02[0.08]
<i>dum-time2008</i>	-0.11[0.06]	-0.11[0.06]	-0.19[0.05]**	-0.19[0.05]**
<i>dum-time2009</i>	-0.23[0.06]**	-0.23[0.06]**	-0.57[0.05]**	-0.58[0.05]**
<i>dum-time2010</i>	-0.38[0.06]**	-0.38[0.06]**	-0.81[0.05]**	-0.82[0.05]**
<i>dum-time2011</i>	-0.58[0.07]**	-0.58[0.07]**	-1.16[0.06]**	-1.16[0.06]**
<i>c</i>	-9.98[0.57]**	-9.21[0.36]**	-6.68[0.43]**	-6.65[0.27]**
표본 수	18,397	18,398	18,397	18,398
Wald 통계치	1,025.25	1,028.31	1,417.43	1,429.08
Log Likelihood	-4,439.64	-4,438.37	-6,139.54	-6,151.68
ρ	0.68[0.02]**	0.68[0.02]**	0.63[0.01]**	0.63[0.01]**

주: <표 III-15> 표주 참조. *dum-time*은 연도별 더미변수

**<표 III-17> 패널 프로빗 모형 추정결과:
연도더미 & 총부채 포함 모형**

설명변수	종속변수			
	주식시장 참여여부 더미		펀드시장 참여여부 더미	
	모형1	모형2	모형1	모형2
<i>ln(income)</i>	0.11[0.05]*	0.11[0.05]*	0.24[0.05]**	0.25[0.05]**
<i>ln(fassets)</i>	0.72[0.04]**	0.72[0.04]**	0.42[0.02]**	0.41[0.02]**
<i>age</i>	-0.01[0.02]*		0.02[0.03]	
<i>age²</i>	-0.00[0.00]**		-0.00[0.00]*	
<i>dum-age3544</i>		0.00[0.13]		-0.18[0.10]
<i>dum-age4554</i>		-0.18[0.14]		-0.34[0.11]**
<i>dum-age5564</i>		-0.31[0.17]		-0.67[0.14]**
<i>dum-age65over</i>		-0.50[0.21]**		-1.24[0.19]**
<i>dum-edu</i>	0.54[0.10]**	0.55[0.10]**	0.38[0.08]**	0.42[0.08]**
<i>dum-job</i>	0.12[0.00]	0.13[0.08]	0.16[0.07]*	0.19[0.07]**
<i>dum-housing</i>	-0.08[0.10]	-0.10[0.10]	0.01[0.08]	-0.02[0.08]
<i>dum-longtermfassets</i>	-0.12[0.07]	-0.12[0.07]	0.11[0.06]*	0.12[0.06]**
<i>dum-gender</i>	0.23[0.16]	0.23[0.16]	-0.08[0.13]	-0.06[0.13]
<i>ln(debt)</i>	0.10[0.03]**	0.10[0.03]**	0.11[0.03]**	0.11[0.03]**
<i>dum-time2008</i>	-0.16[0.08]*	-0.16[0.08]*	-0.14[0.07]*	-0.15[0.07]*
<i>dum-time2009</i>	-0.28[0.08]**	-0.29[0.08]**	-0.50[0.07]**	-0.51[0.07]**
<i>dum-time2010</i>	-0.44[0.09]**	-0.44[0.09]**	-0.74[0.07]**	-0.76[0.07]**
<i>dum-time2011</i>	-0.57[0.09]**	-0.57[0.09]**	-1.13[0.08]**	-1.15[0.08]**
<i>c</i>	-8.86[0.80]**	-9.25[0.51]**	-6.93[0.68]**	-6.87[0.41]**
표본 수	9,071	9,071	9,071	9,071
Wald 통계치	575.90	577.47	720.66	724.77
Log Likelihood	-2,665.47	-2,665.31	-3,605.45	-3,614.37
ρ	0.68[0.02]**	0.68[0.02]**	0.65[0.02]**	0.65[0.02]**

주: <표 III-15>~<표 III-16> 표주 참조. 부채를 보유한 가구만 추정표본에 포함

<표 Ⅲ-18> 패널 프로빗 모형 추정결과:
연도더미 & 부채더미 포함 모형

설명변수	종속변수			
	주식시장 참여여부 더미		펀드시장 참여여부 더미	
	모형1	모형2	모형1	모형2
<i>ln(income)</i>	0.14[0.04]**	0.15[0.04]**	0.26[0.03]**	0.27[0.03]**
<i>ln(fassets)</i>	0.68[0.03]**	0.68[0.03]**	0.43[0.02]**	0.42[0.02]**
<i>age</i>	0.04[0.02]*		0.01[0.02]	
<i>age²</i>	-0.00[0.00]**		-0.00[0.00]**	
<i>dum-age3544</i>		0.14[0.10]		-0.11[0.08]
<i>dum-age4554</i>		0.03[0.11]		-0.26[0.08]**
<i>dum-age5564</i>		-0.05[0.11]		-0.53[0.10]**
<i>dum-age65over</i>		-0.43[0.15]**		-0.97[0.13]**
<i>dum-edu</i>	0.69[0.08]**	0.70[0.08]**	0.52[0.06]**	0.55[0.06]**
<i>dum-job</i>	0.17[0.06]**	0.18[0.06]**	0.16[0.05]**	0.18[0.05]**
<i>dum-housing</i>	0.04[0.07]	0.03[0.07]	0.05[0.06]	0.03[0.06]
<i>dum-longtermfassets</i>	-0.07[0.05]	-0.07[0.05]	0.15[0.04]**	0.15[0.04]**
<i>dum-gender</i>	0.32[0.11]**	0.33[0.11]**	-0.01[0.08]	-0.01[0.08]
<i>dum-debt</i>	0.33[0.05]**	0.33[0.05]**	0.29[0.04]**	0.29[0.04]**
<i>dum-time2008</i>	-0.12[0.06]*	-0.12[0.06]*	-0.20[0.05]**	-0.20[0.05]**
<i>dum-time2009</i>	-0.23[0.06]**	-0.24[0.06]**	-0.58[0.05]**	-0.59[0.05]**
<i>dum-time2010</i>	-0.37[0.06]**	-0.38[0.06]**	-0.81[0.05]**	-0.82[0.05]**
<i>dum-time2011</i>	-0.58[0.07]**	-0.58[0.07]**	-1.15[0.06]**	-1.16[0.06]**
<i>c</i>	-9.89[0.56]**	-9.23[0.36]**	-6.59[0.43]**	-6.68[0.27]**
표본 수	18,397	18,398	18,397	18,398
Wald 통계치	1,056.66	1,058.98	1,450.04	1,460.44
Log Likelihood	-4,419.82	-4,418.20	-6,117.34	-6,128.39
ρ	0.67[0.02]**	0.67[0.02]**	0.63[0.01]**	0.63[0.01]**

주: <표 Ⅲ-15>~<표 Ⅲ-17> 표주 참조. *dum-debt*은 부채 더미변수를 의미(부채를 보유한 가구가 1)

4. 분석결과의 의미

2008년 금융위기를 전후한 시기의 가계특성 변수들이 주식시장 및 펀드시장 참여확률에 미치는 영향을 분석한 결과는 기존 문헌들이 제시하는 결과와 크게 다르지 않았다. 소득이 많고 금융자산 보유액수가 크면 시장 참여확률이 높았다. 가구주의 교육수준이 높은 경우와 가구주의 직업군이 근로소득자일 경우에도 시장 참여확률이 높았다. 주택을 보유하면 시장 참여확률이 상대적으로 높았는데, 펀드시장에서 그러한 현상이 보다 명확하게 나타났다. 다만, 부채를 모형에 포함할 경우 그 통계적 유의성이 대부분 사라진 점에 비추어 볼 때 주택보유자와 비보유자 간에 시장 참여율 격차가 크지는 않은 것으로 분석된다. 연령 변수는 통계적 유의성과 방향성에 일관성이 부족했다. 다른 나라 가계에 비해 매우 이른 연령대에 참여확률이 떨어지는 것은 특징적인 발견으로 볼 수 있겠다. 이러한 실증분석 결과는 기존문헌들이 제시하는 주식시장 참여를 제한하는 요소들, 즉 금융시장 마찰의 존재, 가구 배경위험의 존재 등이 우리나라에서도 일부 작동하는 것으로 해석할 수 있겠다. 데이터로 관측하기 어려운 가구 간의 이질성들도 시장 참여율에 큰 영향을 미칠 수 있음을 확인했다. 추가적으로 잠재성장률의 저하 등 대부분의 가계에 유사한 수준으로 영향을 미칠 수 있는 시계열적 이벤트들도 시장 참여율에 영향을 미치는 것으로 추정된다.

패널 모형의 추정계수는 가구 간 특성차이가 참여확률에 미치는 영향뿐만 아니라, 특정한 가구가 보유한 고유 특성의 시계열적 변화가 참여확률에 미치는 영향도 반영한다. 예를 들어 연간소득 변수의 계수가 양(+)으로 추정된 상황을 생각해 보자. 이 경우 추정계수는 특정한 연도에 연간소득이 높은 가구일수록 소득이 낮은 가구에 비해 참여확률이 높다는 것을 의미할 뿐만 아니라, 특정 가구의 연간소득이 시계열적으로

상승할 때 그 가구의 참여확률이 시계열적으로 올라갈 수 있음도 반영한다. 따라서 본 실증분석에 활용한 가구특성 변수 중 연간소득, 금융자산, 직업군, 주택보유 여부, 기타금융자산 보유여부 등 시계열적으로 변화할 수 있는 변수들은 2007~2011년 중의 주식시장 및 펀드시장 참여율 하락의 일부를 설명할 수 있을 것으로 본다. 위의 추정결과를 참조해보면 2007~2011년 중 소득이나 금융자산의 정체, 직업군의 변화에 따른 소득안정성 저하, 주택비보유자의 위험성 증대 등이 양 시장 참여율의 시계열적 하락을 야기한 요인이 된 것으로 추정된다. 다음 IV장에서는 여기에 초점을 맞추어 분석한다.

IV. 가계 특성 변화와 주식 및 펀드시장 이탈

1. 패널가구의 재구성
2. 가계 특성 변화와 시장이탈: 이변량 분석
3. 가계 특성 변화와 시장이탈: 프로빗 분석
4. 분석결과의 의미

IV. 가계특성 변화와 주식 및 펀드시장 이탈

IV장에서는 2011년 가계의 주식 및 펀드시장 참여율이 2007년에 비해 많이 떨어진 이유가 가계특성의 어떤 변화에 기인하는지 분석한다. 즉, 여기에서는 패널 데이터의 장점을 살려 두 시장으로부터의 이탈에 대해 분석한다.

1. 패널가구의 재구성

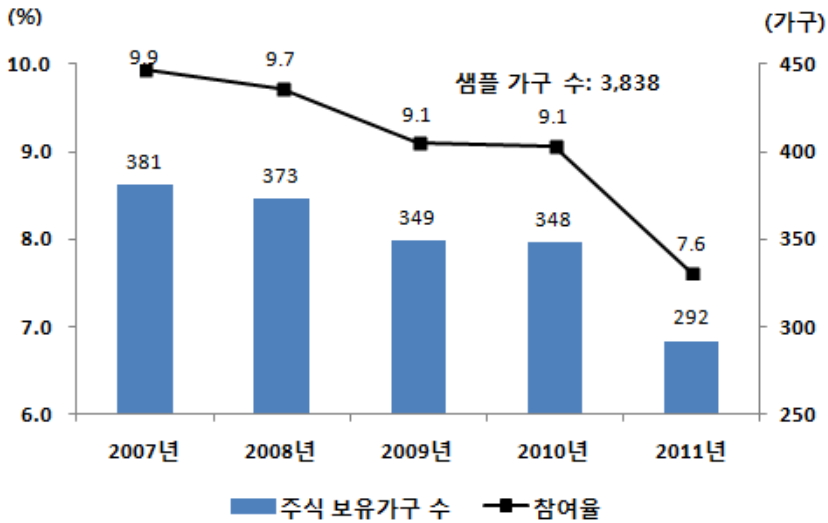
III장에서는 가계의 주식 및 펀드시장 참여확률을 결정하는 요인을 살펴보기 위해 패널 프로빗 모형을 추정했다. 이 패널 회귀모형의 추정 계수는 특정 시점에 가구 간 특성 차이에 따른 참여율 격차뿐만 아니라, 특정 가구의 시계열적 특성 변화에 따른 참여율 변화도 설명한다. 그런데 이 연구에서와 같이 데이터의 패널개체 수, 즉 가구 수가 많은 반면 시계열이 짧은 경우에는 추정 모형의 계수가 횡단면적 차이에 좌우될 가능성이 있다. 특히, 가구특성 변수의 시계열적 변화가 크지 않을 경우 그 가능성은 더욱 커진다. 따라서 III장에서 시행한 패널 프로빗 모형 추정결과만으로는 가구들의 어떤 특성 변화로 인해 2007~2011년 중 주식 및 펀드시장 참여율이 하락했는지 판단내리기 쉽지 않다. IV장에서는 가구특성의 시계열적 변화에 보다 주목한다. 여기에서는 2007년에 주식 및 펀드시장에 참여했던 가구들 중 최종연도인 2011년에 시장에서 이탈한 가구들의 특성 및 그 특성의 변화가 다른 유형의 가구와 어떻게 차이가 나는지를 분석한다.³⁰⁾

30) 지금부터는 데이터의 시작연도인 2007년과 최종연도인 2011년 사이의 변

주식 및 펀드시장 이탈에 대한 동태적인 분석을 위해서는 패널가구의 조정이 필요하다. 이를 위해서 2007년에서 2011년까지 5년에 걸쳐 모든 연도의 조사에 응한 패널가구만을 분석에 포함한다. 이렇게 조정된 전체 패널가구 수는 매년 3,838가구이다.

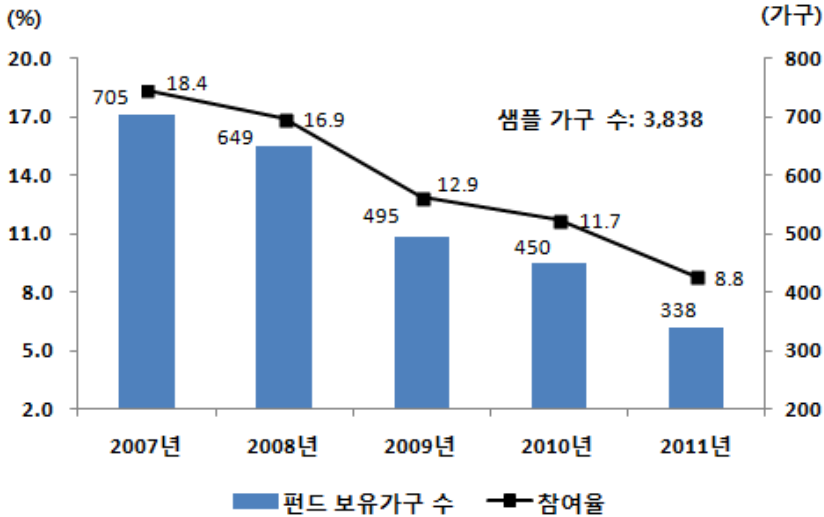
이 가구들을 대상으로 주식시장 및 펀드시장 참여율을 계산해 <그림 IV-1>과 <그림 IV-2>에 정리했다. 새로운 패널가구 표본의 참여율은 전체가구 표본의 참여율(<표 II-8>)과 큰 차이가 없었다. 다만 양 시장 모두에서 참여율이 전체가구 표본에 비해 미약하게 낮았다.

<그림 IV-1> 재구성한 패널가구: 주식시장 참여율



화에만 주목한다. 분석의 편의를 위해 그 중간 연도의 변화는 무시한다.

<그림 IV-2> 재구성한 패널가구: 펀드시장 참여율



이 패널가구들을 두 시점, 즉 2007년과 2011년의 주식 또는 펀드 보유, 비보유 여부에 따라 양 시장 각각에서 모두 네 가지 그룹으로 나눌 수 있다.³¹⁾ 첫 번째 그룹은 2007년에 주식 또는 펀드를 보유했다가 2011년에는 보유하지 않은 가구이다. 이 가구들은 시장에서 이탈한 가구로 정의하며(YN), 본 장의 분석에서 비교의 핵심이 된다. 두 번째 그룹은 두 시점 모두에서 주식 또는 펀드를 보유한 가구이다(Y Y). 세 번째 그룹은 2007년에 주식 또는 펀드를 보유하지 않았지만 2011년에는 보유한 가구들이다. 이 가구들은 시장에 새로이 진입한 가구로 정의할 수 있다(NY). 네 번째 그룹은 두 시점 모두에서 주식 및 펀드를 보유하지 않은 가구이다(NN).

31) 앞에서의 분석에서와 마찬가지로 여기에서도 주식시장과 펀드시장은 별개의 시장으로 보고 분석한다. 예컨대 펀드시장 참여여부와는 상관없이 주식을 보유하고 있으면 주식시장 참여 가계로 분류한다.

**<그림 IV-3> 2007년과 2011년의 시장참여 변화 매트릭스:
주식시장**

		2011년		합 계
		보유(Y)	비보유(N)	
2007년	보유(Y)	YY 148가구, 3.8%	YN 233가구, 6.1%	381가구, 9.9%
	비보유(N)	NY 144가구, 3.8%	NN 3,313가구, 86.3%	3,457가구, 90.1%
합 계		292가구, 7.6%	3,546가구, 92.4%	3,838가구, 100%

**<그림 IV-4> 2007년과 2011년의 시장참여 변화 매트릭스:
펀드시장**

		2011년		합 계
		보유(Y)	비보유(N)	
2007년	보유(Y)	YY 213가구, 5.6%	YN 492가구, 12.8%	705가구, 18.4%
	비보유(N)	NY 125가구, 3.3%	NN 3,008가구, 78.4%	3,133가구, 81.6%
합 계		338가구, 8.8%	3,500가구, 91.2%	3,838가구, 100%

2007년과 2011년 사이에 있었던 가구들의 네 가지 시장참여 변화 패턴을 매트릭스로 표현한 것이 <그림 IV-3>과 <그림 IV-4>이다. 이 그림들은 2007년에 시장에 참여했다가 2011년에는 이탈한 가구, 즉 ‘시장이탈 가구(YN)’와 여타 가구 그룹의 기본정보를 보여준다. 여기에는 각 그룹에 해당하는 가구 수와, 전체 표본 대비 비중이 담겨 있다. 2007년 보유(Y) 행(row)의 가장 우측 합계 항은 2007년의 참여율을 의미한다. 그

리고 2011년 보유(Y) 열(column)의 가장 아래 합계 행은 2011년의 참여율을 의미한다. 이 그림들에 따르면 주식시장에서의 ‘시장이탈 가구(YN)’는 233가구로 전체 표본 가구의 6.1%이다. 그리고 펀드시장에서의 ‘시장이탈 가구(YN)’는 492가구로 전체의 12.8%이다. 이하에서는 이 핵심 분석대상 가구들의 가구특성, 또는 그 특성의 변화가 다른 가구 그룹들과 어떤 차이가 있는지를 분석한다.

2. 가계특성 변화와 시장이탈: 이변량 분석

여기에서는 시장이탈 가구인 YN 그룹과 YY, NY(신규진입 가구), NN 등 나머지 세 개 그룹 간에 가구특성 또는 가구특성 변화에 어떤 차이가 있는지 분석한다. 당연히 주식시장과 펀드시장을 분리해 살펴본다. 이를 통해 가구특성의 변화가 2007년 대비 2011년 주식 및 펀드시장 참여율의 하락을 일정부분 설명해 줄 수 있는지 알아본다. 가구특성은 III장과 동일한 변수들을 활용한다. 다만, 여기에서는 시계열적 변화가 있는 가구특성 변수에 초점을 맞춘다.

가. 연간소득의 변화

<표 IV-1>은 네 가지 가구 그룹의 연간소득 변화를 보여준다. 우선 연간소득의 그룹 내 평균치를 보면 YY 그룹이 2007, 2011년 모두 가장 높고, NN 그룹이 가장 낮다. 이는 충분히 예상할 수 있는 것이다. YN 그룹과 NY 그룹은 평균 소득의 수준 측면에서 볼 때 가장 유사한 그룹이다. 그런데 2007년 대비 2011년의 가구별 연간소득 증가율의 평균치를

보면 NY 그룹, 즉 시장에 신규진입한 가구 그룹이 YN 그룹, 즉 시장에서 이탈한 가구 그룹에 비해 높다. 두 가구 그룹 간 연간소득 증가율의 차이는 펀드시장이 훨씬 컸다. YN 그룹의 연간소득 증가율은 NY 그룹 뿐만 아니라, 다른 그룹에 비해서도 낮았다. YY 그룹과 NN 그룹에 대해서도 흥미로운 특징을 발견할 수 있다. 주식시장의 YY 그룹은 연간소득 증가율이 매우 높았다. 그러나 펀드시장의 YY 그룹은 연간소득 증가율이 네 개 그룹 중 가장 낮았다. 연간소득의 수준 자체가 이미 다른 그룹에 비해 월등히 높은 이 가구들은 최소한 펀드시장에서는 소득 증가율이 높지 않아도 이탈하지 않았다. 반면 소득 수준이 가장 낮은 NN 그룹은 비록 소득 증가율이 YN 그룹에 비해 높았지만 두 시장에 모두 진입하지 않았다.

<표 IV-1> 가구 그룹별 연간소득 변화

(단위: 만원, %)

시장 참여여부 변화에 따른 가구 그룹		연간소득 평균		가구별 연간소득 증가율의 평균 (2007 → 2011)
		2007	2011	
주식 시장	YY	6,590.3	8,749.0	32.8
	YN	5,231.0	5,994.4	14.6
	NY	4,990.1	6,204.8	24.3
	NN	2,822.0	3,398.7	20.4
펀드 시장	YY	6,260.6	7,323.3	17.0
	YN	4,749.7	5,679.8	19.6
	NY	4,577.6	6,228.6	36.1
	NN	2,666.0	3,222.1	20.9

나. 금융자산의 변화

<표 IV-2>는 네 가지 가구 그룹의 금융자산 변화를 보여준다. 전반적인 패턴은 연간소득 변화보다 훨씬 더 명확하다. YY 그룹과 NN 그룹의 금융자산이 가장 크고, 가장 작다는 점은 연간소득의 경우와 동일하다. 여기에서 YN 그룹과 NY 그룹의 비교는 매우 특이하다. 주식시장과 펀드시장 모두에서 YN 그룹과 NY 그룹의 금융자산 증가율은 극명한 대비를 보인다. YN 그룹의 금융자산은 4년만에 크게 감소했고, NY 그룹의 금융자산은 대폭 늘어났다. 그 결과 2007년에는 양 시장 모두에서 YN 그룹의 금융자산 보유액이 많았으나, 2011년에는 NY 그룹의 보유액이 많았다. 어떤 이유 때문인지 판단하기 쉽지 않지만, 금융자산의 증가여부가 시장이탈과 신규진입에 큰 영향을 미친 것은 명확하다.

<표 IV-2> 가구 그룹별 금융자산 변화

(단위: 만원, %)

시장 참여여부 변화에 따른 가구 그룹		금융자산 평균		가구별 금융자산 증가율의 평균 (2007 → 2011)
		2007	2011	
주식 시장	YY	11,916.5	16,464.1	38.2
	YN	7,045.9	4,572.1	-35.1
	NY	4,363.8	8,959.2	105.3
	NN	1,658.3	2,417.5	45.8
펀드 시장	YY	7,807.5	11,374.2	45.7
	YN	5,156.6	4,047.7	-21.5
	NY	3,555.2	9,172.1	158.0
	NN	1,623.5	2,407.1	48.3

다. 가구주 직업군의 변화

일반적으로 직업군은 변화가 크지 않은 가구특성으로 보일 수 있다. 그러나 <표 IV-3>을 보면 많은 가구에서 가구주의 직업군이 바뀌고 있다. <표 IV-3>은 네 개 가구 그룹의 가구주 직업군의 변화를 보여준다. 이 표에는 2007년과 2011년의 근로소득자 가구 비중과 함께, 근로소득자에서 자영업자로 전환한 가구의 비중, 그리고 그 반대의 경우 등이 정리되어 있다. 직업군의 변화를 먼저 살펴보면 2007~2011년에 직업군을 바꾼 경우가 최소 13% 내외에서 최대 22% 내외에 이른다. 대체로 근로소득자에서 자영업자로 바꾼 경우가 그 반대의 경우에 비해 더 많았다. 이는 주근무지에서의 1차 퇴직시기로 평가되는 40대 후반~50대 초중반 가구주들의 직업 변화를 반영한 것으로 추정된다.

가구주 직업군의 변화가 시장이탈과 진입에 영향을 준 것은 펀드시장에 국한된다. 주식시장에서는 YN 그룹과 다른 그룹 간에 직업군 변화에 큰 차이가 보이지 않았다. 반면 펀드시장에서는 다소 다른 양상이 나타났다. 여기에서는 YY 그룹과 NN 그룹의 직업군 변화 양상이 비슷했지만, YN 그룹과 NY 그룹의 직업군 변화 양상은 상반된 모습을 보였다. 즉, YN 그룹의 경우 근로소득자에서 자영업자로 전환한 가구의 비중이 15.9%로 NY 그룹의 7.2%에 비해 월등히 높았다. 그 결과 2007년에는 근로소득자 가구의 비중이 두 그룹 간에 큰 차이가 없었지만, 2011년에는 크게 벌어졌다.

이를 통해 볼 때 주식시장 이탈은 가구주 직업군의 시계열적 변화와 큰 상관관계가 없었다. 반면, 펀드시장 이탈은 가구주 직업군의 시계열적 변화와 일정부분 상관관계가 발견된다. 즉, 펀드시장에서 이탈한 YN 그룹의 경우 상대적으로 많은 가구가 소득안정성이 떨어지는 자영업자로 전환한 것을 확인할 수 있었다.

<표 IV-3> 가구 그룹별 가구주 직업군의 변화

(단위: %)

시장 참여여부 변화에 따른 가구 그룹		근로소득자 가구 비중		근로소득자 →자영업자 전환 가구 비중 (2007→2011)	자영업자→ 근로소득자 전환 가구 비중 (2007→2011)
		2007	2011		
주식 시장	YY	67.6	67.6	6.8	6.8
	YN	55.8	51.5	11.6	7.3
	NY	72.2	68.8	10.4	6.9
	NN	37.5	32.1	11.6	6.1
펀드 시장	YY	71.4	67.6	11.3	7.5
	YN	62.2	52.6	15.9	6.1
	NY	61.6	60.0	7.2	5.6
	NN	34.7	30.1	10.8	6.2

주: 자영업자에는 기타도 포함

라. 주택보유 여부의 변화

<표 IV-4>는 주식시장 및 펀드시장에서 네 가지 가구 그룹들의 주택 보유 여부의 변화를 보여준다. 여기에는 2007년에 주택비보유자였다가 2011년에는 주택보유자로 전환한 가구의 비중과 그 반대의 경우가 정리되어 있다.

앞서 III장에서 추정된 패널 프로빗 모형에서는 주택보유 여부 더미 변수의 추정계수가 대체로 양(+)의 값을 가지는 것으로 나타났다. 이러한 양상은 펀드시장에서 보다 명확했다. 이에 대한 해석을 부연하면 다음과 같다. 어떤 특정시점에 주택을 보유한 가구는 그렇지 않은 가구에 비해 펀드시장에 참여할 확률이 높다. 또한 어떤 특정가구가 시계열적

변화에 따라 주택을 보유하면 펀드시장에 신규진입 할 가능성이 커진다. 만약 패널 프로빗 모형의 추정계수에 시계열적 특성이 잘 반영되어 있다면 주택비보유자가 주택보유자로 전환한 가구의 비중이 NY 그룹에서 상대적으로 높고, YN 그룹에서는 상대적으로 낮아야 할 것이다. <표 IV-4>에는 이러한 결과가 약하게 관측된다. 주식시장에서는 주택비보유자에서 보유자로 전환한 가구의 비중이 YN 그룹과 NY 그룹에서 큰 차이가 없었다. 다른 그룹과 비교해도 마찬가지였다. 반대의 경우, 즉 주택보유자에서 비보유자로 전환한 가구의 비중은 YN 그룹이 가장 높았다. 펀드시장에서는 YN 그룹과 NY 그룹 간 주택보유 여부 변화에 차이가 보였다. 펀드시장에서는 주택비보유자에서 보유자로 전환한 가구의 비중이 NY 그룹이 더 높았다. 그러나 전반적으로 볼 때 주택비보유에서 보유로 전환한 가구의 비중 차이가 시장이탈을 설명하기에는 미약하다.

<표 IV-4> 가구 그룹별 주택보유 여부의 변화

(단위: %)

시장 참여여부 변화에 따른 가구 그룹		주택보유 가구 비중		비보유 → 보유 전환 가구 비중 (2007→2011)	보유 → 비보유 전환 가구 비중 (2007→2011)
		2007	2011		
주식 시장	YY	81.1	87.8	10.8	4.1
	YN	76.4	78.5	9.9	7.7
	NY	79.2	83.3	9.7	5.6
	NN	66.4	69.1	9.5	6.8
펀드 시장	YY	77.9	84.0	10.3	4.2
	YN	70.9	79.3	14.0	5.7
	NY	72.8	85.6	16.8	4.0
	NN	66.7	68.1	8.5	7.1

추가로 YN 그룹과 다른 그룹 간 주거와 관련된 임대비용은 어떤 차이를 보이는지 확인해 보자. <표 IV-5>는 각 가구 그룹들의 전월세보증금액 변화율을 보여준다. 여기에서는 주식시장과 펀드시장의 결과가 상이하다. 우선 주식시장에서는 YN 그룹의 전월세보증금액 변화율이 가장 낮았다. 이는 예상과 다른 결과이다. 반면 펀드시장에서는 YN 그룹의 전월세보증금액 변화율이 가장 높았다. 이는 전월세보증금액의 시계열적 증가에 따른 유동성 부족 문제가 펀드시장의 이탈에 영향을 미쳤을 것임을 시사한다. 다시 말해 펀드시장에서 YN 그룹은 다른 그룹에 비해 전월세보증금액 증가라는 임대위험에 보다 많이 노출된 것으로 해석할 수 있다.

<표 IV-5> 가구 그룹별 전월세보증금액 변화

(단위: 만원, %)

시장 참여여부 변화에 따른 가구 그룹		전월세보증금액 평균		가구별 전월세보증금액 변화율의 평균 (2007 → 2011)
		2007	2011	
주식 시장	YY	9,527.3	13,772.7	44.6
	YN	8,148.8	9,778.1	20.0
	NY	5,100.0	8,307.7	62.9
	NN	3,026.2	4,168.5	37.7
펀드 시장	YY	8,176.2	10,744.8	31.4
	YN	5,733.5	8,290.8	44.6
	NY	10,770.0	13,196.0	22.5
	NN	2,817.0	3,854.2	36.8

주: 전월세보증금 보유 가구만을 대상

마. 기타금융자산 보유여부의 변화

패널 프로빗 모형에서 기타금융자산 보유여부 더미변수의 계수는 펀드시장에서만 통계적으로 유의한 양(+)의 값으로 추정된 바 있다. 즉, 다른 모든 조건이 동일할 때 기타금융자산을 보유한 가구의 펀드시장 참여확률이 보유하지 않은 가구에 비해 더 높고, 특정가구가 시계열의 변화에 따라 기타금융자산을 보유하면 펀드시장에 참여할 확률이 높아진다. 이러한 결과는 <표 IV-6>에도 나타난다. 기타금융자산 비보유에서 보유로 전환한 가구의 비중이 NY 그룹에 비해 YN 그룹에서 더 낮았다. 이러한 결과는 주식시장에서도 나타났다. 다만 YN 그룹의 기타금융자산 보유여부 변화는 YY 및 NN 그룹과 비교했을 때 의미 있는 패턴을 발견할 수 없었다.

<표 IV-6> 가구 그룹별 기타금융자산 보유여부의 변화

(단위: %)

시장 참여여부 변화에 따른 가구 그룹		기타금융자산 보유 가구 비중		비보유 → 보유 전환 가구 비중 (2007→2011)	보유 → 비보유 전환 가구 비중 (2007→2011)
		2007	2011		
주식 시장	YY	68.9	69.9	15.5	14.9
	YN	55.4	54.1	21.9	23.2
	NY	45.8	61.8	30.6	14.6
	NN	21.1	29.8	18.5	9.8
펀드 시장	YY	64.3	70.0	20.7	15.0
	YN	52.8	51.2	22.6	24.2
	NY	42.4	61.6	32.0	12.8
	NN	18.2	27.5	17.8	8.5

3. 가계특성 변화와 시장이탈: 프로빗 분석

여기에서는 2절에서 살펴본 가구특성 변화와 시장이탈 간의 이변량 분석 결과를 프로빗 분석을 통해 확인해 본다. 2절에서는 2007년과 2011년 데이터를 이용해 가구특성의 변화가 관측되는 2011년을 기준으로 분석했다. 따라서 여기에서 시도할 프로빗 분석은 패널분석이 아니라 횡단면분석이다. 추정할 횡단면 프로빗 모형은 아래의 식 (EQ3)과 같다.

$$P(y_i | x_i) = \Phi(x_i \beta) \quad (\text{EQ3})$$

식 (EQ3)에서 종속변수 y_i 는 시장에서 이탈한 가구 그룹인 YN에 속하는 가구에 1을 부여하고, 나머지 세 가지 가구 그룹에 0을 부여하는 이항종속변수이다. 이러한 가구 그룹 분류는 가급적 많은 추정표본을 확보하기 위해서이다.³²⁾ 설명변수의 벡터, x_i 는 가구특성의 시계열적 변화를 반영한다. 설명변수로 모형에 포함되는 것은 연간소득 증감률 ($grate(income)$), 2011년 연간소득($\ln(income2011)$), 금융자산 증감률 ($grate(fassets)$), 2011년 금융자산($\ln(fassets2011)$), 직업군 변화 더미 ($dum-job-ch$), 주택보유 변화 더미($dum-housing-ch$), 기타금융자산 보유 변화 더미($dum-longtermfassets-ch$) 등이다. 금액변수에는 자연로그를 취했다. 직업군 변화 더미는 2007년 근로소득자에서 2011년 자영업자(기타 포함)로 전환한 가구에 1을 부여하는 더미변수이다. 주택보유 변화 더미

32) 표본 가구 그룹을 다르게 구성해서 분석을 시도하기도 했다. 즉, YY 그룹과 YN 그룹으로 표본을 구성한 경우, YN 그룹과 NY 그룹으로 표본을 구성한 경우 등에 대해서도 동일한 프로빗 모형을 추정했다. 그런데 이 경우에는 표본 수가 너무 많이 줄어들어 설명변수들의 통계적 유의성이 대부분 확보되지 않았다. 결과는 보고하지 않는다.

는 2007년 주택비보유자에서 2011년에는 주택보유자로 전환한 가구에 1을 부여하는 더미변수이다. 기타금융자산 보유 변화 더미는 2007년 기타금융자산 비보유자에서 2011년에는 보유자로 전환한 가구에 1을 부여하는 더미변수이다.

추정계수는 설명변수들이 한 단위 증가할 때 주식 및 펀드시장에 참여했던 가계가 시장으로부터 이탈할 확률이 얼마나 변하는지를 보여준다. 앞선 이변량 분석을 토대로 할 때 연간소득 증감률과 금융자산 증감률의 추정계수는 음(-)의 값을 가질 것으로 예상된다. 2011년 연간소득과 금융자산 등 금액변수의 추정계수는 양(+)의 값을 가질 가능성이 크다. YN 그룹 이외 세 개 그룹을 하나의 그룹으로 묶었는데, 이 그룹의 표본은 대부분 NN 그룹이 차지한다. 따라서 YN 그룹의 연간소득 및 금융자산 금액이 다른 그룹에 비해 클 가능성이 매우 높다. 직업군 변화 더미는 양(+)의 값을 가질 것으로 기대된다. 이변량 분석에 따르면 근로소득자에서 자영업자로 전환하면 시장에서 이탈할 가능성이 크기 때문이다. 주택보유 변화 더미와 기타금융자산 보유 변화 더미는 모두 음(-)의 값을 가질 것으로 예상된다.

<표 IV-7>은 추정결과를 요약해 준다. 우선 주식시장으로부터의 이탈은 연간소득 증감률($grate(income)$)과 금융자산 증감률($grate(fassets)$)에 통계적으로 유의한 영향을 받는 것으로 나타났다. 연간소득이나 금융자산의 증가율이 낮은 가구일수록 주식시장으로부터 이탈할 가능성이 커진다. 세 가지 더미변수들은 주식시장 이탈을 설명하는데 있어서 그 통계적 유의성이 크지 않았다. 펀드시장으로부터의 이탈은 금융자산 증감률($grate(fassets)$)과 직업군 변화 더미($dum-job-ch$)로부터 큰 영향을 받는 것으로 나타났다. 펀드시장에서도 다른 설명변수들의 통계적 유의성은 크지 않았다. 주택보유 변화 더미($dum-housing-ch$)는 두 시장 모두에서 시장이탈에 강하고 일관된 영향을 주지 못하는 것으로 나타났다. 이는 앞서 III장의 패널 회귀분석에서 본 바와 같이 주택보유자와 비보유자 모

두 비슷한 수준의 위험에 노출되어 있을 가능성을 반영한다. 주택보유자들이 미래 주택가격의 변동위험에 노출되어 있는 것과 주택비보유자들이 전세보증금의 상승위험에 노출되어 있는 것이 모두 시장이탈에 영향을 미쳤을 가능성이 있다.³³⁾

**<표 IV-7> 횡단면 프로빗 모형 추정결과:
가구특성 변화와 시장이탈**

설명변수	종속변수			
	주식시장 (YN 그룹 = 1, 기타 그룹 = 0)		펀드시장 (YN 그룹 = 1, 기타 그룹 = 0)	
	모형1	모형2	모형1	모형2
<i>grate(income)</i>	-0.19[0.06]**	-0.09[0.04]**	-0.02[0.02]	-0.01[0.01]
<i>ln(income2011)</i>	0.28[0.05]**		0.30[0.04]**	
<i>grate(fassets)</i>	-0.06[0.02]**	-0.06[0.01]**	-0.01[0.00]**	-0.01[0.00]**
<i>ln(fassets2011)</i>	0.06[0.03]		0.00[0.02]	
<i>dum-job-ch</i>	-0.15[0.13]	-0.06[0.11]	0.31[0.09]**	0.21[0.08]**
<i>dum-housing-ch</i>	-0.07[0.13]	-0.05[0.12]	0.12[0.10]	0.20[0.09]*
<i>dum-longtermfassets-ch</i>	0.12[0.09]	0.21[0.09]**	0.06[0.07]	0.15[0.07]*
<i>c</i>	-3.93[0.42]**	-1.30[0.05]**	-3.43[0.32]**	-0.96[0.04]**
표본 수	2,660	2,660	2,660	2,660
<i>Log Likelihood</i>	-629.33	-756.54	-1,053.58	-1,243.14
<i>Pseudo R²</i>	0.07	0.03	0.05	0.02

주: 1) 값은 추정계수이며, []의 값은 추정계수의 표준오차(standard error)
2) **와 *는 추정계수가 각각 1% 및 5% 유의수준에서 통계적으로 유의함 의미

33) 표본 수의 축소 문제로 인해 이에 대한 실증분석은 시행하기 어려웠다.

4. 분석결과의 의미

IV장에서는 주식 및 펀드시장으로부터의 이탈이 가구특성 변수의 시계열적 변화와 어떤 관계가 있는지를 분석했다. 이변량 분석의 주요 결과를 요약하면 다음과 같다.

소득과 금융자산의 시계열적 증가율은 시장으로부터의 이탈을 대체로 잘 설명했다. 시장에서 이탈한 가구 그룹의 소득과 금융자산 증가율은 시장에 새로이 진입한 가구 그룹에 비해 현저하게 낮았다. 가구주 직업군의 시계열적 변화는 펀드시장에서만 시장이탈과 상관관계가 있었다. 펀드시장에서는 시장에서 이탈한 가구 그룹의 자영업자로의 전환 비율이 시장에 신규로 진입한 가구 그룹에 비해 월등히 높았다. 시장이탈 가구 그룹은 주택 비보유자에서 보유자로 전환한 가구의 비중이 신규진입 가구 그룹에 비해 더 낮았다. 그리고 시장이탈 가구 그룹에서 주택을 보유하지 않은 가구들은 전세보증금액 증가율이 매우 높아, 소위 임대위험에 많이 노출된 것으로 보인다. 횡단면 프로빗 분석은 이러한 이변량 분석의 결과를 일부 뒷받침해 주었다.

위와 같은 분석결과를 III장의 패널 회귀분석 결과와 연계해 2007~2011년 중 주식 및 펀드시장 참여율 하락의 원인을 추론해 보면 다음과 같다. 2007~2011년 중에는 가계의 평균적인 소득과 금융자산이 늘어나지 못하고 정체되어 있었다. 그 중 특히 일부 계층의 가구는 소득의 안정성이 떨어지는 직업군으로 옮겼다. 이 가구들은 주로 근로소득자에서 자영업자로 전환한 가구들인데, 이들은 새로운 직업을 영위하기 위해 축적해 놓았던 유동성자산, 즉 금융자산의 일부를 처분해 새로운 사업자산에 투자했을 가능성이 있다.³⁴⁾ 따라서 이 계층의 가구들은 금융자산의

34) 불행하게도 이 연구에서 이용한 재정패널조사에는 사업자산에 대한 조사는 빠져 있어서 이를 구체적으로 확인할 수 없었다.

절대액수가 크게 줄어들었고, 그 결과 주식 및 펀드 등 위험자산을 매입할 유동성이 부족했을 것이다. 더군다나 이 계층들은 소득의 불확실성이 더 커졌기 때문에 금융자산이 줄지 않았더라도 추가적인 위험을 선택하기 어려웠을 것으로 판단된다. 여기에 더해 이 계층의 가구들은 주택보유자로 전환하지 못하고 임대시장에 남아 있었는데, 이 기간에 급등한 전월세보증금으로 인해 매우 큰 임대위험에 노출되어 있었다. 그리고 이로 인해 금융자산 선택에 있어서도 매우 보수적일 수밖에 없었다고 본다. 마지막으로 이와 같은 해석은 펀드시장 참여율 하락 설명에 보다 적절하다.

V. 결론

1. 주요 결과의 요약
2. 시사점

V. 결론

1. 주요 결과의 요약

이 연구는 크게 두 가지 목적을 가지고 시작되었다. 오래전부터 제기되어 왔던 “왜 우리나라 가계는 주식시장 또는 펀드시장에 초과수익률이 존재해도 시장에 참여하지 않는가?”라는 질문에 답해보고자 하는 것이 그 첫 번째 목적이다. 연구의 두 번째 목적은 2008년 글로벌 금융위기 이후 관찰되고 있는 두 시장에 대한 가계의 참여율 하락이 무엇 때문인지를 탐구하는 것이다. 이 연구는 가계특성 변수들과 그 변수들의 시계열적 변화가 설명해줄 수 있는 범위 내에서 분석을 시도했다.

본격적인 분석에 앞서 금융위기 전후의 가계 자산부채 구조를 살펴본 결과 몇 가지 특징을 발견할 수 있었다. 자산 및 부채규모의 정체, 자산 항목 중 전월세보증금의 부각, 안전자산 선호도 심화 및 연금성 자산 증대 등이 주목할 만한 특징이다. 금융위기 직전에 정점에 올랐던 주식과 펀드시장 참여율은 크게 떨어지는 모습을 보였다. 두 시장에 참여하는 가계들의 참여조건부 투자비중이 크게 변하지 않은 점에 비추어 볼 때 최근 양 시장에 대한 개인들의 투자금액 위축은 결국 시장이탈자가 많았기 때문으로 보인다.

이 연구의 첫 번째 목적인 가계의 주식 및 펀드시장 참여확률 결정요인을 알아보기 위해 패널 프로빗 모형을 추정했는데, 다음과 같은 결과들을 얻었다. 소득이 많거나 금융자산 보유액수가 크면 시장 참여율이 높았다. 가구주가 높은 수준의 교육을 받았거나 근로소득자일 경우 그 대척점에 있는 가구에 비해 시장 참여율이 높았다. 주택보유자는 미세하게나마 비보유자에 비해 시장 참여율이 높았다. 다만, 주택보유자와 비

보유자 간의 시장 참여율 격차는 크지 않았다. 이는 주택보유자가 가지고 있는 위험과 주택비보유자가 가지고 있는 위험의 수준에 큰 격차가 없음을 의미하기도 한다. 다시 말해, 주택비보유자가 전월세보증금 급등 위험에 노출되어 있는 것과 마찬가지로 주택보유자도 주택가격의 변동 위험에 노출되어 주식 및 펀드시장 참여를 꺼릴 수 있다. 한편, 연령변수와 시장 참여율 간의 '역 U자 상관관계'는 명확하게 나타나지 않았다. 우리나라 가계의 주식 및 펀드시장 참여율은 매우 이른 연령대에 정점에 이른 후 빠르게 떨어지는 양상을 보였다. 이와 같은 분석결과는 가계의 주식 및 펀드시장 참여 제약요인으로 기존문헌들이 제시하고 있는 금융시장 마찰의 존재, 가구 배경위험의 존재 등이 우리나라에서도 작동하고 있음을 의미한다. 추가적으로 데이터로 관측하기 어려운 가구 간의 이질성들도 시장 참여율에 영향을 미칠 수 있음을 확인했다. 데이터로 관측되기 어려운 가구 간의 이질성들은 시장 비참여에 대해 가계특성 변수들이 미처 설명하지 못하는 부분들을 설명할 수 있다. 예를 들어 주식 및 펀드시장의 미래 기대수익률을 아주 낮게 잡고 있는 가구, 각종 금융세계의 변화에 크게 영향을 받는 가구, 다양한 심리적 제약에 노출된 가구들은 그들의 가계특성에 관계없이 시장에 참여하지 않을 수 있다. 또한 잠재성장률의 저하 등 대부분의 가구에 유사한 수준으로 영향을 미칠 수 있는 시계열적 이벤트들도 시장 참여율에 영향을 미친다.

패널모형 추정계수의 특징은 횡단면적 요소와 시계열적 요소를 동시에 반영한다는 점이다. 따라서 가계특성 변수 중 시계열적으로 변화하는 변수들은 2007~2011년 중의 주식 및 펀드시장 참여율 하락의 일부를 설명해 줄 수 있다. 이 연구의 두 번째 목적을 탐구하기 위해 이 기간 중 주식 및 펀드시장으로부터의 이탈이 가계특성 변수의 시계열적 변화와 어떤 관계가 있는지를 분석했다. 분석결과를 토대로 이 기간 중 주식 및 펀드시장 참여율 하락 원인을 추론해 보면 다음과 같다. 1차 퇴직 시기에 직면한 가구들 중 상당수가 자영업자로 전환했는데, 이 과정에서

축적해 두었던 금융자산을 사업자산에 투자했을 가능성이 크다. 이들은 주식과 펀드 등 위험자산에 투자할 수 있는 여유 금융자산이 부족해졌을 뿐만 아니라, 소득의 안정성도 크게 떨어져 주식과 펀드시장에 참여할 유인이 많이 사라졌을 것이다. 이와 더불어 이 기간 중 주택시장과 임대시장 모두에서 위험노출도가 커진 것도 주식 및 펀드시장 참여율 하락의 원인인 것으로 추정된다. 이러한 해석은 주식시장보다는 펀드시장 참여율 하락을 설명하는데 더 적절하다.

2. 시사점

분석 결과를 바탕으로 몇 가지 시사점을 제시하면서 연구를 마무리한다. 가계의 주식시장 및 펀드시장 참여 확대가 그들의 후생을 증진시키고, 그 결과로서 자본시장 활성화에 보탬이 된다면 시장 참여 증진을 위한 정부의 정책적 노력과 금융투자업계의 고뇌가 반드시 필요하다.³⁵⁾ 다만, 우리나라 가계의 시장 참여를 제약하는 요인이나 최근의 참여율 하락을 야기한 가계특성 변화를 고려할 때 시장 참여를 증진시키기 위한 노력은 그 효과가 제한적일 수밖에 없다.

우선 가장 먼저 떠오르는 과제는 어떻게 하면 안정적인(stable) 초과수익률(+ α)을 가계부문 투자자들에게 제시할 수 있을까 하는 점이다. 본 연구의 분석결과에 의하면 애초부터 주식 및 펀드시장에 진입하지 않았거나 두 시장으로부터 이탈한 가계들은 그들의 미래를 확신하기 어려운 부류가 대부분이다. 이것이 앞에서 언급한 가계의 배경위험이다. 배경위험이 높은 가계는 주식 및 펀드시장에 초과수익률이 존재하더라도 그

35) 여기에서는 간단한 방향만 언급하고 상세한 정책설계나 업계의 경영전략은 논의하지 않는다.

초과수익률이 안정적이지 못하면 시장에 참여하지 않는다. 안정적인 초과수익률이라는 개념은 자본시장 상품의 본질과 차이가 있지만, 이를 확보하기 위한 몇 가지 노력은 가능하리라 본다. 먼저 최근 활발하게 논의가 진행 중인 배당의 확대가 효율적인 방안 중 하나이다. 근래에 금융위원회가 도입을 검토하겠다고 밝힌 비과세 저축계좌도 훌륭한 수단이 될 수 있다. 세제혜택은 장기적으로 초과수익률 확보에 큰 영향을 미친다. 소위 '중위험중수익' 상품의 다양한 공급도 필요하다. 이를 위해서는 해외의 다양한 자산에 투자하는 상품을 설계하고 시장에 공급해야 한다. 이 문제는 근본적으로 금융투자업계의 과제이긴 하지만 그 과정에서 정책적 지원이 필요한 부분이 많이 생길 것으로 본다.

주식 및 펀드시장 참여를 제약하는 또 다른 중요한 요인으로는 유무형적 참여비용의 존재이다. 특히 암묵적비용이라 불리는 무형의 참여비용은 시장 참여에 많은 영향을 미친다. 이를 줄여주기 위해서는 정보제공이 올바르게 이루어져야 한다. 특히 펀드시장의 잠재적인 참여자들을 위한 효율적인 정보제공 체계는 매우 필요하다. 가계부문 투자자들은 정보의 취합 및 해석 능력이 떨어지기 때문에 수천 개에 달하는 펀드 중에서 자신들에게 적합한 상품을 고르는 것이 매우 어렵다. 특히 구매력이 가장 높은 연령대인 40대 중후반에서 50대 초반에 이르는 가계가 펀드시장에 거의 참여하지 않는다는 사실은 쉽고 효율적인 정보제공이 중요함을 시사한다.

마지막으로 주식 및 펀드시장에 대한 신뢰회복이 필요하다. 문헌연구에서 살펴본 바와 같이 일부 투자자들은 그들이 가지고 있는 고유의 심리적 제약으로 인해 시장에 참여하지 않는다. 심리적 제약은 주식 및 펀드시장을 일종의 투기시장으로 보는 극단적인 위험회피 성향, 타인을 믿지 못하는 성향, 과거 큰 손실을 경험한데 따른 두려움 등을 포괄한다. 이러한 심리적 제약에 노출된 투자자들은 그들의 가계특성과 관계없이 시장에 참여하지 않는 것으로 알려진다. 이는 모두 시장에 대한 신뢰와

연관되어 있다. 따라서 증권회사 애널리스트들의 객관적인 분석, 펀드 판매회사들의 공정한 상품 추천, 유행에 휩쓸려 투자자들을 위험에 노출시키는 행위 근절 등이 지향해야 할 방향이다. 관건은 어떻게 대리인문제를 축소시켜 이해상충을 줄일 수 있느냐 하는 것인 바, 이를 위한 정부와 금융투자업계의 부단한 노력이 필요하다.

참 고 문 헌

참 고 문 헌

<국내 문헌>

- 강민우, 2008, 한국 자본시장의 주식프리미엄과 위험회피계수 추정, 『응용경제』, 10(3), 33-49.
- 김인수·홍정훈, 2008, 우리나라 주식시장에서의 주식프리미엄 퍼즐에 관한 연구, 『재무연구』, 21(1), 1-32.
- 김진영, 2002, 대우패널자료를 통해 본 1990년대 가계의 자산구성 변화, 『재정논집』, 17(1), 47-74.
- 김재철·김종민, 2011, 『한국형 헤지펀드의 미래와 영향』, 자본시장연구원 이슈페이퍼 11-06.
- 독고윤·박종원·조재호, 2001, 한국주식시장의 수익률 프리미엄에 관한 연구, 『재무연구』, 14(1), 1-22.
- 민인식·최필선, 2009, STATA 패널데이터 분석, 한국STATA학회.
- 임경목, 2004, 한국 가계의 주식시장 참가 결정요인 분석, 『KDI 정책연구』 26(1), 35-69.
- 조인숙, 2012, 연금제도의 특징에 따른 주식시장 참여율 국가별 비교, 『경제학연구』 60(2), 27-62.
- 한국조세재정연구원, 2014, 『재정패널조사: 1~5차년도 조사자료 사용자 안내서』.

<국의 문헌>

- ASX, 2012, Australian Share Ownership Study.
- Alessie, R., Hochguertel, S., Soest, A., 2002, Household Portfolios in the Netherlands, in Guiso, L., Haliassos, M., Jappelli, T., (eds.), *Household Portfolios*, MIT Press.
- Alessie, R., Hochguertel, S., Soest, A., 2004, Ownership of Stocks and Mutual Funds: A Panel Data Analysis, *Review of Economics and Statistics* 86, 783-796.
- Ang, A., Bekaert, G., Liu, J., 2005, Why Stocks May Disappoint, *Journal of Financial Economics* 76, 471-508.
- Arrow, K., 1974, *Essays in the Theory of Risk Bearing*, North Holland.
- Banks, J., Tanner, S., 2002, Household Portfolios in the United Kingdom, in Guiso, L., Haliassos, M., Jappelli, T., (eds.), *Household Portfolios*, MIT Press.
- Baptista, A., 2008, Optimal Delegated Portfolio Management with Background Risk, *Journal of Banking and Finance* 32, 977-985.
- Barber, B., Odean, T., 2001, Boys Will be Boys: Gender, Overconfidence, and Common Stock Investment, *Quarterly Journal of Economics* 116, 261-292.
- Barberis, N., Huang, M., Thaler, R., 2006, Individual Preferences, Monetary Gambles, and Stock Market Participation, *American Economic Review* 96, 1069-1090.
- Becker, T., Shabani, R., 2010, Outstanding Debt and the Household Portfolio, *Review of Financial Studies* 23, 2900-2934.

- Bertaut, C., 1998, Stockholding Behavior of U.S. Households: Evidence from the 1983-1989 Survey of Consumer Finances, *Review of Economics and Statistics* 80, 263-275.
- Bertaut, C., Starr-McCluer, M., 2002, Household Portfolios in the United States, in Guiso, L., Haliassos, M., Jappelli, T., (eds.), *Household Portfolios*, MIT Press.
- Bodie, Z., Merton, R., Samuelson, W., 1992, Labor Supply Flexibility and Portfolio Choice in a Life Cycle Model, *Journal of Economic Dynamics and Control* 16, 427-449.
- Brueckner, J., 1997, Consumption and Investment Motives and the Portfolio Choices of Homeowners, *Journal of Real Estate Finance and Economics* 15, 159-180.
- Campbell, J., 2006, Household Finance, *Journal of Finance* 61, 1553-1604.
- Cardak, B., Wilkins, R., 2009, The Determinants of Household Risky Asset Holdings: Australian Evidence on Background Risk and Other Factors, *Journal of Banking and Finance* 33, 850-860.
- Chetty, R., Szeidl, A., 2007, Consumption Commitments and Risk Preferences, *Quarterly Journal of Economics* 122, 831-877.
- Chetty, R., Szeidl, A., 2012, The Effect of Housing on Portfolio Choice, Working Paper.
- Christelis, D., Georgarakos, D., Haliassos, M., 2010, Differences in Portfolios Across Countries: Economic Environment Versus Household Characteristics, Working Paper No. 204-2010, Mannheim Research Institute for the Economics of Aging.

- Cocco, J., 2004, Portfolio Choice on the Presence of Housing, *Review of Financial Studies* 18, 535-567.
- Cocco, J., Gomes, F., Maenhout, P., 2005, Consumption and Portfolio Choice over the Life Cycle, *Review of Financial Studies* 18, 492-533.
- Davis, J., Sandstrom, S., Shorrocks, A., Wolff, E., 2009, The Level and Distribution of Global Household Wealth, Working Paper Series No. 15508, NBER.
- Dominitz, J., Manski, C., 2007, Expected Equity Returns and Portfolio Choice: Evidence from the Health and Retirement Study, *Journal of the European Economic Association* 5, 369-379.
- European Central Bank(ECB), 2013, The Eurosystem Household Finance and Consumption Survey: Results from the First Wave, Statistics Paper Series No. 2.
- Eymann, A., Borsch-Supan, A., 2002, Household Portfolios in Germany, in Guiso, L., Haliassos, M., Jappelli, T., (eds.), *Household Portfolios*, MIT Press.
- Flavin, M., Yamashita, T., 2002, Owner-Occupied Housing and Composition of the Household Portfolio, *American Economic Review* 92, 345-362.
- Federal Reserve Board(FRB), 2012, Changes in U.S. Family Finances from 2007 to 2010: Evidence from the Survey of Consumer Finances, *Federal Reserve Bulletin*, 98(2).

- Gollier, C., 2001, What Does Classical Theory Have to Say About Household Portfolios?, in Guiso, L., Haliassos, M., Jappelli, T., (eds.), *Household Portfolios*, MIT Press.
- Grossman, S., Laroque, G., 1990, Asset Pricing and Optimal Portfolio Choice in the Presence of Illiquid Durable Consumption Goods, *Econometrica* 58, 25-51.
- Guiso, L., Haliassos, M., Jappelli, T., 2003, Household Stockholding in Europe: Where Do We Stand and Where Do We Go?, *Economic Policy* 18, 123-170.
- Guiso, L., Jappelli, T., 2002, Household Portfolios in Italy, in Guiso, L., Haliassos, M., Jappelli, T., (eds.), *Household Portfolios*, MIT Press.
- Guiso, L., Jappelli, T., 2008, Financial Literacy and Portfolio Diversification, EUI Working Papers No. 2008-31.
- Guiso, L., Sapienza, P., Zingales, L., 2008, Trusting the Stock Market, *Journal of Finance* 63, 2557-2600.
- Guiso, L., Sapienza, P., Zingales, L., 2013, Time Varying Risk Aversion, Working Paper Series No. 19284, NBER.
- Guvenen, F., 2006, Reconciling Conflicting Evidence on the Elasticity of Intertemporal Substitution: A Macroeconomic Perspective, *Journal of Monetary Economics* 53, 1451-1472.
- Haliassos, M., Bertaut, C., 1995, Why Do So Few Hold Stocks?, *Economic Journal* 105, 1110-1129.

- Haliassos, M., Michaelides, A., 2003, Portfolio Choice and Liquidity Constraints, *International Economic Review* 44, 143-177.
- Heaton, J., Lucas, D., 2000a, Portfolio Choice in the Presence of Background Risk, *Economic Journal* 110, 1-26.
- Heaton, J., Lucas, D., 2000b, Portfolio Choice and Asset Prices: the Importance of Entrepreneurial Risk, *Journal of Finance* 55, 1163-1198.
- Hong, H., Kubik, J., Stein, J., 2004, Social Interaction and Stock Market Participation, *Journal of Finance* 59, 137-163.
- Hu, X., 2005, Portfolio Choices for Homeowners, *Journal of Urban Economics* 58, 114-136.
- Hurd, M., Van Rooij, M., Winter, J., 2011, Stock Market Expectations of Dutch Households, *Journal of Applied Econometrics* 26, 416-436.
- Investment Company Institute(ICI), 2013, Investment Company Fact Book.
- Kimball, M., 1993, Standard Risk Aversion, *Econometrica* 61, 589-611.
- King, M., Leape, J., 1987, Asset Accumulation, Information, and the Life Cycle, Working Paper Series No. 2392, NBER.
- King, M., Leape, J., 1998, Wealth and Portfolio Composition: Theory and Evidence, *Journal of Public Economics* 69, 155-193.
- Lee, B., Rosenthal, L., Veld, C., Veld-Merkoulova, Y., 2013, Stock Market Expectations and Risk Aversion of Individual Investors, Working Paper.

- Malmendier, U., Nagel, S., 2011, Depression Babies: Do Macroeconomic Experiences Affect Risk Taking?, *Quarterly Journal of Economics* 126, 373-416.
- Mankiw, G., Zeldes, S., 1991, The Consumption of Stockholders and Non-Stockholders, *Journal of Financial Economics* 29, 97-112.
- Merton, R., 1969, Lifetime Portfolio Selection under Uncertainty: The Continuous-time Case, *Review of Economics and Statistics* 51, 247-257.
- Merton, R., 1971, Optimum Consumption and Portfolio Rules in a Continuous-time Model, *Journal of Economic Theory* 3, 373-413.
- Mehra, R., Prescott, E., 1985, The Equity Premium: A Puzzle, *Journal of Monetary Economics* 15, 145-161.
- Paxson, C., 1990, Borrowing Constraints and Portfolio Choice, *Quarterly Journal of Economics* 105, 535-543.
- Pratt, J., Zeckhauser, R., 1987, Proper Risk Aversion, *Econometrica* 55, 143-154.
- Samuelson, P., 1969, Lifetime Portfolio Selection by Dynamic Stochastic Programming, *Review of Economics and Statistics* 51, 239-246.
- Sinai, T., Souleles, N., 2005, Owner-Occupied Housing as a Hedge Against Rent Risk, *Quarterly Journal of Economics* 120, 763-789.
- Uhler, R., Cragg, J., 1971, The Structure of the Asset Portfolios of Households, *Review of Economic Studies* 38, 341-357.

- Vestmann, R., 2012, Limited Stock Market Participation Among Renters and Home Owners, Working Paper.
- Vissing-Jorgensen, A., 2002, Towards an Explanation of Household Portfolio Choice Heterogeneity: Non-Financial Income and Participation Cost Structures, Working Paper Series No. 8884, NBER.
- Vissing-Jorgensen, A., 2003, Perspectives on Behavioral Finance: Does Irrationality Disappear with Wealth? Evidence from Expectations and Actions, in Gertler, M., Rogoff, K., (eds.), *NBER Macroeconomics Annual 2003*, MIT Press.
- Wooldridge, J., 2002, *Econometric Analysis of Cross Section and Panel Data*, MIT Press.
- Worthington, A., 2009, Household Asset Portfolio Diversification: Evidence from the Household, Income and Labour Dynamics in Australia (HILDA) Survey, Discussion Papers Finance No. 2009-08, Griffith University.
- Yao, R., Zhang, H., 2005, Optimal Consumption and Portfolio Choices with Risky Housing and Borrowing Constraints, *Review of Financial Studies* 18, 197-239.
- Yamashita, T., 2003, Owner-Occupied Housing and Investment in Stocks: an Empirical Test, *Journal of Urban Economics* 53, 220-237.

<웹사이트>

한국거래소	www.krx.co.kr
한국노동연구원	www.kli.re.kr
한국은행	www.bok.or.kr
한국조세재정연구원	www.kipf.re.kr
통계청	www.kostat.go.kr

<연구보고서 안내>

발간번호	제 목	저 자	발간년월
14-08	가계의 주식 및 펀드시장 참여에 대한 연구	김재철, 남재우, 장지혜	14.12
14-07	우리나라 외환스왑시장의 불균형 및 환율과의 관계에 관한 연구	이승호	14.12
14-06	선진국의 비전통적 통화정책과 출구전략 분석	강현주, 서현덕, 주현수	14.12
14-05	주식과세제도의 개선방향에 관한 연구	김갑래, 김준석, 황세운	14.07
14-04	그레인저 인과관계 네트워크를 이용한 금융기관간 상호연계성 추정	서현덕	14.05
14-03	금융산업의 특성을 고려한 담합의 판단기준에 대한 연구	이성복, 이승진	14.03
14-02	파생상품 불공정거래 규제 체계의 개선방향	정윤모, 이효섭	14.03
14-01	기관투자자가 자본시장 발전에 미치는 영향 및 정책과제	신보성, 김준석	14.02
13-05	국내 증권산업의 환경변화와 대응방안-2020 증권산업 비전과 전망	박용린, 이석훈, 장정모, 최순영	13.12
13-04	연금사회와 자산운용산업의 미래-2020 자산운용산업 비전과 전망	송홍선, 김재철, 김종민 남재우, 홍원구	13.12
13-03	인구고령화와 우리나라의 자본시장 II : 퇴직연금과 자본시장 성장의 선순환	김재철, 홍원구	13.12
13-02	글로벌 유동성과 국제자본이동과의 관계에 관한 연구	강현주, 이승호	13.12
13-01	통화 국제화의 결정요인에 관한 연구: 원화 국제화의 가능성에 관한 시사점	현석, 이상현	13.02
12-05	글로벌 거래소 변화양상과 시사점	이인형, 강소현, 김준석	12.12
12-04	탄소금융의 국제동향 분석과 발전방안에 대한 연구	노희진, 김필규	12.12
12-03	국내 주식형펀드의 투자효율성과 규모효과에 대한 연구	김종민, 송홍선	12.11
12-02	국내 애널리스트 이직에 관한 연구	김종민, 이석훈	12.11
12-01	주가지수파생상품 만기일 효과에 관한 연구	남길남, 이효섭	12.06
11-03	아시아 통화와 아시아 국경간(cross-border) 채권시장의 발전방안에 관한 연구	현석, 이상현	11.07
11-02	한국 외화자금시장 유동성 위기의 특징과 외환시장에의 영향 분석	이인형, 이운재	11.02
11-01	금융투자업의 시장구조에 대한 분석 및 시사점	신보성, 이석훈, 이성훈, 장정모	11.01
10-05	국내 IPO 시장의 경쟁도 분석	이석훈, 박신애	10.12
10-04	선물환 수요 불균형 해소방안에 관한 연구	이성훈, 김형욱, 윤종문	10.11
10-03	국내 자산운용시장 경쟁구조에 대한 연구: 판매시장의 가격규율을 중심으로	김재철, 박진모	10.07
10-02	학자금대출시장 분석 및 유동화 활성화 방안	김필규, 박연우, 이현진	10.06
10-01	증권발행가격 규제의 문제점과 제도개선 연구	장욱, 전상경	10.06
09-02	금융투자회사의 자기자본 규제 연구	권세훈, 송홍선, 정윤모, 한상범	09.04
09-01	국내 전자증권제도의 효율적 도입방안에 관한 연구	김필규, 이석훈, 황세운 김용재, 조인호	09.03
08-05	증권산업의 경쟁도 변화에 대한 분석 및 시사점	신보성, 이석훈, 이진호, 박신애	08.11
08-04	모기지의 조기상환 모형에 근거한 MBS 가격결정에 관한 연구	박연우, 김필규, 이현진, 정재선	08.07
08-03	헤지펀드의 국내 허용 방안	노희진, 김필규	08.03

<연구보고서 안내>

발간번호	제 목	저 자	발간년월
08-02	세계 신용파생상품시장의 혁신과 시사점	남길남, 이석형, 주윤신	08.03
08-01	KRX 가격제한폭제도의 유효성에 관한 연구	엄경식, 강형철, 이윤재	08.03
07-03	기업집단 지배-소유 괴리 측정에 관한 연구: 임계지배권 방법을 중심으로	강형철, 빈기범, 조성훈, 윤정선	07.12
07-02	프로그램 매매가 변동성에 미치는 효과에 대한 연구	한상범, 이윤재	07.07
07-01	미국주식시장의 재개편: Regulation NMS의 도입 및 시사점	엄경식, 장병훈	07.03
06-08	증권회사의 자기자본 규제 개선에 관한 연구	권세훈, 한상범, 김현숙, 박희선	06.12
06-07	장외파생상품 자동거래시스템에 관한 연구	진익, 한지연	06.12
06-06	기업 현금성 자산 보유와 기업 가치에 대한 연구	빈기범, 서은숙, 송민규	06.11
06-05	"U.S. 달러표시 주식부문" 도입을 통한 한국자본시장 국제화의 타당성 검토	엄경식, 김영식, 정순섭	06.11
06-04	증권회사의 과당매매 규제에 관한 법적 연구	정윤모, 박기령	06.11
06-03	인구 고령화와 우리나라의 자본시장 I: 가계의 주식보유에 미치는 영향을 중심으로	김재철, 고광수, 김근수, 박진모, 박창욱	06.07
06-02	증권산업의 인적자본 축적에 대한 분석 및 시사점	신보성, 최강식	06.05
06-01	국내 주식시장의 버블 가능성 평가	김재철, 빈기범, 송민규	06.04
05-05	유동성 증대를 위한 효율적 주식거래 메커니즘 연구	엄경식, 선정훈, 한상범, 강대일	05.12
05-04	우리나라 자본시장과 은행의 균형 발전 필요성	신보성, 빈기범, 박상용	05.11
05-03	기관투자자와 주식시장의 안정성에 관한 연구: OECD 국가를 대상으로	고광수, 박창욱	05.06
05-02	가계의 주식보유 비중 결정 요인에 대한 연구	김재철	05.03
05-01	한국·일본·중국의 기관투자자 비교 연구	고광수, 김근수	05.02
04-09	우리나라 자본시장 규제의 선진화 방향	신보성, 박경서	04.12
04-08	한국주식시장의 투명성 연구: 외국계 증권회사 대량매매 정보공개 효과 분석	선정훈, 한상범, 강대일, 이윤재	04.12
04-07	수시공시제도의 개선방향 -포괄주의 방식의 도입 검토-	정윤모, 이주혜, 박기령	04.12
04-06	대량매매(Block Trade) 체결 메커니즘의 효율화에 관한 연구	선정훈, 한상범	04.11
04-05	증권산업 종사자의 자격 및 제한적 매매에 관한 연구	노희진, 주윤신	04.10
04-04	공적 연금의 지배구조에 관한 연구: 국민연금을 중심으로	조성훈, 고광수, 박창욱	04.09
04-03	공적 연기금의 투자 정책에 관한 연구	고광수, 김근수, 박창욱	04.09
04-02	투자자교육의 체계적 정립과 투자자보호	김근수	04.06
04-01	채권 스트립에 관한 연구	오승현, 유윤주	04.03
03-09	코스닥시장의 위상 재정립과 효율화 방안에 관한 연구	한상범, 엄경식, 강대일, 윤지아	03.12
03-08	증권산업에서의 이해상충에 관한 연구 II: 주식발행업무	정윤모, 조성훈, 한상범, 박현수, 이종은, 강대일	03.11
03-07	자산운용업의 바람직한 방향에 관한 연구	고광수	03.11
03-06	전자증권제도의 도입환경과 효과분석	송치승, 박연정	03.09

<조사보고서 안내>

발간번호	제 목	저 자	발간년월
03-05	증권산업에서의 이해상충에 관한 연구 I: 증권회사 조사분석	조성훈, 정윤모, 박현수	03.05
14-03	배출권 시장 안정화 정책의 분석 -중앙은행 모델을 중심으로-	유종민	14.07
14-02	주식시장 분할에 따른 시장구조 변화와 감독 및 규제체계 시사점	이인형, 강소현, 양진영	14.03
14-01	주요국 국채시장의 제도적 특성과 시사점	김필규, 백인석, 황세운	14.03
13-07	ETN 시장의 특징과 시사점	남길남	13.12
13-05	영국의 사회적 투자시장 육성정책의 시사점	김갑래, 박수연	13.12
13-04	맥쿼리 그룹의 성장사례 및 한국 증권회사에 주는 시사점	최순영	13.11
13-03	녹색기후기금(GCF)의 특성과 향후 정책방안	노희진, 김규림	13.11
13-02	아시아 주요국의 펀드산업 현황 조사	송홍선, 남재우, 홍원구 공경신, 태희, 장지혜	13.09
13-01	자산운용업의 경영현황 분석과 자생력 확보 방향	김재철, 장지혜	13.08
12-05	글로벌 금융위기 이후 자기자본 규제의 국제적인 변화	송홍선, 장정모, 한상범	12.12
12-04	이슬람금융의 현황과 시사점	김한수, 김보영	12.12
12-03	해외 선진 PEF의 운영현황과 시사점 -바이아웃(buyout)을 중심으로-	박용린, 천창민, 안유미	12.12
12-02	자본시장법과 외국환거래법의 비교 및 정합성 제고를 위한 과제	이승호, 이종덕	12.12
12-01	글로벌 국부펀드 현황 및 시사점	이승호, 김한수, 최순영	12.06
11-02	EU 금융서비스 통합 실행계획(FSAP)의 구조와 체계	이용우	11.12
11-01	신금융투자상품의 구조와 활용	박철호, 김형욱, 박연우, 빈기범	11.06
10-05	미국의 장외파생상품 규제: 도드-프랭크법을 중심으로	남길남	10.12
10-04	거래소 인수·합병: 동향과 사례	김준석, 장욱, 장병훈, 한지연	10.12
10-03	배당 재투자 계획(DRIP)에 관한 연구	권세훈, 박희선	10.09
10-02	FX마진거래제도 개선방안	박철호	10.07
10-01	녹색금융의 발전방향과 추진전략	노희진	10.06
09-02	펀드 규율체계의 바람직한 통합 방향	김재철, 빈기범, 박진모, 김란영	09.08
09-01	신흥시장국 주식시장의 구조와 현황 분석(I): 중남미 주식시장	김준석, 이윤재, 장병훈, 한지연	09.07
08-03	선진 자산운용회사의 경영전략과 시사점	송홍선, 공경신	08.11
08-02	증권회사의 M&A 사례 및 전략	권세훈, 박희선	08.11
08-01	자본시장을 활용한 공공투자 자금조달에 관한 연구	조성원, 박창욱	08.08
07-01	스타일투자를 활용한 맞춤형 자산관리	진익, 한지연	07.12
06-03	미국 자산유동화증권 공시 제도의 현황과 국내 시사점	김필규, 이현진, 윤지아, 서의경	06.11
06-02	국내 증권회사의 리스크관리 현황과 개선방향	노희진, 김규림	06.07
06-01	자율규제기관의 제재 효율화 방안 : 미국 NASD를 중심으로	정윤모, 박기령	06.05

<정책보고서 안내>

발간번호	제 목	저 자	발간년월
13-01	증권형 크라우드펀딩 제도의 구축방향과 과제	천창민	13.06
11-02	중국 주식시장 특성과 외국기업의 활용방안	안유화, 김은화	11.12
11-01	금융위기 이후 주요도시의 국제금융중심지 전략 변화 및 시사점	김한수, 김보영, 정은경	11.11

<이슈 & 정책 안내>

발간번호	제 목	저 자	발간년월
14-01	IPO 공모주 주가 변화에 대한 분석 및 시사점	이석훈	14.01
13-10	국내 상장기업 배당정책: 평가와 시사점	강소현, 김준석, 양진영	13.12
13-09	아시아 펀드패스포트(ARFP)에 대한 논의와 시사점	김종민	13.12
13-08	해외의 소액투자지원제도와 시사점	천창민, 이현정	13.11
13-07	이스라엘의 요즈마펀드에 대한 고찰 및 시사점	이성복	13.11
13-06	한국 채권시장의 변동성: 평가와 시사점	백인석, 황세운	13.10
13-05	한국 외환시장의 변동성: 원인과 대응	이승호	13.08
13-04	한국 주식시장 변동성: 평가와 시사점	김준석, 백인석	13.06
13-03	자본시장 관점에서 본 국민연금 주요이슈와 정책방안	남재우	13.03
13-02	한국 ELS/DLS 시장의 건전한 성장을 위한 방안	이효섭, 김지태	13.03
13-01	유럽의 금융거래세 도입논의와 한국에의 시사점	김준석, 황세운	13.03
12-08	캐나다 개인연금의 현황과 시사점	홍원구	12.11
12-07	기관투자자의 헤지펀드 활용 전략	남재우	12.11
12-06	주요국의 불공정거래 조사 및 제재의 분석과 시사점	정윤모, 이승진	12.11
12-05	위안화의 역외 사용 확대와 한국의 대응	안유화	12.11
12-04	사회성과연계채권(SIB) 활용방안: 자본시장을 통한 사회문제의 해결	김갑래	12.07
12-03	국채 CDS프리미엄의 결정요인 분석 및 시사점	조성원	12.06
12-02	영국 Vickers 보고서를 통해 본 울타리은행제도의 개요와 시사점	이용우	12.06
12-01	주요국 커버드본드시장 분석과 국내 도입 방안	김필규, 이현진	12.05
11-08	유로존위기의 현황과 향후 전망	이용우	11.12
11-07	세계 M&A 시장 전망과 시사점	박용린, 안유미	11.11
11-06	한국형 헤지펀드의 미래와 영향	김재철, 김종민	11.11
11-05	DMA 개요와 국내외 현황	이인형, 표영선	11.10
11-04	통화안정증권 관련 주요 이슈와 정책과제	조성원	11.07
11-03	고령화 시대 장수채권 도입 방안	권세훈, 장정모	11.04
11-02	글로벌 자산운용시장의 변화와 국내 자산운용업체의 대응	김재철, 장지혜	11.04
11-01	주요국 자산운용시장 발전모델 검토 및 시사점	김재철, 윤종문, 태희	11.03
10-02	금융투자회사의 자산관리서비스 발전 과제	송홍선	10.09
10-01	조건부 자본의 사례 및 활용전략 - 역전환채권 구조를 중심으로 -	권세훈, 장정모	10.07
09-06	국가채무 수준의 국제비교와 정책적 시사점	조성원	09.12
09-05	자본시장을 활용한 원금보장형 우리스주제도의 도입 방안	송홍선, 공경신	09.12

<이슈 & 정책 안내>

발간번호	제 목	저 자	발간년월
09-04	주식공매도에 관한 주요 이슈 평가 및 정책적 시사점	김준석, 빈기범	09.09
09-03	외환시장과 외화자금시장의 구분 및 KRX 통화시장 역할의 중요성	빈기범, 강원철	09.08
09-02	스왑시장, 채권시장 및 외환시장의 연계성 분석 - IRS와 CRS를 중심으로 -	박연우, 박태준	09.06
09-01	한국 증시의 MSCI 선진시장 지수 편입에 관한 주요 이슈 분석	빈기범, Jaemin Kim, Sean Sehyun Yoo	09.06
08-03	금융투자지주회사 제도 도입 방안	신보성, 송홍선	08.11
08-02	금융허브경쟁력 제고방안 및 시사점	강형철, 김민석, 김한수, 송민규	08.08
08-01	금융투자업 경영 확대에 따른 이해상충문제의 최소화 방안	김필규, 박연우, 김동철	08.06
07-04	서브프라임 사태의 금융시장 파급경로 분석 및 정책적 시사점	김민석, 빈기범	07.12
07-03	해외 부문 충격이 한국 주식시장의 수익률 및 변동성에 미치는 영향	빈기범, 강원철	07.12
07-02	미국 자본시장규제위원회(CCMR) 중간보고서 주요 내용 및 시사점	조성훈, 이종은, 심수연	07.05
07-01	ELS 시장 경쟁도 분석 및 진입규제에 관한 시사점	진익, 김형남, 한지연	07.05
06-02	자본시장통합법과 우리나라 자본시장 및 금융투자업 발전을 위한 과제	강형철, 조성훈	06.11
06-01	증권산업 지급결제서비스의 발전방향 : 자본시장통합법 제정과 관련하여	서은숙, 송민규, 윤지아, 김미혜	06.05
05-02	외국인 주주가 배당 및 투자 의사결정에 미치는 영향 분석	빈기범, 조성훈	05.08
05-01	출자회사 할인과 경영권 분쟁	빈기범	05.03
04-02	외국인 주식보유비중의 증대를 둘러싼 논의에 대한 검토	김재철, 빈기범, 신보성 오승현, 조성훈	04.06
04-01	퇴직연금과 금융기관의 역할	고광수	04.03
03-01	추가연계증권(ELS) 현황분석과 활성화 방안	김형태, 선정훈	03.05
02-02	펀드형 금융 신상품 연구: ETFs, HOLDERS, PIPs	고광수, 박기홍	02.09
02-01	채권시장 투명성 강화 방안	오승현	02.06
01-08	매매거래 비활발종목에 대한 유동성 제고방안	엄경식, 윤지아	01.12
01-07	구조설계채권(structured bond) 활성화를 위한 제도개선 방안	김형태	01.10
01-06	우리나라 수시공시제도의 개선방안 -KOSDAQ시장을 중심으로-	김문현, 정윤모, 김란영, 박현주	01.08
01-05	제3시장의 개선방안	최원근, 오경희	01.07
01-04	세계의 주식시장, 그 변화의 물결	엄경식, 성윤중	01.07
01-03	자본시장을 통한 공기업 민영화 정책방향	조성훈	01.07
01-02	신용평가제도의 바람직한 방향	오승현	01.04
01-01	2001년 자본시장 발전방향	노희진, 오혜진	01.02
00-04	투신산업 신뢰성 회복을 위한 제도 검토 및 시사점	노희진, 오혜진	00.10
00-03	디지털경제와 주식시장	김근수, 강창윤	00.10
00-02	M&A시장의 활성화 방안	김형태, 노희진	00.09

<Working Report 안내>

발간번호	제 목	연구회 / 저자	발간년월
14-01	VCPE 시장의 과제와 전망	VCPE 연구회	14.02
13-02	지속가능성과 형평성 제고	사회적금융연구회	13.12
13-01	임팩트 투자(Impact Investment)의 성과와 과제	녹색금융연구회	13.05
12-01	탄소펀드의 미래투자 전략	녹색금융연구회	12.11
11-01	중국의 녹색성장과 녹색금융 · 재정정책	녹색금융연구회	11.07
10-02	에너지 · 환경 헤지펀드	녹색금융연구회	10.10
10-01	기후변화와 탄소금융	사회책임투자연구회	10.06
09-02	해외 탄소배출권시장 동향 및 국내 육성 방향	사회책임투자연구회	09.11
09-01	기업의 사회적 책임과 녹색금융	사회책임투자연구회	09.04
08-04	기업의 사회적 책임에 관한 고찰 (1)	사회책임투자연구회	08.09
08-03	헤지펀드 투자전략 연구 (2)	사회책임투자연구회	08.08
08-02	헤지펀드 투자전략 연구 (1)	사회책임투자연구회	08.08
08-01	사회책임투자를 위한 기업 정보공개	사회책임투자연구회	08.01
07-07	금융신상품 활용사례 및 시사점	파생상품연구회 Financial Engineering 분과	07.11
07-06	헤지펀드 활용사례 및 시사점	파생상품연구회 Hedge Fund and AI 분과	07.11
07-05	M&A 시장의 과제와 전망 (2)	M&A 연구회	07.10
07-04	M&A 시장의 과제와 전망 (1)	M&A 연구회	07.06
07-03	간접투자상품 운용성과 공시기준에 관한 연구	M&A 연구회	07.05
07-02	사회책임투자의 해외제도 검토 및 국내 발전방향	사회책임투자연구회	07.04
07-01	증권산업의 새로운 자금이체경로에 관한 논의: 자본시장통합법 제정과 관련하여	송민규, 서은숙	07.04
06-02	사회책임투자의 원칙과 적용	사회책임투자연구회	06.10
06-01	사회책임투자 개념 및 국제 동향	사회책임투자연구회	06.04

<오피니언 시리즈 안내>

발간번호	제 목	발간년월
07	금융투자산업과 펀드·연기금 발전 방향	13.04
06	한국 경제와 자본시장의 역할	13.04
05	새로운 금융질서 하의 한국 자본시장의 발전	11.09
04	글로벌 금융시장의 새로운 질서와 한국의 대응	10.10
03	선진 자본시장 모색을 위한 제언	09.11
02	금융위기 이후 국내외 금융시장의 변화 모습	09.11
01	글로벌 금융위기와 자본시장	09.01

연구보고서 14-08

가계의 주식 및 펀드시장 참여에 대한 연구

인 쇄 2014년 12월 26일

발 행 2014년 12월 31일

저 자 김재철, 남재우, 장지혜

편집인 신인석

발행처 자본시장연구원

주 소 서울시 영등포구 의사당대로 143

전 화 3771-0600

팩 스 786-7570

인쇄소 비디아이

ISBN 978-89-6089-121-0-93320

www.kcmi.re.kr

자
본
시
장
연
구
원



자본시장연구원
Korea Capital Market Institute

서울시 영등포구 의사당대로 143
T 02.3771.0600 www.kcmi.re.kr

값 10,000원



9 788960 891210 93320
ISBN 978-89-6089-121-0