

가계의 주식보유 비중  
결정 요인에 대한 연구:  
OECD 국가간 비교를 중심으로

2005. 3

연구위원 김재철

한국증권연구원

Korea Securities Research Institute



## 序 言

최근 우리나라 경제의 성장잠재력 둔화에 대한 우려의 목소리가 커지고 있다. 차세대 성장동력산업의 개발 필요성이 제기되고 있는 것도 성장잠재력의 확보가 시급하기 때문이다. 차세대 성장동력산업은 기본적으로 혁신성에 바탕을 두고 있어서 수익성이 큰 만큼 위험성도 크다. 따라서 다수의 자금제공자들이 위험을 나누어 가질 수 있는 자본시장의 역할이 중요한 시점이다.

그러나 우리나라 자본시장은 풍부한 위험자본을 공급하기에는 수요 기반이 너무 취약하다. 특히 국민경제에서 저축의 주체이며 위험자본의 주요한 공급원인 가계의 주식시장 기피는 심각한 실정이다. 최근 한국은행이 발표한 자료에 따르면 2004년 6월말 기준으로 가계 총금융자산에서 차지하는 주식의 비중은 5.6%에 불과하였다. 우리나라 가계의 주식보유 비중은 미국을 포함한 여타 OECD 국가에 비해 현저하게 낮은 수준이다. 더구나 우리나라 가계의 주식보유 비중은 최근들어 지속적으로 하락하는 추세를 보이고 있다.

본 보고서에서는 우선 우리나라 가계의 주식보유 비중이 다른나라에 비해 어느 정도 낮은지를 OECD 국가간의 비교를 중심으로 보여 주었다. 이어서 가계 주식보유 비중의 국가간 차이를 야기하는 요인이 무엇인지를 기초자료 분석 및 실증분석을 통해 살펴보았다. 또한 식별된 요인들을 중심으로 우리나라 가계의 주식보유 비중이 낮은 원인에 대해 해석을 시도하였다. 이러한 분석을 통해 우리나라 가계의 주식투자를 유도하기 위한 정책적 방향에 대해서도 간단하게 논의하였다. 본 보고서가 우리나라 자본시장의 발전에 조금이라도 도움이 될 수 있기를 바란다.

마지막으로 본 보고서를 작성하는데 많은 노고를 아끼지 않은 본 연구원의 김재칠 박사에게 감사를 표하고자 한다. 또한 자료수집에 도움을 준 이장균 연구원과 원고정리에 수고한 신경진 연구조원에게도 감사의 뜻을 전하며, 훌륭한 조언을 해 주신 본 연구원의 고헌수 박사, 신보성 박사 및 한상범 박사에게도 감사를 드린다.

본 보고서의 내용은 연구진 개인의 의견이며, 본 연구원의 공식 의견이 아님을 밝혀둔다.

2005년 3월

한국증권연구원

원장 박 상 용

# 목 차

---

---

<b>Executive Summary</b> .....	<b>ix</b>
<b>I. 서론</b> .....	<b>3</b>
1. 연구의 배경 .....	3
2. 연구의 목적 및 구성 .....	5
<b>II. 가계 주식투자 확충의 중요성</b> .....	<b>9</b>
1. 자본시장을 둘러싼 한국의 경제 및 금융 환경 .....	9
2. 가계 주식투자 확충의 중요성 .....	14
<b>III. 가계 주식시장 참여 결정 요인의 이해</b> .....	<b>21</b>
1. 주요국 가계 자산 구성 및 주식시장 참여 비교 .....	22
2. 가계 주식시장 참여 결정 요인 .....	29
<b>IV. 국가간 가계 주식보유 비중 결정 요인</b> .....	<b>49</b>
1. OECD 국가의 가계 금융자산 구성 비교 .....	50
2. 가계 주식보유 비중 결정 요인 .....	59
3. 한국의 낮은 가계 주식보유 비중의 원인 .....	90

V. 결론 및 시사점 .....	99
1. 주요 연구결과의 요약 .....	99
2. 정책적 시사점 .....	101
참고 문헌 .....	107

## 표 목 차

<표 II-1> 한국의 총고정자본형성 및 설비투자 증가율 .....	9
<표 II-2> 한국의 연령대별 인구 구성비 .....	12
<표 III-1> 주요국의 가계 자산 구성(가계 서베이 데이터) .....	23
<표 III-2> 주요국의 주식시장 참여(직접) 가계 비중 .....	25
<표 III-3> 주요국의 주식시장 참여(직간접) 가계 비중 .....	26
<표 III-4> 주식시장에 참여한 가계의 금융자산 중 주식의 비중 .....	27
<표 III-5> 금융자산 축적과 가계 주식시장 참여(직간접) .....	38
<표 III-6> 소득수준과 가계 주식시장 참여(직간접) .....	39
<표 III-7> 교육수준과 가계 주식시장 참여(직간접) .....	41
<표 III-8> 가구주 연령과 가계 주식시장 참여(직간접) .....	43
<표 III-9> 실업위험성과 가계 주식시장 참여(직접): Haliassos and Bertaut(1995)의 미국 사례 .....	45
<표 III-10> 상용근로자 및 자영업자의 주식시장 참여(직간접): 한국 사례 .....	46
<표 IV-1> OECD 20개국 가계 금융자산 자료 개요 .....	51
<표 IV-2> OECD 주요국 가계 총금융자산 대비 종별 금융자산 비중 .....	54
<표 IV-3> OECD 20개국 가계의 직간접 주식보유 비중(1995년) .....	57
<표 IV-4> OECD 20개국 가계의 직간접 주식보유 비중(2001년) .....	58
<표 IV-5> 주식의 초과수익률과 가계 주식보유 비중(배당수익이 제외된 MSCI index 기준) .....	62
<표 IV-6> 주식의 초과수익률과 가계 주식보유 비중(배당수익이 포함된 MSCI index 기준) .....	63
<표 IV-7> 가계의 금융자산 축적과 주식보유 비중 .....	64

<표 IV-8> 1인당 국민소득과 가계 주식보유 비중 .....	65
<표 IV-9> 3차 교육 이수율과 가계 주식보유 비중 .....	66
<표 IV-10> 고령인구 비중과 가계 주식보유 비중 .....	69
<표 IV-11> 50~59세 인구 비중과 가계 주식보유 비중 .....	70
<표 IV-12> 임금근로자 비중과 가계 주식보유 비중 .....	71
<표 IV-13> 기관투자자 역할과 가계 주식보유 비중 .....	74
<표 IV-14> 내부거래 투명성과 가계 주식보유 비중 .....	75
<표 IV-15> 주주 권리보호와 가계 주식보유 비중 .....	77
<표 IV-16> 금융기관 투명성과 가계 주식보유 비중 .....	78
<표 IV-17> 회계기준의 정립과 가계 주식보유 비중 .....	79
<표 IV-18> 패널회귀분석 모형 추정 결과 (종속변수: 가계 직접 주식보유 비중) .....	84
<표 IV-19> 패널회귀분석 모형 추정 결과 (종속변수: 가계 직간접 주식보유 비중) .....	87
<표 IV-20> OECD 20개국의 금융 효율성 및 기업의 투명성 .....	95

## 그림 목 차

---

---

<그림 II-1> 한국 및 미국의 금리 추이 .....	11
<그림 II-2> 금융기관 총자산 중 은행 및 비은행 자산 비중 .....	13
<그림 IV-1> OECD 20개국의 주식 초과수익률(배당수익 제외) .....	91
<그림 IV-2> OECD 20개국의 가계 금융자산 축적 정도 (경상 GDP 대비 가계 총금융자산 비율) .....	93
<그림 IV-3> OECD 20개국의 소득 안정성 (총취업자 중 임금근로자 비중) .....	94

## 약 어 표

---

---

CIFAR	Center for International Financial Analysis and Research
DC	Defined Contribution
ICSE	International Classification by Status in Employment
ILO	International Labor Organization
IMD	International Institute for Management Development
MSCI	Morgan Stanley Capital International
OECD	Organization for Economic Cooperation and Development
PEF	Private Equity Fund
PER	Price Earning Ratio
SNA	System of National Accounts

## Executive Summary

본 보고서는 최근의 한국 경제 환경이 자본시장의 발전을 필요로 하고 있으며, 이를 위해서는 가계의 주식보유 증대가 절실하다는 배경 하에서 작성되었다. 본 연구에서는 가계 총금융자산 대비 주식보유 비중의 국가간 차이를 야기하는 요인을 식별하고, 이러한 요인들이 한국 가계의 낮은 주식보유 비중에 영향을 주었는지 살펴보았다.

### 가계 주식투자 확충의 중요성

최근 한국 경제의 여러 가지 변화와 관련하여 가계의 주식투자 확충은 중요한 의미가 있다. 우선 금리가 계속해서 떨어지고 있기 때문에 안전자산에 대한 수요를 늘리는 것은 가계후생의 손실을 초래할 수 있다. 특히 퇴직 직전에 있는 계층의 경우 안전자산에 대한 투자만으로는 퇴직 후의 필요자금을 마련하는데 충분하지 않을 수 있다. 또한 둔화되고 있는 한국 경제의 성장잠재력을 확충하기 위해서는 가계의 주식수요 확대를 통한 자본시장의 발달이 반드시 필요하다. 한국 경제의 성장잠재력 확보는 차세대 성장동력산업의 성공적 개발 여부에 의해 좌우될 가능성이 크다. 차세대 성장동력산업은 혁신성에 바탕을 두고 있기 때문에 다수의 투자자가 위험을 나누어 가질 수 있는 자본시장에 의해 자금을 공급받는 것이 보다 효율적이다.

### **가계 주식시장 참여 결정 요인의 이해**

가계 포트폴리오 이론은 주식시장에 초과수익률이 존재함에도 불구하고 어떤 가계는 주식시장에 참여하는 반면 어떤 가계는 주식시장에 참여하지 않는 이유로 주식시장의 차입계약, 소득의 불확실성, 주식시장에 대한 진입비용 또는 참여비용 등을 들었다.

미국 및 한국 등 주요 국가의 가계 서베이 데이터에 나타난 특징적 현상들은 가계 포트폴리오 이론을 지지하고 있다. 즉, 차입계약, 소득의 불확실성, 주식시장에 대한 진입비용 또는 참여비용 등의 계약을 상대적으로 적게 받는 계층에서는 주식시장에 참여하는 가계의 비중이 높은 것으로 나타났다. 금융자산 축적 정도 및 소득이 높아 상대적으로 차입계약 및 주식시장 참여에 소요되는 고정비용이 낮은 계층일수록 주식시장에 참여하는 가계의 비중이 높았다. 교육수준이 높아 주식시장 참여에 필요한 정보비용을 줄일 수 있는 계층일수록 주식시장에 참여하는 가계의 비중이 높았다. 금융자산과 소득이 정점에 달하는 연령대인 퇴직 직전 연령대(50~59세)에 속하는 계층일수록 주식시장에 참여하는 가계의 비중이 높았다. 반면 30대 초반 이전과 65세 이후 연령대에 속하는 계층일수록 주식시장에 참여하는 가계의 비중이 낮았다. 한편, 실업의 위험성이 낮은 직업 또는 임금소득자 등 상대적으로 소득의 안정성이 높은 계층일수록 주식시장에 참여하는 가계의 비중이 높았다.

### **국가간 가계 주식보유 비중 결정 요인**

거시총량 자료를 이용하여 OECD 20개국의 가계 총금융자산 중 주식보유 비중을 비교한 결과 한국 가계의 주식보유 비중은 다른 나라에 비해 현저하게 떨어지는 것으로 나타났다.

2001년을 기준으로 할 때 한국의 경우 직접투자를 통한 주식보유 규모는 가계 총금융자산의 7.7%에 불과하였다. 이는 미국의 34.1% 뿐만 아니라 한국, 미국, 일본을 제외한 여타 OECD 17개국의 평균 20.8%에도 크게 미치지 못하는 수준이다. 한국의 가계는 뮤추얼펀드, 보험 및 연기금 등 기관투자자를 통한 간접적인 주식투자분을 고려하더라도 다른나라에 비해 훨씬 적은 비중만을 주식에 투자하고 있었다. 기관투자자를 통한 간접적인 주식투자분까지 포함할 경우 한국 가계는 총금융자산의 9.3%를 주식으로 보유하고 있었으나, 미국 가계는 51.6%, 한미일 3개국을 제외한 OECD 17개국 가계는 평균 33.4%를 주식으로 보유하고 있었다.

본 연구에서는 OECD 20개국간의 비교를 중심으로 가계 총금융자산에서 차지하는 주식보유 비중의 국가간 차이를 야기시키는 요인을 식별하고, 이러한 요인이 한국 가계의 낮은 주식보유 비중과 관계가 있는지 살펴보았다. 가계 주식보유 비중의 국가간 차이를 야기하는 요인들에 대해서는 이론적·실증적 설명이 드물었다. 따라서 대부분의 후보 변수들은 가계 포트폴리오 이론 및 가계 소비 데이터의 특징적 현상들에서 식별된 가계의 주식시장 참여를 결정하는 요인들로부터 차용하였다.

본 연구에서 1995~2001년 중의 OECD 20개국 연간 패널 자료를 이용하여 기초자료 분석과 함께 패널회귀분석을 통해 실증분석을 시행한 주요 결과는 다음과 같다.

첫째, 주식의 초과수익률은 국가간 가계 주식보유 비중의 차이를 설명하는 가장 중요한 요인 중 하나인 것으로 나타났다. 주식 초과수익률이 높은 국가일수록 가계의 주식보유 비중이 높았다. 이러한 결과는 주식 초과수익률의 시차변수에서도 나타났다.

둘째, 가계의 금융자산 축적 정도가 높은 국가일수록 가계의 주식보유 비중이 높은 것으로 나타났다. 패널회귀분석에 의하면 가계 금융자산 축적 정도의 통계적 유의성은 대단히 높았다.

셋째, 연령구조의 경우 퇴직 이후 연령대의 인구 비중이 높은 국가일수록 가계의 주식보유 비중이 낮았다. 이는 퇴직 이후 연령대가 되면 주식시장에 대한 참여도가 현저하게 떨어진다는 기존의 가계 서베이 데이터를 이용한 연구결과와 일치하는 결과이다.

넷째, 소득의 안정성이 높은 국가일수록 가계의 주식보유 비중이 높은 것으로 나타났다.

다섯째, 기관투자자의 역할, 내부거래의 투명성, 주주 권리보호 등 금융의 효율성 및 기업의 투명성 관련 변수들이 잘 정립되어 있는 국가일수록 가계의 주식보유 비중이 높았다. 특히, 주식보유 비중의 개념에 간접투자를 통한 주식보유분까지 포함할 경우 이 변수들의 통계적 유의성은 대단히 높았다.

여섯째, 소득수준은 가계 주식보유 비중의 국가간 차이를 설명하지 못하는 것으로 나타났다. 또한 교육수준은 기초자료 분석과 실증분석의 결과가 일치하지 않아 결론을 내리기가 어려웠다. 기초자료 분석을 통해서는 교육수준이 높은 국가일수록 가계의 주식보유 비중이 높았으나, 실증분석을 통해서는 추정계수의 통계적 유의성이 떨어지거나, 심지어는 추정계수의 부호가 기초자료 분석의 경우와는 반대로 나타난 경우도 있었다.

기초자료 분석 및 실증분석을 통해 식별된 국가간 가계 주식보유 비중의 결정 요인을 고려할 때 한국 가계의 낮은 주식보유의 원인은 대략 다음과 같이 요약될 수 있다.

첫째, 한국의 주식 초과수익률이 지나치게 낮아 가계는 장기적인 주식투자로부터 안전자산 이상의 수익을 올릴 수 없었다. 한국의 주식 초과수익률은 1995~2001년 중 연평균을 기준으로 OECD 20개 비교대상국 중 체코를 제외하고는 가장 낮은 수준인 -6.2%에 그쳤다.

둘째, 한국의 가계 금융자산은 여전히 다른나라에 비하면 낮은 수준에 머물러 있다. 한국 가계의 총금융자산은 경상 GDP의 1.5배로 가계 금융자산 축적 상위 10개 국가의 평균 2.5배에 크게 미치지 못하였다. 부동산 등 실물자산에 대한 한국 가계의 높은 선호도로 인해 제한된 자산 중 상당부분이 실물자산에 투입되었고, 금융자산의 축적이 크지 않음에 따라 위험자산에 대한 투자 여력도 크지 않았던 것으로 판단된다.

셋째, 한국의 소득 안정성은 비교대상국 중 최하위 수준에 머물렀다. 한국의 총취업자 대비 임금소득자의 비중은 1995~2001년 중 연평균을 기준으로 62.9%에 머물러 OECD 비교대상국 중 가장 낮은 수준이었다. 소득의 안정성이 낮아 미래가 불투명한 가계가 주식과 같은 위험자산에 투자하는 것은 한계가 있었을 것이다.

넷째, 한국은 금융부문의 효율성 및 기업의 투명성이 비교대상국에 비해 떨어지는 것으로 나타났다. 주식시장에서 차지하는 기관투자자의 역할이 크지 않아 주식시장이 급등락을 반복하게 되었고, 금융기관의 투명성이 떨어지는 등 간접투자기구의 신뢰성에도 문제가 있었다. 또한 주주 권리보호 및 내부거래 투명성 정도가 낮아 한국의 가계는 주식시장에 참여하기 위해 보다 높은 정보비용을 지불해야 했던 것으로 보인다.

### 정책적 시사점

한국 가계의 주식보유를 저해하는 원인은 자본시장에 관련된 정책만으로 해소되기는 어려울 것이다. 주식의 수익률은 시장에서 결정되는 것이며 금융자산 축적의 장애요인 중 하나로 지적된 가계의 부동산 선호현상도 문화적인 측면과 관계가 있기 때문에 근본적으로 바꾸기는 어렵다. 가계 소득의 안정성도 고용구조와 관련된 문제로 자본시장 정책으로 접근하기는 어렵다.

따라서 기본적으로는 금융의 효율성 및 기업의 투명성 제고를 위한 정책적 노력이 지속되어야 할 것이다. 이를 위해서 다음과 같은 몇 가지 큰 정책적 방향을 제시한다. 첫째, 국내 주식시장에서 차지하는 기관투자자의 역할을 제고하여야 한다. 특히 장기적인 자산운용이 가능한 기관투자자의 주식투자 증대는 자본시장의 안정에 큰 도움이 될 것이다. 장기 안정적인 자금이 주식시장에 유입될 경우 시장의 변동성이 줄어들 것이고, 이는 주식시장의 위험성에 대한 가계의 우려를 축소시키는데 기여할 수 있을 것이다. 둘째, 펀드운용의 명확한 공시 등을 통해 간접투자기구의 투명성을 제고하고, 평균적인 펀드의 규모를 확충하여 펀드가 가지고 있는 분산투자의 장점을 확보하여야 한다. 이를 통해 간접투자기구에 대한 가계의 신뢰성을 회복시켜야 한다. 셋째, 외환위기 이후 정책적 노력이 집중되고 있는 기업의 투명성 제고는 꾸준히 추진되어야 할 것이다. 특히 주식의 부당 내부거래 등을 통해 대다수 소수주주의 부가 지배주주 또는 기업 경영진에게 이전되는 것에 대해서는 철저한 감독이 필요하다. 이러한 부당 내부거래가 불법이 아닌 경우에는 원칙적인 제재가 어려운 점은 있지만 공정한 게임의 룰은 명확하게 확립해야 한다.

## 1. 서론

---

1. 연구의 배경
2. 연구의 목적 및 구성



## I. 서론

### 1. 연구의 배경

최근 한국 주식시장에서의 내국인 주식매수는 대단히 침체되어 있다. 외환위기 직후인 1998년부터 2003년까지 6년간 연간 기준으로 한국 기관투자자가 주식을 순매수했던 것은 1999년과 2001년의 2년에 불과하다. 개인투자자는 2001년 한해만 주식을 순매수하였다. 내국인의 주식순매도 추이는 2004년에도 계속되었다.

내국인의 주식매수 침체로 인해 한국 주식시장에서 차지하는 외국인 투자자의 투자비중은 크게 증대하였다. 지난 1999년말에 18.5%에 불과했던 한국의 주식시가총액 대비 외국인 투자자의 투자비중은 2003년말에는 37.7%에 이르렀고, 2004년에는 40%를 넘어선 것으로 추정된다. 안남기(2003)의 연구에 따르면 2003년 11월을 기준으로 15개 주요 신흥시장 국가 중 한국보다 외국인 투자자의 투자비중이 높은 국가는 멕시코와 헝가리 두 국가에 불과한 것으로 나타났다.

외국인 투자자의 투자 증대는 국제자본의 효율적인 활용이라는 점에서 긍정적인 측면이 많다. 그러나 주식시장의 절대 규모가 증대하지 않는 상황에서 외국인 투자비중이 급증하면 문제점이 발생할 소지가 생긴다. 우선 외국인 투자자의 투자패턴은 국제 자본시장의 동향과 밀접한 관련이 있기 때문에 한국의 통제권 밖에 있는 대외변수에 충격이 발생해 자본이 유출될 경우에는 뚜렷한 대응방안이 없다. 또한 한국의 주요 기업 및 금융기관에 대한 외국인의 경영권 확보 가능성에 대한 우려도 일부에서 제기하고 있다.<sup>1)</sup>

---

1) 본 연구에서는 외국인 투자자에 의한 한국 기업 및 금융기관의 경영권 확

#### 4 가계의 주식보유 비중 결정 요인에 대한 연구

이에 최근 한국에서는 자본시장, 특히 주식시장의 안정적 발전을 위해서는 내국인의 주식투자가 필요하다는 시각 하에 내국인의 주식투자를 확충하기 위한 정책적 방안들이 도입되고 있다. 그 중 가장 대표적인 예로서 연기금의 주식투자 전면 허용을 중심으로 하는 기금관리법 개정 등을 들 수 있다.

연기금의 주식투자 전면 허용은 기본적인 목적이 기금운용의 효율화에 있지만, 안정적 주식수요의 확보를 통한 자본시장의 발전이라는 목적도 감안하고 있는 것으로 판단된다. 이러한 판단의 근거로는 연기금의 자산운용 규모가 대단히 크고 자산운용이 보다 장기적인 관점에서 이루어지기 때문에 주식시장의 수급여건을 개선시킬 가능성이 크다는 점을 들 수 있다.

그러나 주식시장의 발전을 위해서는 개인 또는 가계(이하, 가계)의 주식투자를 유도하는 것이 무엇보다 시급하다. 기본적으로 국가경제에서 저축의 주체는 가계이며, 위험자본, 즉 주식에 대한 투자주체도 가계이기 때문이다. 그런데 한국 가계의 저축 또는 금융자산의 구성은 대부분 은행 예금 및 보험 등 안전자산에 집중되어 있으며, 주식과 같은 위험자산의 구성 비중은 극히 저조하다.<sup>2)</sup>

---

대가 초래할 순기능 및 역기능에 대해서는 상세히 다루지 않는다. 이는 외국인 투자자의 지분 확대가 기업의 가치에 미칠 영향 및 국가경제 전체에 미칠 영향의 복합적인 분석에 의해서만 판단할 수 있기 때문이다. 다만 외국인 투자자의 지분 확대가 기업의 가치에 미치는 영향은 적극적 감시 가설(기업가치 증가), 이해상충 가설(기업가치 감소), 전략적 제휴 가설(기업가치 감소) 등에 의해 설명되는 것으로 알려져 있다(Pound(1988)).

- 2) 지난 2002년말을 기준으로 한국 가계의 총금융자산 중 주식보유 비중은 7.1%에 불과해 미국(32.2%) 뿐만 아니라 대부분의 OECD 국가에 비해 낮은 편이다. 가계 자산구성에 대한 상세한 국가별 비교는 III장 및 IV장을 참조하기 바란다.

따라서 가계의 직접적인 주식투자 또는 뮤추얼펀드 등을 통한 간접적인 주식투자를 가로막는 요인이 무엇인지, 이를 해소하는 방안은 무엇인지에 대한 판단이 필요한 시점이다. 가계 주식투자의 저해 요인을 식별하여 해소함으로써 가계의 직간접적인 주식투자를 유도할 수 있을 것이기 때문이다.<sup>3)</sup>

## 2. 연구의 목적 및 구성

본 연구의 기본적인 목적은 가계 총금융자산 대비 주식보유 비중의 국가간 차이점을 야기하는 가장 큰 요인들을 식별하는 것이다.<sup>4)</sup> 식별된 요인이 한국 가계의 주식보유 비중을 낮추는데도 기여했는지 살펴본다. 이를 통해 한국 가계의 주식보유 비중을 늘리기 위해 고려되어야 할 정책적 방향은 어떤 것이 있는지도 간단히 논의한다.

기존의 연구들은 동일한 국가내에서 어떤 가계는 주식시장에 참여하는 반면에 어떤 가계는 주식시장에 참여하지 않는 요인이 무엇인지에 대해 분석하고 있다.<sup>5)</sup> 기존 연구들은 가계간 주식시장 참여를 결정하는 요인들이 국가별로 유사한 것으로 결론내리고 있는 반면, 이러한 요인들

- 
- 3) 한국 주식시장의 불안정성으로 인해 연기금의 주식투자 전면허용에 대해서는 부정적인 시각이 여전히 많은 편이다. 따라서 가계 주식투자의 저해 요인을 해소함으로써 연기금 주식투자에 대한 부정적 시각을 완화할 수 있을 것이다. 또한 연기금 중 자산규모가 가장 큰 국민연금의 경우 현재는 자산운용의 주체가 국민연금관리공단이지만 향후에는 자산운용의 주체가 가계로 옮겨갈 가능성도 있다. 한국의 경우에도 확정기여형(DC) 연금플랜의 일부 도입 가능성을 배제할 수 없기 때문이다.
  - 4) 이하에서는 다른 언급이 없을 경우 가계의 주식보유 비중이라 함은 가계의 총금융자산 대비 주식보유 비중을 의미한다.
  - 5) 이에 대한 이론적·실증적 문헌들의 연구결과는 III장에서 언급될 것이다.

## 6 가계의 주식보유 비중 결정 요인에 대한 연구

이 국가간 가계 주식보유 비중의 차이도 설명할 수 있는지에 대해서는 분석을 시도하지 않았다. 따라서 본 연구에서는 기존의 가계 포트폴리오 선택과 관련된 이론적·실증적 연구들이 제안한 요인 또는 변수들을 차용하여 분석을 시도한다.

본 연구의 구성은 다음과 같다. II장에서는 가계 주식투자의 중요성을 논의한다. III장에서는 한 국가내에서 가계간의 주식시장 참여에 차이가 나는 요인에 대해 논의한다. 여기에서는 가계 포트폴리오 선택에 대한 기존의 이론적 연구들이 제안하고 있는 가계 주식시장 참여 결정 요인이 무엇인지 살펴본다. 또한 가계 서베이 데이터의 특징적 현상들을 분석함으로써 이론적 연구들에서 제안된 가계 주식시장 참여 결정 요인들이 데이터에 의해 설명되는지도 살펴본다. III장은 기존 이론적·실증적 연구의 서베이에 가깝지만 몇 가지 측면에서 분석을 시도하는데 의미가 있다. 우선 본 연구에서 살펴보고자 하는 국가간 가계 주식보유 비중의 차이점을 결정하는 요인들에 대해서는 이론적으로 뚜렷하게 정립되어 있지 못하다. 반면 가계간 주식시장 참여의 차이점을 결정하는 요인에 대해서는 가계 최적 포트폴리오 선택이론을 기초로 하여 이론적·실증적인 연구가 상당히 진전되어 있다. 국가경제 전체의 가계는 개별 가계의 합이라는 단순한 가정을 통해 기존 연구에서 제시된 요인들을 국가간 가계 주식보유의 차이점을 설명할 수 있는 후보 변수로 차용할 수 있을 것이다. IV장에서는 한국을 포함한 OECD 20개국의 자료를 이용하여 국가간 가계 주식보유 비중의 차이점을 결정하는 요인들에 대해 분석한다. 본 장에서는 국가간 가계 금융자산 구성에 어떤 차이점이 있는지, 가계의 직간접 주식보유 비중에는 어떤 차이점이 있는지 분석한다. 또한 기초자료 분석 및 실증분석을 통해 어떤 요인들이 국가간 가계 주식보유 비중의 차이점을 설명할 수 있는지 분석하며, 식별된 요인들이 한국 가계의 저조한 주식보유 비중과도 관계가 있는지에 대해 해석을 시도한다. 마지막으로 V장에서는 주요 연구결과를 요약하고, 한국 가계의 주식보유를 늘리기 위한 큰 정책적 방향에 대해서 간단하게 논의한다.

## II. 가계 주식투자 확충의 중요성

---

1. 자본시장을 둘러싼 한국의 경제 및 금융 환경
2. 가계 주식투자 확충의 중요성



## II. 가계 주식투자 확충의 중요성

본 장에서는 가계 주식투자 확충의 중요성에 대해 논의한다. 여기에서는 원론적이고 이론적인 논의보다는 현재의 한국 경제 및 금융 환경에서 가계 주식투자의 확충이 가지는 의미에 초점을 맞추기로 한다.

### 1. 자본시장을 둘러싼 한국의 경제 및 금융 환경

#### 가. 성장잠재력의 저하

지난 1997년말의 외환위기 이후 한국 경제는 혹독한 구조조정을 경험하였다. 구조조정은 금융기관 건전성 확보와 그 전제 조건으로서의 기업 재무건전성 개선에 초점이 맞추어졌다. 특히 기업들은 외환위기를 경험한 이후 위험 관리의 필요성을 인식함에 따라 2000년대에 들어서도 적극적인 투자를 기피하고 있다. <표 II-1>에 의하면, 1981~1990년 중 연평균 12.1% 증가했던 설비투자는 1991~2000년 중에는 8.5% 증가하였으며, 2001~2003년 중에는 오히려 1.0% 감소하였다. 기업의 설비투자가 크게 위축되면서 총고정자본 형성도 위축되고 있다.

<표 II-1> 한국의 총고정자본형성 및 설비투자 증가율<sup>a)</sup>

(단위: %)

	1981~1990	1991~2000	2001~2003
총고정자본형성 증가율	12.1	4.4	3.7
설비투자 증가율	12.1	8.5	-1.0

a) 실질 기준이며, 기간중 연평균 증가율

기업들의 투자위축은 최근 기업의 현금보유 성향에도 나타나고 있다. 상장회사협의회에 의하면 12월 결산 538개 상장기업의 현금보유액이 2004년 3월말을 기준으로 2003년말에 비해 5.5% 증가한 23조 3천억원에 달하는 것으로 나타났다.

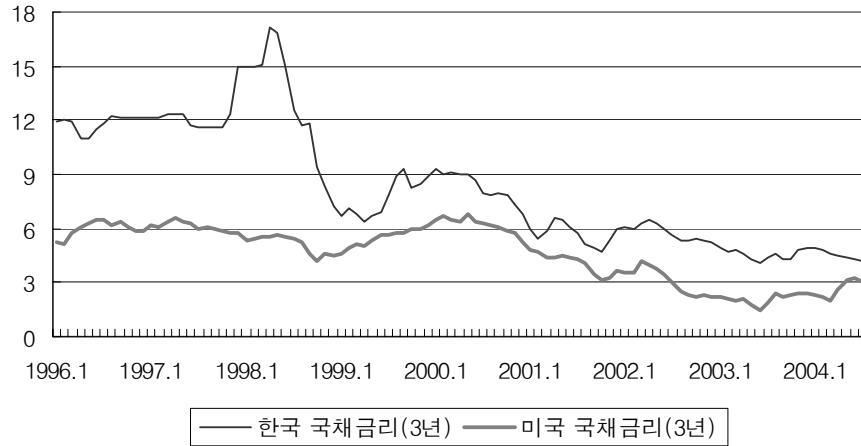
기업의 투자의욕 저하와 그에 따른 국가 총고정자본형성의 둔화는 장기적으로 성장잠재력의 저하를 초래할 수 있다. 기업의 투자 저하가 경기순환에 따른 일시적인 충격이 아니고 구조화된 충격이라면 성장잠재력 저하의 가능성은 더욱 커진다. 또한 뒤에 논의할 연령구조의 변화 또는 노령화도 생산요소 투입량의 저하를 초래해 성장잠재력 둔화의 원인이 될 것으로 판단된다.<sup>6)</sup>

## 나. 저금리 추세의 구조화

최근 한국의 금리는 사상 최저 수준에 머물러 있다. <그림 II-1>에 의하면, 지난 1996년에 12%를 상회하던 3년 만기 국고채수익률은 2004년 7월에는 4.2%까지 떨어졌다. 더구나 국고채수익률은 2002년 4월 이후 지속적인 하락 추세를 보이고 있다. 미국을 포함하여 주요 선진국 대부분의 금리도 장기적인 하락 추세를 보이고 있다. 미국의 3년 만기 국채 수익률도 1990년대 중반 6%대에서 2004년 7월에는 3.1%에 불과한 수준이다. 그럼에도 불구하고 한국 금리는 그 하락 폭이 더욱 커서 최근에는 미국의 금리와 유사한 수준에 머물러 있다.

6) 한진희 외(2002)의 연구결과에 의하면 한국 경제의 잠재성장률은 1980년대에 7.8%, 1990년대 전반기에 6.6%, 1990년대 후반기에 6.0% 수준으로 꾸준히 하락한데 이어 2003~2007년에는 4.8~5.4%, 2008~2012년에는 4.5~5.1% 수준으로 하락할 것으로 추정되었다. 저자들은 한국 경제의 잠재성장률 둔화를 초래하는 가장 큰 요인으로 물적자본 및 노동공급 등 생산요소 투입 증가율의 둔화를 지적하였다.

<그림 II-1> 한국 및 미국의 금리 추이



한국의 저금리는 대내외 경제환경의 변화에 따른 것이다. 우선 내부적 환경 변화로는 경제성장률 둔화 및 인플레이션을 하락, 투자 위축으로 인한 자금수요의 부진 등을 들 수 있다. 대외적으로는 미국을 중심으로 한 주요 선진국의 저금리로 인해 국제 투자자금이 상대적으로 금리 수준이 높은 신흥시장 국가로 유입된 것도 한국의 금리 하락에 기여한 것으로 추정된다.

이러한 한국의 저금리 구조는 잠재성장률이 지속적으로 하락한다는 전제하에서는 크게 바뀌기 어려울 것으로 예상된다.

### 다. 연령구조의 변화

경제구조의 변화 중 최근 가장 크게 부각되고 있는 것은 연령구조의 변화, 또는 고령화 문제이다. <표 II-2>는 한국의 연령대별 인구 구성비를 보여주고 있다. 한국의 총인구 중 65세 이상 인구의 비중은 2003년 기준으로 8.3%인 것으로 나타났다. 이미 UN 정의에 의한 고령화 사회에 진입한 수준이다.<sup>7)</sup> 물론 주요 선진국과 비교하면 한국의 고령화 정도는 아직 덜 심각하다고 볼 수 있다.<sup>8)</sup> 하지만 문제는 극도로 낮은 출산율로 인해 한국의 고령화 진전 속도가 어느 나라보다 빠르다는 점이다. 통계청은 한국의 65세 이상 고령인구 비율이 2020년에 15.1%, 2030년에는 23.1%에 이를 것으로 추정하였다.

앞서 언급한 바와 같이 연령구조의 고령화는 노동인구의 부족을 초래함에 따라 생산요소 투입의 위축 및 잠재성장의 둔화를 초래할 수 있다. 또한 퇴직 후의 여명이 길어짐에 따라 퇴직 후를 대비한 자산 축적에 대한 부담이 크게 늘어날 것이다.

<표 II-2> 한국의 연령대별 인구 구성비<sup>a)</sup>

(단위: %)

	1980	1994	2003	2010	2020	2030
0~14세	34.0	23.9	20.3	17.2	13.9	12.4
15~64세	62.2	70.4	71.4	72.1	71.0	64.6
65세이상	3.8	5.7	8.3	10.7	15.1	23.1

a) 2010년, 2020년, 2030년은 통계청의 추정치  
 자료: 통계청, 「장래인구추계」, 2001

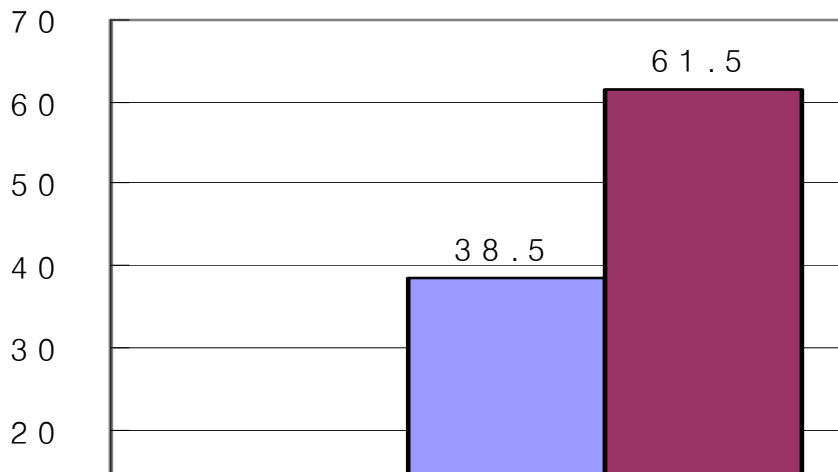
- 7) UN은 65세 이상 고령인구 비율이 7%이상~14%미만인 사회를 고령화사회, 14%이상~20%미만인 사회를 고령사회, 20% 이상인 사회를 초고령사회로 정의하고 있다.
- 8) World Bank의 데이터에 따르면, 2001년 기준으로 미국 및 일본의 65세 이상 고령인구 비율은 각각 12.6% 및 17.6%로 나타났다.

**라. 금융구조의 은행산업 집중 심화**

외환위기 이후 은행산업의 구조조정은 금융부문 중 가장 활발하게 진전되고 있다. 다수 은행의 통폐합 및 정부의 공적자금 투입 등으로 은행권의 대형화가 진전되고, 자본구조도 건실화되고 있다. 반면 증권산업 등 비은행권의 구조조정은 상대적으로 미진한 편이다. 또한 금융산업 전반의 업무장벽 해소도 상대적으로 은행산업에 유리한 방향으로 진전된 측면이 있다.

이에 따라 한국의 금융구조는 은행에 대한 의존도가 더욱 커진 것으로 판단된다. <그림 II-2>에 의하면, 금융기관 총자산 대비 은행의 총자산 비중은 1997년 38.5%였으나 2003년에는 58.6%로 크게 증가하였다. 반면, 비은행 금융기관의 자산이 차지하는 비중은 크게 줄어들었다.

**<그림 II-2> 금융기관 총자산 중 은행 및 비은행 자산 비중<sup>a)</sup>**



a) 은행은 일반은행과 특수은행을 포함한 예금은행  
 자료: 한국은행, 「통화금융」, 각호

## 2. 가계 주식투자 확충의 중요성

### 가. 가계 측면

Merton(1969) 및 Samuelson(1969)은 투자자가 일생 동안 소비와 자산 포트폴리오를 어떻게 결정함으로써 효용을 극대화할 수 있는지에 대한 고전적인 분석 틀을 제시하였다. 그들의 분석에 의하면 투자자는 소비 및 안전자산과 위험자산으로 구성된 포트폴리오를 선택함으로써 기대효용(expected utility)을 극대화할 수 있다.<sup>9)</sup> 기대효용을 극대화하는 투자자의 최적 위험자산 배분 비중은 아래의 식과 같다.

$$\omega^* = \frac{(\alpha - \gamma)}{\sigma^2 \delta} \quad (\text{II-1})$$

( $\omega^*$ : 최적 위험자산 배분 비중,  $\alpha$ : 위험자산 수익률,  $\gamma$ : 안전자산 수익률,  $\sigma^2$ : 위험자산 수익률의 분산,  $\delta$ : 투자자의 위험 기피도)

위 식에 의하면 투자자의 기대효용을 극대화시키는 최적 위험자산 배분 비중은 위험자산의 초과수익률과 위험자산 수익률의 분산 그리고

9) Merton(1969)의 연구는 자산선택 이론에 대한 가장 고전적인 연구 중 하나이다. 그의 연구는 몇 가지 가정 하에 결과를 도출하였다. 예를 들어 그의 연구에서 투자자의 소비 및 자산 선택은 전적으로 투자자의 초기 자산 및 그로부터 창출되는 소득 흐름에만 의존한다. 근로소득은 없다고 가정되었다. 또한 그는 자본시장을 완전시장(complete capital market)이라고 가정하였다. 이는 자산보유에 세금 또는 거래비용 등 어떠한 비용도 존재하지 않음을 의미한다. Merton(1969) 및 Samuelson(1969)의 초기 연구와 후속 연구의 결과 및 의미에 대해서는 Gollier(2001)의 연구를 참조하기 바란다.

투자자의 위험 기피도에 의해 결정된다. 식 (II-1)에 의하면 위험자산의 수익률이 안전자산의 수익률을 초과하는 한 투자자는 위험자산에 자산의 일정 부분을 투자함으로써 효용을 극대화할 수 있다.

위험자산의 대표적 예인 주식의 수익률은 기본적으로 기업의 가치에 의해 결정된다. 그런데 외환위기 이후 한국의 기업들은 부채규모의 감소 등에 치중한 결과 성장성 둔화에도 불구하고 수익성 및 안정성이 크게 개선된 것으로 추정된다. 수익성 향상에도 불구하고 주가수익비율(PER)은 다른나라에 비해 낮아 한국 주식시장의 주가는 여전히 저평가되어 있다. 따라서 향후 한국 주식시장의 장기적인 수익률은 과거의 장기 수익률에 비해서는 높은 수준을 유지할 가능성이 크다.

위와 같은 가능성을 전제하면 최근 한국처럼 안전자산의 수익률이 급격하게 하락하는 금융환경하에서 가계가 대부분의 금융자산을 안전자산으로 운용할 경우 후생의 손실이 발생할 수 있다.

한편으로는 향후 인구의 노령화가 급격하게 진전될 것으로 예상되기 때문에 가계는 현재 보유하고 있거나 미래에 발생할 금융자산을 효율적으로 운용할 방안을 찾아야 한다. 물가상승률을 고려한 실질금리가 거의 제로에 가까워 가계가 금융자산 운용을 통해 퇴직 이후를 대비하기 위해서는 다소의 위험을 안더라도 주식 등 위험자산에의 투자가 불가피할 것으로 보인다.<sup>10)</sup>

10) 여기에서 의미하는 가계의 주식투자는 가계의 직접투자뿐만 아니라, 뮤추얼펀드 및 각종 연기금 등을 통한 간접투자도 포함하는 포괄적인 개념이다. 물론 한국 연기금의 주식투자는 가계의 의사와는 관계없이 이루어지기 때문에 위험선택의 주체가 가계가 아니라는 측면에서 엄밀한 의미에서는 가계의 간접투자라고 보기는 어렵다.

## 나. 금융구조 측면

가계의 주식투자가 늘어나면 주식시장의 수요기반이 확충됨으로써 주식시장의 안정성이 개선될 수 있다. 또한 가계의 자금이 간접투자 상품을 통해 주식시장으로 유입되면 국내 기관투자자들이 성장할 수 있을 뿐만 아니라 주식관련 간접투자 상품도 보다 다양해 질 수 있다. 기관투자자의 성장 및 간접투자 상품의 다양화는 투자자에게 보다 양질의 정보 및 투자기회를 제공할 수 있다. 따라서 주식시장의 수급구조는 장기적인 선순환에 진입할 가능성이 커진다. 결국 가계의 금융자산이 은행권의 안전자산과 자본시장의 위험자산으로 적절히 분산된다면 장기적으로 자본시장의 발전이 촉진될 수 있다.

가계의 주식투자 활성화와 그에 따른 은행과 자본시장의 균형적인 발전은 두 가지 측면에서 중요한 의미를 가진다.<sup>11)</sup>

첫째, 은행과 자본시장이 균형적으로 발전하면 금융위기의 발생 가능성을 낮출 수 있으며, 금융위기의 효율적 극복도 가능하다. 은행산업의 발전은 다수의 자금공급자(예: 가계)가 부담해야할 위험을 은행들이 대신 부담함으로써 소규모 위기 극복에는 유리한 측면이 있다. 그러나 한국이 겪었던 외환위기의 경우와 같이 대규모 위기가 발생할 경우에는 은행 자체의 위기가 금융시스템 전체의 위기로 증폭될 수 있다. 반면 자본시장의 발전은 풍부한 헤지수단 제공 및 가격에 바탕을 둔 자원배분 메커니즘을 통해 대규모 위기의 예방 및 위기 발생시 금융시스템의 신속한 복원에 유리하다.

둘째, 은행과 자본시장의 균형적인 발전은 혁신적인 산업에 대한 위험자본 제공을 위해 반드시 필요하다. 한국 경제가 잠재성장률 둔화에서

11) 이하의 논의는 신보성 외(2004)의 연구에 관련 문헌과 함께 잘 설명되어 있으니 참고하기 바란다.

벗어나 제도약하기 위해서는 중국 등 경쟁국들이 경쟁력을 갖추지 못한 보다 혁신적인 산업의 발전이 필요하다. 최근에는 기업 지배구조의 변화 등으로 대기업들이 과거와 같이 과감한 투자를 통해 국가 전체의 산업을 주도하기 어려워졌다. 따라서 혁신산업의 발전을 위해서는 아이디어가 뛰어나면서 환경 변화에 유연하게 대처할 수 있는 소규모 혁신기업들의 활발한 창업이 필수적이다. 혁신적인 기업들은 높은 수익성을 올릴 가능성이 크지만 위험 또한 높기 때문에 다수의 투자자들이 위험을 나누어 가지는 자본시장을 통해 자금공급이 이루어지는 것이 보다 효율적이다.<sup>12)</sup>

---

12) 신보성 외(2004)는 은행들이 위험도가 높은 혁신산업 및 기업에 과거처럼 대규모 자금을 투입하기는 어려울 것이라고 지적하였다. 따라서 그들은 다수의 투자자들이 위험을 나누어 가지는 자본시장을 통해 자금공급이 이루어지는 것이 바람직하다고 주장하였다. 그들은 R&D 강도가 높은 산업 및 하이테크 산업일수록 은행 중심 국가에 비해 자본시장 중심 국가에서 성장률이 높았음을 보였다.



### III. 가계 주식시장 참여 결정 요인의 이해

---

1. 주요국 가계 자산 구성 및 주식시장 참여 비교
2. 가계 주식시장 참여 결정 요인



### III. 가계 주식시장 참여 결정 요인의 이해

본 장에서는 한 국가내에서 어떤 가계는 주식시장에 참여하는 반면 어떤 가계는 주식시장에 참여하지 않는 요인이 무엇인지에 대해 알아본다. 본 장의 분석은 주로 주요국의 가계 서베이 데이터에 대한 기존연구의 분석 결과를 참조하여 이루어진다. 본 장에서는 여러나라의 가계 서베이 원자료를 이용한 상세한 실증분석은 시도되지 못했다. 그 이유는 두 가지로 지적될 수 있다. 우선, 가계의 금융자산 구성을 세부적으로 파악할 수 있는 미시자료(가계 서베이 데이터)가 구축된 국가가 소수에 불과하다는 점이다.<sup>13)</sup> 미시자료는 한 국가내의 가계간 주식시장 참여에 차이가 나는 이유를 밝히는 데는 유용하지만, 국가간 가계 주식보유 비중에 차이가 나는 이유를 추정하는 데는 용이하지 않다. 본 연구의 주요한 목적이 한국의 가계 주식보유 비중이 다른나라에 비해 낮은 이유를 찾는 것이므로 가계의 미시자료는 제한적으로 활용될 수밖에 없었다. 다음으로, 여러나라 가계 금융자산 구성에 대한 미시자료를 원자료 형태로 구하기가 어려웠다.<sup>14)</sup> 다만 한국은 2000년의 가계 자산구성에 관한 원자료를 통계청으로부터 구할 수 있었다. 따라서 한국의 2000년 자료는 원자료를 이용해 본 연구에서 새롭게 계산되었다.<sup>15)</sup>

---

13) 금융자산 구성에 대한 가계 서베이 데이터가 구축되어 실증연구가 진행되고 있는 국가는 미국, 영국, 이탈리아, 독일, 네덜란드 등 구미 선진국(Guiso et al.(2001a, 2002, 2003a)) 일부와 일본(Iwaisako(2003)) 등 소수에 불과하다.

14) 예외적으로 미국은 연준(Federal Reserve Board)의 홈페이지에 가계 금융자산 구성에 대한 서베이 데이터(Survey of Consumer Finances)를 공개하고 있다.

15) 본 연구는 한국 가계의 최근 금융자산 구성 및 주식보유를 파악하기 위해 통계청(2001)의 「2001 가구소비실태조사」를 이용하였다. 서베이의 기준년도는 2000년이다. 통계청에 의해 조사된 가구수는 27,001가구이지만 본 연구에서는 가구주 정보에 대한 서베이 문항에 답변이 없었던 경우 및 농어가 가구를 분석에서 제외하여 총 23,196가구가 분석대상에 포함되었다.

본 장에서는 우선 몇몇 비교대상국가의 가계 주식시장 참여 추이에 어떤 특징이 있는지를 비교해 본다. 다음으로 가계 최적 포트폴리오 선택에 관한 이론들이 제시하는 가계 주식시장 참여 결정 요인에 대해 알아본다. 그리고 가계 서베이 데이터로부터 나타나는 특징적인 현상들 (stylized facts)이 이론을 잘 뒷받침하고 있는지 살펴본다.

## 1. 주요국 가계 자산 구성 및 주식시장 참여 비교

### 가. 가계 자산 구성 비교

미국을 포함한 주요국 가계의 자산 구성을 가계 서베이 데이터를 기초로 살펴본 결과가 <표 III-1>에 정리되어 있다. 이에 따르면 대부분의 국가에서 금융자산의 비중보다 부동산 등 비금융자산의 비중이 높았다. 총자산 대비 금융자산의 비중이 가장 높은 수준인 미국 및 일본도 금융자산의 비중은 40%선에 그쳤다. 네덜란드, 독일 및 이탈리아는 총자산 대비 금융자산의 비중이 30%를 넘지 못하였다. 한국은 총자산 대비 금융자산의 비중이 15.8%에 그쳐 비교대상국 중 이탈리아와 함께 금융자산의 구성 비중이 가장 낮은 수준이었다.

한편, 가계의 총금융자산 대비 주식의 보유 비중도 국가간에 큰 차이가 있었다.<sup>16)</sup> 미국은 직간접 투자를 통한 주식의 보유비중이 총금융자산의 50% 이상인 반면, 독일 및 일본은 10%가 되지 못하였다. 한국은 가

16) 본 장에서 살펴보는 가계의 총금융자산 대비 주식보유 비중은 국가별 가계 서베이 데이터를 기초로 한 것이다. IV장에서는 한국을 포함한 OECD 20개국의 거시총량 자료를 기초로 국가간 가계 금융자산 구성 및 총금융자산 대비 주식보유 비중을 비교할 것이다.

계 총금융자산 대비 주식의 보유 비중이 7.9%에 그쳐 비교대상국 중 가장 낮은 수준이었다.

가계에 대한 서베이 데이터를 기초로 주요국 가계의 자산구성을 살펴 본 결과 두 가지 정도의 특징이 발견된다. 첫째, 부동산 등 비금융자산을 자산의 범주에 포함시킬 경우 대부분의 국가에서 여전히 비금융자산이 자산의 주요한 유형이었다. 둘째, 일부 국가에서는 주식이 가계 금융자산의 중요한 구성 요소인 반면, 일부 국가에서는 여전히 가계 금융자산에서 차지하는 주식의 중요성이 떨어짐을 알 수 있었다.

<표 III-1> 주요국의 가계 자산 구성(가계 서베이 데이터)

(단위: %)

	미국 (1998)	네덜란드 (1998)	독일 (1993)	이탈리아 (1998)	일본 (1999)	한국 (2000)
총자산 대비 비중						
금융자산	40.0	27.6	28.0	14.6	40.1	15.8
주식(직간접)	21.7	10.3	2.5	3.9	3.6	1.2
주식(직접)	9.2	6.6	1.2	1.1	2.4	
주식(간접) <sup>a)</sup>	12.5	3.7	1.3	2.8	1.2	
비금융자산 <sup>b)</sup>	60.0	72.4	72.0	85.4	59.9	84.2
금융자산 대비 비중						
주식(직간접)	54.4	37.1	9.0	27.0	8.8	7.9
주식(직접)	23.0	23.8	4.3	7.5	5.9	
주식(간접) <sup>a)</sup>	31.4	13.3	4.7	19.5	2.9	

a) 주식 간접투자는 뮤추얼펀드, 퇴직계정, 신탁 및 기타 등에 대한 투자를 의미. 미국은 간접투자 기구를 통한 주식투자액 기준이며, 나머지 국가는 간접투자 기구에 대한 투자액 기준. 따라서 나머지 국가는 주식 간접투자 액수가 과대 평가

b) 주거용 주택, 기타 부동산(상업용 제외), 기타 비금융자산

자료: 미국은 Bertaut and Starr-McCluer(2001), 네덜란드는 Alessie et al.(2001), 독일은 Eymann and Borsch-Supan(2001), 이탈리아는 Guiso and Jappelli(2001), 일본은 Iwaisako(2003)에서 발췌하여 재계산하였으며, 한국은 통계청(2001)의 원자료를 바탕으로 저자가 계산(미국: Survey of Consumer Finances, 네덜란드: CentER Saving Survey, 독일: German Income and Expenditure Survey, 이탈리아: Survey of Household Income and Wealth, 일본: Nikkei Radar by Nihon Keizai Shimbun, 한국: 가구소비실태조사(통계청))

## 나. 가계 주식시장 참여 추이 비교

일반적으로 많은 국가들에서 대부분의 금융자산을 자산규모가 큰 일부 가계가 보유하고 있는 것으로 알려져 있다.<sup>17)</sup> 또한 주식에 투자해 자산으로 보유하고 있는 가계도 일부에 그치고 있는 것이 일반적인 현상이다. 주요국에서 주식시장에 투자하고 있는 가계의 비중이 어느 정도 되는지에 대한 정보가 <표 III-2> 및 <표 III-3>에 정리되어 있다.

우선 <표 III-2>에 의하면 직접투자를 통해 주식시장에 참여하는 가계의 비중은 국가에 따라 약간씩의 차이는 있으나 20%선을 크게 넘지 못하는 것으로 나타났다. 1998년 또는 1999년을 기준으로 볼 때 비교적 주식시장에 참여하는 가계의 비중이 높은 미국, 영국, 일본의 주식시장 참여 비중은 각각 19.2%, 21.6%, 23.6%에 그쳤다. 독일과 이탈리아의 주식시장 참여 비중은 10% 내외 또는 10%에 훨씬 미치지 못하는 수준이었다.<sup>18)</sup>

그러나 간접투자까지 주식투자의 범위에 포함시킬 경우 주식시장에 참여하는 가계의 비중은 보다 커지는 것으로 나타났다. <표 III-3>에는 한국을 포함한 비교대상국 가계의 직간접 투자를 통한 주식시장 참여 비중이 정리되어 있다.

17) Kennickell(2001)은 가계 서베이 데이터(Survey of Consumer Finances)를 이용하여 미국 가계의 부의 편중 현상이 심하다는 것을 보였다. 그의 연구에 따르면 1998년 기준으로 순자산의 보유규모가 상위 10%에 포함되는 가계가 전체 가계의 순자산 가치 중 68.7%를 보유하고 있는 것으로 나타났다.

18) 한국의 가계 서베이 데이터에는 주식시장 참여 기준이 직접투자와 간접투자로 분류되어 있지 않았다. 따라서 주식시장 참여 기준을 직접투자로 제한한 <표 III-2>에는 한국의 자료가 제외되었다.

<표 III-2> 주요국의 주식시장 참여(직접) 가계 비중<sup>a)</sup>

(단위: %)

	1983	1989	1995	1998 <sup>b)</sup>
미국	19.1	16.8	15.2	19.2
영국	8.9	22.6	23.4	21.6
네덜란드	NA	NA	11.5	15.4
독일	9.7	10.3	10.5	NA
이탈리아	NA	4.5	4.0	7.3
프랑스	NA	NA	NA	15.0
	1987	1990	1996	1999
일본	22.8	26.5	22.0	23.6

a) 가계 서베이에 참여한 전체 가계 중 주식시장에 참여하고 있는 가계의 비중

b) 프랑스는 1997년 기준

자료: 미국, 영국, 네덜란드, 독일, 이탈리아는 Guiso et al.(2001b)을, 프랑스는 Arrondel and Masson(2003)을 재인용하였으며, 일본은 Iwaisako(2003)를 재인용(미국: Survey of Consumer Finances, 영국: Family Expenditure Survey, 네덜란드: CentER Saving Survey, 독일: German Income and Expenditure Survey(1983) 및 Soll and Haben Survey(1989, 1995), 이탈리아: Survey of Household Income and Wealth, 프랑스: Patrimoine 97 INSEE Survey, 일본: Nikkei Radar by Nihon Keizai Shimbun)

1998년을 기준으로 미국은 전체 가계의 약 절반인 48.9%가 직간접투자를 통해 주식을 보유하고 있다. 네덜란드 및 이탈리아는 직접투자를 통해 주식을 보유하고 있는 가계의 비중은 15.4% 및 7.3%에 그쳤으나, 직간접투자를 통해 주식을 보유하고 있는 가계의 비중은 각각 35.1% 및 18.7%로 나타났다. 반면 일본은 직접투자만 고려한 경우와 간접투자까지 고려한 경우의 주식시장에 참여한 가계의 비중에는 큰 차이가 없었다.

한편, 한국 가계의 주식시장 참여 정도는 비교대상국 중 가장 낮은 수준인 것으로 나타났다. 2000년 기준으로 직접투자 또는 간접투자를 통해 주식을 보유하고 있는 가계의 비중은 10.2%에 그쳤다.

1999~2000년 상반기 중의 주식시장 활황으로 한국 가계의 주식시장 참여도는 1998년보다는 개선되었다. 그러나 한국 가계의 주식시장 참여도는 비교대상국 중 가계의 주식시장 참여도가 가장 낮은 이탈리아와 비교해도 현저하게 낮은 수준에 머물러 있다.<sup>19)</sup>

<표 III-3> 주요국의 주식시장 참여(직간접) 가계 비중<sup>a)b)</sup>

(단위: %)

	1983	1989	1995	1998 <sup>c)</sup>
미국	NA	31.6	40.4	48.9
영국	NA	NA	NA	31.4
네덜란드	NA	NA	29.4	35.1
독일	11.2	12.4	15.6	NA
이탈리아	NA	10.5	14.0	18.7
프랑스	NA	NA	NA	23.1
	1987	1990	1996	1999
일본	25.9	30.2	24.0	25.2
	1994	1996	1998	2000
한국	8.5	11.2	7.9	10.2

- a) 가계 패널 서베이에 참여한 전체 가계 중 주식시장에 참여하고 있는 가계의 비중
  - b) 주식시장에 대한 간접적인 참여는 뮤추얼펀드, 투자계정(신탁), 퇴직계정 등에 대한 투자를 의미
  - c) 프랑스는 1997년 기준
- 자료: 한국은 1994~1998년은 임경목(2004)을 재인용하였으며, 2000년은 통계청(2001)의 원자료를 바탕으로 저자가 계산. 다른나라의 자료출처는 <표 III-2>와 동일(한국: 한국가계패널조사(대우경제연구소, 1994, 1996, 1998) 및 가구소비실태조사(통계청, 2001), 다른나라의 원자료 출처는 <표 III-2>와 동일)

19) 가계 서베이 데이터를 이용하여 한국 가계의 자산구성을 연구한 문헌으로는 임경목(2004), 김진영·박창균(2001), 김진영(2002) 등이 있다. 이 연구들은 대부분 대우경제연구소에서 1993~1998년까지 6년간 조사하였던 「대우패널」을 기초자료로 활용하였다.

한편, 주식시장에 참여한 가계만을 대상으로 가계 총금융자산에서 차지하는 주식의 비중을 살펴본 결과가 <표 Ⅲ-4>에 정리되어 있다. 이 결과 역시 국가에 따라 다소 차이가 있었다. <표 Ⅲ-4>에 따르면 주식시장에 참여하는 가계의 비중이 상대적으로 높았던 미국 및 영국은 주식시장에 참여한 가계의 금융자산 중 주식의 비중도 비교적 높았다. 반면 주식시장에 참여하는 가계의 비중이 낮았던 독일의 경우 가계가 주식시장에 참여하더라도 주식의 보유비중은 낮은 수준에 머물렀다.

특이한 것은 주식시장에 참여하는 가계의 비중이 낮았던 이탈리아 가계의 경우 주식시장에 참여한 가계의 주식보유 비중은 대단히 높았다는 점이다. 한국도 이탈리아와 비슷한 양상을 보였다. 주식시장에 참여한 가계가 보유한 주식은 금융자산의 약 28%를 차지하였다. 이 수치는 미국, 네덜란드, 이탈리아에 비해서는 낮지만, 독일 및 프랑스와 비교해서는 낮지 않은 수치이다. 따라서 한국의 경우에도 이탈리아와 유사하게 가계가 주식시장에 참여하는데는 보수적인 패턴을 보이다가, 일단 주식시장에 진입하면 주식보유에 보수적인 성향을 보였다고 보기 어렵다.

<표 Ⅲ-4> 주식시장에 참여한 가계의 금융자산 중 주식의 비중<sup>a)</sup>

(단위: %)

	주식(직접)/금융자산	주식(직간접)/금융자산
미국(1998)	34.6	59.6
영국(1998)	42.7	NA
네덜란드(1997)	47.6	53.6
독일(1993)	18.6	21.8
이탈리아(1998)	23.0	57.3
프랑스(1997)	21.7	28.2
한국(2000)	NA	28.3

a) 주식시장에 참여한 가계가 금융자산 중 보유하고 있는 주식의 비중 자료: <표 Ⅲ-2>와 <표 Ⅲ-3> 하단의 자료출처 참조

위에서 살펴 본 주요국 가계의 주식시장 참여에는 두 가지 큰 특징이 발견된다. 첫 번째 특징으로는 1990년대에 미국 및 유럽의 경우 가계의 주식시장 참여도가 전반적으로 높아지고 있다는 점을 들 수 있다. 두 번째 특징으로는 간접투자를 통해 주식시장에 참여하는 가계가 두드러지게 늘어나고 있다는 점을 들 수 있다.

이러한 특징이 나타나는 배경으로는 국제 금융시장을 둘러싼 몇 가지 환경 변화를 지적할 수 있다. 첫째, 1990년대 후반부터 국제금리는 전반적인 하락 추세를 보인 반면, 주가는 IT산업 부흥을 배경으로 상승 추세를 보였다. 더 이상 안전자산으로부터 만족할만한 수익을 올릴 수 없었던 투자자들에게 있어서 주식시장은 매력적인 투자대안으로 부상하였다. 둘째, 미국 및 유럽 국가의 금융산업이 보다 경쟁적인 형태로 발전한데다, 동 국가들의 금융제도는 규제 완화 및 자유화에 초점이 맞추어졌다. 이러한 금융부문의 변화는 기관투자자의 발전을 통해 가계부문의 개인투자자들에게 다양한 금융상품을 제공하게 되었고, 주식시장 참여에 소요되는 명시적·암묵적 비용(perceived costs)의 감소에도 기여하였다. 셋째, 1990년대에 유럽 국가들의 국영기업 민영화가 크게 진전되면서 양질의 주식 공급이 크게 늘어나 가계의 주식시장 참여를 유도할 수 있었다. 특히 민영화를 원활하게 마무리하기 위해 유럽 국가의 정부가 개인투자자들에게 자본시장에 대한 다양한 교육기회를 제공한 것도 가계의 주식시장 참여에 기인한 것으로 분석된다(Guiso et al.(2003b)). 넷째, 국제적으로 인구의 노령화가 진전됨에 따라 더 이상 젊은 세대의 소득으로 노령인구를 부양하는 것이 어려워지게 되었다. 이에 따라 미국 및 네덜란드 등에서는 연금의 자산규모가 크게 늘어났고, 연금을 통한 가계의 주식시장 참여도 진전되고 있다.

## 2. 가계 주식시장 참여 결정 요인

가계 포트폴리오 이론에 의하면 가계는 위험 기피도가 극도로 높지 않는 한 위험자산의 수익률이 안전자산의 수익률에 비해 높을 경우 주식시장에 참여함으로써 효용을 극대화할 수 있다. 그러나 실제로는 많은 가계가 주식시장에 참여하지 않고 있음을 앞에서 확인할 수 있었다. 미국과 같이 주식시장에 참여하는 가계가 많은 국가도 주식시장에 참여하는 가계는 전체 가계의 절반 정도에 지나지 않았다. 가계 포트폴리오 이론은 주식 초과수익률에도 불구하고 가계가 주식시장에 참여하지 않는 (stock market participation puzzle) 이유를 분석하여 왔다. 여기에서는 Gollier(2001) 및 Haliassos(2003)의 연구에서 논의된 이론적 설명들을 중심으로 논의한 다음, 실제 가계 서베이 데이터로부터 발견되는 특징적인 현상들이 이러한 이론들을 뒷받침하는지 살펴본다.

### 가. 이론적 설명

주식 초과수익률에도 불구하고 많은 가계가 주식시장에 참여하지 않는 이유를 분석하기 위해 다양한 연구가 진행되어 왔다. 대표적인 설명으로는 자본시장에 차입제약(borrowing constraints)이 있기 때문이라는 가설, 소득에 불확실성(income uncertainty)이 존재한다는 가설, 주식시장에 진입비용(entry costs) 또는 참여비용(participation costs)이 존재한다는 가설 등을 꼽을 수 있다. 본 연구에서는 이들 설명을 중심으로 하여 논의를 전개하기로 한다.<sup>20)</sup>

20) 주식시장 비참여에 대한 다른 설명으로는 비기대효용(nonexpected utility) 극대화(Quiggin(1982), Epstein and Zin(1990)), 세금의 존재(Arrow(1971)), 자산수익률의 예측가능성(Merton(1973)), habit formation(Constantinides

### 1) 차입제약에 의한 설명

차입제약은 투자자가 일생동안 기대되는 소득과 자산축적 이상으로 자금을 차입할 수 없음을 의미한다. 차입제약은 총량제약, 차입금리와 저축금리간 괴리 등 다양한 형태로 나타난다. 차입제약으로 인해 특정 투자자가 주식을 보유하지 않는 이유는 다음과 같다. 최적 선택을 하는 투자자는 자산수익에 충격이 있을 경우 소비 축소를 단기간에 집중시키지 않고 장기간에 걸쳐 분산시킴으로써 위험을 분산(diversify)시킬 수 있을 것이다. 따라서 자산수익에 충격이 가해지면 단기 소비의 급격한 축소를 방지하기 위해 저축을 즉시 줄이게 될 것이다. 그러나 자산수익에 대한 충격이 굉장히 클 경우 어떤 투자자는 보유하고 있는 저축으로 현재의 소비를 충당할 수 없는 상태가 될 것이다. 이러한 투자자들은 순차입자가 되어 위험을 분산시킬 수 있지만, 차입제약이 있는 경우에는 순차입자가 될 수가 없다. 따라서 이러한 투자자들은 단기 소비를 급격하게 축소시키게 되어 포트폴리오 위험을 분산시킬 수 없게 된다. 이는 결국 투자자들의 위험 기피도를 극도로 상승시켜 위험자산의 보유를 막게 될 것이다.

그러나 차입제약이 가계의 주식시장 비참여에 대한 타당한 원인이 되기 위해서는 두 가지의 추가적인 가정이 필요하다. 첫째, 일반적인 차입제약보다 강한 차입제약이 전제되어야 한다. 일반적으로 설정되는 차입제약은 순부(net wealth)의 가치가 음(negative)이 아니어야 한다는 것이다. 이는 총자산이 총부채와 동일한 가계의 경우 더 이상 차입을 할 수 없다는 것이다. 그러나 이 경우 투자자는 차입과 동시에 동일한 금액의 주식을 매입하여 총자산과 총부채를 동일하게 유지할 수 있다. 따라서 이러한 차입제약은 가계의 주식시장 비참여를 완전하게 설명할 수

---

(1990)) 등이 있다. 본 연구에서는 이러한 설명에 대해서는 상세히 다루지 않기로 한다.

없다(Haliassos and Bertaut(1995)). 즉, 차입제약이 가계의 주식시장 참여를 제한하기 위해서는 가계의 추가적인 차입 자체가 되지 않는다는 전제조건이 필요하다. 둘째, 보다 강한 차입제약과 함께 주식 공매도(short sales)에 대한 제약이 필요하다. 일부 연구들은 미래의 소득을 담보로 차입을 하여 현재의 소비에 충당하는 성향이 있는 가계들이 주식의 공매도를 통해서도 차입을 한다는 점을 발견하였다(Heaton and Lucas(2000a)). 특히 이러한 현상은 젊은 계층이나 현재의 소득이 낮은 계층에서 주로 발견된다(Haliassos and Michaelides(2001)).

이러한 강한 제약이 가정될 경우 차입제약은 부의 보유 규모가 작은 가계의 주식시장 비참여를 설명하는 데는 유용할 수 있을 것이다. 반면 차입제약은 처분 가능한 자산을 많이 보유한 가계의 주식시장 비참여는 설명하기가 어려운 한계가 있다. 그럼에도 불구하고, 차입제약은 부의 보유 규모 및 가구주의 연령 등 가계 특징에 따라 주식시장 참여 정도에 차이가 나는 한 요인이 될 수 있다.

## 2) 소득 불확실성에 의한 설명

근로소득이 존재한다고 가정할 경우 투자자는 미래소득의 합을 현재 가치로 할인하여 자신의 총자산에 포함시킨 후 소비와 안전자산 및 위험자산의 최적 선택을 하게 된다. 만약 투자자의 근로소득 변동성이 위험자산 수익률의 변동성만큼 크다면 투자자는 근로소득을 위험자산과 동일한 유형의 위험자산으로 간주하게 될 것이다. 이 경우 투자자는 근로소득이라는 위험자산을 이미 보유하고 있기 때문에 주식에 대한 투자를 기피하게 될 것이다.

그러나 일반적으로 근로소득과 위험자산 수익률간의 양의 상관관계가 높지 않고, 근로소득의 변동성이 위험자산 수익률의 변동성에 비해

낮다는 주장이 강하다(임경목(2004), Vissing-Jorgensen(2002)). 따라서 투자자의 미래 근로소득의 현재가치를 위험자산으로 분류하기 어렵기 때문에 근로소득의 불확실성만으로는 가계의 주식시장 비참여를 설명하는데 한계가 있다. 그러나 실증연구에서는 근로소득의 불확실성이 높은 계층일수록 주식시장에 참여하는 가계의 비중이 낮다는 결과가 제시되고 있다. 일부 연구는 소득의 불확실성이 커서 위험을 분산시키기 어려운 가계일수록 주식과 같은 위험자산을 보유하지 않을 가능성이 크고(Haliassos and Bertaut(1995), 임경목(2004)), 위험자산을 보유하더라도 그 보유비중이 낮다는 결과를 제시하고 있다(Heaton and Lucas(2000b), Kimball(1993)).

이와 같은 연구 결과들을 고려할 때 소득 불확실성이 가계의 주식시장 비참여를 완전하게 설명하지는 못하지만 가계간의 주식시장 참여 정도 또는 주식보유 비중의 차이점을 결정하는 한 요인이 될 수는 있다.

### 3) 진입비용 또는 참여비용에 의한 설명

최근 들어서는 주식시장 진입 또는 참여에 고정비용이 존재하기 때문에 가계가 주식시장에 참여할 수 없다는 주장이 강하게 지지되고 있다. 주식시장 진입 또는 참여에 고정비용이 존재한다면 가계는 주식시장에 진입함으로써 소요되는 비용과 혜택을 비교해서 최적의 선택을 할 것이다. 주식시장 참여에 소요되는 고정비용에 비해 주식시장 참여를 통한 혜택이 크다고 판단하는 가계는 비용을 지불하더라도 주식시장에 참여할 것이고, 그렇지 못한 가계는 주식시장에 참여하지 않을 것이다. 최근 일부 연구는 미약한 정도의 진입비용에 의해서도 가계가 주식시장에 참여하지 않을 수 있다는 결론을 제시하고 있다(Polkovnichenko(2000), Vissing-Jorgensen(2002), Haliassos and Michaelides(2003)).

일반적으로 주식시장 진입 또는 참여에 대한 고정비용은 크게 관측이 가능한 실질적인 비용(actual participation costs)과 관측이 어려운 암묵적인 비용(perceived costs)으로 나눌 수 있다.

실질적인 비용은 다시 주식 직접투자에 소요되는 비용과 간접투자에 소요되는 비용으로 나눌 수 있다. 가계가 직접투자를 통해 주식시장에 참여할 때에는 거래와 관련된 비용을 브로커에게 지불하게 된다. 가계가 뮤추얼펀드 등 간접투자를 통해 주식시장에 참여할 경우에도 다양한 비용을 지불해야 한다. 그 예로서 거래수수료(trading costs), 관리수수료(또는 운용수수료, management fees) 및 운영비용(operating costs)과 판매수수료(distribution costs) 등을 들 수 있다.

암묵적인 비용은 실질적인 비용보다 광범위한 개념으로 화폐 형태의 비용 지불을 동반하지는 않는다. 여기에는 실질적인 비용 이외에 주식시장에 참여함으로써 발생하는 모든 기회비용이 포함된다. 가계는 주식시장에 참여하기 위해 경제 및 주식시장 전반의 흐름에 대한 정보를 모니터링 해야 한다. 이를 위해서 가계는 자신의 시간뿐만 아니라 각종 자료를 모니터링 하는데 직간접적인 비용을 지불해야 한다. 또한 가계는 주식시장에 참여할 경우 거래에 참여하는 모든 금융기관과 투자대상 기업에 대해서도 모니터링을 해야 한다. 브로커를 통해 직접투자를 할 경우 브로커들이 정당하게 거래를 하고 있는지 감시해야 하고, 기관투자자를 통해 간접투자를 할 경우에도 자산운용이 제대로 이루어지고 있는지 등에 대한 감시가 이루어져야 한다. 또한 투자 대상기업을 선정할 때 또는 투자가 이루어진 후에도 투자 대상기업에 대한 모니터링이 필요하다. 가계는 투자 대상기업의 경영 현황과 동시에 기업가치에 영향을 미칠 수 있는 모든 요소들, 예컨대 주주의 권리와 의무가 제대로 이행되고 있는지, 내부거래와 같은 불공정거래의 여지는 없는지에 대해 감시해야 한다.

주식시장 참여비용은 한 국가내 가계간의 주식시장 참여에 차이가 나는 요인이 될 수 있다. 예를 들어서 교육 수준이 높은 가계는 주식시장 참여에 필요한 정보를 보다 쉽게 얻을 수 있기 때문에 낮은 정보비용으로 주식시장에 참여할 수 있을 것이다. 금융자산이나 소득의 규모가 큰 가계는 주식시장에 투입할 수 있는 자금의 규모가 크기 때문에 상대적으로 적은 고정비용을 지불하고 주식시장에 참여할 수 있다.

한편, 주식시장 참여비용은 가계의 주식시장 참여도 또는 주식보유 비중의 국가간 차이를 야기하는 요인이 될 수도 있다. 국가별로 가계의 교육수준이 다르기 때문에 정보 취득에 소요되는 암묵적 비용(perceived costs)도 다를 것이다. 국가별 가계 금융자산 축적 정도의 차이로 인해 동일한 고정비용을 가정할 경우에도 국가별로 가계가 지불해야 하는 비용에는 상대적인 차이가 존재한다. 또한 최근 일부 연구는 국가별로 금융의 효율성이나 기업의 투명성이 다르고, 이러한 차이에 의해 국가별로 가계가 주식시장에 참여할 때 부담해야 하는 암묵적 비용(perceived costs)이 다르다는 결과를 제시하고 있다(Guiso et al.(2002)).

## 나. 가계 서베이 데이터의 특징적 현상(stylized facts)

최근 가계 포트폴리오에 대한 실증 연구들은 대부분 가계의 특성에 따라 주식시장 참여에 어떤 차이가 나는지를 분석하고 있다. 대부분의 연구들은 가계의 금융자산 축적 정도, 소득수준, 교육정도, 연령, 그리고 소득의 안정성 등에 따라 주식시장 참여에 어떤 차이점이 있는지에 초점을 맞추고 있다.

앞의 이론에 의하면 주식시장에 차입제약이 존재하거나 진입비용 및 참여비용이 존재한다면, 금융자산을 많이 보유한 가계나 소득수준이 높

은 가계의 경우 주식시장 참여도가 높을 것이다. 주식시장에 차입제약이 존재한다면 가구주의 연령이 낮거나, 아주 높은 경우에는 주식시장 참여도가 낮을 것이다. 또한 주식시장 참여에 정보비용이 존재한다면 교육수준이 높은 가계일수록 주식시장 참여도가 높을 것이다. 근로소득에 불확실성이 존재한다면, 소득의 안정성이 높을수록 주식시장 참여도가 높을 것이다.

금융자산이나 소득 등 보유하고 있는 부의 규모가 큰 가계는 자산수익에 충격이 발생해서 현재의 소비를 급격하게 축소해야 하는 경우에도 보유중인 부의 일부를 처분해 현재의 소비에 충당할 수 있다. 이러한 가계는 주식시장에 차입제약이 존재하더라도 소비에 대한 위험을 분산시킬 수 있다. 반면 보유중인 부의 규모가 작은 가계는 차입제약이 존재하는 한 현재의 소비 축소 위험을 분산시킬 수 없기 때문에 주식과 같은 위험자산에 대한 투자도 피하게 된다.

또한 보유중인 부의 규모가 큰 가계는 규모의 경제 효과에 의해 주식시장 참여에 소요되는 진입비용 또는 참여비용을 상대적으로 낮출 수 있기 때문에 주식시장에 참여할 가능성이 크다. 예를 들어 Guiso et al. (2002)은 간단한 정태적 평균분산 포트폴리오 모형(static mean-variance portfolio model)을 이용해 주식시장에 고정비용이 존재하는 경우 가계는 아래의 식이 만족되는 경우에만 위험자산에 투자한다고 설명하였다.

$$EU(R_f W + \lambda W(R_r - R_f) - K) > U(R_f W), \quad (\text{III-1})$$

( $EU(\cdot)$ : 기대효용함수,  $U(\cdot)$ : 효용함수,  $R_f$ : 안전자산 수익률,  $R_r$ : 주식수익률,  $W$ : 부의 규모,  $\lambda$ : 주식 비중,  $K$ : 주식시장 참여에 소요되는 고정비용)

즉, 가계는 주식시장 참여에 소요되는 고정비용을 지불하더라도 주식시장에 참여함으로써 얻을 수 있는 기대효용이 주식시장에 참여하지 않고 안전자산만 보유할 경우의 효용에 비해 클 경우 주식시장에 참여하게 된다. 위의 식에 따르면 주식의 초과수익률이 클수록, 가계가 보유하고 있는 부의 규모가 클수록 주식을 보유할 유인이 커진다. 반대로 주식시장에 고정비용이 존재한다면 보유하고 있는 부의 규모가 작은 가계는 주식시장에 참여할 유인이 떨어질 것이다.

만약 주식시장에 차입계약이 존재한다면 축적된 부의 규모가 작은 젊은 연령대의 가계나 근로소득이 급격하게 줄어드는 고연령대 가계의 주식시장 참여도는 낮을 것이다. 반면, 금융자산이 축적되고 근로소득이 정점에 달하는 40~50대 연령 가계의 주식시장 참여도는 상대적으로 높을 것이다.

교육 수준이 높은 가계는 주식시장 참여에 필요한 정보를 상대적으로 쉽게 구할 수 있다. 따라서 주식시장에 고정비용이 존재한다면 교육 수준이 높은 가계는 정보비용을 줄일 수 있기 때문에 주식시장 참여도가 상대적으로 높을 것이다. 반면 교육수준이 낮은 가계는 정보비용이 높고, 따라서 주식시장 참여도도 상대적으로 낮을 것이다.

여기에서는 앞에서 언급한 이론적 논의들이 서구 선진국 및 한국의 가계 서베이 데이터에 나타나는 특징적 현상에 의해 설명될 수 있는지 알아본다.<sup>21)</sup> 특히 가계의 금융자산 축적 정도, 가계의 소득수준, 가구주의 교육 수준, 가구주의 연령, 가계 소득의 안정성 등에 따라 가계의 주식시장 참여에 어떤 차이점이 나타나는지에 초점을 맞추어 논의를 전개하기로 한다.

21) 여기에서 서구 선진국의 가계 서베이 결과는 주로 Guiso et al.(2003b)의 연구 결과에서 재인용한다. 이는 앞에서 언급한 바와 같이 미국을 제외한 여타 국가의 경우 가계 자산 구성 서베이의 원자료를 구하기가 어려웠기 때문이다. 한국의 가계 서베이 결과는 통계청의 원자료(가구소비실태조사(2001))를 이용해 저자가 계산한 결과를 주로 활용한다.

### 1) 가계의 금융자산 축적 정도와 주식시장 참여

<표 Ⅲ-5>에는 서베이에 참여한 전체 가계를 금융자산 보유 규모를 기준으로 10개 분위로 나누었을 때 각 분위별로 직간접 투자를 통해 주식시장에 참여하는 가계의 비중이 어느 정도 되는지 정리되어 있다.<sup>22)</sup> 분석대상 국가는 한국을 포함하여 자료 입수가 가능한 5개 국가이다.

정리된 결과에 의하면 모든 분석대상 국가에서 금융자산 분위가 높을수록 주식시장에 참여하는 가계의 비중이 높은 것으로 나타났다. 특히 금융자산 보유 규모가 상위권으로 올라갈수록 주식시장에 참여하는 가계의 비중은 급격하게 상승하고 있다.

미국의 경우 금융자산 보유 하위 3개 분위까지는 주식시장에 참여하는 가계의 비중이 15%에 미치지 못했으나, 금융자산 보유 최상위 분위에서는 주식시장에 참여하는 가계의 비중이 90%를 넘었다. 네덜란드, 이탈리아, 프랑스 등 여타 비교대상국들도 유사한 주식시장 참여 패턴을 보였다. 특히 3개 국가 모두 금융자산 보유 최상위 분위에서는 주식시장에 참여하는 가계의 비중이 60~70%에 이르렀다.

한국의 경우에도 모든 분위에서 주식시장에 참여하는 가계의 비중이 여타국에 비해 낮다는 점만 제외하면 유사한 패턴을 보였다. 금융자산 보유 5분위까지는 주식시장에 참여하는 가계의 비중이 4%에도 이르지 못한 반면 최상위 분위에서는 주식시장에 참여하는 가계의 비중이 35.6%에 이르렀다.

가계 서베이 자료를 통해 볼 때 모든 국가에서 금융자산 보유 규모가 클수록 주식시장 참여도가 올라가는 반면, 금융자산 보유 규모가 작

22) 한국의 가계 서베이 자료에는 주식보유에 있어서 직접투자와 간접투자가 분류되지 않고 통합되어 있다. 따라서 여타 국가와의 비교는 직간접 투자를 모두 포함한 결과를 기초로 한다.

을수록 주식시장 참여도가 떨어지는 것으로 확인되었다. 따라서 가계 포트폴리오 이론에서 제시하는 결과가 실제 데이터에서 어느 정도 반영되고 있다.

<표 III-5> 금융자산 축적과 가계 주식시장 참여(직간접)<sup>a)b)</sup>

(단위: %)

금융자산 분위	국가				
	미국 (1998)	네덜란드 (1997)	이탈리아 (1998)	프랑스 (1997)	한국 (2000)
1분위	0.0	0.0	1.0	0.0	0.0
2분위	6.0	1.0	0.0	4.0	0.6
3분위	14.0	2.0	0.0	8.0	1.2
4분위	40.0	6.0	1.0	11.0	3.4
5분위	49.0	10.0	4.0	14.0	3.8
6분위	57.0	15.0	5.0	18.0	7.2
7분위	66.0	23.0	10.0	25.0	10.2
8분위	75.0	43.0	19.0	34.0	15.8
9분위	86.0	58.0	42.0	43.0	24.4
10분위	93.0	78.0	63.0	69.0	35.6

a) 가계 서베이에 참여한 모든 가계를 금융자산 축적 분위(1분위(저) ~ 10분위(고)) 별로 나누어 각 분위별로 주식을 보유한 가계의 비중을 계산

b) 주식시장에 대한 간접적인 참여는 뮤추얼펀드, 투자계정(신탁), 퇴직계정 등에 대한 투자를 의미

자료: 미국, 네덜란드, 이탈리아, 프랑스는 Guiso et al.(2003b)을 재인용하였으며, 한국은 통계청 원자료(2001)를 바탕으로 저자가 계산(미국: Survey of Consumer Finances, 네덜란드: CentER Saving Survey, 이탈리아: Survey of Household Income and Wealth, 프랑스: Patrimoine 97 INSEE Survey, 한국: 가구소비실태조사(통계청, 2001))

2) 가계의 소득수준과 주식시장 참여

<표 Ⅲ-6>에는 서베이에 참여한 전체 가계를 연간소득 규모를 기준으로 10개 분위로 나누었을 때 각 분위별로 직간접 투자를 통해 주식시장에 참여하는 가계의 비중이 어느 정도 되는지 정리되어 있다. 분석대상 국가는 한국을 포함하여 자료 입수가 가능한 6개 국가이다.

<표 Ⅲ-6> 소득수준과 가계 주식시장 참여(직간접)<sup>a)b)</sup>

(단위: %)

소득 분위	국가					
	미국 (1998)	영국 (1998)	네덜란드 (1997)	이탈리아 (1998)	프랑스 (1997)	한국 (2000)
1분위	8.0	18.0	14.0	4.0	5.0	2.4
2분위	12.0	14.0	6.0	4.0	7.0	2.2
3분위	21.0	19.0	10.0	5.0	15.0	3.2
4분위	39.0	21.0	16.0	7.0	15.0	3.2
5분위	44.0	27.0	17.0	8.0	17.0	6.2
6분위	56.0	35.0	22.0	13.0	24.0	7.4
7분위	62.0	40.0	30.0	15.0	26.0	10.6
8분위	75.0	46.0	32.0	22.0	30.0	16.9
9분위	78.0	55.0	43.0	24.0	36.0	21.8
10분위	91.0	67.0	54.0	45.0	52.0	28.4

a) 가계 서베이에 참여한 모든 가계를 소득 분위(1분위(저) ~ 10분위(고))별로 나누어 각 분위별로 주식을 보유한 가계의 비중을 계산

b) <표 Ⅲ-5> 하단의 표주 b) 참조

자료: <표 Ⅲ-5> 하단의 자료출처 참조

정리된 결과는 금융자산의 경우와 유사한 것으로 나타났다. 소득 분위가 올라갈수록 주식시장에 참여하는 가계의 비중도 상승하는 추세를 보였다. 즉, 소득이 높은 계층일수록 주식시장 참여도가 상승하고 있다.

다만 저소득 분위의 주식시장 참여도는 저금융자산 분위의 주식시장 참여도에 비해서 다소 높았다는 점이 유일한 차이점으로 볼 수 있다.

미국의 경우 가장 낮은 소득분위에서는 주식시장에 참여하는 가계의 비중이 8%에 그쳤으나, 가장 높은 소득분위에서는 91%에 이르렀다. 영국, 네덜란드, 이탈리아, 프랑스의 경우에도 가장 높은 소득분위에서는 주식시장에 참여하는 가계의 비중이 상당히 높은 수준을 보였다.

한국도 소득분위별로 주식시장에 참여하는 가계의 비중이 여타 국가와 유사한 패턴을 보였다. 다만, 한국의 경우 가장 높은 소득분위에서조차 주식시장에 참여하는 가계의 비중은 30%에 이르지 못해 다른 국가에 비해서 낮은 수준에 머물렀다.

위와 같은 결과로 미루어 볼 때 가계의 소득수준별 주식시장 참여도에 대한 데이터 역시 앞에서 소개한 가계 포트폴리오 이론을 잘 반영하고 있다고 할 것이다.

### 3) 가구주의 교육 수준과 주식시장 참여

<표 III-7>에는 가계 서베이에 참여한 전체 가계를 가구주의 교육수준별로 나누고, 각 교육수준별로 주식시장에 참여하는 가계의 비중이 어느 정도 되는지 정리되어 있다. 정리된 결과에 의하면 모든 분석대상 국가에서 가구주의 교육 정도가 높을수록 가계의 주식시장 참여도는 높아지는 것으로 나타났다.

미국의 경우 가구주가 대학교육 이상을 받은 가계 중 주식시장에 참여하는 가계의 비중은 69%였으나, 가구주가 대학교육을 받지 못한 가계 중 주식시장에 참여하는 가계의 비중은 39%에 그쳤다. 이러한 패턴은 영국, 네덜란드, 이탈리아, 프랑스의 경우에도 유사하게 나타났다. 한국의 경우에도 동일한 패턴이 관측되었다. 한국의 경우 가구주가 대학교육

이상을 받은 가계 중 주식시장에 참여하는 가계의 비중은 18.4%였으나, 가구주가 대학교육을 받지 못한 가계 중 주식시장에 참여하는 가계의 비중은 7.1%에 그쳤다.

가구주의 교육수준에 따라서 가계의 주식시장 참여에 차이가 있다는 결과는 주식시장에 정보비용 등 고정비용이 존재함을 반영한다. 교육수준이 높은 가계는 상대적으로 낮은 비용으로 주식시장 참여에 필요한 정보를 취득할 수 있는 반면, 교육수준이 낮은 가계는 정보 취득에 높은 비용을 필요로 하기 때문이다.

<표 III-7> 교육수준과 가계 주식시장 참여(직간접)<sup>a)b)</sup>

(단위: %)

교육수준	국가					
	미국 (1998)	영국 (1998)	네덜란드 (1997)	이탈리아 (1998)	프랑스 (1997)	한국 (2000)
고교교육 이하	39.0	27.0	16.0	13.0	21.0	7.1
대학교육 이상	69.0	50.0	35.0	37.0	32.0	18.4

a) 가계 서베이에 참여한 가계를 대학교육 이상을 받은 가계(현재 재학하고 있는 경우 포함)와 받지 못한 가계로 나누어 그룹별로 주식을 보유한 가계 비중 계산

b) <표 III-5> 하단의 표주 b) 참조

자료: <표 III-5> 하단의 자료출처 참조

#### 4) 가구주 연령과 주식시장 참여

<표 III-8>에는 서베이에 참여한 가계를 가구주의 연령별로 나누어 각 연령대별로 주식시장에 참여하는 가계의 비중이 정리되어 있다.

정리된 결과를 보면 주식시장에 참여하는 가계의 비중은 가구주의 연령이 작을수록 낮은 수준을 보이다가 가구주의 연령이 올라갈수록 상승한다. 그러나 가계의 주식시장 참여도는 가구주의 연령이 퇴직 시기에

근접하면서 다시 떨어지는 추이를 보이고 있다. 이러한 양상은 국가별로 반전되는 시기에 약간의 차이가 있다는 점만 제외하면 거의 유사하게 나타나고 있다.

미국의 경우 가구주의 연령이 21~25세인 그룹에서는 주식시장에 참여하는 가계의 비중이 24%에 그쳐 전체 연령대 중 가장 낮은 수준을 보였다. 그러나 가구주 연령이 올라가면서 주식시장에 참여하는 가계의 비중도 상승하여 51~55세 연령대에서는 주식시장에 참여하는 가계의 비중이 63%까지 올라갔다. 이 연령대가 지나면서 주식시장에 참여하는 가계의 비중은 큰 폭으로 떨어지기 시작했다.

영국 및 프랑스의 경우에도 미국과 동일한 패턴이 발견되었다. 이들 국가 역시 주식시장에 참여하는 가계의 비중은 가구주 연령이 51~55세인 그룹에서 가장 높았으며, 이 연령대를 지나면서 점차 하락하는 추세를 보였다. 이탈리아의 연령대별 가계 주식시장 참여도는 위의 국가들에 비해서는 덜 규칙적이다. 그러나 가구주의 연령이 낮거나 퇴직연령에 근접할수록 주식시장 참여도가 떨어진다는 기본적인 패턴은 동일하다.

한국의 경우에도 연령대별 가계 주식시장 참여도의 기본적인 패턴은 비교대상국들과 거의 유사하다. 다만 한국의 경우 주식시장에 참여하는 가계의 비중이 정점에 달하는 연령대가 다른나라에 비해 10년 정도 빠르다는 것이 차이점이다. 다른나라는 대부분 가구주의 연령이 51~55세인 그룹에서 주식시장에 참여하는 가계의 비중이 가장 높았으나, 한국은 가구주의 연령이 41~45세인 그룹에서 주식시장에 참여하는 가계의 비중이 가장 높았다.<sup>23)</sup>

23) 이러한 결과는 가구주의 연령대를 10년 단위로 나눈 임경묵(2004)의 연구 결과에도 나타난다. 그의 연구에 의하면 한국의 경우 1998년을 기준으로 주식시장에 참여하는 가계의 비중이 가장 높은 연령대가 40~49세인 것으로 나타나 미국, 영국, 네덜란드 등과 차이를 보였다.

<표 Ⅲ-8> 가구주 연령과 가계 주식시장 참여(직간접)<sup>a)b)</sup>

(단위: %)

가구주 연령	국가					
	미국 (1998)	영국 (1998)	네덜란드 (1997)	이탈리아 (1998)	프랑스 (1997)	한국 (2000)
21~25	24.0	17.0	15.0	4.0	10.0	3.3
26~30	43.0	25.0	6.0	9.0	18.0	8.7
31~35	50.0	31.0	14.0	23.0	25.0	11.8
36~40	57.0	32.0	16.0	18.0	22.0	13.8
41~45	56.0	36.0	21.0	14.0	25.0	13.9
46~50	58.0	42.0	22.0	15.0	24.0	11.9
51~55	63.0	45.0	30.0	20.0	31.0	9.2
56~60	58.0	43.0	29.0	19.0	26.0	9.3
61~65	43.0	43.0	30.0	14.0	22.0	5.5
66~70	47.0	38.0	33.0	12.0	25.0	5.0
71~75	34.0	32.0	26.0	10.0	24.0	2.9
76~80	29.0	24.0	37.0	6.0	18.0	2.8

a) 가계 서베이에 참여한 모든 가계를 가구주의 연령을 기준으로 분류한 다음 각 그룹별로 주식을 보유한 가계의 비중을 계산

b) <표 Ⅲ-5> 하단의 표주 b) 참조

자료: <표 Ⅲ-5> 하단의 자료출처 참조

앞에서 논의한 바와 같이 이론적으로 주식시장에 차입제약이나 참여 비용이 존재한다면 금융자산이나 소득 등 부의 축적이 상대적으로 적은 젊은 세대의 주식시장 참여도는 낮을 것이다. 또한 퇴직 연령을 전후한 고령 세대의 경우에는 미래의 소득흐름이 발생하는 기간이 짧아짐에 따라 인적자본(human capital)의 가치가 떨어지게 될 것이다. 이 세대에서는 근로소득이 정점에 달하기 때문에 처음에는 인적자본의 가치가 상승할 수 있지만 퇴직연령에 가까워질수록 인적자본의 가치가 떨어지게 된다. 따라서 이 세대에서도 주식시장에 대한 참여도가 떨어지게 될 것이

다(Jagannathan and Kocherlakota(1996)). 또한 퇴직 이후에는 근로소득이 사라지게 되므로 부의 규모도 줄어들게 되어 주식시장에 존재하는 차입계약 또는 참여비용에 의해 주식시장 참여에 제약이 발생하게 될 것이다.

각국의 연령별 주식시장 참여도에 나타난 특징적 현상은 위와 같은 이론적 연구의 결과를 비교적 잘 설명해 주는 것으로 판단된다.

### 5) 소득 안정성과 가계 주식시장 참여

Haliassos and Bertaut(1995)는 실업의 위험성이 높은 산업(또는 직업)에 종사하는 가계와 실업의 위험성이 낮은 산업(또는 직업)에 종사하는 가계간에 주식시장 참여도에 어떤 차이가 나는지를 조사하였다.<sup>24)</sup> 그들의 조사결과가 <표 III-9>에 재인용되어 있다.

우선 가계를 가구주가 종사하고 있는 산업별로 분류한 경우를 살펴보자. 이 경우 저소득층에서는 가구주가 실업위험성이 낮은 산업에 종사하는 가계의 주식시장 참여도가 높았던 반면 중간 소득층에서는 이러한 패턴이 나타나지 않았다. 그러나 가계를 가구주가 종사하고 있는 직업별로 분류한 경우에는 실업위험성이 낮을 때 가계의 주식시장 참여도가 높다는 점이 뚜렷이 나타난다. 이 경우에는 저소득층과 중간 소득층 모두 가구주가 실업위험성이 낮은 직업에 종사할 때 가계의 주식시장 참여도가 높은 것으로 나타났다. 실업위험성을 소득안정성의 대용지표(proxy)로 볼 수 있다면, Haliassos and Bertaut(1995)의 연구 결과는 가계의 소득안정성이 높을수록(실업의 위험성이 낮을수록) 가계의 주식시장 참여도가 높다고 해석할 수 있을 것이다.

24) 그들은 산업의 실업률이 전산업(또는 직업) 평균 실업률의 1 표준편차 범위 밖에 있을 경우를 실업위험성이 높은 산업(또는 직업)으로 분류하였다. 자세한 분류 기준은 Haliassos and Bertaut(1995) 연구의 pp.1112 각주 2~4를 참조하기 바란다.

**<표 III-9> 실업위험성과 가계 주식시장 참여(직접):  
Haliassos and Bertaut(1995)의 미국 사례<sup>a)</sup>**

(단위: %)

소득수준	주식시장에 참여하는 가계의 비중			
	산업별		직업별	
	실업위험성 낮은 산업 <sup>b)</sup>	실업위험성 높은 산업 <sup>b)</sup>	실업위험성 낮은 직업 <sup>b)</sup>	실업위험성 높은 직업 <sup>b)</sup>
5만\$ 이하	25.9	14.7	26.6	7.9
5만\$~15만\$	44.1	46.1	54.5	15.9
15만\$ 이상	78.9	NA <sup>c)</sup>	79.9	NA <sup>c)</sup>

- a) 저자들은 가계 서베이에 참여한 모든 가계를 실업위험성이 높은 산업(또는 직업)과 실업위험성이 낮은 산업(또는 직업)에 종사하는 그룹으로 분리한 다음, 각 그룹별로 주식시장에 참여하는 가계의 비중을 계산
- b) 저자들은 산업(또는 직업)의 실업률이 전산업(전직업) 평균 실업률의 1 표준편차 범위 밖에 있을 경우에 실업위험성이 높은 산업(또는 직업)이라고 분류
- c) 저자들은 고소득층 가계의 경우 실업위험성이 높은 산업(또는 직업)에 종사하는 가계가 없는 것으로 분류

자료: Haliassos and Bertaut(1995) 연구의 pp.1112 <table 2>를 재인용 (저자들은 1983년 Survey of Consumer Finances와 Census Bureau의 원자료를 이용)

한편, Heaton and Lucas(2000b)는 사업소득의 변동성 위험이 임금소득의 변동성 위험에 비해 가계의 주식시장 참여에 더 큰 영향을 미친다는 결과를 제시하였다. 그들은 사업소득의 변동성 위험이 큰 가계일수록 주식시장 참여도가 떨어짐을 보였다. 임경목(2004)은 Heaton and Lucas(2000b)의 연구와 유사하게 가구주가 자영업자인 경우가 임금근로자인 경우에 비해 가계의 주식시장 참여도가 낮음을 한국의 가계 서베이 데이터를 이용해 보여 주었다.

<표 III-10>에는 임경목(2004)의 연구에서 제안된 분류 방법을 기준으로 2000년 한국 가계 서베이 데이터를 활용하여 가구주가 상용근로자인 경우와 자영업자인 경우의 주식시장 참여도가 계산되어 있다. 정리된 결

과에 의하면 가구주가 상용근로자인 표본에서는 주식시장에 참여하는 가계의 비중이 18.5%였으나, 가구주가 자영업자인 표본에서는 주식시장에 참여하는 가계의 비중이 5.9%에 불과하였다.

**<표 III-10> 상용근로자 및 자영업자의 주식시장 참여(직간접):  
한국 사례<sup>a)</sup>**

(단위: %)

가구주 직업별 가계 구분	주식시장에 참여하는 가계의 비중
상용근로자 가계	18.5
자영업자 가계	5.9

a) 가계 서베이에 참여한 가계 중 가구주가 상용근로자인 가계와 자영업자인 가계를 분류한 다음, 각 그룹별로 주식시장에 참여하는 가계의 비중을 계산(2000년 기준)

자료: 통계청(2001)의 「2001 가구소비실태조사」를 원자료로 활용하여 저자가 계산

만약 가구주가 상용근로자인 가계의 소득이 가구주가 자영업자인 가계의 소득에 비해 안정성이 높다고 가정한다면, 위와 같은 분석 결과는 가계의 소득안정성이 높을수록 가계의 주식시장 참여도가 높다고 해석될 수 있을 것이다.

## IV. 국가간 가계 주식보유 비중 결정 요인

---

1. OECD 국가의 가계 금융자산 구성 비교
2. 가계 주식보유 비중 결정 요인
3. 한국의 낮은 가계 주식보유 비중의 원인



## IV. 국가간 가계 주식보유 비중 결정 요인

Ⅲ장에서는 한 국가내에서 어떤 가계는 주식시장에 참여하는 반면 어떤 가계는 주식시장에 참여하지 않는 이유를 기존의 이론적 논의 및 가계 서베이 데이터에서 나타나는 특징적 현상들을 중심으로 살펴보았다. 기존의 이론적 연구들은 주식시장에 존재하는 차입계약 및 참여비용, 그리고 가계의 소득 불확실성 등을 가계가 주식시장에 참여하지 않는 요인으로 제안하고 있다. 한국 및 서구 선진국의 가계 서베이 데이터에서 발견되는 특징적 현상들은 이러한 이론적 논의들을 뒷받침하고 있다. 즉, 주식시장에 존재하는 차입계약이나 참여비용에 상대적으로 큰 영향을 받는 가계는 주식시장 참여도가 낮은 것으로 나타났으며, 소득의 불확실성이 높은 가계도 주식시장 참여도가 낮은 것으로 나타났다.

한편, 가계 서베이 데이터의 특징적 현상들은 모든 분석대상 국가에서 거의 유사하게 나타났다. 그러나 대부분의 연구들이 특정 국가만을 대상으로 분석을 시도하였기 때문에 가계의 주식시장 참여를 결정하는 요인들이 가계 주식보유 비중의 국가간 차이까지 설명할 수 있을지에 대해서는 명확하지 않다.<sup>25)</sup>

본 장에서는 한국을 포함한 OECD 20개국의 거시총량 자료를 이용하여 가계 주식보유 비중의 국가간 차이를 결정하는 요인에 대해 분석한다. 본 장의 분석은 기본적으로 가계 포트폴리오 이론과 가계 서베이 데이터의 특징적 현상들을 토대로 한다. 즉, 가계 포트폴리오 이론과 가계

25) 예외적인 연구로는 Guiso et al.(2002)을 들 수 있다. 그들은 미국, 프랑스, 독일, 이탈리아, 네덜란드, 스웨덴 등 6개국 가계 서베이 데이터를 조합(pooling)하여 가계 주식시장 참여에 대한 회귀분석을 시행하였다. 그들은 금융자산 및 소득수준, 연령, 교육수준 등의 특징들을 통제한 후에도 미국과 유럽 국가간의 가계 주식시장 참여에는 차이가 존재한다고 지적하였다. 그들은 그 이유로 미국의 경우 뮤추얼펀드의 대형화 및 금융기관의 높은 투명성으로 인해 가계의 주식시장 참여에 소요되는 실질적·암묵적 비용(perceived costs)이 낮기 때문이라고 설명하였다.

서베이 데이터에서 제시된 가계 주식시장 참여 결정 요인들을 가계 주식보유 비중의 국가간 차이를 결정하는 대용 변수로 활용한다.

## 1. OECD 국가의 가계 금융자산 구성 비교

### 가. 가계 금융자산 거시총량 자료의 개요

본 장의 분석대상이 되는 OECD 국가는 한국을 포함하여 20개국이다. OECD 국가 중 5년 이상의 가계 금융자산에 대한 거시총량 자료의 입수가 가능한 국가는 대부분 분석대상에 포함되었다.<sup>26)</sup>

가계 금융자산에 대한 거시총량 자료는 기본적으로 국가별로 집계되는 경제주체별 금융자산 및 부채표를 기준으로 한다. 대부분의 국가들은 UN이 권고한 회계 지침인 SNA(System of National Accounts)를 기준으로 하여 국가의 경제주체별 금융자산 및 부채를 파악하고 있다.<sup>27)</sup> 국가별로 경제주체의 분류, 금융자산 및 부채의 분류 등에 약간씩의 차이는 있으나 거의 유사한 분류 기준을 사용하고 있다.

---

26) 본 연구에서는 가능한 많은 국가의 자료를 입수하여 횡단면 분석을 시도하려 하였다. 그러나 OECD 국가 이외 여타 국가의 경우 금융자산 구성에 대한 거시 총량자료가 제대로 구축되어 있지 않았다. OECD 30개 국가 중에서도 23개국의 자료만 획득이 가능하였다. 분석대상 국가의 수가 지나치게 적어서 표본의 수를 늘리기 위해 횡단면과 시계열을 동시에 고려할 수밖에 없었다. 따라서 가능하면 5년 이상의 연간자료 획득이 가능한 국가만 분석대상에 포함시켰다. 최종적으로 자료 획득이 가능한 23개국 중 멕시코, 슬로바키아, 폴란드 등 3개국을 제외한 20개국이 분석대상에 포함되었다.

27) 국가경제 전체의 경제주체별 금융자산 및 부채표의 작성과 관련된 상세한 내용은 한국은행(2001a)의 설명을 참조하기 바란다.

&lt;표 IV-1&gt; OECD 20개국 가계 금융자산 자료 개요

국가	자료출처	자료 가용기간
미국	Flow of Funds(FRB)	1950~2004(연간, 분기)
일본	Flow of Funds(Bank of Japan)	1989~2001(연간)
한국	자금순환(한국은행)	1976~2004(연간, 분기)
벨기에	Financial Statements(Eurostat)	1994~2002(연간)
덴마크 <sup>a)</sup>	Financial Statements(Eurostat)	1994~2002(연간)
독일	Financial Statements(Eurostat)	1995~2002(연간)
스페인	Financial Statements(Eurostat)	1990~2002(연간)
프랑스	Financial Statements(Eurostat)	1994~2002(연간)
이탈리아 <sup>a)</sup>	Financial Statements(Eurostat)	1995~2002(연간)
네덜란드	Financial Statements(Eurostat)	1989~2002(연간)
오스트리아	Financial Statements(Eurostat)	1995~2002(연간)
포르투갈	Financial Statements(Eurostat)	1995~2002(연간)
핀란드	Financial Statements(Eurostat)	1995~2002(연간)
스웨덴	Financial Statements(Eurostat)	1995~2002(연간)
영국 <sup>a)</sup>	Financial Statements(Eurostat)	1987~2002(연간)
호주 <sup>b)</sup>	OECD Financial Accounts(OECD) <sup>c)</sup>	1995~2002(연간)
캐나다 <sup>b)</sup>	OECD Financial Accounts(OECD)	1995~2002(연간)
체코	OECD Financial Accounts(OECD)	1995~2001(연간)
헝가리	OECD Financial Accounts(OECD)	1997~2002(연간)
노르웨이	OECD Financial Accounts(OECD)	1996~2002(연간)

- a) Eurostat 데이터에는 덴마크, 이탈리아 및 영국의 가계가 보유한 뮤추얼펀드 규모가 가계의 주식 직접 보유규모에 포함. 영국 가계의 뮤추얼펀드 보유규모는 중앙은행 홈페이지로부터 확보하였으며, 덴마크 및 이탈리아 가계의 뮤추얼펀드 보유규모는 OECD(2003)에 수록된 가계 총금융자산 대비 투자회사(investment companies)에 대한 비중으로부터 역산. 덴마크 및 영국 가계의 주식 직접 보유규모는 Eurostat 데이터에서 상기와 같이 구한 뮤추얼펀드 규모를 차감하여 계산
- b) 호주와 캐나다 가계의 뮤추얼펀드 보유규모는 미집계되었으며, 가계의 주식 직접 보유규모에 포함
- c) OECD(2004a)로부터 확보

<표 IV-1>에는 OECD 20개국 가계 금융자산 자료의 개요가 정리되어 있다. 본 장에서 사용된 가계 금융자산 자료의 출처는 국별로 다소 차이가 있다. 미국, 일본, 한국의 자료는 각국 중앙은행의 통계를 이용하였다. 영국을 포함한 EU 12개국의 자료는 Eurostat의 통계를 이용하였다. 나머지 5개국은 OECD(2004a)의 통계를 이용하였다.<sup>28)</sup>

본 장에서는 국가별 가계 금융자산을 현금 및 예금, 주식 이외의 증권(securities other than shares), 주식, 뮤추얼펀드(수익증권 포함), 보험 및 연기금 등 크게 5개 종류로 분류하였다.<sup>29)</sup> 그러나 한 가지 예외 사항이 있다. 덴마크, 이탈리아, 영국의 경우 가계의 뮤추얼펀드 보유규모가 Eurostat에서 제공된 데이터에 따로 집계되어 있지 않고 주식 항목에 포함되어 있었다. 따라서 이들 국가의 경우 가계 뮤추얼펀드 보유규모가 다른 출처를 통해 확보되었다.<sup>30)</sup>

- 
- 28) OECD는 2004년 10월에 OECD 23개국의 금융계정을 발간하였다. OECD는 이에 앞서 2004년 3월에 OECD 23개국 금융계정의 일부를 홈페이지에 공개하였다(OECD, 2004a, OECD Financial Accounts, Flows and Stocks - Data from 1995 Onwards). 본 연구에서는 미국, 일본, 한국 및 EU 12개국의 경우 연구 초기에 다른 출처를 통해 확보된 자료를 그대로 이용하였으며, 나머지 5개국의 경우 OECD(2004a) 자료를 이용하였다.
- 29) 미국을 제외한 나머지 국가들은 보험과 연기금 항목이 따로 분류되어 있지 않았다. 따라서 미국의 경우에도 다른나라들과 마찬가지로 보험과 연기금을 통합한 데이터를 사용하였다. 한편, 한국의 경우 한국은행의 원자료에 국민연금이 연기금 항목에서 빠져 있었다. 따라서 한국의 보험 및 연기금 항목으로는 한국은행 데이터에 국민연금기금의 홈페이지로부터 구한 국민연금의 자산을 더한 값을 사용하였다.
- 30) 영국 가계의 뮤추얼펀드 보유규모는 영국 중앙은행(Bank of England) 홈페이지로부터 확보하였다. 덴마크 및 이탈리아 가계의 뮤추얼펀드 보유규모는 OECD(2003)에 수록된(p35, Table S.12) 가계 총금융자산 대비 투자회사(investment companies) 투자 비중으로부터 역산하였다. 따라서 덴마크, 이탈리아 및 영국의 경우 직접투자를 통한 가계의 주식보유 규모는 Eurostat에서 제공된 데이터에서 뮤추얼펀드 규모를 차감한 것을 사용하였다. 또한 호주와 캐나다의 경우에도 가계의 뮤추얼펀드 보유규모가 주

## 나. OECD 국가간 가계 금융자산 구성 비교

<표 IV-2>에는 OECD 국가의 가계 금융자산 구성이 비교되어 있다. 가계의 총금융자산 대비 개별 금융자산의 비중을 비교한 결과 몇 가지 특징이 나타났다.

첫째, 한국과 일본의 가계는 미국 및 기타 OECD 국가에 비해 현금 및 예금의 보유 비중이 대단히 높았다. 한국과 일본 가계는 가계 총금융자산의 약 55% 내외를 현금 및 예금으로 보유하고 있다. 반면 2002년 기준으로 미국의 가계가 보유하고 있는 현금 및 예금의 비중은 13.1%에 불과하고, 기타 OECD 국가들의 가계도 평균 33.3%만 현금 및 예금으로 보유하고 있다. 또한 미국을 포함한 대부분의 OECD 국가들은 가계 금융자산에서 차지하는 현금 및 예금의 비중이 장기적으로 하락하고 있는 반면, 한국과 일본은 그 비중이 오히려 상승하고 있다.

둘째, 전술한 특징과는 반대로 한국과 일본은 가계 총금융자산 중 주식의 비중이 미국 및 기타 OECD 국가에 비해 현저하게 낮다. 특히 다른 나라들과는 달리 한국과 일본 가계의 주식보유 비중은 큰 폭으로 하락하는 추세를 보이고 있다. 한국의 경우 가계 총금융자산 중 주식의 비중이 1987년에는 13.4%였으나, 2002년에는 7.1%에 그쳤다. 일본의 경우에는 한국에 비해 가계의 주식보유 비중이 더욱 큰 폭으로 떨어졌다.

셋째, 미국 및 기타 OECD 국가의 경우에는 가계의 총금융자산 중 뮤추얼펀드가 차지하는 비중이 상승하는 추세이지만, 한국 및 일본의 경우에는 그 비중이 하락하는 추세를 보이고 있다. 이러한 상반된 추세로 인해 미국 가계의 뮤추얼펀드 보유 비중은 가계 총금융자산의 약 14.7%에 이른 반면, 한국 및 일본은 각각 5.8% 및 3.7%에 불과하였다.

---

식 항목에 포함되어 있었다. 그러나 이들 국가의 경우 다른 출처를 통해 가계의 뮤추얼펀드 보유규모에 대한 시계열을 확보할 수 없었다.

**<표 IV-2> OECD 주요국 가계 총금융자산 대비  
종별 금융자산 비중**

(단위: %, 배)

자산분류	비교대상국	1987	1995	2002	2002/1987 <sup>c)</sup>
현금 및 예금	미국	22.1	13.2	13.1	<b>0.59</b>
	일본 <sup>a)</sup>	44.3	49.7	54.5	<b>1.23</b>
	<b>한국</b>	<b>50.8</b>	<b>55.2</b>	<b>55.2</b>	<b>1.09</b>
	기타 OECD 평균 <sup>b)</sup>		39.1	33.3	<b>0.85</b>
주식외 증권	미국	8.7	9.0	8.0	<b>0.92</b>
	일본	10.4	8.9	5.6	<b>0.54</b>
	<b>한국</b>	<b>3.6</b>	<b>4.3</b>	<b>3.0</b>	<b>0.83</b>
	기타 OECD 평균		9.3	7.1	<b>0.76</b>
주식	미국	34.6	35.9	32.2	<b>0.93</b>
	일본	20.1	11.5	7.5	<b>0.37</b>
	<b>한국</b>	<b>13.4</b>	<b>9.4</b>	<b>7.1</b>	<b>0.53</b>
	기타 OECD 평균		17.3	17.8	<b>1.03</b>
뮤추얼펀드 (수익증권 포함)	미국	9.1	11.1	14.7	<b>1.62</b>
	일본	8.5	7.1	3.7	<b>0.44</b>
	<b>한국</b>	<b>8.0</b>	<b>8.3</b>	<b>5.8</b>	<b>0.73</b>
	기타 OECD 평균		5.7	8.8	<b>1.54</b>
보험 및 연기금	미국	23.6	28.8	29.3	<b>1.24</b>
	일본	19.6	26.2	28.6	<b>1.46</b>
	<b>한국</b>	<b>16.4</b>	<b>20.2</b>	<b>26.1</b>	<b>1.59</b>
	기타 OECD 평균		23.7	30.1	<b>1.27</b>

a) 일본은 1989년, 1995년, 2001년 기준

b) 기타 OECD 국가 중 헝가리와 노르웨이는 1995년 데이터가 누락되었기 때문에 1995년 OECD 평균 계산시 제외

c) 일본은 2001/1989 기준, 기타 OECD 평균은 2002/1995 기준

넷째, 가계 총금융자산에서 차지하는 보험 및 연기금의 비중은 모든 국가에서 크게 상승하고 있다. 대부분의 국가에서 보험 및 연기금의 비중은 30% 내외에 근접해 있다.

<표 IV-3>과 <표 IV-4>에는 1995년과 2001년 중 가계 총금융자산에서 차지하는 직간접 주식보유의 비중이 국가별로 보다 상세하게 정리되어 있다. 각 표의 2~4열에는 가계가 보유하고 있는 주식, 뮤추얼펀드, 보험 및 연기금 등이 가계 총금융자산에서 차지하는 비중이 정리되어 있다. 5~6열에는 뮤추얼펀드, 보험 및 연기금 등 기관투자자들의 총금융자산 중 주식보유 비중이 정리되어 있다. 7열에는 가계가 직간접투자를 통해 보유하고 있는 주식이 가계 총금융자산에서 차지하는 비중이 정리되어 있다. 가계 총금융자산 중 간접투자를 통한 주식보유 비중은 뮤추얼펀드, 보험 및 연기금 자산이 가계의 총금융자산에서 차지하는 비중을 이들 기관투자자들의 총금융자산 중 주식투자 비중을 곱하여 계산되었다.<sup>31)32)</sup>

- 
- 31) 뮤추얼펀드(또는 OECD 분류에 따르면 investment companies) 총금융자산 중 주식의 비중은 OECD(2003)의 데이터를 이용하였다. 보험 및 연기금 총금융자산 중 주식의 비중은 호주, 캐나다, 체코, 헝가리, 노르웨이의 경우 OECD(2003) 데이터를 이용하였으며, 나머지 국가들의 경우 가계 금융자산 자료 출처(<표 IV-1>)를 이용하였다. OECD 자료는 2001년까지 가용하기 때문에 이하에서도 모든 분석을 2001년까지로 제한하기로 한다.
- 32) 원칙적으로 간접투자를 통한 가계의 주식투자는 가계가 위험을 직접 선택할 수 있는 경우로만 제한되어야 할 것이다. 뮤추얼펀드 및 가계가 직접 주식투자를 선택할 수 있는 연기금 등이 이에 해당될 것이다. 그러나 본장에서 사용된 가계 금융자산 자료에는 가계가 직접 주식을 선택할 수 있는 연기금이 따로 분류되어 있지 않을 뿐만 아니라 보험과 연기금 자산도 분류되어 있지 않았다. 따라서 본 장에서는 뮤추얼펀드, 보험 및 연기금 등을 통한 간접적인 주식투자분을 모두 가계의 직간접 주식투자 비중에 포함시켰다. 이처럼 직간접 주식투자 비중으로 광범위한 개념을 사용한 것은 대다수의 국가에서 가계의 총금융자산 중 보험 및 연기금 자산의 비중이 상승하고 있고, 이들 기관투자자들이 주식에 많은 규모를 투자하고 있다는 점을 고려할 때 의미가 있을 것으로 판단된다.

가계 총금융자산에서 차지하는 직간접 주식보유의 비중을 살펴보기에 앞서 가계 금융자산의 구성을 다시 한번 살펴보자. 전술한 바와 같이 가계 총금융자산에서 차지하는 주식의 비중은 미국과 기타 OECD 국가들이 한국 및 일본에 비해 현저하게 높다는 것을 알 수 있다. 미국을 포함한 다수의 OECD 국가들은 가계 총금융자산에서 차지하는 주식의 비중이 2001년 기준 30% 내외를 기록하고 있는 반면, 한국 및 일본은 그 비중이 8%에도 미치지 못하고 있다. 또한 가계 총금융자산에서 차지하는 뮤추얼펀드의 비중도 미국과 다수의 OECD 국가들은 10%를 상회하는 반면, 한국 및 일본은 그 비중이 낮은 수준에 머물러 있다. 가계 총금융자산에서 차지하는 보험 및 연기금 자산의 비중은 대부분의 국가에서 상승하는 추세를 보이고 있다. 특히 네덜란드, 영국, 호주 등 일부 국가의 경우 보험 및 연금 자산의 비중이 50% 이상을 차지하고 있다.

한국과 일본은 뮤추얼펀드, 보험 및 연기금 등 기관투자자의 주식 투자 성향도 여타 국가와 크게 차이가 났다. 한국과 일본의 경우 기관투자자 총금융자산 중 주식의 비중은 전반적으로 낮은 수준에 머물러 있다. 반면 미국 및 기타 OECD 국가의 경우 오스트리아, 포르투갈, 체코, 헝가리 등 몇 개 국가를 제외하면 대부분 기관투자자 총금융자산 중 주식의 비중이 비교적 높은 수준을 기록하고 있다. 특히 스웨덴, 영국, 호주 등의 경우 뮤추얼펀드의 총금융자산 중 주식의 비중이 70~80%에 이르는 것으로 나타났다. 영국과 호주는 보험 및 연기금의 주식보유 비중도 50~60%에 이르러 대단히 높은 것으로 나타났다. 이외에도 미국, 벨기에, 덴마크, 독일, 프랑스, 이탈리아, 네덜란드, 핀란드, 노르웨이 등 분석에 포함된 대부분의 국가에서 기관투자자의 주식투자 비중이 높았다.

<표 IV-3> OECD 20개국 가계의 직간접 주식보유 비중(1995년)

(단위: %)

	가계 총금융자산 중 종별 금융자산의 비중			기관투자자 주식보유 비중 <sup>b)</sup>		가계 총금융자산 중 직간접 주식보유 비중 <sup>c)</sup>
	주식	뮤추얼 펀드 <sup>a)</sup>	보험/ 연기금	뮤추얼 펀드	보험/ 연기금	
미국	35.9	11.1	28.8	39.1	32.1	49.5
일본	11.5	7.1	26.2	21.9	17.2	17.6
<b>한국</b>	<b>9.4</b>	<b>8.3</b>	<b>20.2</b>	<b>13.3</b>	<b>11.6</b>	<b>12.9</b>
기타 OECD 평균	17.3	5.7	23.7	38.1	25.3	26.2
벨기에	18.3	8.5	7.7	18.4	13.5	20.9
덴마크	21.5	1.5	32.0	53.0	27.5	31.1
독일	11.3	7.1	23.9	23.6	11.0	15.6
스페인	20.8	10.1	8.8	3.9	7.5	21.9
프랑스	22.5	11.6	18.1	18.0	16.1	27.5
이탈리아	15.0	3.7	9.2	28.9	25.4	18.3
네덜란드	15.0	4.3	51.0	33.7	21.9	27.6
오스트리아	2.1	4.1	12.0	10.9	19.6	4.9
포르투갈	30.2	6.1	9.1	5.8	17.9	32.2
핀란드	4.2	1.0	9.5	57.8	34.5	8.1
스웨덴	20.3	5.9	26.7	76.8	31.6	33.3
영국	15.7	3.7	49.5	89.7	68.4	52.9
호주	13.0		54.9	67.0	42.1	36.1
캐나다	20.8		36.6	29.4	24.5	29.7
체코	28.5	7.0	5.9	54.9	17.4	33.4
헝가리 <sup>d)</sup>	29.1	3.8	4.7	13.3	6.7	29.9
노르웨이 <sup>d)</sup>	9.7	4.4	35.8	45.7	16.0	17.4

- a) 기타 OECD 17개국 중 호주와 캐나다는 뮤추얼펀드 항목이 미집계
- b) 기관투자자 총금융자산 중 주식보유 비중 (뮤추얼펀드, 보험/연기금 주식보유 비중의 출처는 OECD(2003))
- c) 직간접 주식보유 비중 = 가계 총금융자산 중 주식 비중 + (가계 총금융자산 중 뮤추얼펀드 비중×뮤추얼펀드의 주식 비중) + (가계 총금융자산 중 보험/연기금 비중×보험/연기금 주식 비중)
- d) 헝가리는 1997년 기준, 노르웨이는 1996년 기준(OECD 평균 계산시 제외)

<표 IV-4> OECD 20개국 가계의 직간접 주식보유 비중(2001년)

(단위: %)

	가계 총금융자산 중 종별 금융자산의 비중			기관투자자 주식보유 비중 <sup>b)</sup>		가계 총금융자산 중 직간접 주식보유 비중 <sup>c)</sup>
	주식	뮤추얼 펀드 <sup>a)</sup>	보험/ 연기금	뮤추얼 펀드	보험/ 연기금	
미국	34.1	15.2	29.3	44.7	36.6	51.6
일본	7.5	3.7	28.6	24.3	13.0	12.2
<b>한국</b>	<b>7.7</b>	<b>5.8</b>	<b>24.9</b>	<b>8.1</b>	<b>4.3</b>	<b>9.3</b>
기타 OECD 평균	20.8	8.7	27.7	42.7	27.7	33.4
벨기에	18.9	15.8	13.2	41.4	21.3	28.2
덴마크	19.3	6.1	38.4	48.5	36.9	36.4
독일	14.1	11.6	26.6	41.0	20.5	24.3
스페인	28.5	12.5	12.9	21.1	19.8	33.7
프랑스	29.2	9.4	24.1	43.3	21.0	38.3
이탈리아	23.2	14.0	12.9	31.9	38.1	32.6
네덜란드	12.5	6.1	54.7	52.3	39.5	37.3
오스트리아	4.4	11.1	17.4	18.9	13.2	8.8
포르투갈	21.0	8.3	14.4	13.5	9.3	23.4
핀란드	36.8	5.2	16.8	65.9	31.2	45.5
스웨덴	25.0	12.6	36.1	75.4	37.8	48.2
영국	13.5	4.6	53.1	83.5	60.8	49.7
호주	19.5		54.2	78.7	50.4	46.8
캐나다	27.9		40.8	25.1	25.1	38.2
체코	20.0	1.8	9.4	22.3	9.6	21.3
헝가리	29.8	5.4	10.6	6.6	9.2	31.1
노르웨이	10.8	5.7	35.8	56.2	27.0	23.7

a) <표 IV-3> 하단의 표주 a) 참조

b) <표 IV-3> 하단의 표주 b) 참조

c) <표 IV-3> 하단의 표주 c) 참조

한국과 일본 가계의 총금융자산에서 차지하는 직간접 주식투자의 비중은 가계 및 기관투자자의 낮은 주식투자 성향으로 OECD 20개국 중 오스트리아를 제외하면 가장 낮은 수준이다. 뮤추얼펀드, 보험 및 연기금을 모두 기관투자자의 범주에 포함시킬 경우 2001년을 기준으로 한국은 가계 총금융자산의 약 9.3%, 일본은 약 12.2%가 직간접 투자를 통해 주식에 투자되어 있다. 그러나 미국, 핀란드, 스웨덴, 영국, 호주 등은 가계 총금융자산의 50% 내외가 직간접 투자를 통해 주식시장에 투자되어 있으며, 나머지 다수의 국가들도 가계 총금융자산의 30% 이상이 직간접 투자를 통해 주식시장에 투자되어 있는 것으로 나타났다.

이상의 통계 자료에 나타난 바와 같이 분석대상에 포함된 OECD 국가 중 다수의 국가에서 가계 총금융자산 중 주식의 비중이 상당한 수준에 이르는 것을 알 수 있다. 특히 최근 들어서는 뮤추얼펀드, 보험 및 연기금 등 기관투자자를 통한 가계의 간접적인 주식보유가 크게 증가하고 있는 추세를 알 수 있었다. 다만, 한국 및 일본은 이와 같은 국제적인 추세와 큰 차이를 보였다. 전술한 바와 같이 가계 및 기관투자자의 낮은 주식투자 성향으로 인해 한국 및 일본 가계의 직간접 투자를 통한 주식보유 비중은 여타 OECD 국가와 큰 격차가 있었다.

## 2. 가계 주식보유 비중 결정 요인

Ⅲ장에서는 가계의 주식시장 참여를 결정하는 요인에 대해 이론적 설명과 가계 서베이 데이터에 나타나는 특징적 현상들을 중심으로 논의한 바 있다. 이론적 문헌들은 주식시장에 초과수익률이 존재함에도 불구하고 가계가 주식시장에 참여하지 않는 요인으로 주식시장에 존재하는

차입계약 및 참여비용, 근로소득의 불확실성 등을 제시하고 있다. 가계 서베이 데이터에 나타나는 특징적 현상들은 이론적 문헌들이 제시하는 요인들을 상당 부분 설명해 주고 있다. 즉, 가계 서베이 데이터에 따르면 상대적으로 차입계약이 큰 가계, 주식시장 참여비용이 상대적으로 높은 가계, 근로소득의 불확실성이 높은 가계일수록 주식시장 참여도가 떨어졌다. 이와 같이 가계를 구분하는 기준으로는 가계의 금융자산 축적 정도, 소득수준, 교육수준, 연령구조, 취업구조 등을 들었다.

본 장에서는 국가간 가계 주식보유 비중의 차이를 설명하는 변수로 가계 서베이 데이터에서 제시된 변수들을 차용하였다. 따라서 주요한 설명변수들은 크게 국가별 주식의 초과수익률, 가계 금융자산의 축적 정도, 가계의 소득수준, 가계의 교육수준, 가계의 연령구조, 가계의 취업구조 등으로 분류된다. 이와 함께 주식시장에서의 기관투자자 역할, 내부거래의 투명성, 주주의 권리보호, 금융기관의 투명성, 회계기준 등 금융의 효율성 및 기업의 투명성과 관련된 변수들도 설명변수로 고려한다. 이를 통해 금융의 효율성 및 기업의 투명성이 높은 국가일수록 주식시장 참여에 소요되는 암묵적 비용(perceived costs)이 낮아져 가계의 주식시장 참여도가 높을 것이라는 Guiso et al.(2002)의 가설을 간접적으로 검증할 수 있을 것이다.

### 가. 기초자료 분석

본 절에서는 다음 절의 실증분석에 앞서 기초 통계자료의 분석을 통해 앞에서 제시된 변수들이 국가간 가계 주식보유 비중의 차이를 결정하는 요인이 될 수 있는지 알아본다. 본 절의 기초자료 분석은 설명 변수를 기준으로 분석대상 국가를 두 개의 그룹으로 나누어 두 그룹간의 가계 주식보유 비중을 비교하는데 초점을 둔다.<sup>33)</sup>

### 1) 주식 초과수익률과 가계의 주식보유 비중

각 국가별 주식의 초과수익률은 주식수익률에서 무위험 수익률을 차감하여 계산되었다. 무위험 수익률로는 국채수익률을 사용하였다.

<표 IV-5>와 <표 IV-6>에는 주식의 초과수익률이 높은 국가 그룹과 낮은 국가 그룹에서 평균적으로 가계 총금융자산 중 주식이 차지하는 비중이 얼마나 되는지 정리되어 있다. <표 IV-5>는 배당수익이 포함되지 않은 주식수익률을 기준으로 한 것이며, <표 IV-6>은 배당수익이 포함된 주식수익률을 기준으로 한 것이다. 결과에 거의 차이가 없기 때문에 <표 IV-5>를 중심으로 살펴보기로 한다.

정리된 결과에 의하면 주식의 초과수익률이 높은 국가 그룹에서 가계의 주식보유 비중이 높음을 알 수 있다. 주식의 초과수익률이 높은 국가 그룹의 경우 직접투자를 통한 주식보유 비중이 가계 총금융자산의 27.4%인데 반해, 주식의 초과수익률이 낮은 국가 그룹은 그 비중이 14.1%에 그쳤다. 직간접 투자를 통한 가계의 주식보유 비중도 두 국가 그룹간에 차이가 있었다. 두 국가 그룹간 가계 주식보유 비중의 차이는 통계적 유의성도 있는 것으로 나타났다.

한편, 표의 마지막 행에는 주식 초과수익률과 가계 주식보유 비중의 분석대상 국가간 상관계수가 정리되어 있다. 가계 보유 주식의 정의에 관계없이 상관계수는 대부분 0.5 이상을 기록하고 있어서 양의 상관관계가 높은 것으로 나타났다.<sup>34)</sup>

33) 본 절의 기초자료 분석은 1995~2001년 중의 연평균 자료를 기준으로 한다. 이는 특정 연도만을 기초 통계 분석대상으로 할 경우 왜곡된 결과를 얻을 수 있기 때문이다. 또한 설명변수를 기준으로 분석대상 국가를 두개의 그룹으로 나누어 가계의 주식보유 비중을 비교할 때 각 그룹내에서 예외국 1개씩은 제외하였다. 예를 들어 주식 초과수익률을 기준으로 상위 10개국과 하위 10개국으로 나누어 두 그룹간의 가계 주식보유 비중을 비교하되, 각 그룹에서 예외국 1개씩을 제외한 9개국 평균을 비교하였다.

**<표 IV-5> 주식의 초과수익률과 가계 주식보유 비중<sup>a)</sup>**  
**(배당수익이 제외된 MSCI index 기준)**

(단위: %)

	주식의 초과수익률 <sup>b)</sup>	직접 주식보유 비중 <sup>c)</sup>	직간접 주식보유 비중 <sup>c)</sup>
주식 초과수익률이 높은 국가(H) 평균(9개국)	14.6	27.4	37.7
주식 초과수익률이 낮은 국가(L) 평균(9개국)	-1.1	14.1	26.0
t검증 p값(평균 <sub>H</sub> =평균 <sub>L</sub> ) <sup>d)</sup>		0.01	0.08
국가간 주식 초과수익률 과 가계 주식보유 비중 의 상관계수		0.70	0.50

- a) 1995~2001년 평균(체코 및 노르웨이는 1997~2001년, 1996~2001년 평균) 기준
- b) Morgan Stanley의 월별 MSCI stock index의 전년 동월 대비 수익률과 OECD의 월별 국채수익률(연율, 국별 만기 3~5년)의 연평균(기하평균 기준)을 구한 다음, 주식수익률에서 국채수익률을 차감한 것을 연간 주식 초과수익률로 정의
- c) 가계 총금융자산 중 주식보유 비중임. 직간접 주식보유 비중은 직접 주식보유 비중에 뮤추얼펀드 및 보험/연기금을 통한 주식보유분이 가계 총금융자산에서 차지하는 비중을 합한 것임
- d) 두 국가 그룹간 평균에 차이가 없다는 가설에 대한 t검증 결과의 p값
- e) 주식 초과수익률이 높은 국가 그룹과 낮은 국가 그룹에서 주식 초과수익률과 가계 주식보유 비중간의 관계가 여타국가와 차이가 큰 예외국(outlier) 1개씩을 제외한 경우의 결과

34) 대부분 국가의 가계 주식보유 자료는 시가를 상당 부분 반영하고 있다. 따라서 주가가 크게 상승할 경우 가계 총금융자산 대비 주식의 비중은 실제로 가계의 주식 매입이 늘어나지 않더라도 상승할 수 있다. 이 경우 해석에 주의가 필요하다. 다음 절에서는 이러한 문제점을 고려하여 실증분석을 시행하게 될 것이다.

**<표 IV-6> 주식의 초과수익률과 가계 주식보유 비중<sup>a)</sup>  
(배당수익이 포함된 MSCI index 기준)**

(단위: %)

	주식의 초과수익률 <sup>b)</sup>	직접 주식보유 비중 <sup>c)</sup>	직간접 주식보유 비중 <sup>c)</sup>
주식 초과수익률이 높은 국가(H) 평균(9개국)	17.0	27.4	37.7
주식 초과수익률이 낮은 국가(L) 평균(9개국)	3.1	14.8	27.0
t검증 p값(평균 <sub>H</sub> =평균 <sub>L</sub> ) <sup>d)</sup>		0.01	0.14
국가간 주식 초과수익률 과 가계 주식보유 비중 의 상관계수		0.79	0.52

- a) <표 IV-5> 하단의 표주 a) 참조
- b) <표 IV-5> 하단의 표주 b) 참조
- c) <표 IV-5> 하단의 표주 c) 참조
- d) <표 IV-5> 하단의 표주 d) 참조
- e) <표 IV-5> 하단의 표주 e) 참조

## 2) 가계의 금융자산 축적과 가계의 주식보유 비중

<표 IV-7>에는 가계의 금융자산 축적 정도가 높은 국가 그룹과 낮은 국가 그룹에서 평균적으로 가계 총금융자산 중 주식이 차지하는 비중이 얼마나 되는지 정리되어 있다. 국가별 가계의 금융자산 축적 정도는 경상 GDP 대비 가계 총금융자산 비율로 정의하였다.

정리된 결과에 의하면 가계 주식보유 비중은 가계 금융자산 축적 정도가 높은 국가 그룹에서 대체적으로 높은 것으로 나타났다. 다만 직접 주식보유 비중의 경우에는 두 국가 그룹간의 차이에 통계적 유의성이 없었다. 그러나 직간접 주식보유 비중의 경우에는 두 국가 그룹간의 차이가 뚜렷하게 나타났다.

한편, 가계 금융자산 축적 정도와 주식보유 비중의 국가간 상관계수는 비교적 높은 양의 값을 기록하였다. 특히 직간접 주식보유 비중의 경우 그 상관계수가 더욱 큰 것으로 나타났다.

**<표 IV-7> 가계의 금융자산 축적과 주식보유 비중<sup>a)</sup>**

(단위: 배, %)

	가계 총금융자산/ 경상GDP (배)	직접 주식보유 비중 <sup>b)</sup>	직간접 주식보유 비중 <sup>b)</sup>
가계 금융자산축적이 높은 국가(H) 평균(9개국)	2.4	23.3	38.1
가계 금융자산축적이 낮은 국가(L) 평균(9개국)	1.3	18.4	26.0
t검증 p값(평균 <sub>H</sub> =평균 <sub>L</sub> ) <sup>c)</sup>		0.32	0.04
국가간 가계 금융자산 축적 정도와 주식보유 비중의 상관계수		0.24	0.56

- a) <표 IV-5> 하단의 표주 a) 참조
- b) <표 IV-5> 하단의 표주 c) 참조
- c) <표 IV-5> 하단의 표주 d) 참조
- d) <표 IV-5> 하단의 표주 e) 참조

### 3) 소득수준과 가계의 주식보유 비중

<표 IV-8>에는 가계의 소득수준이 높은 국가 그룹과 낮은 국가 그룹에서 평균적으로 가계 총금융자산 중 주식이 차지하는 비중이 얼마나 되는지 정리되어 있다. 소득수준은 1인당 국민소득으로 정의하였다.

정리된 결과에 의하면 소득수준이 높은 국가 그룹과 낮은 국가 그룹간의 가계 주식보유 비중에는 거의 차이가 없는 것으로 나타났다. 직접

주식보유 비중은 소득수준이 낮은 국가 그룹에서 높았으나 통계적 의미는 전혀 없었다. 직간접 주식보유 비중은 소득수준이 높은 국가 그룹에서 높았으나, 이 역시 통계적 유의성은 전혀 발견되지 않았다. 또한 소득수준과 가계 주식보유 비중의 국가간 상관계수도 그 추정 방향이 일정하지 않아 명확한 결론을 내리기 어려운 것으로 나타났다.

위와 같은 결과는 소득수준의 차이가 가계간의 주식시장 참여에 차이가 나는 한 원인이라는 가계 서베이 데이터의 특징적 현상과는 배치되는 결과이다.

<표 IV-8> 1인당 국민소득과 가계 주식보유 비중<sup>a)</sup>

(단위: 달러, %)

	1인당 국민소득	직접 주식보유 비중 <sup>b)</sup>	직간접 주식보유 비중 <sup>b)</sup>
1인당 국민소득이 높은 국가(H) 평균(9개국)	27,170	20.1	32.2
1인당 국민소득이 낮은 국가(L) 평균(9개국)	16,565	21.6	31.9
t검증 p값(평균 <sub>H</sub> =평균 <sub>L</sub> ) <sup>c)</sup>		0.77	0.96
국가간 1인당 국민소득과 가계 주식보유 비중의 상관계수		-0.02	0.39

- a) <표 IV-5> 하단의 표주 a) 참조
- b) <표 IV-5> 하단의 표주 c) 참조
- c) <표 IV-5> 하단의 표주 d) 참조
- d) <표 IV-5> 하단의 표주 e) 참조

#### 4) 교육수준과 가계의 주식보유 비중

<표 IV-9>에는 교육수준이 높은 국가 그룹과 낮은 국가 그룹에서 평균적으로 가계 총금융자산 중株式이 차지하는 비중이 얼마나 되는지 정리되어 있다. 국가별 교육수준은 3차 교육 이수율, 즉 25~64세 인구 중 초급 대학 이상의 교육을 받은 인구의 비중으로 정의하였다.

<표 IV-9> 3차 교육 이수율과 가계 주식보유 비중<sup>a)</sup>

(단위: %)

	3차 교육 이수율 <sup>b)</sup>	직접 주식보유 비중 <sup>c)</sup>	직간접 주식보유 비중 <sup>c)</sup>
3차 교육 이수율이 높은 국가(H) 평균(9개국)	28.7	23.2	39.8
3차 교육 이수율이 낮은 국가(L) 평균(9개국)	15.7	18.8	24.5
t검증 p값(평균 <sub>H</sub> =평균 <sub>L</sub> ) <sup>d)</sup>		0.39	0.02
국가간 3차 교육 이수율 과 가계 주식보유 비중의 상관계수		0.27	0.51

a) <표 IV-5> 하단의 표주 a) 참조

b) 3차 교육 이수율은 25~64세 인구 중 초급대학 이상을 졸업한 인구의 비중 (OECD(2004b))

c) <표 IV-5> 하단의 표주 c) 참조

d) <표 IV-5> 하단의 표주 d) 참조

e) <표 IV-5> 하단의 표주 e) 참조

정리된 결과에 의하면 대체로 교육수준이 높은 국가 그룹의 가계 주식보유 비중이 교육수준이 낮은 국가 그룹에 비해 높은 것으로 나타났다. 다만 직접 주식보유 비중의 경우에는 두 국가 그룹간 차이의 통계적 유의성이 낮은 것으로 나타났다. 반면, 직간접 주식보유 비중의 경우에

는 두 국가 그룹간의 차이가 통계적 유의성이 높을 정도로 큰 것으로 나타났다.

한편, 교육수준(3차 교육 이수율)과 가계 주식보유 비중의 국가간 상관관계수는 비교적 높은 양의 값을 가지는 것으로 추정되었다.

Ⅲ장의 가계 서베이 데이터 분석에 의하면 교육수준이 높을수록 가계의 주식시장 참여도가 높았다. 주식시장에 참여비용이 존재하기 때문에 정보획득 비용을 줄일 수 있는 고학력 가계의 주식시장 참여가 높을 것이라는 것이 이론적인 해석이다. 본 절의 국가별 거시총량 자료에서도 유사한 양상이 발견되었다.

#### 5) 연령구조와 가계의 주식보유 비중

Ⅲ장의 가계 서베이 데이터에서는 가구주 연령이 55세 전후인 가계의 주식시장 참여가 가장 높은 반면 가구주 연령이 30대 초반 이하이거나 65세 이상인 가계의 주식시장 참여는 급격히 떨어지는 것으로 나타났다. 주식시장에 존재하는 차입계약에 의해 크게 영향을 받는 연령대의 가계는 주식시장에 참여하기 어렵다는 것이다.

국가의 연령구조와 가계의 주식보유 비중의 관계를 살펴보는 것은 최근의 국제적인 고령화 추세와 관련하여 자본시장의 중요한 이슈이다. 일반적으로 1990년대에 미국의 가계가 주식보유를 크게 늘린 것은 베이비붐 세대가 퇴직 직전의 연령이 되면서 퇴직에 대비하기 위해 주식투자를 크게 늘린 데 영향을 받았다고 알려져 있다(Poterba(2004)). 그런데 Siegel(1998), Schieber and Shoven(1997) 등은 베이비붐 세대가 퇴직해 미국이 본격적인 고령사회 또는 초고령사회에 진입하면 퇴직 가계의 주식 처분이 크게 증가할 것으로 추정하였다.

위와 같은 연구 결과에 의하면 거시총량 자료에서도 전체 인구에서 고령인구가 차지하는 비중이 높은 국가는 가계의 주식보유 비중이 낮을 것으로 추정된다. 반면, 퇴직 직전 연령대 인구가 차지하는 비중이 높은 국가는 가계의 주식보유 비중이 높을 가능성이 클 것이다.

<표 IV-10>에는 고령인구 비중이 높은 국가 그룹과 낮은 국가 그룹에서 평균적으로 가계 총금융자산 중株式이 차지하는 비중이 얼마나 되는지 정리되어 있다. 국가별 고령인구 비중은 전체 인구 중 65세 이상 인구의 비중으로 정의하였다.<sup>35)</sup>

정리된 결과에 의하면 고령인구 비중이 높은 국가 그룹의 가계 주식보유 비중은 고령인구 비중이 낮은 국가 그룹에 비해 대체로 낮은 수준이었다. 특히 이러한 양상은 직접 주식보유 비중의 경우가 직간접 주식보유 비중에 비해 더욱 두드러지게 나타났다.

특이한 것은 고령인구 비중이 높은 10개국은 평균 고령인구 비중이 16%를 넘어 UN 분류 기준에 따를 경우 고령사회에 진입한 국가들이며, 고령인구 비중이 낮은 10개국은 고령화사회에 있는 국가들이라는 점이다. 즉, 고령화사회에서 고령사회로 넘어가면 가계의 주식보유가 떨어진다고 추론해 볼 수 있다.

한편, 고령인구 비중과 가계 주식보유 비중의 국가간 상관계수 또한 음의 값으로 추정되어 위의 결과를 지지하고 있다. 특히 두 국가 그룹간의 주식보유 비중을 비교한 경우와는 달리 음의 상관계수는 직간접 주식보유 비중의 경우가 직접 주식보유 비중의 경우에 비해 큰 것으로 나타났다.

35) 65세라는 연령은 UN이 고령화 사회를 정의할 때 사용하는 기준임을 이미 II장에서 언급한 바 있다.

<표 IV-10> 고령인구 비중과 가계 주식보유 비중<sup>a)</sup>

(단위: %)

	고령인구 비중 <sup>b)</sup>	직접 주식보유 비중 <sup>c)</sup>	직간접 주식보유 비중 <sup>c)</sup>
고령인구 비중이 높은 국가(H) 평균(9개국)	16.0	17.1	27.2
고령인구 비중이 낮은 국가(L) 평균(9개국)	13.6	25.5	36.5
t검증 p값(평균 <sub>H</sub> =평균 <sub>L</sub> ) <sup>d)</sup>		0.00	0.14
국가간 고령인구 비중과 가계 주식보유 비중의 상 관계수		-0.29	-0.40

- a) <표 IV-5> 하단의 표주 a) 참조
- b) 고령인구 비중은 전체 인구 중 65세 이상 인구의 비중(World Bank(2003))
- c) <표 IV-5> 하단의 표주 c) 참조
- d) <표 IV-5> 하단의 표주 d) 참조
- e) <표 IV-5> 하단의 표주 e) 참조

<표 IV-11>에는 50~59세 연령대의 인구 비중이 높은 국가 그룹과 낮은 국가 그룹에서 평균적으로 가계 총금융자산 중株式이 차지하는 비중이 얼마나 되는지 정리되어 있다.

정리된 결과에 의하면 대체로 50~59세 연령대의 인구 비중이 높은 국가 그룹에서 가계 주식보유 비중이 다소 높았으나, 두 국가 그룹간의 가계 주식보유 비중의 차이는 미약한 수준이었다.

한편, 50~59세 연령대 인구 비중과 가계 주식보유 비중의 국가간 상관관계수는 양의 값으로 추정되었다. 다만 직접 주식보유 비중의 경우에는 상관관계수가 크지 않았다.

<표 IV-11> 50~59세 인구 비중과 가계 주식보유 비중<sup>a)</sup>

(단위: %)

	50~59세 인구 비중 <sup>b)</sup>	직접 주식보유 비중 <sup>c)</sup>	직간접 주식보유 비중 <sup>c)</sup>
50~59세 인구 비중이 높 은 국가(H) 평균(9개국)	16.7	21.3	34.9
50~59세 인구 비중이 낮 은 국가(L) 평균(9개국)	13.6	20.0	27.6
t검증 p값(평균 <sub>H</sub> =평균 <sub>L</sub> ) <sup>d)</sup>		0.76	0.25
국가간 50~59세 인구 비 중과 가계 주식보유 비중 의 상관계수		0.07	0.34

a) <표 IV-5> 하단의 표주 a) 참조

b) 15세 이상 인구 중 50~59세 인구의 비중(ILO(International Labor Organization))

c) <표 IV-5> 하단의 표주 c) 참조

d) <표 IV-5> 하단의 표주 d) 참조

e) <표 IV-5> 하단의 표주 e) 참조

### 6) 소득의 안정성과 가계의 주식보유 비중

<표 IV-12>에는 소득의 안정성이 높은 국가 그룹과 낮은 국가 그룹에서 평균적으로 가계 총금융자산 중株式이 차지하는 비중이 어느정도 되는지 정리되어 있다. 소득의 안정성은 총취업자 중 임금근로자의 비중으로 정의하였다.<sup>36)</sup> 임금근로자의 비중이 높은 경우에는 소득의 안정성

36) ICSE-1993(International Classification by Status in Employment)는 임금근로자를 다음과 같이 정의하고 있다. *Paid employment jobs are those jobs where the incumbents hold explicit (written or oral) or implicit employment contracts which give them a basic remuneration which is not directly dependent upon the revenue of the unit for which they work (this unit can be a corporation, non-profit institution, a government unit or a household). Some or all of the tools, capital equipment, information systems and/or premises used by the incumbents may be owned by others, and the incumbents may*

이 높고, 임금근로자의 비중이 낮은 경우에는 소득의 안정성이 낮은 것으로 가정한다.

<표 IV-12> 임금근로자 비중과 가계 주식보유 비중<sup>a)</sup>

	임금근로자/ 총취업자 <sup>b)</sup>	직접 주식보유 비중 <sup>c)</sup>	직간접 주식보유 비중 <sup>c)</sup>
임금근로자 비중이 높은 국가(H) 평균(9개국)	89.9	22.8	38.8
임금근로자 비중이 낮은 국가(L) 평균(9개국)	78.1	20.5	26.6
t검증 p값(평균 <sub>H</sub> =평균 <sub>L</sub> ) <sup>d)</sup>		0.59	0.01
국가간 임금근로자 비중과 가계 주식보유 비중의 상 관계수		0.27	0.55

- a) <표 IV-5> 하단의 표주 a) 참조
- b) 임금근로자 및 총취업자 수의 데이터 출처는 OECD이며, 벨기에 및 네덜란드는 OECD 데이터에 미집계되어 ILO 데이터를 사용
- c) <표 IV-5> 하단의 표주 c) 참조
- d) <표 IV-5> 하단의 표주 d) 참조
- e) <표 IV-5> 하단의 표주 e) 참조

정리된 결과에 의하면 가계의 주식보유 비중은 임금근로자의 비중이 높아 소득의 안정성이 높은 국가 그룹에서 높은 것으로 나타났다. 다만 직접 주식보유 비중의 경우에는 두 국가 그룹간 차이가 미약하였다. 직간접 주식보유 비중의 경우에는 두 국가 그룹간 차이가 통계적 유의성

*work under direct supervision of, or according to strict guidelines set by the owner(s) or persons in the owners' employment. (Persons in "paid employment jobs" are typically remunerated by wages and salaries, but, may be paid by commission from sales, by piece rates, bonuses or inkind payments such as food, housing or training.)*

이 있을 정도로 큰 것으로 나타났다.

한편 임금근로자 비중과 가계 주식보유 비중의 국가간 상관계수는 양의 값을 가지는 것으로 추정되었다. 특히, 직간접 주식보유 비중의 경우에는 상관관계가 대단히 높은 것으로 나타났다.

### 7) 금융의 효율성 및 기업의 투명성과 가계의 주식보유 비중

Guiso et al.(2002)은 금융의 효율성 및 기업의 투명성과 같은 요인들이 가계 주식시장 참여의 국가간 차이를 설명해 줄 수 있을 것이라는 의견을 제기하였다.<sup>37)</sup> 가계가 주식시장에 직접적인 투자를 통해 참여하기 위해서는 효율적인 투자결정을 위해 여러 가지 정보가 필요하다. 따라서 투자에 대한 노하우가 뛰어나고 양질의 정보에 쉽게 접근할 수 있는 금융기관이 존재한다면 가계는 간접적인 투자를 통해 정보 획득에 소요되는 암묵적 비용(perceived costs)을 줄일 수 있을 것이다. 그러나 만약 금융기관이 투명하지 못해 가계가 금융기관의 펀드운용을 감시하기 위해 눈에 보이지 않는 감시비용(monitaring costs)을 지불해야 한다면 가계는 간접투자를 통한 효용을 누릴 수 없을 것이다. 이에 따라 가계는 주식시장에 참여하지 못하게 될 것이다. 한편, 주주에 대한 권리보호, 회계기준 등 투자대상 기업의 투명성도 주식시장 참여를 위한 가계의 정보획득 비용에 영향을 주게 될 것이고, 따라서 가계의 주식시장 참여에 영향을 미치게 될 것이다.

여기에서는 금융의 효율성 및 기업의 투명성과 관련하여 다섯 가지의 변수를 고려한다. 다섯 가지 변수에는 기관투자자의 역할, 내부거래

37) Guiso et al.(2002)의 연구에서는 본 이슈에 대한 실증분석은 시행되지 않았다. 다만 그들은 미국을 포함한 7개국의 금융기관 투명성 지표를 단순히 비교함으로써 가계의 주식시장 참여도가 높은 미국이 유럽 국가에 비해 금융기관 투명성이 높음을 보여주었다.

의 투명성, 주주 권리보호, 금융기관의 투명성, 회계기준의 정립 등이 포함된다.

#### 가) 기관투자자의 역할과 가계의 주식보유 비중

기관투자자들이 주식투자를 늘려 주식시장에서의 역할이 커진다면 주식시장은 긍정적인 영향을 받을 수 있다. 기관투자자들의 투자가 주식시장의 상승 추세를 유도하고, 이를 통해 기관투자자에 대한 신뢰가 제고된다면 가계도 주식에 대한 직간접 투자를 늘릴 수 있을 것이다.

<표 IV-13>에는 주식시장에서 기관투자자의 역할이 큰 국가 그룹과 작은 국가 그룹에서 평균적으로 가계 총금융자산에서 차지하는 주식의 비중이 어느 정도 되는지 정리되어 있다. 주식시장에서 차지하는 기관투자자의 역할은 기관투자자가 보유하고 있는 주식이 국가 주식시가총액에서 차지하는 비중으로 정의하였다. 기관투자자는 OECD가 정의하고 있는 바와 같이 뮤추얼펀드, 연기금, 보험 및 기타 기관을 포괄한 개념으로 정의하였다.

정리된 결과에 의하면 직접투자를 통한 주식보유 비중은 두 국가 그룹간에 큰 차이가 없었다. 주식시장에서 차지하는 기관투자자의 역할이 큰 국가 그룹의 직접 주식보유 비중이 다소 높았으나, 두 국가 그룹간 차이는 통계적으로 유의하지 않을 정도로 미약하였다. 그러나 뮤추얼펀드, 보험 및 연기금 등을 통한 간접투자까지 고려할 경우(직간접 주식보유 비중) 가계 주식보유 비중은 주식시장에서 차지하는 기관투자자의 역할이 큰 국가 그룹에서 확연하게 높았다. 또한 이 경우에는 기관투자자가 주식시장에서 차지하는 역할(국가 총주식 중 기관투자자 보유 비중)과 가계 주식보유 비중의 국가간 상관계수도 높은 양의 값으로 추정되었다.

<표 IV-13> 기관투자자 역할과 가계 주식보유 비중<sup>a)</sup>

(단위: %)

	국가 총주식 중 기관투자자 보유비중 <sup>b)</sup>	직접 주식보유 비중 <sup>c)</sup>	직간접 주식보유 비중 <sup>c)</sup>
국가 총주식 중 기관투자자 보유비중이 높은 국가(H) 평균(9개국)	57.3	21.9	39.7
국가 총주식 중 기관투자자 보유비중이 낮은 국가(L) 평균(9개국)	21.9	20.5	25.2
t검증 p값(평균 <sub>H</sub> =평균 <sub>L</sub> ) <sup>d)</sup>		0.70	0.01
국가간 기관투자자 보유비중과 가계 주식보유 비중의 상관계수		0.09	0.78

- a) <표 IV-5> 하단의 표주 a) 참조
- b) 국가별 주식시가총액 대비 기관투자자가 보유하고 있는 주식의 비중. 기관투자자는 뮤추얼펀드, 연기금, 보험 및 기타 기관 포괄. 데이터 출처는 OECD(2003)
- c) <표 IV-5> 하단의 표주 c) 참조
- d) <표 IV-5> 하단의 표주 d) 참조
- e) <표 IV-5> 하단의 표주 e) 참조

나) 내부거래 투명성과 가계의 주식보유 비중

내부정보를 이용한 불공정거래는 다수의 투자자에게 불이익을 주게 된다. 따라서 내부거래의 빈도가 잦아 투명성이 낮은 경우 가계는 주식 시장에 참여하기 위해 보다 많은 암묵적 감시비용을 지불해야 할 것이며, 이는 주식투자에 제약 요인으로 작용할 것이다.

<표 IV-14>에는 내부거래 투명성이 높은 국가 그룹과 낮은 국가 그룹에서 평균적으로 가계 총금융자산에서 차지하는 주식의 비중이 어느 정도 되는지 정리되어 있다. 내부거래의 투명성은 IMD에서 조사한 국별 내부거래의 빈도이다.<sup>38)</sup> 내부거래의 빈도가 낮은 경우는 투명성이 높고, 반대로 내부거래의 빈도가 높은 경우는 투명성이 낮은 것으로 정의한다.

<표 IV-14> 내부거래 투명성과 가계 주식보유 비중<sup>a)</sup>

(단위: %)

	내부거래 투명성 정도 <sup>b)</sup>	직접 주식보유 비중 <sup>c)</sup>	직간접 주식보유 비중 <sup>c)</sup>
내부거래 투명성이 높은 국가(H) 평균(9개국)	7.3	23.0	40.6
내부거래 투명성이 낮은 국가(L) 평균(9개국)	5.2	19.0	23.7
t검증 p값(평균 <sub>H</sub> =평균 <sub>L</sub> ) <sup>d)</sup>		0.40	0.01
국가간 내부거래 투명성과 가 계 주식보유 비중의 상관계수		0.12	0.50

- a) <표 IV-5> 하단의 표주 a) 참조
- b) IMD에서 각국별로 평균 72명의 관련전문가에게 해당국가에서 내부거래가 일반적인 현상인가에 대해 1(일반적인 현상임: 빈도가 높음)~10(일반적인 현상이 아님: 빈도가 낮음) 범위로 서베이를 실시하여 각국별 평균치를 발표(IMD, World Competitiveness Yearbook, Each Year). 수치가 높을수록 투명성이 높은 것으로 간주
- c) <표 IV-5> 하단의 표주 c) 참조
- d) <표 IV-5> 하단의 표주 d) 참조
- e) <표 IV-5> 하단의 표주 e) 참조

정리된 결과에 의하면 가계의 주식보유 비중은 내부거래 투명성이 높은 국가 그룹에서 대체적으로 높은 것으로 나타났다. 특히, 직간접 주식보유 비중의 경우에는 두 국가 그룹간 차이의 통계적 유의성이 대단

38) 스위스의 IMD(International Institute for Management Development)는 매년 국가별 경쟁력을 평가해 점수를 부여하고 있다. IMD는 거시경제, 금융, 기업 등 경제 분야 뿐만 아니라 교육, 의료 등 사회 전반적인 분야까지 다양한 항목에 걸쳐 국가별 경쟁력을 평가하고 있다. IMD는 해당 항목에 대해 각 국가별로 다수의 전문가를 선정한 다음 설문조사를 통해 1~10점의 점수를 부여하고 있다. 대체로 점수가 낮은 경우 해당 항목의 경쟁력이 떨어지고, 점수가 높은 경우 해당 항목의 경쟁력이 높은 것으로 해석된다. 본 절에서는 내부거래의 투명성, 주주 권리보호, 금융기관의 투명성 등 3개 부문에 대해 IMD 자료를 이용한다.

히 높았다. 다만 다른 설명변수들과 마찬가지로 직접 주식보유 비중의 경우에는 두 국가 그룹간의 차이가 미약한 수준이었다.

한편, 내부거래 투명성과 가계 주식보유 비중의 국가간 상관계수는 양의 값을 가지는 것으로 추정되었다. 상관계수 역시 직간접 주식보유 비중의 경우에 더욱 커지는 것으로 나타났다.

#### 다) 주주 권리보호와 가계의 주식보유 비중

<표 IV-15>에는 주주 권리보호 정도가 높은 국가 그룹과 낮은 국가 그룹에서 평균적으로 가계 총금융자산에서 차지하는 주식의 비중이 어느 정도 되는지 정리되어 있다. 주주의 권리보호 정도는 IMD가 조사한 자료를 이용하였다.

정리된 결과에 의하면 가계의 주식보유 비중은 주주 권리보호 정도가 높은 국가 그룹에서 대체로 높은 것으로 나타났다. 직간접 주식보유 비중의 경우에는 두 국가 그룹간의 차이가 통계적으로 대단히 유의할 정도로 확연하게 나타나고 있다. 다만 직접 주식보유 비중의 경우에는 주주 권리보호 정도가 높은 국가 그룹에서 높았으나, 두 국가 그룹간의 차이가 통계적으로 유의할 정도로 크지는 않았다.

한편, 주주 권리보호 정도와 가계 주식보유 비중은 대단히 높은 국가간 상관계수가 발견되었다. 이러한 양상은 주식보유 비중의 정의에 관계 없이 나타났다.

이처럼 주주 권리보호 정도와 가계 주식보유 비중간의 관계는 대체로 전술한 내부거래 투명성의 경우와 유사하였다.

<표 IV-15> 주주 권리보호와 가계 주식보유 비중<sup>a)</sup>

(단위: %)

	주주 권리보호 정도 <sup>b)</sup>	직접 주식보유 비중 <sup>c)</sup>	직간접 주식보유 비중 <sup>c)</sup>
주주 권리보호 정도가 높은 국가(H) 평균(9개국)	8.1	23.0	40.6
주주 권리보호 정도가 낮은 국가(L) 평균(9개국)	5.8	18.9	22.7
t검증 p값(평균 <sub>H</sub> =평균 <sub>L</sub> ) <sup>d)</sup>		0.35	0.00
국가간 주주 권리보호 정도 와 가계 주식보유 비중의 상 관계수		0.43	0.68

- a) 주주 권리보호 정도는 각국별로 1997~2001년 평균기준, 가계의 주식보유 비중은 각국별로 1995~2001년 평균 기준(단, 체코와 노르웨이의 주식보유 비중은 각각 1997~2001년, 1996~2001년 평균 기준)
- b) IMD에서 각 국가별로 평균 72명의 관련전문가에게 해당국가에서 주주 권리보호가 제대로 정립되어 있는지에 대해 1(권리보호 정도가 낮음)~10(권리보호 정도가 높음) 범위로 서베이를 실시하여 각국별 평균치를 발표(IMD, World Competitiveness Yearbook, Each Year)
- c) <표 IV-5> 하단의 표주 c) 참조
- d) <표 IV-5> 하단의 표주 d) 참조
- e) <표 IV-5> 하단의 표주 e) 참조

라) 금융기관 투명성과 가계의 주식보유 비중

<표 IV-16>에는 금융기관 투명성 정도가 높은 국가 그룹과 낮은 국가 그룹에서 평균적으로 가계 총금융자산에서 차지하는 주식의 비중이 어느 정도 되는지 정리되어 있다. 금융기관 투명성 정도는 내부거래 투명성 및 주주 권리보호의 경우에서와 같이 IMD 자료를 이용하였다.

정리된 결과에 의하면 가계의 주식보유 비중은 대체로 금융기관 투명성이 높은 국가 그룹에서 높았다. 그러나 두 국가 그룹간의 주식보유 비중의 차이는 통계적 유의성이 있을 정도로 크지는 않았다.

한편, 금융기관 투명성과 가계 주식보유 비중의 국가간 상관계수는 비교적 높은 양의 값으로 추정되었다.

<표 IV-16> 금융기관 투명성과 가계 주식보유 비중<sup>a)</sup>

(단위: %)

	금융기관 투명성 <sup>b)</sup>	직접 주식보유 비중 <sup>c)</sup>	직간접 주식보유 비중 <sup>c)</sup>
금융기관 투명성이 높은 국가(H) 평균(9개국)	7.5	23.5	37.6
금융기관 투명성이 낮은 국가(L) 평균(9개국)	5.6	18.3	25.7
t검증 p값(평균 <sub>H</sub> =평균 <sub>L</sub> ) <sup>d)</sup>		0.35	0.13
국가간 금융기관 투명성과 가계 주식보유 비중의 상관 계수		0.38	0.48

- a) 금융기관 투명성 정도는 각국별로 1999~2001년 평균기준, 가계의 주식보유 비중은 각국별로 1995~2001년 평균 기준(단, 체코와 노르웨이의 주식보유 비중은 각각 1997~2001년, 1996~2001년 평균 기준)
- b) IMD에서 각 국가별로 평균 72명의 관련전문가에게 해당국가 금융기관의 투명성이 어느 정도인지에 대해 1(투명성이 낮음)~10(투명성이 높음) 범위로 서베이를 실시하여 각국별 평균치를 발표(IMD, World Competitiveness Yearbook, Each Year, 금융기관 투명성 서베이는 1999년 이후 실시)
- c) <표 IV-5> 하단의 표주 c) 참조
- d) <표 IV-5> 하단의 표주 d) 참조
- e) <표 IV-5> 하단의 표주 e) 참조

마) 회계기준의 정립과 가계의 주식보유 비중

기업의 회계기준이 제대로 정립되어 있지 못하면 가계는 투자대상 기업의 경영정보를 획득하기 위해 보다 많은 비용을 지불해야 할 것이다. 따라서 이 경우 가계의 주식시장 참여는 크게 제약을 받을 것이다.

<표 IV-17>에는 회계기준의 정립 정도가 높은 국가 그룹과 낮은 국가 그룹에서 평균적으로 가계 총금융자산에서 차지하는 주식의 비중이 어느 정도 되는지 정리되어 있다. 국가별 회계기준의 정립 정도는 La Porta et al.(1998)의 연구에서 인용하였다.<sup>39)</sup>

**<표 IV-17> 회계기준의 정립과 가계 주식보유 비중<sup>a)</sup>**

(단위: %)

	회계기준 정립 <sup>b)</sup>	직접 주식보유 비중 <sup>c)</sup>	직간접 주식보유 비중 <sup>c)</sup>
회계기준의 정립 정도가 높은 국가(H) 평균(8개국)	75.1	24.4	41.4
회계기준의 정립 정도가 낮은 국가(L) 평균(8개국)	57.9	16.7	24.7
t검증 p값(평균 <sub>H</sub> =평균 <sub>L</sub> ) <sup>d)</sup>		0.12	0.04
국가간 회계기준 정립 정도와 가계 주식보유 비중의 상관계수		0.21	0.56

- a) 모든 국가의 회계기준은 1990년 기준이며, 가계의 주식보유 비중은 각 국가별로 1995~2001년 평균기준(단, 노르웨이의 주식보유 비중은 1996~2001년 평균 기준)
- b) La Porta et al.(1998)의 연구에서 인용. La Porta et al.은 CIFAR(the Center for International Financial Analysis and Research)이 annual reports를 근거로 개별기업의 회계기준을 1(회계기준 미정립)~100(회계기준 정립) 범위내에서 부여한 수치를 이용하여 국가별 회계기준을 측정. 체코 및 헝가리는 측정되지 못해 18개국의 데이터만 가용
- c) <표 IV-5> 하단의 표주 c) 참조
- d) <표 IV-5> 하단의 표주 d) 참조
- e) <표 IV-5> 하단의 표주 e) 참조

39) 회계기준 정립 정도의 정의는 <표 IV-17>의 표주를 참조하기 바란다.

정리된 결과는 내부거래 투명성, 주주권리 보호, 금융기관 투명성의 경우와 유사하였다. 가계의 주식보유 비중은 회계기준의 정립 정도가 높은 국가 그룹에서 높은 것으로 나타났다. 직접 주식보유 비중의 경우에는 두 국가 그룹간의 차이가 통계적으로 유의할 정도로 크지 않았으나, 직간접 주식보유 비중의 경우에는 두 국가 그룹간의 차이가 보다 확연하게 나타났다.

또한 회계기준 정립 정도와 가계 주식보유 비중의 국가간 상관계수는 양의 값을 가지는 것으로 추정되었다. 특히 직간접 주식보유 비중의 경우에 양의 상관계수가 직접 주식보유 비중에 비해 큰 것으로 나타났다.

## 나. 실증분석

기초자료 분석을 통해 살펴본 결과 가계 주식보유 비중의 국가간 차이는 다양한 요인에 따른 것임을 알 수 있었다. 대체로 주식 초과수익률이 높은 국가, 가계의 금융자산 축적도가 높은 국가, 교육수준이 높은 국가, 퇴직 이후 연령대의 인구 비중이 낮은 국가, 소득의 안정성이 높은 국가, 금융의 효율성 및 기업의 투명성이 높은 국가일수록 가계의 주식보유 비중이 높은 것으로 나타났다.

다만 직접투자를 통한 주식보유 비중의 경우 주식 초과수익률 이외의 설명변수를 기준으로 대상국가를 두 그룹으로 나누었을 때 두 국가 그룹간의 차이가 통계적으로 유의하지 않았다. 반면, 기관투자자를 통한 간접투자분까지 주식보유 비중의 범위에 포함시키면 두 국가 그룹간 주식보유 비중의 차이는 많은 설명변수에서 통계적으로 유의하였다.

그러나 기초자료 분석은 여러 변수간의 상호관계, 변수들의 시계열적 특성 등을 충분히 반영할 수 없기 때문에 한계가 있다. 따라서 여기에서

는 실증분석을 통해 앞에서 살펴본 주요 요인들이 국가간 가계 주식보유 비중의 차이를 설명하는데 통계적 유의성이 있는지 확인한다.

### 1) 실증분석 방법

본 장의 분석대상 국가는 20개국이다. 또한 분석에 사용된 대부분의 데이터는 시계열이 연간자료 기준으로 7년에 불과해 대단히 짧다. 횡단면 분석이나, 개별 국가를 대상으로 한 시계열 분석은 데이터의 표본 수가 극히 적기 때문에 어렵다. 따라서 실증분석은 횡단면 자료와 시계열 자료를 조합한 패널회귀분석(panel regression analysis) 방법을 통해 시행된다. 패널회귀분석의 기본적인 추정식은 다음과 같다.

$$y_{it} = \alpha_i + \beta x_{it} + \epsilon_{it} \quad (IV-1)$$

위의 식 (IV-1)에서  $i$ 는 국가 횡단면( $i=1,2,\dots,N$ )을 의미하며,  $t$ 는 시계열( $t=1,2,\dots,T$ )을 의미한다. 본 실증분석에서  $N$ 은 20개국이며,  $T$ 는 1995~2001년의 7년간이다.<sup>40)</sup> 또한  $y_{it}$ 는 종속변수로 국가별 가계 총금융자산 중 주식보유의 비중이며,  $\alpha_i$ 는 상수항이다.  $\beta$  및  $x_{it}$ 는 각각  $k$ 개의 파라미터 및 설명변수 벡터이다.

설명변수는 국가별 주식 초과수익률, 가계 금융자산 축적 정도, 소득 수준, 교육수준, 연령구조, 소득의 안정성, 금융의 효율성 및 기업의 투명성 등이다. 금융의 효율성 및 기업의 투명성과 관련해서는 기관투자자의 역할 및 내부거래의 투명성을 설명변수로 선정하였다.<sup>41)</sup> 각 설명변수

40) 본 실증분석에 포함되는 국가 중 체코 및 노르웨이는 각각 1997~2001년, 1996~2001년 중의 데이터만 확보되었다. 따라서 실증분석에서 가용한 총 관측수는 137개이다. 그러나 실제 추정에 사용된 데이터의 관측 수는 시차변수가 포함된 설명변수의 1995년 이전 데이터의 가용 여부에 따라 다소 줄어들게 된다.

의 정의는 앞절의 기초자료 분석의 경우와 동일하다. 소득수준을 제외한 모든 종속변수 및 설명변수는 백분율(%) 또는 1~10 범위의 지수 형태이다. 따라서 소득수준만 로그 변환하여 패널회귀식에 포함되며, 나머지 변수는 원자료 형태로 패널회귀식에 포함된다.

패널회귀식 (IV-1)은 국가별 효과(individual effects)를 가정하여 추정된다. 이에 따라 상수항  $\alpha_i$ 는 국가에 따라 다르게 추정된다. 마지막으로 패널회귀식 (IV-1)은 Fixed Effects 모형을 가정하고 OLS로 추정된다.<sup>42)</sup>

## 2) 실증분석 결과

패널회귀식의 추정 결과는 <표 IV-18>과 <표 IV-19>에 정리되어 있다. <표 IV-18>은 종속변수로 가계의 직접 주식보유 비중을 사용한 경우의 결과이며, <표 IV-19>는 종속변수로 가계의 직간접 주식보유 비중을 사용한 경우의 결과이다.

- 
- 41) 금융의 효율성 및 기업의 투명성과 관련된 변수 중 7개 년도(1995~2001년)의 데이터가 가용하지 않은 주주 권리보호, 금융기관 투명성 및 회계기준의 정립은 실증분석에서 제외하였다.
- 42) 일반적인 패널회귀식의 추정방법으로는 Fixed Effects 모형과 Random Effects 모형을 들 수 있다. Baltagi(2001)는 대규모의 모집단으로부터 임의로 (randomly) n개의 샘플을 추출한 데이터의 경우 Random Effects 모형을 사용할 것을 제안하고 있다. 한 예로서 가계 서베이 데이터로 분석을 시도하는 경우를 들 수 있다. 반면 그는 분석이 어떤 특정 집단에 한정될 경우에는 Fixed Effects 모형을 사용할 것을 권유하고 있다. 그 예로는 n개의 기업집단, n개의 국가집단 등 특정 모집단을 분석대상으로 하는 경우를 들 수 있다. 본 연구에서는 Baltagi(2001)의 제안을 기준으로 하여 Fixed Effects 모형으로 패널회귀식을 추정하기로 한다. 패널회귀식의 잔차항은 White Heteroskedasticity를 가지는 것으로 가정한다. Fixed Effects 모형 및 Random Effects 모형 등 패널회귀분석의 자세한 추정방법에 대해서는 Baltagi(2001), Greene(2000), Pindyck and Rubinfeld(1998), Wooldridge(2002) 등을 참고하기 바란다.

각 표에는 주식 초과수익률에 배당수익을 제외하였을 경우와 배당수익을 포함하였을 경우의 결과가 정리되어 있다. 또 각각의 경우에 세 가지 모형이 추정되었다. 각 모형은 금융의 효율성 및 기업의 투명성 관련 변수로 기관투자자의 역할을 포함한 경우(모형 1), 내부거래 투명성을 포함한 경우(모형 2), 두 변수를 모두 포함한 경우(모형 3) 등이다. 한편 위에서 언급한 설명변수 이외에 주식 초과수익률의 시차변수도 설명변수로 모형에 포함되었다.<sup>43)</sup>

주식 초과수익률에 배당수익을 제외한 경우와 배당수익을 포함한 경우의 추정 결과에는 큰 차이가 없었다. 따라서 이하에서는 배당수익을 제외한 경우를 중심으로 추정결과를 살펴보기로 한다.

<표 IV-18>에 의하면 종속변수로 직접투자를 통한 가계의 주식보유 비중을 사용한 경우 소득수준(INC)과 교육수준(ED)을 제외한 대부분의 변수는 추정계수의 부호가 앞절의 기초자료 분석에서 제시된 방향과 동일하였다. 그러나 주식 초과수익률(EP), 주식 초과수익률의 시차변수(EP(-1)), 가계 금융자산 축적 정도(FA)를 제외한 여타 변수의 경우 통계적 유의성이 떨어지거나 모형에 따라 통계적 유의성이 일정하지 않은 것으로 나타났다.

우선 주식 초과수익률(EP)과 가계의 금융자산 축적 정도(FA)가 높을 경우 직접투자를 통한 가계의 주식보유 비중이 커지는 것으로 나타났다. 두 변수 모두 추정계수의 통계적 유의성이 높았다. 특히, 주식 초과수익률의 경우에는 시차변수(EP(-1))의 추정계수도 통계적으로 유의한 양의 값으로 추정되었다.

43) 앞에서도 언급한 바와 같이 가계의 주식보유 규모는 시가가 반영되어 있다. 따라서 주식의 시가가 변화될 경우 가계의 총금융자산 중 주식보유의 비중은 가계의 주식보유 성향에 변화가 없더라도 변화될 수 있다. 주식 초과수익률의 시차변수를 모형에 포함한 것은 이러한 문제를 완화하기 위한 것이다.

**<표 IV-18> 패널회귀분석 모형 추정 결과<sup>a)</sup>**  
**(종속변수: 가계 직접 주식보유 비중)**

설명변수 <sup>b)c)</sup>	주식 초과수익률에 배당수익 제외시			주식 초과수익률에 배당수익 포함시		
	모형1	모형2	모형3	모형1	모형2	모형3
EP	0.04** (4.05)	0.03** (4.01)	0.04** (4.13)	0.04** (4.02)	0.03** (3.99)	0.04** (4.11)
EP(-1)	0.02** (2.11)	0.02** (2.15)	0.02** (2.24)	0.02** (2.12)	0.02** (2.17)	0.02** (2.25)
FA	0.12** (4.89)	0.12** (5.06)	0.12** (5.11)	0.12** (4.90)	0.12** (5.07)	0.12** (5.12)
LOG(INC)	-0.04 (-0.01)	-1.26 (-0.49)	-0.00 (-0.00)	-0.03 (-0.01)	-1.24 (-0.48)	0.01 (0.00)
ED	-0.03 (-0.17)	0.15 (0.84)	0.05 (0.24)	-0.03 (-0.17)	0.15 (0.84)	0.05 (0.24)
AG65	-0.33 (-0.38)	-0.42 (-0.49)	-0.29 (-0.32)	-0.33 (-0.38)	-0.43 (-0.49)	-0.29 (-0.33)
AG5059	0.25 (1.00)	0.27 (1.10)	0.31 (1.26)	0.24 (0.98)	0.27 (1.08)	0.31 (1.24)
ISTA	0.68* (1.79)	0.63* (1.72)	0.53 (1.39)	0.69* (1.82)	0.65* (1.75)	0.55 (1.43)
II	0.05** (2.12)		0.04* (1.63)	0.05** (2.10)		0.04 (1.61)
ITR		0.91** (1.95)	0.74 (1.55)		0.91** (1.95)	0.75 (1.56)
Adj. R <sup>2</sup>	0.95	0.95	0.95	0.95	0.95	0.95

- a) 정리된 결과는 계수 추정치. ( )내는 추정계수의 t 통계치. \*\* 및 \*는 추정계수가 각각 5% 및 10% 유의수준에서 통계적 유의성이 있음을 의미
- b) EP: 주식 초과수익률, EP(-1): 주식 초과수익률 시차변수, FA: 가계 금융자산 축적 정도, INC: 소득수준, ED: 교육수준, AG65: 연령구조(65세 이상 인구 비중), AG5059: 연령구조(50~59세 인구 비중), ISTA: 소득의 안정성, II: 기관투자자의 역할, ITR: 내부거래 투명성
- c) 변수의 구체적 정의는 기초자료 분석과 동일. 소득수준을 제외한 모든 변수는 백분율(%) 또는 1~10범위의 지수 형태로 모형에 포함

소득수준(INC)의 경우 계수가 음의 값으로 추정되었으나 통계적으로 유의하지 않았다. 이는 가계의 주식보유 비중이 소득수준이 높은 국가 그룹과 낮은 국가 그룹간에 차이가 없다는 기초자료 분석의 결과와 유사한 결과이다. 교육수준(ED)의 경우 계수의 추정 방향이 모형에 따라 일정하지 않을 뿐만 아니라, 추정계수의 통계적 유의성도 낮았다. 이는 앞절의 기초자료 분석과는 다른 결과이다.<sup>44)</sup>

연령구조(AG65와 AG5059)의 경우에는 계수의 추정 부호는 앞절의 기초자료 분석과 동일하였다. 연령구조 중 65세 이상 인구의 비중(AG65)은 계수가 음의 값으로 추정되었으며, 50~59세 인구의 비중(AG5059)은 계수가 양의 값으로 추정되었다. 그러나 연령구조 관련 변수들은 직접투자를 통한 가계의 주식보유 비중을 설명하는 요인으로서 통계적 유의성은 낮았다.

소득 안정성(ISTA)의 경우에는 계수의 부호가 양의 값으로 추정되었다. 소득의 안정성이 높을수록 직접투자를 통한 가계의 주식보유 비중이 높다는 것이다. 다만 소득 안정성(ISTA)의 추정계수는 통계적 유의성이 그다지 높지는 않았다. 금융의 효율성 및 기업의 투명성 관련 변수(II, ITR)를 모두 모형에 포함시킬 경우 소득 안정성(ISTA)의 추정계수는 통계적으로 유의하지 않았으며, 두 변수 중 하나만 모형에 포함시킬 경우에도 10% 유의도내에서만 유의하였다.

44) 교육수준(ED)의 추정계수가 통계적으로 유의하지 않을 뿐만 아니라 부호도 일정하지 않은 것은 다른 변수와의 상호작용 때문인 것으로 보인다. 예를 들어 패널회귀분석 모형에서 연령구조 관련 변수(AG65와 AG5059), 소득의 안정성(ISTA) 변수, 금융의 효율성 및 기업의 투명성 관련 변수(II, ITR) 등을 제외하면 교육수준(ED)의 계수가 통계적으로 유의한 양의 값으로 추정되었다. 즉, 몇 개의 통제변수를 포함할 경우 교육수준(ED)의 통계적 유의성이 사라짐을 의미한다. 일반적으로 교육수준이 높은 국가일수록 소득의 안정성이 높고 금융의 효율성 및 기업의 투명성이 높을 가능성이 크다. 따라서 기초자료 분석에서 교육수준이 높은 국가의 가계 주식보유 비중이 높았던 것은 다른 변수의 영향을 반영했을 가능성이 있다.

마지막으로 금융의 효율성 및 기업의 투명성과 관련된 2가지 설명변수들은 양의 계수가 추정되어 기초자료 분석에서 제시된 방향과 동일하였다. 즉, 금융의 효율성 및 기업의 투명성이 높을수록 가계의 주식보유 비중이 높다는 것이다. 기관투자자의 역할(II) 및 내부거래의 투명성(ITR) 중 하나만 모형에 포함할 경우에는 두 변수 모두 추정계수가 통계적으로 유의하였다. 그러나 두 변수를 모두 포함한 모형에서는 추정계수의 통계적 유의성이 다소 떨어지는 것으로 나타났다.

<표 IV-19>에는 기관투자자를 통한 주식 간접 투자분까지 포함한 가계의 직간접 주식보유 비중을 종속변수로 사용하였을 경우의 추정결과가 정리되어 있다. 소득수준(INC) 및 교육수준(ED)을 제외한 대부분의 변수는 추정계수의 방향이 기초자료 분석의 결과와 동일하였다.

이 경우에는 직접 주식보유 비중의 경우와는 달리 주식 초과수익률(EP), 주식 초과수익률의 시차변수(EP(-1)), 가계의 금융자산 축적 정도(FA) 이외에 65세 이상 인구의 비중(AG65), 소득의 안정성(ISTA), 금융의 효율성 및 기업의 투명성 관련 변수(II, ITR) 등의 추정계수도 모형의 변화에 관계없이 통계적으로 유의한 것으로 나타났다.

주식 초과수익률(EP), 주식 초과수익률의 시차변수(EP(-1)), 가계의 금융자산 축적 정도(FA) 등은 역시 통계적으로 유의한 계수를 가지는 것으로 추정되었다.

소득수준(INC) 및 교육수준(ED)은 직접 주식보유 비중의 경우와 같이 추정계수의 부호도 일정하지 않고, 추정계수의 통계적 유의성도 떨어지는 것으로 나타났다.

**<표 IV-19> 패널회귀분석 모형 추정 결과<sup>a)</sup>**  
**(종속변수: 가계 직간접 주식보유 비중)**

설명변수 <sup>b)c)</sup>	주식 초과수익률에 배당수익 제외시			주식 초과수익률에 배당수익 포함시		
	모형1	모형2	모형3	모형1	모형2	모형3
EP	0.04** (3.53)	0.03** (3.09)	0.04** (3.62)	0.04** (3.48)	0.03** (3.04)	0.04** (3.56)
EP(-1)	0.03** (2.04)	0.03** (1.94)	0.03** (2.20)	0.03** (2.03)	0.03** (1.93)	0.03** (2.19)
FA	0.17** (5.70)	0.17** (5.59)	0.17** (6.04)	0.17** (5.71)	0.17** (5.60)	0.17** (6.05)
LOG(INC)	-3.73 (-1.06)	-7.66** (-2.24)	-3.67 (-1.10)	-3.73 (-1.05)	-7.63** (-2.23)	-3.66 (-1.10)
ED	-0.18 (-0.63)	0.29 (1.16)	-0.04 (-0.16)	-0.18 (-0.62)	0.29 (1.15)	-0.04 (-0.15)
AG65	-2.19** (-2.16)	-2.55** (-2.45)	-2.12** (-2.06)	-2.19** (-2.16)	-2.55** (-2.45)	-2.12** (-2.06)
AG5059	0.30 (0.90)	0.28 (0.82)	0.40 (1.24)	0.30 (0.88)	0.27 (0.81)	0.40 (1.23)
ISTA	1.02** (2.15)	1.09** (2.34)	0.78* (1.66)	1.04** (2.18)	1.10** (2.36)	0.80* (1.69)
II	0.15** (3.98)		0.13** (3.50)	0.15** (3.94)		0.13** (3.47)
ITR		1.76** (2.78)	1.24** (2.15)		1.76** (2.78)	1.25** (2.16)
Adj. R <sup>2</sup>	0.96	0.96	0.96	0.96	0.96	0.96

- a) 정리된 결과는 계수 추정치. ( )내는 추정계수의 t 통계치. \*\* 및 \*는 추정계수가 각각 5% 및 10% 유의수준에서 통계적 유의성이 있음을 의미
- b) EP: 주식 초과수익률, EP(-1): 주식 초과수익률 시차변수, FA: 가계 금융자산 축적 정도, INC: 소득수준, ED: 교육수준, AG65: 연령구조(65세 이상 인구 비중), AG5059: 연령구조(50~59세 인구 비중), ISTA: 소득의 안정성, II: 기관투자자의 역할, ITR: 내부거래 투명성
- c) 변수의 구체적 정의는 기초자료 분석과 동일. 소득수준을 제외한 모든 변수는 백분율(%) 또는 1~10범위의 지수 형태로 모형에 포함

연령구조(AG65, AG5059)의 경우 추정계수의 부호는 기초자료 분석에서 제시하는 방향과 동일하였다. 65세 이상 인구 비중(AG65)의 계수는 통계적으로 유의한 음의 값으로 추정되었다. 직간접 주식보유 비중의 경우에는 고령 인구의 비중이 높을수록 가계의 주식보유 비중이 낮다는 것이 통계적으로 지지되고 있는 것이다. 반면, 50~59세 인구 비중(AG5059)의 계수는 양의 값으로 추정되었으나, 직접 주식보유 비중의 경우에서와 같이 통계적 유의성은 낮았다.

소득의 안정성(ISTA), 기관투자자의 역할(II), 내부거래의 투명성(ITR) 등의 계수는 모두 통계적으로 유의한 양의 값으로 추정되었다. 이러한 양상은 대체로 모형의 변화에 관계없이 일관되게 나타났다. 즉, 소득의 안정성이 높고 금융의 효율성 및 기업의 투명성이 높을수록 직간접 투자를 통한 가계의 주식보유 비중이 높다는 것이 통계적으로 지지되고 있다.

#### 다. 기초자료 분석 및 실증분석의 해석

기초자료 분석과 실증분석의 결과를 통해 볼 때 주식의 초과수익률은 국가간 가계 주식보유 비중의 차이를 설명하는 가장 중요한 요인임을 알 수 있었다. 주식의 초과수익률이 높은 국가에서 가계의 주식보유 비중도 높았다. 이러한 현상은 직접 주식보유 비중 및 직간접 주식보유 비중에서 모두 발견되었다. 이는 가계 포트폴리오 이론에서도 명확하게 제시되고 있는 것이다.

또한 가계의 금융자산 축적 정도도 국가간 가계 주식보유 비중의 차이를 설명하는 주요한 요인이었다. 가계의 금융자산 축적도가 높을수록 가계의 주식보유 비중도 높았다. 연령구조의 경우 퇴직 이후 연령대의 인구비중이 높은 국가일수록 대체로 가계의 주식보유 비중이 낮은 것으로

로 나타났다. 특히, 이러한 결과는 직간접 주식보유 비중의 경우에 통계적 유의성이 높은 것으로 나타났다. 금융자산 축적 정도와 연령구조의 경우 가계 포트폴리오 이론 및 가계 서베이 데이터의 특징적 현상들이 제시하는 결론을 잘 지지하고 있는 것으로 판단된다. 가계 포트폴리오 이론에 의하면 주식시장에 차입계약 및 참여비용이 존재하기 때문에 이러한 제약에 노출이 심한 경제주체는 주식시장에 참여하지 않는다는 것이다. 가계 서베이 데이터의 특징적 현상에 의하면, 금융자산의 축적 정도가 낮은 가계는 차입계약이 크고 상대적으로 많은 주식시장 참여비용을 지불해야 하기 때문에 주식시장 참여도가 낮았다. 또 퇴직 이후 연령대의 가계 역시 소득 흐름의 저하로 인해 차입계약에 크게 노출되기 때문에 주식시장 참여도가 떨어졌다.

소득의 안정성도 국가간 가계 주식보유 비중의 차이를 잘 설명해 주고 있다. 소득의 안정성이 높은 국가일수록 가계의 주식보유 비중이 높은 것으로 나타났다. 이 또한 가계 포트폴리오 이론 및 가계 서베이 데이터의 특징적 현상을 잘 반영해 주고 있는 결과이다. 다만 소득의 안정성은 직접 주식보유 비중의 국가간 차이를 설명하는데 있어서는 그 통계적 유의성이 모형에 따라 다소 차이가 있었다.

마지막으로 금융의 효율성 및 기업의 투명성과 관련된 변수도 국가간 가계 주식보유 비중의 차이를 설명하는 중요한 요인인 것으로 나타났다. 주식시장에서 차지하는 기관투자자의 역할, 내부거래의 투명성, 금융기관의 투명성, 회계기준 등이 제대로 정립되어 있는 국가일수록 가계의 주식보유 비중이 높았다. 특히 금융의 효율성 및 기업의 투명성과 관련된 변수들은 가계 직간접 주식보유 비중의 국가간 차이를 설명하는데 있어서 일관되게 통계적 유의성을 가지는 것으로 나타났다. 이러한 결과는 Guiso et al.(2002)이 제안한 가설을 잘 지지해 주고 있다. 즉, 주식시장 참여비용에는 실질적 비용(actual costs) 뿐만 아니라 여러 암묵적 비용(perceived costs)이 존재하는데, 이러한 암묵적 비용(perceived costs)

이 낮은 국가일수록 가계의 주식시장 참여도가 높다는 것이다. 따라서 금융의 효율성 및 기업의 투명성이 높은 국가일수록 가계의 주식보유 비중이 높게 나타난 것은 이러한 국가일수록 가계가 주식시장에 참여하는데 소요되는 감시비용 등 여러 암묵적 비용(perceived costs)이 낮기 때문인 것으로 판단된다.

### 3. 한국의 낮은 가계 주식보유 비중의 원인

기초자료 분석 및 실증분석을 통해 국가간 가계 주식보유 비중의 차이가 여러 변수들의 복합적인 작용에 의한 것임을 알 수 있었다. 한국 가계의 낮은 주식보유 비중도 한두 가지 요인에만 영향을 받았다고 보기는 어렵다. 여기에서는 실증분석에서 식별된 요인 중 한국 가계의 주식투자에 제약 요인이 된 것으로 판단되는 것을 중심으로 논의한다.

#### 가. 낮은 주식 초과수익률

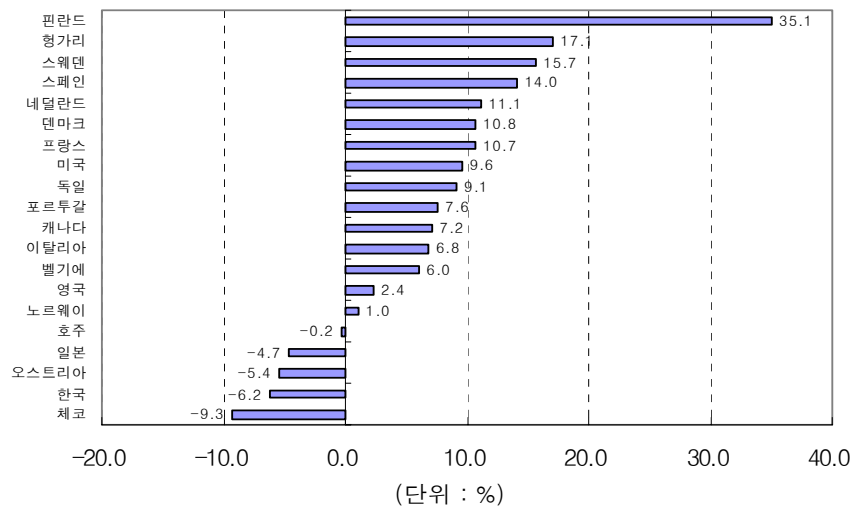
기초자료 분석 및 실증분석을 통해 주식 초과수익률이 높은 국가일수록 가계의 주식보유 비중이 높음을 알 수 있었다. 한국의 경우에도 낮은 주식 초과수익률이 낮은 가계 주식보유 비중의 가장 큰 원인 중 하나인 것으로 판단된다. <그림 IV-1>에는 분석대상에 포함되는 OECD 20개 국가의 1995~2001년 중 연평균 주식 초과수익률이 기록되어 있다.

이에 따르면, 한국의 주식 초과수익률은 -6.2%를 기록해 20개 비교대상국 중 19위에 머물러 최하위 수준이었다. 한국의 주식 초과수익률은 배당수익을 포함하더라도 같은 기간 중 -4.8%에 그쳤다. 한국의 경우

1995~2001년 중 고위험 자산인 주식의 수익률이 오히려 안전자산의 수익률에도 미치지 못하였기 때문에 가계가 주식투자를 기피하고 있는 것으로 판단된다.

한편, 가계의 주식보유 비중이 가장 낮은 수준인 일본 및 오스트리아의 경우에도 주식 초과수익률은 마이너스를 기록하는 등 대단히 낮았다. 이 국가들도 주식의 저조한 수익률이 가계가 주식투자를 기피하는 가장 큰 원인 중 하나인 것으로 판단된다.

<그림 IV-1> OECD 20개국의 주식 초과수익률<sup>a)</sup>  
(배당수익 제외)



a) 1995~2001년 평균 기준. 주식 초과수익률의 정의는 <표 IV-5> 하단에 있는 표주 b) 참조

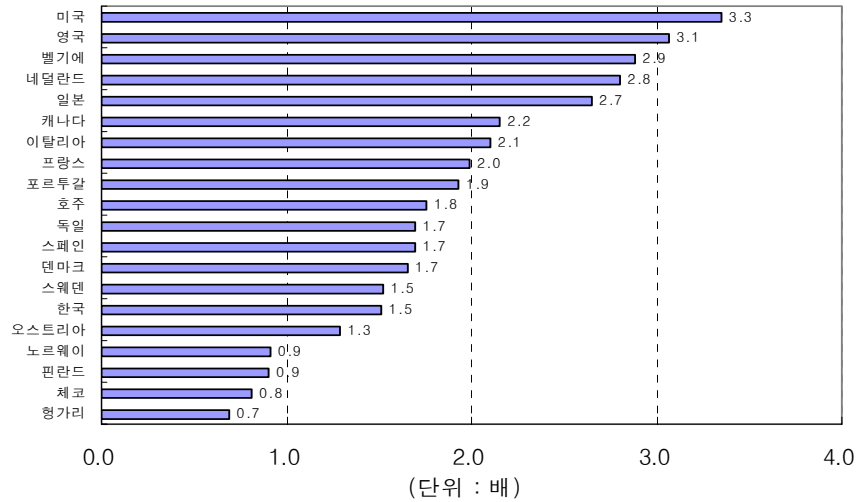
## 나. 금융자산 축적의 부진

기초자료 분석 및 실증분석에서는 가계의 금융자산 축적 정도가 국가간 가계 주식보유 비중의 차이를 설명하는데 가장 유용한 변수 중 하나인 것으로 나타났다.

한국의 경우 가계 금융자산이 비교적 빠른 속도로 축적되고 있지만 여전히 다른나라에 비하면 낮은 수준에 머물러 있다. <그림 IV-2>에 의하면 한국의 가계 금융자산 축적 정도는 비교대상 20개국 중 15위 수준에 그쳤다. 한국 가계의 총금융자산은 경상 GDP의 1.5배로 가계 금융자산 축적 상위 10개국의 평균 2.5배에는 크게 미치지 못하였다.

한국 가계의 금융자산 축적 정도가 여타 선진국에 비해 낮은 원인 중 하나로 부동산 등 실물자산에 대한 가계의 높은 선호도가 지적된다(유경원(2004)). 주택가격 상승에 대한 기대로 제한된 가계의 자산 중 상당부분이 실물자산에 투입됨에 따라 금융자산의 축적 여력이 크지 않았다는 것이다. 한국 가계의 총자산 중 상당부분이 부동산을 포함한 실물자산에 투입되어 있음은 III장의 가계 서베이 데이터에 제시되어 있다. 거시총량 자료에도 유사한 현상이 발견된다. 한국은행(2001b)에 의하면 1997년을 기준으로 한국 가계의 총자산 중 27.0%는 금융자산에, 73.0%는 부동산을 포함한 실물자산에 투입되어 있다. 반면, 한국에 비해 경상 GDP 대비 가계 총금융자산의 비율이 높은 미국 및 일본의 경우 가계의 총자산 중 실물자산에 대한 투자비중이 각각 36.9% 및 55.4%에 그쳤다.

<그림 IV-2> OECD 20개국의 가계 금융자산 축적 정도<sup>a)</sup>  
(경상 GDP 대비 가계 총금융자산 비율)



a) 1995~2001년 평균 기준

### 다. 낮은 소득의 안정성

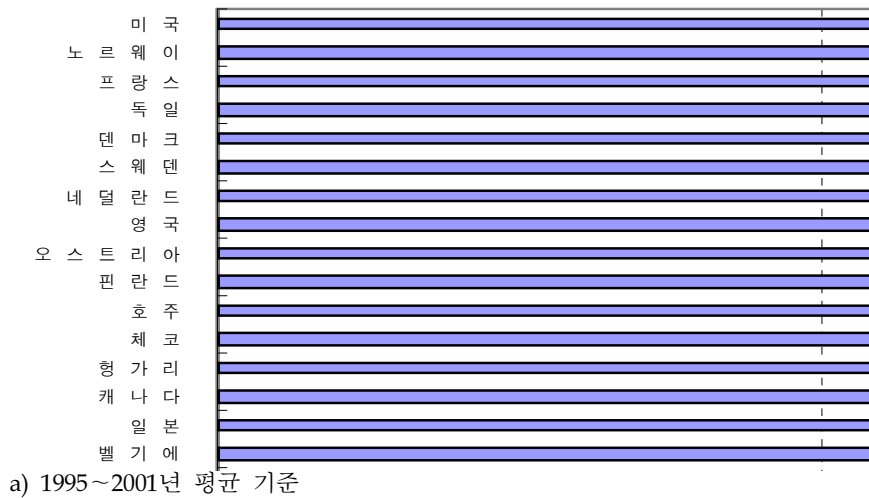
기초자료 분석 및 실증분석의 주요한 결과 중 하나는 소득의 안정성이 높은 국가일수록 가계의 주식보유 비중이 높다는 것이다.

<그림 IV-3>에는 OECD 20개국의 총취업자 대비 임금소득자의 비중이 정리되어 있다.

정리된 결과에 의하면 한국 가계의 소득 안정성은 OECD 20개 비교대상국 중 가장 낮은 것으로 나타났다. 한국의 임금근로자 비중은 62.9%에 불과하였다. 이는 OECD 20개국의 평균 84.1%에 크게 미치지 못하는 수준이다. 한국의 임금근로자 비중은 OECD 20개국 중 18~19번째로 임금근로자 비중이 낮은 포르투갈(71.7%) 및 이탈리아(71.1%)에 비해서도

현격하게 낮은 수준이다. 이를 통해 볼 때 한국은 다른나라에 비해 고용 시장의 불안정성이 높음에 따라 상대적으로 자영업자의 비중이 높음을 알 수 있다. 결국, 자영업자의 소득이 임금근로자의 소득에 비해 경기 변화에 더욱 크게 영향을 받는다는 점을 고려할 때 한국 가계의 소득 안정성은 극히 떨어진다고 볼 수 있다. 소득의 안정성이 떨어지는 한국의 가계는 미래의 소득흐름에 대해 확신할 수 없기 때문에 자산운용에 있어서 위험을 감수하지 못하는 것으로 판단된다.

<그림 IV-3> OECD 20개국의 소득 안정성<sup>a)</sup>  
(총취업자 중 임금근로자 비중)



### 라. 낮은 금융의 효율성 및 기업의 투명성

기초자료 분석 및 실증분석에서는 금융의 효율성 및 기업의 투명성이 높을수록 가계의 주식보유 비중이 높다는 것을 확인하였다.

<표 IV-20>에는 OECD 20개국의 금융 효율성 및 기업의 투명성이 비교되어 있다. 정리된 결과에 의하면 한국의 금융 효율성 및 기업의 투명성은 대체로 비교대상국에 비해 떨어지는 것으로 나타났다.

<표 IV-20> OECD 20개국의 금융 효율성 및 기업의 투명성<sup>a)</sup>

	기관투자자 역할 (주식시가총액 대비 기관투자자 보유비중, %)	내부거래 투명성 (지수, 1~10)	주주 권리보호 (지수, 1~10)	금융기관 투명성 (지수, 1~10)	회계기준의 정립 (지수, 1~100)
1	영국(83.8)	덴마크(8.6)	핀란드(8.7)	핀란드(8.0)	스웨덴(83.0)
2	덴마크(65.0)	호주(7.8)	덴마크(8.3)	네덜란드(7.8)	영국(78.0)
3	미국(62.5)	핀란드(7.7)	노르웨이(8.3)	덴마크(7.7)	핀란드(77.0)
4	스웨덴(61.0)	캐나다(7.4)	스웨덴(8.3)	캐나다(7.6)	호주(75.0)
5	호주(60.1)	독일(7.1)	호주(8.3)	벨기에(7.4)	캐나다(74.0)
6	프랑스(54.9)	네덜란드(7.0)	캐나다(8.2)	호주(7.4)	노르웨이(74.0)
7	네덜란드(50.3)	스웨덴(6.9)	미국(8.2)	독일(7.3)	미국(71.0)
8	오스트리아(46.6)	영국(6.7)	영국(7.7)	노르웨이(7.2)	프랑스(69.0)
9	벨기에(41.3)	미국(6.5)	네덜란드(7.5)	미국(7.2)	일본(65.0)
10	노르웨이(36.7)	일본(6.3)	독일(7.5)	스웨덴(7.2)	스페인(64.0)
11	캐나다(31.0)	벨기에(6.3)	오스트리아(7.3)	오스트리아(7.1)	네덜란드(64.0)
12	독일(28.7)	프랑스(6.0)	헝가리(6.8)	포르투갈(7.0)	<b>한국(62.0)</b>
13	이탈리아(28.7)	오스트리아(5.7)	포르투갈(6.8)	스페인(6.9)	덴마크(62.0)
14	체코(28.4)	노르웨이(5.6)	프랑스(6.8)	프랑스(6.4)	독일(62.0)
15	핀란드(25.2)	포르투갈(5.5)	스페인(6.7)	헝가리(6.2)	이탈리아(62.0)
16	일본(23.5)	스페인(5.2)	벨기에(6.5)	영국(6.2)	벨기에(61.0)
17	포르투갈(20.9)	헝가리(5.2)	이탈리아(5.6)	이탈리아(5.3)	오스트리아(54.0)
18	<b>한국(17.9)</b>	<b>한국(4.9)</b>	체코(4.7)	체코(4.1)	포르투갈(36.0)
19	스페인(14.5)	이탈리아(4.8)	일본(3.9)	<b>한국(3.7)</b>	
20	헝가리(3.2)	체코(3.6)	<b>한국(3.9)</b>	일본(3.6)	

a) 기관투자자 역할 및 내부거래 투명성은 1995~2001년 평균, 주주 권리보호는 1997~2001년 평균, 금융기관 투명성은 1999~2001년 평균, 회계기준의 정립은 1990년 기준임. 각 변수별 상세한 정의는 <표 IV-13>~<표 IV-17> 하단의 표주 참조

한국의 기관투자자들이 주식시장에서 차지하는 역할은 1995~2001년 평균 기준으로 보았을 때 비교대상 20개국 중 18위에 그쳤다.<sup>45)</sup> 주주 권리보호, 내부거래 투명성, 금융기관 투명성 등은 외환위기 이후 일부 개선되고는 있으나 여전히 비교대상국 중 최하위 수준에 머물러 있다.

주식시장에서 차지하는 기관투자자 역할의 위축은 장기 투자자의 부재로 인해 주식시장 급등락의 한 원인이 되었다. 금융기관의 투명성이 낮음으로써 간접투자기구의 신뢰성이 크게 떨어졌다. 또한 주주 권리보호 및 내부거래 투명성 정도가 낮아 한국의 가계는 주식시장에 참여하고 주식투자를 늘리기 위해 다른나라의 가계에 비해 훨씬 많은 정보비용을 지불해야 했다. 이러한 요인들의 복합적인 작용은 한국 가계의 낮은 주식보유 비중의 원인이 된 것으로 판단된다.

---

45) 한국의 주식 주식이가총액 대비 기관투자자 보유 주식의 비중은 1995~2001년 평균 기준으로는 17.9%지만, 2001년을 기준으로 하면 10.1%에 그쳐 비교대상 20개국 중 헝가리를 제외하고 가장 낮은 수준이었다.

## V. 결론 및 시사점

---

1. 주요 연구결과의 요약
2. 정책적 시사점



## V. 결론 및 시사점

### 1. 주요 연구결과의 요약

본 보고서는 현재의 한국 경제가 자본시장의 발전이 절실하게 필요한 시점이고, 자본시장의 발전을 위해서는 저축의 주체인 가계의 주식수요 확대가 필요하다는 시각 하에서 작성되었다.

본 연구에서는 우선 한국 가계의 주식수요가 미약하다는 점을 다른 나라와의 비교를 통해 보여 주었다. 가계 서베이 데이터 및 거시총량 자료를 통해 한국 가계의 주식수요 현황을 다른나라와 비교해 본 결과 큰 차이가 있음을 알 수 있었다.

우선 가계 서베이 데이터에 의하면 한국의 가계 중 직간접 투자를 통해 주식시장에 참여하고 있는 가계의 비중은 2000년 기준으로 10.2%로 미국, 영국, 네덜란드 등에 비해 1/3 수준에 그쳤다.

거시총량 자료를 이용하여 OECD 20개국의 가계 총금융자산 중 주식 보유 비중을 비교한 결과도 가계 서베이 데이터의 결과와 유사하였다. 2001년을 기준으로 할 때 한국의 경우 직접투자를 통한 주식보유 규모는 가계 총금융자산의 7.7%에 불과하였다. 이는 미국의 34.1% 뿐만 아니라 한국, 미국, 일본을 제외한 여타 OECD 17개국의 평균 20.8%에도 크게 미치지 못하는 수준이다. 한국의 가계는 기관투자자를 통한 간접적인 주식투자분을 고려하더라도 다른나라에 비해 훨씬 적은 비중만을 주식에 투자하고 있었다. 기관투자자를 통한 간접적인 주식투자분까지 포함할 경우 한국 가계는 총금융자산의 9.3%를 주식으로 보유하고 있었으나, 미국 가계는 51.6%, 한미일 3개국을 제외한 OECD 17개국 가계는 평균 33.4%를 주식으로 보유하고 있었다.

본 연구에서는 OECD 20개국간의 비교를 중심으로 가계 총금융자산에서 차지하는 주식보유 비중의 국가간 차이를 야기시키는 요인을 식별하고, 이러한 요인이 한국 가계의 낮은 주식보유 비중과 관계가 있는지 살펴보았다.

가계 주식보유 비중의 국가간 차이를 야기하는 요인들에 대해서는 이론적·실증적 설명이 드물었다. 따라서 대부분의 후보 변수들은 가계 포트폴리오 이론 및 가계 서베이 데이터의 특징적 현상들에서 식별된 가계의 주식시장 참여를 결정하는 요인들로부터 차용하였다.

본 연구에서 1995~2001년 중의 OECD 20개국 연간 패널 자료를 이용하여 기초자료 분석과 함께 패널회귀분석을 통한 실증분석을 시행한 주요 결과는 다음과 같다. 첫째, 주식의 초과수익률은 국가간 가계 주식보유 비중의 차이를 설명하는 가장 중요한 요인 중 하나인 것으로 나타났다. 주식 초과수익률이 높은 국가일수록 가계의 주식보유 비중이 높았다. 이러한 결과는 주식 초과수익률의 시차변수에서도 나타났다. 둘째, 가계의 금융자산 축적 정도가 높은 국가일수록 가계의 주식보유 비중이 높은 것으로 나타났다. 패널회귀분석에 의하면 가계 금융자산 축적 정도의 통계적 유의성은 대단히 높았다. 셋째, 연령구조의 경우 퇴직 이후 연령대의 인구 비중이 높은 국가일수록 가계의 주식보유 비중이 낮았다. 넷째, 소득의 안정성이 높은 국가일수록 가계의 주식보유 비중이 높은 것으로 나타났다. 다섯째, 기관투자자의 역할, 내부거래의 투명성, 주주 권리보호 등 금융의 효율성 및 기업의 투명성 관련 변수들이 잘 정립되어 있는 국가일수록 가계의 주식보유 비중이 높았다. 특히, 주식보유 비중의 개념에 간접투자를 통한 주식보유분까지 포함할 경우 이 변수들의 통계적 유의성은 일관되게 높았다. 여섯째, 소득수준은 국가간 가계 주식보유 비중의 차이를 설명하지 못하는 것으로 나타났으며, 교육수준은 기초자료 분석과 실증분석의 결과가 일치하지 않아 결론을 내리기가 어

려웠다. 기초자료 분석을 통해서는 교육수준이 높은 국가일수록 가계의 주식보유 비중이 높았으나, 실증분석을 통해서는 추정계수의 통계적 유의성이 떨어지거나, 심지어는 추정계수의 부호가 기초자료 분석의 경우와는 반대로 나타난 경우도 있었다.

기초자료 분석 및 실증분석을 통해 식별된 국가간 가계 주식보유 결정 요인을 고려할 때 한국 가계의 낮은 주식보유의 원인은 대략 다음과 같이 요약될 수 있다. 첫째, 한국의 주식 초과수익률이 장기적으로 지나치게 낮아 투자자들은 안전자산 이상의 수익을 올릴 수 없었다. 둘째, 한국의 가계는 부동산 등 실물자산을 선호해 금융자산의 축적 정도가 낮았고, 이에 따라 주식과 같은 위험자산에 투자할 여력이 약했다. 셋째, 한국의 가계는 낮은 임금소득자의 비중으로 인해 전반적으로 소득 안정성이 떨어졌고, 이에 따라 금융자산 운용에 위험을 감수하기 어려웠다. 넷째, 한국은 금융의 효율성 및 기업의 투명성이 비교대상국에 비해 떨어져 가계가 주식시장에 참여하기 위해서는 상대적으로 높은 정보비용을 지불해야 했다.

## 2. 정책적 시사점

한국 가계의 주식보유를 저해하는 원인을 자본시장에 관련된 정책만으로 해소하기는 어려울 것으로 판단된다. 우선 주식의 수익률은 시장에서 결정되는 것으로 자본시장 정책으로 수익률을 개선하는 것은 한계가 뚜렷하다. 다만 주가가 기업의 성과 또는 거시적인 경기에 의해 좌우된다는 점에서 기업정책 또는 거시경제 정책을 통해 간접적으로 주식수익률에 영향을 줄 수는 있을 것이다. 주식투자에 대한 세제혜택의 경우 주

식의 실질수익률을 개선시키는 효과를 기대할 수 있으나, 이를 위해서는 신중하게 고려되어야 할 사항이 있다. 우선 특정 주식관련 상품에 대한 단기적인 세제혜택은 오히려 부작용을 유발할 가능성이 있다는 점을 생각해야 한다. 특정 주식관련 상품에 파격적인 세제혜택을 단기적으로 부여할 경우에는 세제혜택을 도입하는 당시에 관련 상품에 자금이 집중적으로 유입되었다가 세제혜택이 끝나는 시점에 자금의 급격한 유출을 초래할 수 있다. 또한 세제혜택을 부여하는 주식관련 상품으로 인해 저소득층에서 고소득층으로 부가 이전되는 것을 어떻게 막을 것인가 하는 점도 고려해야 한다. 일반적으로 세제혜택을 부여하는 금융상품에는 장기적인 투자를 유도하기 위해 최소 보유기간을 두고 있다. 그런데 유동성 제약이 심한 저소득층의 경우 주식투자에 따른 세제혜택을 받고 싶어도 유동성 문제로 관련 상품을 매입하기 어렵다. 이에 따라 대부분의 세제혜택은 보유자산의 규모가 큰 고소득층에게 돌아가게 된다.

금융자산 축적의 장애요인 중 하나로 지적된 가계의 부동산 선호현상도 문화적인 측면과 관계가 있기 때문에 근본적으로 바꾸기는 어려운 문제이다. 가계 소득의 안정성도 고용구조와 관련된 문제로 자본시장 정책으로 접근하기는 어렵다.

따라서 가계의 주식보유 비중을 늘리기 위해서는 금융의 효율성 및 기업의 투명성 제고에 정책적 노력을 집중할 필요가 있을 것으로 판단된다. 이를 위해서 다음과 같은 몇 가지 큰 정책적 방향을 제시한다.

첫째, 국내 주식시장에서 차지하는 기관투자자의 역할을 제고하여야 한다. 특히 부채구조가 장기성이어서 장기적인 자산운용이 가능하고 자산규모가 큰 기관투자자의 주식투자 증대는 자본시장의 안정에 큰 도움이 될 것이다. 장기적이면서 안정적인 자금이 주식시장에 유입될 경우 시장의 변동성이 줄어들 것이고, 이는 주식시장의 위험성에 대한 가계의 우려를 축소시키는데 기여할 수 있을 것이다.

둘째, 간접투자기구의 투명성을 제고하고 평균적인 펀드의 규모를 확충하여 간접투자에 대한 가계의 우려를 불식시켜야 한다.<sup>46)</sup> 그동안 한국의 간접투자기구는 펀드간 불공정 편출입 등을 통해 기관투자자와 개인투자자를 차별함으로써 개인투자자의 신뢰를 상실해 왔다. 또한 많은 수의 펀드가 만들어지면서 펀드의 평균적인 규모가 지나치게 작다.<sup>47)</sup> 이에 따라 효율적인 분산 투자 등 펀드가 가지고 있는 장점이 희석되어 개인투자자들이 펀드 투자를 기피하는 원인이 되고 있다.

셋째, 외환위기 이후 정책적 노력이 집중되고 있는 기업의 투명성 제고는 꾸준히 추진되어야 할 것이다. 특히 주식의 부당 내부거래 등을 통해 대다수 소액주주의 부가 지배주주 또는 기업 경영진에게 이전되는 것에 대해서는 철저한 감독이 필요하다. 이러한 부당 내부거래가 불법이 아닌 경우에는 원칙적인 제재가 어려운 점은 있지만 공정한 게임의 룰은 명확하게 확립할 필요가 있다.

---

46) 간접투자기구와 관련된 문제점 및 자세한 정책적 방향에 대해서는 고광수(2003)의 연구를 참조하기 바란다.

47) 고광수(2003)의 연구에 의하면 2002년 3월말 기준으로 한국의 펀드 수탁고는 비교대상 34개국 중 13위권이지만 펀드수는 미국 다음으로 많은 것으로 나타났다. 이에 따라 평균 펀드규모는 비교대상국 중 29위에 그친 것으로 나타났다.



## 참고 문헌

---



## 참고 문헌

### <국내 문헌>

- 고광수, 2003, 『자산운용업의 바람직한 방향에 관한 연구』, 연구보고서 03-07, 한국증권연구원.
- 김진영, 2002, “대우패널 자료를 통해 본 1990년대 가계의 자산구성 변화”, 『재정논집』, 17, 47-74.
- 김진영·박창균, 2001, 『가계의 자산구성 변화와 조세정책에 대한 합의』, 연구보고서 01-08, 한국조세연구원.
- 신보성·빈기범·김재철, 2004, “우리나라 자본시장의 균형적 발전 필요성”, 『한국경제의 재도약을 위한 새로운 금융패러다임』, 한국증권연구원.
- 안남기, 2003, 『국가별 외국인 주식비중 분석과 시사점』, 국제금융센터.
- 유경원, 2004, 『우리나라 가계의 금융자산선택 결정요인』, 한국은행 금융경제연구원.
- 임경목, 2004, “한국 가계의 주식시장 참가 결정요인 분석”, 『KDI 정책연구』, 2004년 1호, 36-69.
- 통계청, 2001, 『2001 가구소비실태조사』.
- 한국은행, 2001a, 『자금순환계정해설』.
- 한국은행, 2001b, 『민간부문 금융자산운용의 특징과 시사점』.
- 한진희·최경수·김동석·임경목, 2002, 『한국경제의 잠재성장률 전망: 2003-2012』, KDI 정책연구시리즈 2002-07, 한국개발연구원.

<외국 문헌>

- Alessie, Rob, Stefan Hochguertel and Arthur Van Soest, 2001, "Household Portfolios in the Netherlands", in Guiso, L., M. Haliassos and T. Jappelli (eds.), *Household Portfolios*, Cambridge, MA: MIT Press.
- Arrondel, Luc and Andre Masson, 2003, "Stockholding in France", in Guiso, L., M. Haliassos and T. Jappelli (eds.), *Stockholding in Europe*, Palgrave Macmillan.
- Arrow, Kenneth J., 1971, *Essays in the Theory of Risk Bearing*, Chicago: Markham Publishing Co.
- Baltagi, Badi H., 2001, *Econometric Analysis of Panel Data*, John Wiley & Sons, Ltd.
- Bertaut, Carol C. and Martha Starr-McCluer, 2001, "Household Portfolios in the United States", in Guiso, L., M. Haliassos and T. Jappelli (eds.), *Household Portfolios*, Cambridge, MA: MIT Press.
- Constantinides, George M., 1990, "Habit Formation: A Resolution of the Equity Premium Puzzle", *Journal of Political Economy* 98, 519-543.
- Epstein, Larry G. and Stanley E. Zin, 1990, "First-Order Risk Aversion and the Equity Premium Puzzle", *Journal of Monetary Economics* 26, 387-407.

- Eymann, Angelika and Axel Borsch-Supan, 2001, "Household Portfolios in Germany", in Guiso, L., M. Haliassos and T. Jappelli (eds.), *Household Portfolios*, Cambridge, MA: MIT Press.
- Gollier, Christian, 2001, "What Does Classical Theory Have to Say About Household Portfolios?", in Guiso, L., M. Haliassos and T. Jappelli (eds.), *Household Portfolios*, Cambridge, MA: MIT Press.
- Green, William H., 2000, *Econometric Analysis*, Prentice Hall.
- Guiso, Luigi, Michael Haliassos and Tullio Jappelli, 2001a, *Household Portfolios*, Cambridge, MA: MIT Press.
- \_\_\_\_\_, 2001b, "Introduction", in Guiso, L., M. Haliassos and T. Jappelli (eds.), *Household Portfolios*, Cambridge, MA: MIT Press.
- \_\_\_\_\_, 2002, "Household Stockholding in Europe: Where Do We Stand and Where Do We Go?", Manuscript.
- \_\_\_\_\_, 2003a, *Stockholding in Europe*, Palgrave Macmillan.
- \_\_\_\_\_, 2003b, "Stockholding: A European Comparison", in Guiso, L., M. Haliassos and T. Jappelli (eds.), *Stockholding in Europe*, Palgrave Macmillan.
- Guiso, Luigi and Tullio Jappelli, 2001, "Household Portfolios in Italy", in Guiso, L., M. Haliassos and T. Jappelli (eds.), *Household Portfolios*, Cambridge, MA: MIT Press.
- Haliassos, Michael, 2003, "Stockholding: Recent Lessons from Theory and Computations", in Guiso, L., M. Haliassos and T. Jappelli (eds.), *Stockholding in Europe*, Palgrave Macmillan.

- Haliassos, Michael and Alexander Michaelides, 2001, "Calibration and Computation of Household Portfolio Models", in Guiso, L., M. Haliassos and T. Jappelli (eds.), *Household Portfolios*, Cambridge, MA: MIT Press.
- Haliassos, Michael and Alexander Michaelides, 2003, "Portfolio Choice and Liquidity Constraints", *International Economic Review* 44, 143-177.
- Haliassos, Michael and Carol C. Bertaut, 1995, "Why Do So Few Hold Stocks?", *The Economic Journal* 105, 1110-1129.
- Heaton, John and Deborah Lucas, 2000a, "Portfolio Choice in the Presence of Background Risk", *The Economic Journal* 110, 1-26.
- Heaton, John and Deborah Lucas, 2000b, "Portfolio Choice and Asset Prices: The Importance of Entrepreneurial Risk", *Journal of Finance* 55, 1163-1198.
- IMD, *World Competitiveness Yearbook*, Each Year.
- Iwaisako, Tokuo, 2003, "Household Portfolios in Japan", NBER Working Paper #9647.
- Jagannathan, Ravi, and Narayana R. Kocherlakota, 1996, "Why Should Older People Invest Less in Stocks Than Younger People?", *Quarterly Review* 20, Federal Reserve Bank of Minneapolis, 11-23.
- Kennickell, Arthur B., 2001, "An Examination of Changes in the Distribution of Wealth From 1989 to 1998: Evidence from the Survey of Consumer Finances", Working Papers, Federal Reserve Board.

- Kimball, Miles, 1993, "Standard Risk Aversion", *Econometrica* 61, 589-611.
- La Porta, Rafael, Florencio Lopez-de-Silanes, Andrei Shleifer, and Robert W. Vishny, 1998, "Law and Finance", *Journal of Political Economy* 106, 1113-1155.
- Merton, Robert C., 1969, "Lifetime Portfolio Selection Under Uncertainty: The Continuous Time Case", *Review of Economics and Statistics* 51, 247-257.
- Merton, Robert C., 1973, "An Intertemporal Capital Asset Pricing Model", *Econometrica* 41, 867-887.
- OECD, 2003, *Institutional Investors, Statistical Yearbook 1992-2001*.
- OECD, 2004a, *OECD Financial Accounts, Flows and stocks -Data From 1995 Onwards*.
- OECD, 2004b, *Education at a Glance*.
- Pindyck, Robert S. and Daniel L. Rubinfeld, 1998, *Econometric Models and Economic Forecasts*, McGraw-Hill.
- Polkovnichenko, Valery, 2000, "Heterogenous Labor Income and Preferences: Implications for Stock Market Participation", Mimeo, University of Minnesota.
- Poterba, James M., 2004, "Population Aging and Financial Markets", Working Paper.
- Pound, John, 1988, "Proxy Contests and the Efficiency of Shareholder Oversight", *Journal of Financial Economics* 20, 237-265.

Quiggin, John, 1982, "A Theory of Anticipated Utility", *Journal of Economic Behavior and Organization* 3, 323-343.

Samuelson, Paul A., 1969, "Lifetime Portfolio Selection by Dynamic Stochastic Programming", *Review of Economics and Statistics* 51, 239-246.

Schieber, Sylvester and John Shoven, 1997, "The Consequences of Population Aging on Private Pension Fund Saving and Asset Markets", in Schieber, S. and J. Shoven (eds.), *Public Policy Toward Pensions*, Cambridge: MIT Press, 219-245.

Siegel, Jeremy, 1998, *Stocks for the Long Run*, Second Edition, New York: McGraw Hill.

Vissing-Jorgensen, Annette, 2002, "Towards an Explanation of Household Portfolio Choice Heterogeneity: Non-Financial Income and Participation Cost Structures", NBER Working Paper #8884.

Wooldridge, Jeffrey M., 2002, *Econometric Analysis of Cross Section and Panel Data*, MIT Press.

World Bank, 2003, *World Development Indicators*.

**<웹사이트>**

한국은행, <http://www.bok.or.kr>

Bank of England, <http://www.bankofengland.co.uk>

ILO(International Labor Organization), <http://www.ilo.org>

OECD(Organisation for Economic Cooperation and Development),  
<http://www.oecd.org>

US Federal Reserve Board, <http://www.federalreserve.gov>

**<DB>**

Datastream

Eurostat, Financial Statements

IMF, International Financial Statistics

World Bank, World Development Indicator