

투자성향별 자산 배분행태에 관한 연구* - 은행 PB고객을 중심으로 -

A Study on the Form of Asset Allocation by Investment Taste
- Focused on Private Bank Customer -

이 정 결 (Lee, Junggul)**

조 주 현 (Cho, Joohyun)***

금 상 수 (Keum, Sangsu)****

< Abstract >

The meaning of investment and asset allocation for individuals has gradually changed since two harsh periods such as the Korean exchange crisis in 1997 and the global financial crisis in 2008. We realized that because the market moved more rapidly and acutely, it became more difficult to forecast the direction for its movement. Nevertheless, investors may make a wrong choice to get away from their investment tastes and the large framework of their planned asset allocation when they decide to make an investment in some cases.

This study aims to analyze and diagnose the situation of individuals' asset allocation and to present a direction of better asset management through the analysis of investors' investment tastes, the basics of systematic asset management, and the comparison of its performance in the period of a paradigm change in asset management.

Our results are as follows: First, investors prefer to invest in land or commercial property to residential property due to rental income. Second, investors pursue to operate various financial assets through forming efficient portfolios. Finally, when it is assumed that instant cash is given to investors, 43.3% of investors are willing to invest in financial assets and if real estate is another investment option, it is due to both capital gains and rental income.

주 제 어 : 투자성향, 자산배분, 부의 효과, 교차분석

key word : Investment Tastes, Asset Allocation, Wealth Effect, Cross Analysis

* 본 연구는 이정결의 석사학위논문을 일부 수정, 보완하였음.

** KB VIP 자산관리 팀장, 건국대학교 부동산학과 석사, nyman@hanmail.net(주저자)

*** 건국대학교 부동산학과 교수, j3586@hotmail.com(공동저자)

**** 세명대학교 부동산학과 조교수, sskeum@gmail.com(교신저자)

I. 서론

세계적인 운용사인 피델리티에서 세계 주요국의 ‘은퇴준비지수’를 분석해 본 결과 자산배분(Asset Allocation)에 심각한 문제가 있다고 발표하였다. 런던의 ‘은퇴준비지수’에 따르면 35세 이하의 사람들 중 40%에 해당하는 사람이 금융자산 포트폴리오에서 주식에 투자하는 비중이 전혀 없었으며, 반면에 은퇴를 준비해야 할 55세 이상 연령층의 약 25%가 자신이 보유한 금융자산의 절반 이상을 주식에 투자하고 있었다고 한다.

한국의 경우 개인자산의 70%가 넘는 과도한 부동산 자산비중에도 불구하고 여전히 부동산에 대한 투자의향이 높은 편이다. 이는 투자자의 연령과 생애주기를 감안한 효율적인 자산배분전략이 실행되고 있지 않고 있다는 결과이다.

최근 상업용 부동산에 대한 관심이 커지고 있는 상황은 인구변화에 따른 세대구성원의 감소와 더불어 부의 효과(Wealth Effect)에서 현금흐름 효과(Cash Flow Effect)로의 자산관리 패러다임의 변화에 기인한 것이라 할 수 있다. 특히 개인자산의 상당 부분이 부동산으로 형성되어 있는 체계적인 자산배분을 고려하지 않은 획일적인 자산배분으로 인해 금융위기와 부동산 가격 하락 등의 외부변수에 대응 할 수 있는 대책이 필요할 것으로 본다.

이에 본 연구의 목적은 개인별 특성과 투자성향에 따른 자산배분 행태를 분석하고, 영국의 사례를 분석한 피델리티 보고서와 같이 한국의 투자행태를 비교하여 자산관리 성과 측면에서 보다 효율적인 종합 자산관리 방향을 제시하는데 있다.

연구방법으로는 자산배분에 관련된 각종 문헌 및 인터넷, 간행지 등을 통해 자산배분에 관한

이론적 고찰을 수행하였으며, 일반가계자산조사는 KB경영연구소에서 발표한 한국부자보고서(2013) 및 통계청 자료와 2012년 한국가계모형자료를 활용하여 분석하였다. 연구방법으로는 SPSS와 엑셀 프로그램을 이용하여 빈도 및 교차분석을 하였으며 2013년 11월 현재 주요 금융기관의 주요 고객에 설문하여 대상고객의 성향을 분석하였다.

이를 위하여 첫째, 지난 5년간 개인별 자산관리에 가장 영향을 준 변수를 파악해 보고 자산관리 성과에 끼친 영향을 분석해 보고자 한다. 둘째, 개인별 투자성향 분석과 이에 따른 현재 자산배분과 미래 변화계획 등을 분석하고자 한다. 즉, 개인 스스로가 판단하고 있는 투자성향과 실제 자산배분의 현황을 비교해 보고, 또한 향후 자산배분의 변화에도 어떠한 영향을 주는지를 파악하고자 한다.

또한 금융기관을 거래하는 고객의 자산규모와 지역, 직업별로 분류한 고객을 대상으로 최고의 일선에서 VIP고객 및 일반 중산층 고객을 대상으로 종합 자산관리 업무를 담당하는 금융기관의 PB(VIP팀장)을 통해 설문조사를 실시하였다.

설문조사는 2013. 9월부터 약 2개월간 전국에 거주하는 금융기관 거래 고객 중 20~70대 연령층 중 금융자산 1억원 이상인 고객을 대상으로 직접설문 방식을 통해 설문조사 하였다. 설문조사 분석은 금융기관 고객의 현재와 미래의 자산배분에 대해 기초통계를 한 다음, 자산배분에 영향을 미치는 요인을 파악하기 위하여 자산규모, 연령, 직업, 지역중심으로 분석을 하였다.

그리고 통계청에서 조사한 일반가계자산조사와 비교하여 본 설문지의 고객의 자산배분현황을 분석 비교하였다. 이러한 자산배분에 대한 연구

는 부자(고자산가)의 투자성향을 분석하고 투자자들의 자산배분에 대한 비율을 예측할 수 있는데 유용한 자료가 될 것으로 본다.

II. 이론적 배경

1. 자산관리 시장의 변화

KB금융 경영연구소 ‘한국 부자보고서(2013년)’에 따르면 2008년 이후 국내 부유층 인구는 꾸준히 증가해 왔으며 연평균(CAGR : Compound Annual Growth Rate, 2007~2009 : - 0.2%, 2009~2010 : 8.3%) 약 14.9%의 성장세를 보이고 있다. 2012년 기준 대한민국 부유층 인구는 약 16만 3천명으로 그들이 보유한 자산의 규모는 무려 366조원에 달한다. Merrill Lynch & Capgemini의 ‘World Wealth Report(2013)’에서는 ‘금융자산 보유액이 미화 1백만 달러(\$1,000,000) 이상인 자’를 부자라고 정의하고 있다.

또한 자산시장에 있어서 출생률의 저하와 급속한 노령화는 자산관리의 필요성을 한층 더 강조하고 있다. 유럽선진국의 경우 고령화 사회 단계인 7%를 넘어서 고령사회로 진입하는 데 85~115년에 달하였고, 북미지역 미국과 캐나다의 경우에도 65~73년이 걸리는데 비해, 한국은 불과 18년 만에 고령사회로 진입하였고, 향후 20년 내에 초고령 사회로 진입할 것이라 전망하고 있다.

또한 금융환경의 변화도 자산관리 시장의 성장을 빠르게 이끌고 있다. 명목금리에서 물가상승률을 차감한 실질금리 역시 계속 하락하고 있

으며, 세계 금융위기 이후 미국을 포함한 글로벌 국가에서 바닥으로 치닫는 경기를 부양하기 위해 기준금리를 최대한 낮추기 시작하였고, 한국의 기준금리 또한 2%대 까지 하락하였다. 이로 인해 인플레이션을 감안한다면 실질금리 마이너스 시대가 도래 하였다.

Capgemini & RBC 조사(2012)에 따르면 2011년 세계 부유층¹⁾의 전체 금융자산 규모는 421조 달러로 유럽발 위기로 인한 시장 불안으로 전년 대비 소폭 감소(-0.7조 달러, -1.6%)하였다. 전통적으로 부자들이 많이 포진되어 있던 북미와 유럽의 비중은 줄어드는 반면, 이머징 마켓(아시아, 중동)지역의 비중은 금융위기 이후 지속적으로 증가세를 보이고 있다. 2011년 기준으로 세계 금융자산 100만 달러 이상의 부유층의 수는 11.1백만 명으로 전년대비 30만 명이 증가(2.8%) 하였다. 전 세계 부유층의 52.7%가 미국, 일본, 독일에 집중되어 있는 가운데 한국은 2011년 부유층 수 기준으로 세계 12위에 진입하였다. 전체 부유층 인구 중 젊은 층과 여성 등의 비중이 증가하고 있어 점차 부유층 구성이 다변화 되고 있는 것이 특징이다.

델로이트(2011)에 따르면, ‘20년 전 세계 부유층의 총 보유 자산은 202조 달러로 2011년 대비 119%, 이머징 마켓의 경우 260%의 높은 증가세를 보일 것으로 전망하였다. 향후 글로벌 국가의 저금리 기조 속에서 금융자산의 증가와 상품의 다양성 복잡성이 증가하고, 고령화 진전 등의 환경변화와 이에 따른 자문수요 증가에 힘입어 향후 자산관리 시장의 성장세는 높을 것으로 전망하고 있다.

1) 부유층(HNWI, high net worth individuals) : 금융자산 100만달러 이상 개인

〈표 1〉 Merrill Lynch(2013) 상담모델

구 분	내 용
가치제안	- 자산운용은 노후의 생활자금을 확보하기 위한 수단이며, 장기적인 관점에서 투자
주요고객	- 부유층 개인고객 위주(백만달러 이상) - 90년도 당시 30 ~ 50대 베이비붐 세대
기본방향	- 고객 수입, 지출, 자산, 부채 등에 대한 모든 재무정보 수집 및 분석을 통해 저축, 투자, 보험, 세금, 부동산, 상속 등을 대비한 포괄적 포트폴리오 구성
운용방식	- 고객자산의 획득에 중점 - 단기적인 가격상승 시장에 투자 배제 - 주식, 채권, 유동성 등 상품의 균형을 통한 자산배분 제안 - 각 자산별 편입종목 선택하여 고객자산의 총수익을 최대화 시키는데 목표
상품/ 서비스특징	- 재무설계(Financial Planning)도입 (1992) : 증권의 전체 자산 포괄하는 계획 - 수수료 체계 다양화 : 거래금액과 횟수 아닌 고객 자산 잔고에 연계

2. 자산관리 시장의 흐름

금융권에서의 자산관리 시장진입은 2010년 이후 본격적으로 시작하게 되었다. 일반 개인을 대상으로 한 자산관리는 주식을 중심으로 한 포트폴리오 제안이 그 핵심이었다. 증권사에서 다룰 수 있는 상품 중 공격적인 주식과 채권 등을 주요 자산으로 하여 시장전망에 맞는 주식과 채권 포트폴리오를 제안하는 것이 주요 골자다.

단기간에 큰 수익을 추구하는 자산관리는 두 번의 글로벌 위기를 겪으면서 점차 장기간에 안정적인 수익을 추구하는 전략으로 전환하는 시대적 배경을 맞이하고 있다. 맞춤형 자산관리 개념은 현재 개인이 보유한 자산배분을 분석하고 미래 발생할 수 있는 다양한 재무계획과 개인별 기대치에 맞춘 효율적 포트폴리오를 제공하는 것이 가장 주요한 내용이다.

90년대 초 Merrill Lynch는 당시 경쟁 금융기관들의 상품판매 위주였던 ‘자산 증식’의 가치제안과 차별화되는 ‘천천히 부자가 되자(Get Rich Slowly)’ 영업 전략을 발표하였다. 기존의 단기적,

단편적 시각의 상품판매방식에서 벗어나 개인의 전체 라이프 사이클과 재무흐름에 대한 이해와 진단을 강조하였다. 개인의 리스크 성향을 고려해 포트폴리오를 다각화하고 리스크와 성과의 최적화를 도모한 영업 전략이 서서히 국내 금융기관을 통해 전파되기 시작하였다.

2012년 말 기준 한국 부자(금융자산 10억 원 이상인 개인)는 약 16만 3천명으로 추정되는데 이는 2011년의 14만 2천명에 비해 약 14.8% 증가한 수치이다. 한국 부자의 수는 글로벌 금융위기가 본격화된 2008년에 일시적으로 감소했으나 이후 꾸준히 증가하고 있으며, 2012년의 증가폭은 전년(약 8.9%)에 비해 더욱 확대된 것으로 분석되었다. 이에 따라 국내 전체 인구에서 부자가 차지하는 비중도 2011년 0.28%에서 2012년 0.32%로 증가하였다. 이들 한국 부자가 보유하고 있는 금융자산은 약 366조원(1인당 평균 22억 4천만원)으로 추정되는데, 이는 전체 국민의 상위 0.32%가 가계부문 총 금융자산의 14.8%를 보유하고 있음을 의미한다.

〈표 2〉 국내 자산관리서비스 브랜드 및 현황

구 분	브랜드	도입시기	현 황
삼성증권	팝(POP)	2009.9	자산관리브랜드 도입을 통한 이미지 강화
현대증권	QnA	2010.1	QnA 브랜드 도입 및 펀드 사후관리 강화
신한은행	신한 프리미어	2010.3	브랜드 도입을 통해 기존 VIP고객대상 확대시행
한국투자신탁	I'm You	2010.3	중산층 대상 자산관리서비스 확대제공
신한금융투자	닥터 S	2010.3	온라인 자산관리서비스 기반구축
동양증권	마이 더블유 (My W)	2010.8	나만의 맞춤형자산관리 서비스 전략 홍보
KB국민은행	스타테이블 (STAR TABLE)	2011.10	국민의 자산관리 서비스 제공 전략

한국 부자수를 지역별로 살펴보면, 서울이 약 7만 8천명으로 전국 부자 수의 48%를 차지하며, 다음으로 경기 3만 1천명, 부산 1만 3천명 순으로 나타났다. 지역의 인구대비 부자 수 비율은 서울이 0.77%로 전국에서 가장 높았으며, 부산이 0.35%로 대구(0.29%) 및 경기(0.26%) 지역에 비해 높은 수준을 보였다. 2009 ~ 2012년 기간 중 한국 부자 수는 연평균(CAGR) 14.9% 증가한 것으로 분석되는데, 서울은 연평균 13.7% 증가하여 전국 평균보다 다소 낮은 증가율을 보인 반면, 울산은 연평균 19.6% 증가하여 전국에서 가장 높은 증가율을 보였다.

3. 보유자산의 구조와 특성

KB금융 경영연구소 ‘한국 부자보고서(2013년)’에 따르면, 한국부자(10억원 이상의 금융자산 보유자)들의 총자산 중앙값은 42억원 이었으며, 개인별 총자산의 구성은 평균적으로 부동산 자산(주택, 건물, 상가, 토지 등) 55.4%, 금융자산 38.0%, 기타자산(예술품, 회원권 등) 6.6%인 것

으로 나타나 부동산 비중이 다소 높은 자산구조를 보이고 있다. 하지만 지난해 조사에서 부동산 자산 비중이 58%, 금융자산 비중이 35.2%였던 것에 비하면 부동산 자산 비중이 감소하고 금융자산 비중이 증가한 것으로 분석된다. 이러한 자산 구성비는 총자산의 규모에 따라 차이를 보이는 데, 총자산의 규모가 클수록 부동산 비중이 증가하는 반면 금융자산 비중이 감소하는 형태를 보인다. 이는 총자산의 규모가 커지더라도 일정 금액까지만 금융자산 형태로 운용하고 나머지는 부동산 중심으로 투자하는 자산관리 행태로 이해할 수 있다.

지난해에 비해 부동산자산 비중이 감소한 행태는 특히 100억원이상의 총자산을 보유한 초고자산가 층에서 두드러진 것으로 나타나는데, 이들 초고자산가의 부동산자산 비중은 지난해 78.3%에서 올해 72.5%로 5.8%p 하락한 반면 금융자산 비중은 5.6%p 상승하였다.

한국 부자가 현재의 자산을 축적한 가장 주된(1순위) 방법은 ‘사업체 운영’(35.3%)과 ‘부동산 투자’(32.2%)이며, ‘부모의 증여와 상속’(20.2%)도 큰 영향을 미친 것으로 조사되었다. 자산축적

의 여러 방법(1+2+3순위)을 종합해보면 부동산 투자가 부자들의 현재 자산축적에 주된 수단이 되었음을 알 수 있다. 이러한 자산 축적방법은 연령대에 따라 다소 차이를 보이는데, 연령이 높은 부자일수록 부동산 투자영향이 컸던 반면 40대 이하의 젊은 부자들은 상대적으로 부모의 증여와 상속영향이 컸던 것으로 파악된다. 이는 국내 부동산의 자본적 가치가 급격히 상승했던 80년대 이후시기에 경제활동 세대의 부동산 투자를 통한 자산 증식이 활발했으며, 시간이 흐름에 따라 세대 간 부의 이전이 점차 확산되고 있음을 시사한다.

총자산 수준별로는 자산이 많은 부자일수록 부동산 투자의존도가 높았던 것으로 나타나 현재 한국 부자의 자산 형성과정에서 부동산에 대한 높은 의존도를 다시 한 번 확인할 수 있다.

4. 자산유형별 포트폴리오 현황

한국 부자의 총자산에 대한 포트폴리오를 살펴보면 비중이 가장 높은 부동산자산의 구성이 ‘거주용 주택/아파트/오피스텔’이 37.5%였으며, 거주용 외 ‘빌딩/상가’(24.2%), ‘토지’(20.3%), ‘투자용 주택/아파트/오피스텔’(17.7%) 등 투자용 부동산의 비중이 62.2%를 차지하고 있다.

금융자산은 현금 및 예적금이 46.3%로 가장 높은 비중을 차지하고 투자/저축성보험(17.5%), 주식(15.6%), 펀드(12.2%) 순으로 투자비중이 높게 나타났다. 금융자산 포트폴리오도 총자산 수준에 따라 차이를 보이는데, 총자산이 많을수록 예적금 비중이 감소하는 대신 주식투자와 ELS/ETF/신탁 등의 간접투자상품 비중이 증가하는 경향을 보인다.

이러한 경향은 예적금과 같은 안전금융자산에 일정 금액을 투자한 후, 나머지 여유 자금은 투자수익을 높일 수 있는 리스크성 금융자산에 투자하는 행태로 이해할 수 있다. 지역별로는 서울 및 수도권의 부자들이 지방 부자에 비해 주식, 펀드, ELS/ETF/신탁 등의 리스크성 금융자산에 더 높은 투자 비중을 두는 반면, 지방 부자들은 예적금 및 투자/저축성 보험과 같은 안전자산 비중이 상대적으로 높게 나타난다.

이와 같은 금융자산 포트폴리오를 지난해와 비교해 보면, 현금 및 예적금, 투자/저축성 보험과 같이 상대적으로 위험도가 낮은 금융상품 비중은 증가한 반면, 주식, 펀드, ELS/ETF/신탁 등 상대적으로 위험도가 높은 금융상품 비중은 감소하는 경향을 보였다. 이러한 경향은 총자산 규모가 큰 부자일수록 두드러진 것으로 분석되며, 세계 및 국내 경제의 변동성 확대에 따른 리스크 관리, 향후 투자처 모색을 위한 대기성 자금운용, 장기 저축성 보험 세계개편에 따른 절세형 투자 등이 증가한 영향으로 해석할 수 있다.

5. 투자성향에 대한 이론적 근거

위험은 쉽게 측정할 수 있는 간단한 개념이 아닌 다차원적인 성격을 지니고 있어서 (Mac Crimmon & Wehrung, 1986), 각 연구자들마다 위험을 상이하게 정의하고 있다.

김영민·이명휘(2012)는 투자심리변수의 지표인 위험손실수용이 클수록, 투자형 위험성향이 강할수록, 금융투자상품에 대한 자산배분의 비중은 크지만, 저축의 비중은 작다고 분석하면서 투자성향 등과 같은 개인적이고 심리적인 요인이 자산배분에 보다 강한 영향을 미친다고 주장하였

다. 또한 민재형·구기동(2004)는 불확실한 상황에서의 투자의사결정은 이익과 손실에 대한 개인의 반응에 따라 차이를 보이면서 비합리적인 행태를 보이고 있다고 분석하고 있다.

Taylor(1974)는 위험을 발생 가능한 손실로 정의하며, 손실이란 심리적·사회적 측면, 기능적·경제적 측면, 혹은 이들 손실의 복합적 형태로 발생할 수 있다고 한다. 금융시장에서 투자자의 위험분산행동은 위험태도에 영향을 받으며, 위험태도는 손익상황²⁾에 영향을 받는다.

의사결정이론에서 위험평가 또는 위험분석에서 사용하는 위험은 일반적으로 실제의 위험보다는 의사결정자가 인지한 위험(Perceived Risk)을 대상으로 하고 있으며, 그 크기는 결과의 심각도와 발생확률로 보고 있으며 의사결정자의 위험태도는 크게 위험회피, 위험추구, 위험중립으로 구분하고 있다.

투자성향이란 투자자가 투자를 통해 기대하는 기대수익과 이를 감당할 수 있는 위험, 즉 위험감내도에 따라 투자자들의 성향을 구분하는 것이다. 여기서 위험감내도는 복합적인 심리학적 개념으로서 투자자가 감내하고자 하는 투자위험의 최대치를 나타낸다. 다만, 투자성향을 파악함에 있어서 동일인 혹은 동일집단일지라도 상황에 따라 다른 위험태도를 보일 수 있는 상황 의존적 요소란 점을 간과해서는 안 된다. 인구통계변수를 바탕으로 한 일반적 경향은 다음과 같다. (Roszkowski et al., 1993)

- 첫째, 여성이 남성보다 위험에 더 민감하다.
- 둘째, 위험감내도는 나이와 반비례한다.
- 셋째, 전문직종사자일수록 위험감내도가 높다.

넷째, 자영업 종사자는 회사원보다 위험감내도가 높다.

다섯째, 위험감내도는 소득과 비례한다.

이상과 같이 성별, 연령, 직업, 소득 등의 인구사회학적 요소들이 위험감내도에 영향을 미치는 것으로 알려져 있다.

투자성향효과는 Shefrin and Statman(1985)이 처음 붙인 용어로 그 이론의 주요 내용은 첫째로 상승하는 주식은 너무 빨리 매도하고 하락하는 주식은 계속 보유하는 일반적인 행동유형 즉, 투자성향효과(Disposition Effect)를 포괄적인 이론적 토대를 처음으로 분석하였고, 두 번째는 투자성향 효과가 통제된 실험상황이 아닌 실제 금융시장에서 발견되는 성향인지 검증하였다.

Thaler and Johnson(1990)은 투자자들의 과거 투자성과가 현재 의사결정에 미친 영향에 대한 실험결과, 투자자들은 과거손실이 존재하는 경우 현재의 이익 또는 손실은 동일한 심리계정으로 인식하는 경향을 나타낸다고 밝혔다.

과거투자성과가 손실인 경우 추가적인 미실현 손실이 과거손실과 분리되어 투자자들을 새로운 손실에 더욱 민감하게 만들어 위험추구성향을 강화시키며, 미실현 이익도 과거손실과 분리되어 투자자들의 위험회피 성향을 강화시킨다. 또한 과거투자 성과가 이익인 경우 추가손실이 발생하는 경우에도 과거이익이 투자원금에 대한 안전한 계의 역할을 담당하게 되므로 미실현 손실 종목의 매도의사결정에서 현재의 손실이 과거투자이익과 결합되어, 이익의 감소로 인식하여 위험추구현상을 약화시키며 미실현 이익의 경우에도 현재의 이익이 과거투자이익과 결합되어 위험회피

2) 위험태도가 손익상황에 영향을 받는 연구 결과들은 Kahneman and Tversky(1979), Schoemaker(1990), Payne et al.(1980)의 연구에서도 지지되었다.

현상을 약화시키는 역할을 한다고 하였다.

설문대상자의 응답을 토대로 연령별 분포와 자산규모의 분포는 아래의 표와 같다.

III. 실증분석

1. 조사개요

설문조사는 은행(PB센터, VIP라운지)을 거래하는 고객을 대상으로 소득, 자산규모, 지역 등 여러 계층을 대상으로 모집단을 선정하여 진행하였다. 설문은 2013년 9월부터 약 2개월간 실시하였다. 설문방법은 서면을 통한 설문조사 및 인터넷 여론조사(Google Drive)를 통한 e-mail 조사방법을 활용하여 서울 및 수도권, 경상도, 전라도, 강원도, 충청도, 제주지역의 계층별 대상을 선별하여 본 설문을 진행하였다. 설문에 응답한 고객은 서면 180명, 인터넷 30명 중에서 설문에 오류가 있는 38명을 제외하고 172명의 응답결과를 토대로 분석하였으므로 유효설문은 81.9%수준이다. 설문결과, 자산규모가 다소 적게 나타난 것은 지방을 포함하여 조사한 결과라 여겨지며 연령대 역시 20대, 30대가 약 40%를 차지하고 있기 때문인 것으로 판단된다.

〈표 3〉 설문조사 특징 및 내용

설문구성	설문내용
인구 통계	연령, 성별, 직업, 교육수준
경제활동 수준	월 소득, 월저축액, 자산보유수준
자산배분 현황	현재 자산배분 구성 5년 후 자산배분 구성
투자성향 및 투자자의 전망	투자성향, 투자판단, 경제상황 전망
부동산 보유 현황	부동산 유형, 주거유형 등

〈표 4〉 설문대상자 연령분포

구 분	20대	30대	40대	50대	60대
빈도	11	59	71	25	6
%	6.4%	34.3%	41.3%	14.5%	3.5%

〈표 5〉 설문대상자 자산규모

구 분	1억미만	1~3억	3~5억	5~10억	10억이상
빈도	16	46	37	56	17
%	9.4%	26.8%	21.3%	32.3%	10.2%

2. 자산변화에 따른 투자성향 분석

Thaler and Johnson(1990)의 투자성향효과에 이론적 근거를 본 설문과 대조해 본 결과 지난 5년 동안 자산이 증가한 경우의 스스로가 안정추구형이라고 말한 응답자가 자산이 감소한 경우보다 약 5%p 높게 나와 위험회피 현상이 소폭 약화되었으며, 반면 자산이 감소한 경험이 있는 경우 위험회피현상이 강화되어 안정형이 더 높게 나왔다. 다만, 위험중립형 이상의 공격성향은 두 변수 모두 큰 차이는 없었다.

〈표 6〉 과거 자산변화에 따른 투자성향 분석

구분	안정형	안정 추구형	위험 중립형	적극 투자형	공격 투자형
증가	6.6%	17.0%	32.1%	22.6%	21.7%
감소	9.1%	12.1%	33.3%	21.2%	21.2%
유지	6.1%	30.3%	42.4%	9.1%	12.1%
평균	7.3%	19.8%	35.9%	17.6%	18.3%

주) 자유도 8, 유의수준 5% 검정통계량 $\chi^2=7.735$ (임계값 $\chi^2_{0.05}=0.50$)

반면 과거의 자산변화 경험에 따른 10억 여유 자금은 어디에 투자하겠는가에 대한 답변에 있어서는 다소 상반된 결과가 나왔다. 설문을 준비하면서 개인들의 자신의 경험과 성향에 맞도록 현재 자산을 어떠한 방향으로 바뀌나갈지에 대해서는 일반적인 변화가 부동산에서 금융으로 이동해 나갈 것이라는 추측이 가능했지만, 실제 개인들이 내재된 잠재 투자심리를 파악해 보는 것도 흥미로운 결과가 될 것이라 생각했다.

<표 7>은 그러한 결과를 구체적으로 나타내고 있는데, 지난 5년 동안 자산이 증가한 경우에는 10억 원의 여유자금을 부동산과 금융의 안전성향이 높은 자산에 투자하겠다는 반면, 과거 자산이 감소하여 손실을 경험한 경우 Thaler and Johnson(1990)의 투자자들의 과거 투자성과가 현재 의사결정에 미친 영향에 대한 실험결과와는 다른 상반의 내용이 발견되었다. 과거 손실을 경험한 사람일수록 안정성향이 커지는 게 아니라 주식과 같은 더 공격적인 자산에 투자하여 지난 손실을 만회하겠다는 내재된 공격성향이 발견되었다.

<표 7> 과거 자산변화에 따른 10억

구분	부동산	금융	현금	실물	주식
증가	43.4%	46.2%	2.8%	0.9%	6.6%
감소	45.5%	24.2%	6.1%	0.0%	24.2%
유지	27.3%	51.5%	12.1%	3.0%	6.1%
평균	38.7%	40.7%	7.0%	1.3%	12.3%

주) 자유도 8, 유의수준 5% 검정통계량 $\chi^2=19.494$ (임계값 $\chi^2_{0.05}=0.012$)

3. 투자성향별 자산배분 비교 분석

응답자 투자성향별 교차분석은 일반적인 설문을 통한 작성되는 통계의 수준을 넘어 보다 세밀

한 부분까지 연구해 보고자 함이었다. 실제 개인의 투자성향에 따른 현재 자산배분의 구조가 적정한지에 대한 분석에서부터 향후 5년 내 변화해 나갈 자산의 방향에 대한 부분도 함께 조사해 보았다.

우선 개인의 투자유형에 따라 안정형의 경우 연간 약 3%정도의 정기예금 수익률을 추구하는 성향으로 현재의 자산구조는 금융자산이 부동산 자산보다 많은 약 46.9%의 비중을 보유하고 있었고, 향후 5년 내에 금융자산을 줄이고 부동산 자산 비중을 키우는 것으로 조사되었다.

반면 안정추구형의 경우 연간 약 4-5% 정도의 수익률을 추구하는 성향으로 타 성향들 보다 가장 많은 부동산 비중을 보유하고 있었고 향후 5년 내에는 부동산과 금융자산의 비중을 소폭 줄이는 반면 주식의 비중을 약 4.4%p 늘리겠다는 결과가 나왔다. 그 외 위험중립과 적극투자의 경우에는 자산의 변화수준은 그리 높지 않았으며, 마지막인 공격투자형의 경우 연 10%이상의 고수익을 추구하는 성향으로 현재 주식의 비중이 9.0%로 다른 투자성향들 중 가장 높은 편이었으나 향후 5년 내에는 부동산자산의 비중을 4.3%p 늘리는 것으로 조사되었다.

투자유형별로 약 10억 원의 현금이 주어지는 경우에 어떠한 자산으로 운영할 것인가에 대한 답변은 실제 개인의 투자성향과 상이한 내용이 조사되었다. 예를 들어 보수적인 성향이 강한 안정형(연 3%의 정기예금 수준)인 경우 금융자산으로 투자하겠다는 의견이 58.3%였지만, 그 외 금과 예술품 등이 실물자산과 개별주식을 통한 직접투자에 대한 의사도 있는 것으로 조사되었다.

개별주식으로서의 투자비중은 더 높은 성향인 안정추구나 위험중립형 보다 더 적극적인 투자를

〈표 8〉 투자성향별 자산배분 현황(현재 vs 5년후)

구 분	부동산			금융자산			개별주식			기타자산		
	현재	미래	증감	현재	미래	증감	현재	미래	증감	현재	미래	증감
안정형	45.5%	56.2%	10.7%p	46.9%	32.0%	△14.9%p	3.3%	3.1%	△0.2%p	4.3%	8.7%	4.4%p
안정추구형	72.9%	72.0%	△0.9%p	24.8%	20.4%	△4.4%p	1.1%	5.5%	4.4%p	1.2%	2.0%	0.8%p
위험중립형	66.4%	67.3%	0.9%p	30.9%	30.5%	△0.4%p	2.2%	1.7%	△0.5%p	0.6%	0.5%	△0.1%p
적극투자형	56.3%	58.2%	1.9%p	40.9%	39.2%	△1.7%p	2.8%	2.6%	△0.2%p	0.0%	0.0%	0.0%p
공격투자형	49.9%	54.2%	4.3%p	38.9%	36.8%	△2.1%p	9.0%	7.3%	△1.7%p	2.2%	1.7%	△0.5%p

통해 수익을 추구하겠다는 의미로 받아들여질 수 있다. 결국 개인의 성향분석이 스스로 생각하는 것과 달리 시장의 분위기와 재무적 여건에 따라 충분히 달라질 수 있음을 추측할 수 있는 부분이다. 지난 2000년 중반 무리한 대출을 통해 부동산을 구매하거나 2007년 주식시장으로 대거 자금이 이동한 개미투자자들의 성향이 이러한 사회적 분위기에 편승하여 스스로의 투자성향과 기대수익률을 망각한 현상과 비교해 볼 수 있을 것이다.

〈표 9〉 투자성향별 10억 현금 운영방안

구 분	안정형	안정 추구형	위험 중립형	적극 투자형	공격 투자형
부동산	25.0%	39.4%	39.0%	50.0%	41.2%
금융상품	58.3%	42.4%	49.2%	32.4%	38.2%
현금보유	0.0%	15.2%	3.4%	2.9%	2.9%
금, 예술품	8.3%	0.0%	1.7%	0.0%	0.0%
주식투자	8.3%	3.0%	6.8%	14.7%	17.6%

주) 자유도44, 유의수준5%, 검정통계량 $\chi^2=40.584$ (임계값 $\chi^2_{0.05}=0.619$)

4. 자산배분 분석

이른바 한국부자들의 자산배분 모델은 영국과 유럽권 지역의 부동산 및 금융자산 비중과 유사한 구조를 보이고 있다. 다만, 한국부자들은 자산

규모가 커질수록 부동산의 비중이 커지는 모델로 변하게 되며, 베이비부머 세대의 자산배분의 형태와 흡사해진다. 유효설문 172명의 자산배분을 분석한 결과 실제 금융기관의 거래가 많고 금융지식이 높은 30 - 50대가 많은 유형이라는 점에서 부동산 자산의 보유비중은 그리 높은 편이 아니었다.

또한 향후 5년 후 자산배분의 변화를 통해 계속적인 부동산 비중을 축소하고 금융자산을 늘리겠다는 결과였다.

〈표 10〉 개인 유형별 자산배분 비교

구 분	설문		베이비 부머	한국부자	
	현재	5년뒤		평균	100억 이상
부동산자산	65.5%	63.4%	76.6%	55.4%	72.5%
금융자산	33.2%	35.2%	16.0%	38.0%	24.0%
기타자산	1.1%	1.3%	7.4%	6.6%	3.5%

주)한국부자보고서(KB금융경영연구소, 2013)

특히 은퇴를 앞두고거나 실제 은퇴를 실행한 베이비부머의 경우에는 전체 자산의 2/3가 부동산으로 구성되어 있고, 현금화 할 수 있는 금융자산은 불과 16% 수준으로 장기적인 부동산 침체가 이어진다면 이는 실로 위태로운 상황이라 할 수 있다. 이러한 상황을 대처하기 위해 정부에서

주택연금을 통한 노후연금제도를 계속 활성화하고 있지만, 주택을 담보로 연금을 받는다는 주택연금의 개념에 대해 여전히 부정적인 생각을 가지고 있는 국민들이 많아 활성화 단계까지는 당분간 시간이 더 소요될 것으로 보인다.

결국 현재 자산배분의 현실적인 전환을 통해 지금의 시장상황과 미래의 노후생활을 준비해야 하는 시점이라 할 수 있다. 부동산의 경우에는 무수익자산으로 전락해버린 주택에서 현금흐름이 발생할 수 있는 상업용 건물로 전환하고, 금융자산의 비중을 늘리되 저금리 상품보다는 개인의 투자성향과 장기적인 재무목표에 부합하는 체계적 포트폴리오를 통해 꾸준한 성장을 가능하게 할 수 있는 ‘천천히 부자가 되자(Get Rich Slowly)’ 전략을 실행해 나가야 할 것이다.

IV. 결론

본 연구는 투자자의 성향별 자산배분 행태에 대한 시대적 패러다임의 변화 앞에서 어떠한 계획과 전망으로 자산배분전략을 수립하고 있는지를 조사해 볼 필요에 의해서 시작하였다.

분석결과 자산배분에 있어서는 부동산에서 금융자산으로의 변화가 서서히 시작되고 있음을 확인할 수 있었다. 개인의 성향과 자산의 규모에 따라 달라질 수 있겠지만, 향후 5년 내 금융자산으로의 자산이동이 가장 큰 폭으로 이어질 것이며 부동산의 경우에도 주거형에서 토지 또는 임대수익을 위한 상업용 시설로의 전환을 희망하는 경우가 많았다.

시장의 전망에 대해서도 분명한 차이점을 보였다. 국내경기와 주식시장에 대한 성장세는 금

정적인 반면 부동산에 대해서는 여전히 부정적인 시각을 감출 수 없었고 향후 금리전망에 대해서도 현 상태를 유지하거나 낮아질 수 있다는 반응을 보였다. 결국 저금리기조에서 효과적인 자산배분과 자금운영을 해 나가야 한다는 시대적 과제를 깨닫고 있는 듯 했다. 또한 수익을 추구함에 있어서도 공격적인 개별주식 등의 투자보다는 다양한 금융자산을 효율적인 포트폴리오를 통해 운영하고자 하는 변화를 엿 볼 수 있었다.

마지막으로, 주어진 현재의 환경에서 일시적인 현금자산이 주어진다 가정하에서도 금융자산을 선택한 응답자가 전체의 43.3%로 가장 많았으며 부동산의 경우에도 토지나 상가와 같은 자본수익률과 임대수익률을 추구할 수 있는 자산으로 투자를 희망했다. 그렇지만 개인의 투자성향에도 불구하고 과거 손실을 경험한 개인의 경우 또 다른 기회가 주어진다면 공격적인 자산으로의 투자를 통해 지난 손실을 만회하겠다는 잠재된 투자 의식을 발견할 수 있었다. 이는 지난 2000년대 부동산 시장이나 2006년의 주식시장으로 사회적인 흐름이 어느 한 방향으로 치우치는 쏠림현상이 발생할 경우 개인들은 스스로의 투자성향과는 다른 행태로의 투자가 가능할 수 있다는 결과를 도출할 수 있었다.

이러한 분석결과에도 불구하고 본 연구는 지역적인 분산 시도가 미흡하였으며, 개개인의 정확한 자산현황과 자산배분전략을 설문 통해서 알아내는 데 한계가 있었고, 이러한 데이터의 한계로 인하여 좀 더 만족스러운 연구결과를 도출하는데 한계가 있었다. 또 설문 대상자가 일반인구에 비해 금융자산을 더 선호하는 금융기관 고객이라는 점이 실제적인 자산배분 행태의 연구 결과에 있어 오차가 발생할 수 있다는 점은 본

연구의 한계라 할 수 있다.

그러나 본 연구에서 개인의 자산배분전략을 수립하고 시행하고자 하는 수요가 충분함에도 불구하고, 실제 개인들의 자산배분은 과거의 모습과 크게 달라지지 않았다는 점을 파악할 수 있었다는 점은 의의가 있다.

그리고 다가올 5년 내에 보다 효율적인 방향으로 개인의 자산을 변화해 나가야겠다는 의지가 있음에도 불구하고 실제 이를 실현하고 스스로 추진해 나가기에는 어려운 환경임에 틀림없다. 향후 금융기관이 추구해야할 방향은 영리를 목적으로 한 무분별한 상품판매에서 탈피하여 개인의 올바른 자산배분을 가능하게 해 주는 지속적인 제안과 사후관리를 수행해야 할 것이다.

영국 금융청 산하 Money advice service 시스템과, 호주 ACIS 등에서 운영하는 사이트를 벤치마크 한 결과 국민 누구나 스스로의 재무상태를 진단하고 문제에 대한 최적 솔루션을 제공받을 수 있는 환경이 금융선진국을 중심으로 실현되고 있다. 영국 금융청 MAS 시스템에서는 재무설계를 통한 부족자산 등의 수치적 산출을 넘어 아니라 이를 해결해 나가기 위한 재무적, 비재무적 솔루션을 구체적으로 제공하고 있었다. 또한 금융사기 예방을 위한 대처법과 라이프사이클별 재무계획을 수행하기 위한 다양한 공기업들의 지원제도와 금융서비스를 일목요연하게 정리되어 있다.

앞으로 금융당국이 만들어 나가야 할 미래금융의 모습은 경제성장의 이면에서 체계적인 관리의 사각지대에 있는 국민들이 없도록 올바른 재무설계와 체계적인 지원을 해 나가야 한다. 또한 쏠림현상이 심한 한국적 현상으로 인해 그릇된 방향으로 비켜나가지 않는 정확한 정보와 경고를 해줄 수 있는 국민적 안전망이 필요해 보인다.

이를 위해 개인의 투자성향에 따른 자산배분 행태에 대한 본 연구를 바탕으로, 실질적으로 금융권이 개인의 자산배분을 효과적으로 수행할 수 있는 개선방안에 대한 연구를 앞으로 계속 수행해 보고자 한다.

논문접수일 : 2014년 4월 17일

논문심사일 : 2014년 4월 23일

게재확정일 : 2014년 6월 26일

참고문헌

1. 김영민 · 이명휘, “개인의 금융자산배분에 관한 분석- 투자심리변수를 중심으로”, 「사회과학연구논총」, 단일호 28, 2012, pp. 145-172
2. 민재형 · 구기동, “불확실성하에서의 개인의 투자행태 및 투자결정요인”, 「경영논총」, 서강대학교 경영학연구, 2004, pp. 231-256
3. 금융투자협회, 글로벌 자산관리 비즈니스 동향 및 시사점, 2012
4. 금융투자협회, 주요국 가계 금융자산 비교, 2013
5. KB 경영연구소, 한국 비은퇴가구의 노후준비 실태, 2013
6. KB 경영연구소, 가계부채 분포 분석, 2011
7. KB 경영연구소, 베이비부머 세대의 은퇴이후 자산여력 진단, 2011
8. KB 경영연구소, 베이비붐 세대 은퇴에 따른 주택시장 변화, 2011
9. KB 경영연구소, 한국 부자보고서, 2013
10. 국가통계포털 홈페이지, www.kosis.kr
11. 삼성경제연구소 홈페이지, www.seri.org
12. 통계청 홈페이지, www.kostat.go.kr
13. 한국은행 경제통계 시스템 홈페이지, ecos.bok.or.kr
14. KB 금융지주 경영연구소 홈페이지, www.kbfg.com/kbresearchrch
15. Daniel Kahneman and Amos Tversky, "Prospect Theory : an analysis of decision under Risk", *Econometrica*, Published by: The Econometric Society, Vol. 47, No. 2, 1979, pp. 263-292
16. John W. Payne, Dan J. Laughhunn, Roy Crum, "Translation of Gambles and Aspiration Level Effects in Risky Choice Behavior", *V. 26 Issue 10*, 1980, pp. 1039-1060
17. Paul J. H. Schoemaker, "Strategy, Complexity, and Economic Rent", Graduate School of Business, University of Chicago, 1990, pp. 1178 - 1192
18. Roszkowski, M. J., G. E. Snelbecker, and S. R. Leimberg, "Risk tolerance and risk aversion." *The tools and techniques of financial planning 4*, 1993, pp. 213-225
19. Shefrin, Hersh, and Meir Statman. "The disposition to sell winners too early and ride losers too long : Theory and evidence." *The Journal of finance 40.3*, 1985, pp. 777-790
20. Thaler, Richard H., and Eric J. Johnson, "Gambling with the house money and trying to break even : The effects of prior outcomes on risky choice.", *Management science*, 36.6, 1990, pp. 643-660
21. World Wealth Report, Merrill Lynch & Capgemini, 2013
22. World Wealth Report, Capgemini & RBC, 2012
23. The next decade on global wealth among millionaire households, 딜로이트, 2011