

# 가계의 적립식펀드와 거치식펀드 투자 행동\*

## Dollar Cost Averaging and Lump Sum Investment in Mutual Funds by Households

주 소 현\*\*

Joo So-Hyun

본 연구는 2007년 한국투자자교육재단에서 실시한 [제1차 펀드투자자조사]를 이용하여 적립식으로 매월 일정 금액을 투자하는 투자자들이 거치식으로 투자하는 투자자들과 어떻게 다른지를 살펴보았다. 또한 적립식으로 투자하는 사람들이 안정적으로 투자하는지 혹은 공격적으로 투자하는지에 대하여 인구통계적, 사회경제적, 심리적 요인을 중심으로 분석하였다. 분석 결과 적립식투자자들은 거치식투자자들과 인구통계적, 사회경제적으로 다른 특성을 보여 주었으며 적립식투자자 중에서 안정적으로 투자하는 경우와 공격적으로 투자하는 경우는 심리적으로 다른 특성을 나타냈다. 특히, 연령이 낮을수록, 여성인 경우, 총자산이 적은 경우 거치식보다는 적립식으로 투자할 확률이 높았으며, 적립식 투자자 중에서 위험수용성향이 낮은 경우와 소득 전망이 긍정적인 경우는 안정적으로 투자할 확률이 높았다.

국문 색인어: 거치식투자, 돈에 대한 가치, 매입단가평준화(dollar cost averaging), 위험수용성향, 적립식투자, 펀드투자, 펀드투자자 조사

학술진흥재단 분류 연구 분야 코드: B030700

### I. 서론

최근의 자료에 의하면 우리나라 가계의 금융자산 중에서 펀드가 차지하는 비중은 2008년 3분기를 기준으로 할 때 약 8.2%에 이른다. 이는 2006년말 기준인 7.2%

\* 이 논문은 2008학년도 인하대학교의 지원에 의하여 연구되었음. (INHA-37468)

\*\* 인하대학교 소비자아동학과 부교수(sohyunjoo@inha.ac.kr)

논문 투고일: 2009. 10. 07, 논문 최종 수정일: 2009. 11. 19, 논문 게재 확정일: 2009. 11. 24

와 비교할 때 약 1%포인트 증가한 수치이며 2007년말의 9.8%와 비교하면 다소 감소한 수치이다 (자산운용협회, 2009). 일반적으로 우리나라 가계의 자산이 부동산자산 80%, 금융자산 20%를 차지한다는 2006년 통계청 자산조사와 비교할 때, 현재 우리나라 가계의 전체자산에서 펀드가 차지하는 비중은 그리 높은 편은 아니다. 하지만, 우리나라 펀드시장은 증가추세에 있다. 우리나라에서 판매된 펀드의 총계좌수는 2009년 7월을 기준으로 약 2,239만개에 이르러 우리나라 가구수를 1,667만 3,000가구 (2008년말 기준, 통계청)라고 할 때 1가구당 약 1.3개의 펀드를 가지고 있다고 할 수 있다 (금융투자협회, 2009.7.7). 이는 2005년부터 시작된 적립식펀드투자의 활성화에 의한 것으로 적립식펀드의 계좌수는 2009년 5월말을 기준으로 1,342만 계좌에 달한다 (금융투자협회, 2009.6.29).

가계가 펀드에 관심을 가지게 된 계기는 여러 가지가 있다. 우선 외환위기 이후에 가속화된 저금리현상은 가계로 하여금 다양한 투자대안을 찾도록 하는 계기가 되었다. 우리나라의 시장금리는 1980년대 후반에 12% 수준이었으며 1991년 CD의 유통 수익률은 최대 18.5%까지 기록하였다. 이러한 시장의 금리는 외환위기 이후에는 급격하게 하락하여서 1991년 17%대를 기록하던 무담보 콜금리가 2005년에는 3.33%까지 하락하였다 (한국은행, 2009). 따라서 가계는 시장의 금리보다 높은 이윤을 추구하게 되었으며 은행의 예금상품을 대체할 수 있는 투자대안에 관심을 가지게 된 것이다. 이러한 저금리는 2000년 이후 시작된 '부자되기' 및 소위 '재테크' 열풍과 맞물려 펀드에 대한 관심을 증가시키는 요인이 되었다. 복잡한 금융환경과 다양한 금융상품 그리고 낮은 예금금리는 개인들로 하여금 다양한 투자대안을 모색하게 만들었으며 다양한 투자대안을 사용하는 '재테크'의 인기가 펀드에 대한 관심으로도 나타나게 된 것이다. 가계가 펀드에 관심을 가지게 된 또 다른 계기는 평균수명의 증가로 인한 노후준비의 중요성 때문이기도 하다. 세계에서 가장 빠른 속도로 고령화가 진행되고 있는 우리나라는 은퇴이후 노후생활이 점차로 길어짐과 동시에 저출산으로 인한 자녀수 감소로 인하여 개인적 차원의 노후준비가 절실한 실정이다. 개인적 차원의 노후준비를 위해서 사람들은 수익률 극대화를 위한 상품을 모색하게 되었으며 투자대안의 다양화 방편으로 펀드가 사용되고 있다. 펀드에 대한 관심은 펀드 자체의 특징에 기인하기도 하다. 상품의 특징상 소액으로도 분산

투자 할 수 있는 효과가 있어서 다양한 투자대안의 수많은 종목에 직접 투자하기를 어려워하는 개인 투자자들에게는 전문가에 의해 분산투자가 이루어지는 펀드가 알맞은 투자 상품이 될 수 있는 것이다. 또한 펀드에 대한 투자는 적은 돈으로도 가능하다라는 것이 펀드에 대한 관심의 이유가 되기도 한다.

펀드에 투자하는 방식은 다양하다. 목돈을 거치식으로 투자하는 방법과 일정한 혹은 불규칙한 금액을 꾸준히 투자하는 적립식방법이 있다. 가계는 가계가 가지고 있는 투자의 목적, 재무상황, 개인적인 선호 등에 따라서 거치식으로 투자할 것인지 적립식으로 투자할 것인지 등을 선택할 것이다. 본 연구에서는 이러한 다양한 투자 방법 중에서 적립식으로 일정금액을 꾸준히 투자하는 가계의 투자행동에 대하여 연구하였다. 적립식투자는 적은 금액으로도 투자가 가능하고 시장의 변화에 대응하는 매입단가평균화 (Dollar Cost Averaging, DCA) 효과가 있다는 면에서 많은 투자 상담자들과 재무설계사들이 추천하는 방법이기도 하다.

본 연구에서는 2007년 한국투자자교육재단에서 실시한 [제1차 펀드투자자조사]를 이용하여 적립식으로 매월 일정금액을 투자하는 투자자들이 거치식으로 투자하는 투자자들과 어떻게 다른지를 살펴보았다. 또한 적립식으로 투자하는 사람들이 안정적으로 투자하는지 혹은 공격적으로 투자하는지에 대하여 관련 요인을 분석하였다. 적립식으로 투자하는지 혹은 거치식으로 투자하는지, 안정적인 상품에 투자하는지 공격적인 상품에 투자하는지에 대한 관련 요인을 살펴보는 것은 다양한 시사점을 가진다.

먼저, 적립식과 거치식, 안정적투자와 공격적투자를 살펴보는 본 연구는 개인 및 가계 단위의 조사자료인 [제1차 펀드투자자조사]를 이용하였기 때문에 거시적인 수준에서 알 수 있는 펀드투자행태보다는 자세한 개인차원의 정보를 제공하였다. 본 연구는 기존의 펀드관련 연구가 거시적인 통계자료를 이용한 추세를 보여주는 것에 국한되었던 것과 달리 개인 및 가계 단위의 조사자료를 사용하여 투자의사결정에 영향을 주는 요인을 파악하였기 때문에 가계의 투자의사결정을 이해하는 데 필요한 직접적인 자료를 제공하였다. 또한 기존의 문헌에서는 적립식투자방법의 이점과 수익성에 대한 분석이 주를 이룬 반면 가계와 개인단위에서의 관련변수에 대한 연구가 부족하였는데 본 연구의 결과는 적립식투자와 관련한 요인을 파악하고자

시도하였으며 특히 적립식투자자와 거치식투자자를 비교하여 투자자특성에 따라 상이한 전략을 취하는 지를 살펴보고 문헌의 부족한 점을 보완하고 실질적인 정보를 제공하고자 하였다.

더불어 다양한 단계의 투자의사결정 중에서 금융상품을 결정하는 단계의 영향요인을 파악함으로써 가계의 투자행동을 예측하거나 행동의 배경을 이해하는데 도움을 주고자 하였다. 공격적으로 투자하는 가계와 안정적으로 투자하는 가계의 차이를 파악하는 것은 금융상품의 개발이나 타겟마케팅에 도움이 된다. 가계의 특성과 그러한 특성에 따른 금융상품의 매칭에 도움이 되는 자료를 제공할 수 있을 것이며 그러한 정보를 바탕으로 가계가 원하는 금융상품을 선택하도록 도와 가계의 만족도 제고에 영향을 줄 수 있을 것이다.

본 논문은 다음과 같이 이루어져 있다. 먼저 다음 절에서는 적립식투자자와 관련된 연구논문을 고찰하고자 한다. 적립식으로 투자하는 방법이 가지는 DCA 효과에 대하여 자세히 살펴보고, 가계의 투자행동과 관련된 변수를 연구한 문헌을 고찰한다. 다음으로는 연구의 방법을 설명하고 연구결과를 제시하며, 연구의 결과를 중심으로 한 논의와 그에 따른 시사점을 서술하고자 한다.

## II. 관련 문헌 고찰

### 1. 매입단가평준화 (Dollar Cost Averaging)

적립식투자란 투자자가 원하는 금액을 원하는 시간 간격으로 꾸준히 투자하는 방식이라고 할 수 있다. 우리나라의 경우 자유적립식과 정액적립식 등으로 계좌를 구성할 수 있는데 자유적립식이란 말 그대로 투자자가 원하는 금액을 원하는 시기에 투자할 수 있는 상품이며 정액적립식이란 일정금액을 일정주기로 꾸준히 적립하는 상품을 말한다.

적립식으로 투자하는 방식 중에서 특히 정액적립식의 방법은 투자시장의 변화와

상관없이 일정금액을 꾸준히 적립하게 되므로 매입단가를 평준화 (Dollar Cost Averaging, DCA)하는 효과를 가지고 있다. DCA에 관해서는 2005년 Brennan, Li, and Torous가 CRSP (Center for Research in Security Prices)의 자료를 사용하여 분석한 논문에서 자세하게 다루고 있다. Brennan 등은 논문에서 DCA를 '일정한 금액을 주식이나 포트폴리오에 주어진 기간 동안 일정주기를 간격으로 투자하는 방법 (p.513)'으로 정의하고 기본적으로 특정 상품에 대한 투자자들의 평균매입단가가 투자하는 날의 평균가격보다 낮을 것이라고 기대하는 투자방식이라고 설명하였다. 이러한 이유는 DCA가 일정한주기로 일정금액을 투자하여 상품의 가격이 하락하는 경우에는 같은 금액으로 더 많은 상품을 매입하기 때문에 상승하는 경우 같은 금액으로 적은 상품을 매입하더라도 전체적으로 볼 때 특정 매입일에 상품을 구매하는 것보다는 매입가격이 하락하기 때문이다.

Brennan 등은 1990년대 이후 대학수준의 교재에서는 DCA 방식에 대하여 자세하게 언급되어 있지 않지만 투자상담가나 재무설계사들이 일반인들에게 꾸준히 추천하고 있는 방식이라고 하였다. 예를 들면 1996년 Malkiel의 저서에서는 DCA 방식은 모든 투자금액을 잘못된 투자시점에 투자하는 실수를 막아 줄 수 있는 방식으로 설명하였다.

학문적인 연구에서 DCA에 관한 연구는 1940년대로 거슬러 올라간다. 1940년대에는 DCA가 투자의 formula plan에 속하는 방식의 하나로 설명되어 왔다. 이 시기의 대표적 연구는 Ketchum (1947)과 Weston (1949) 등이 있는데 이들은 formular plan의 성과에 대하여 논의하여 formular plan은 시장의 변화를 예측할 수 없는 상황에서 매수의 시점에 특정 규칙을 적용하기 때문에 성과를 보일 수 있는 투자방식이라고 설명하였다. Weston의 경우는 DCA에 대한 이론적인 근거를 설명하면서 DCA가 성과를 내기 위해서는 적어도 투자시장의 변동성이 꾸준히 발생하여야 하며, 변동 사이클이 DCA 투자자들에게 불리한 방향으로 지속되어서는 안 되며, 장기적인 추세 또한 DCA투자자들에게 불리한 방향으로 지속되어서는 안 된다는 것을 설명하였다. 이후 random walk theory를 주로 적용하는 논문에서는 DCA의 성과가 대체적으로 부정적으로 인식되었으며 특히 위험에 대한 보상이 긍정적으로 이루어지는 경우, 즉 금융시장이 상승세인 경우에는 DCA보다는 거치식

투자가 우월하다는 연구결과들이 발표되었다 (예, Rozeff, 1994). 이후에는 주식시장이 random walk를 따르기 보다는 투자자들의 심리에 영향을 받는다는 연구들이 발표되기 시작하였으며 DCA와 투자자들의 심리의 관계에 대한 관심이 증가하고 있다. 하지만 DCA의 성과에 대해서는 다양한 연구결과들이 있다. 예를 들면 Statman (1995)의 경우는 DCA가 수익률에 있어서 최상의 결과를 보장하는 투자 방법이 아니더라도 투자의 책임과 후회의 정도를 줄여주며 투자자들의 자기통제 기제가 될 수 있다고 하였으나 Leggio와 Lien (2003)의 연구에서는 downside risk measure의 하나인 Sortino ratio를 사용한 분석에서 DCA가 거치식 투자보다 열등한 결과를 나타내는 투자 방법이라는 것을 보여주었다.

DCA의 성과에 대한 Brennan 등 (2005)의 연구는 DCA와 Buy and Hold (BH)의 투자성과 비교를 토대로 이미 충분히 분산투자 되어있는 포트폴리오를 소유하고 있는 투자자들이 추가적으로 투자를 하는 경우에 DCA 방식을 이용하는 것이 바람직하다고 제안하였다.

이렇게 DCA에 대한 연구결과는 다양하다. BH 방식과 비교할 때 투자성고가 우월하다는 결과와 투자성고가 열등하다는 결과가 공존한다. 이는 가정하고 있는 투자자의 위험성향이나 합리성수준의 차이 혹은 계산된 금융시장 위험수준의 차이에 기인하기도 하며, 각 개인 투자자들이 가지고 있는 효용함수를 추정하는 방법의 차이 때문이기도 할 것이다. 하지만 이러한 다양한 결과에도 불구하고 DCA가 많은 전문가와 투자자들이 실제 적용하고 있는 투자방식임은 분명하다. DCA가 꾸준히 적용되고 있는 이유는 투자자들이 가지고 있는 행동재무학적인 특징으로 설명하는 것이 가장 타당하다고 할 수 있다. DCA가 투자자들에게 지속적으로 투자를 유지할 수 있도록 하는 자기통제의 수단이 되며, 금융시장에 진입하는 시기를 잘못 선택하여 발생하는 후회의 정도를 줄여주는 후회회피 수단이 될 수 있다는 것이다.

DCA 방식의 투자행동에 대한 연구에서는 투자자들의 행동재무학적인 특성과 위험수용성향을 고려해야 하며 투자성과와 위험에 대한 모델의 정교화가 필요할 것이다. 본 연구는 DCA 방식으로 투자하는 투자자들의 특성을 거치식으로 투자하는 경우와 비교하여 살펴보는 연구이며 특히, 투자하는 상품측면에서 안정적인 상품에 투자하는 경우와 공격적인 상품에 투자하는 경우의 차이를 살펴보고자 한다.

## 2. 가계의 저축 및 투자행동 관련 변수

가계의 적립식투자는 다양한 의사결정단계를 거치게 된다. 투자여부를 결정하고 투자금액을 결정하고 투자상품을 결정하는 단계는 가계의 다양한 특성에 영향을 받을 것이다. 투자의사결정에 영향을 미치는 요인은 인구통계적요인, 사회경제적요인, 심리적요인 등으로 구분될 수 있다.

### 가. 가계의 저축 및 투자행동에 영향을 미치는 인구통계적요인

많은 연구들이 연령, 학력, 성별, 혹은 인종 등이 개인의 투자행동에 영향을 미친다고 보고하였다 (문숙재·양정선, 1996; 최지은·정순희·여운경, 2005; 주소현·최현자·성영애, 2009). 문숙재와 양정선 (1996)의 연구에서는 가구주의 교육수준이 위험자산 보유와 관계를 보여 교육수준이 높을수록 위험자산을 보유할 확률 또한 높아짐을 보여주었다. 최지은 등 (2005)은 가계의 자산수준에 따른 포트폴리오 수익률에 영향을 미치는 변수로 연령, 성별, 학력 등이 있음을 밝혀 연령이 높을수록, 남성의 경우에, 교육 연수가 높을수록 금융자산 포트폴리오의 수익률이 높아짐을 보여서 이러한 변수들이 가계의 저축 및 투자행동에 영향을 미친다는 것을 보여주었다. 주소현 등 (2009)의 연구에서는 연령과 학력이 가계의 펀드투자의사결정에 영향을 미치는 변수임을 밝혔다.

### 나. 가계의 저축 및 투자행동에 영향을 미치는 사회경제적요인

사회경제적 요인으로는 직업, 주택소유여부, 소득, 자산 등이 개인의 투자행동에 영향을 미친다고 보고되고 있다. 예를 들어 문숙재와 양정선 (1996)의 경우에는 가구주의 직업이 위험자산 투자여부에 영향을 미쳐서 자영업자와 비교할 때 봉급생활자는 위험자산을 보유할 확률이 높은 반면 농림수산업자의 경우에는 위험자산을 보유할 확률이 낮음을 보여 주었다. 최지은·정순희·여운경 (2005)의 연구에서는 자산의 크기가 개인 및 가계의 금융자산 포트폴리오에 영향을 미치는 변수임을 보여 주었다.

## 다. 가계의 저축 및 투자행동에 영향을 미치는 심리적요인

투자행동에 영향을 미치는 개인의 심리적요인은 위험수용성향, 투자기간, 기대 수준이나 목표, 성격요인 등을 포함한다. 이 중에서 위험수용성향은 투자시에 개인이 기꺼이 감당하고자 하는 손실의 크기로 정의되며 개인의 투자행동에 직접적인 영향을 미치는 변수로 연구되어 왔다. 예를 들어 Wang과 Hanna (2007)의 연구에서는 Survey of Consumer Finances의 자료를 이용한 연구에서 위험수용성향이 클수록 주식을 보유할 확률이 높음을 보여주었다. 또한 주수현, 최현자, 성영애 (2009)는 개인투자자의 투자의사결정과정을 문제인식, 정보탐색 및 대안평가, 선택, 선택이후의 평가 등의 단계로 나누어 각각의 과정을 살펴보고 그에 영향을 미치는 요인들을 탐색하였는데 이 연구에서도 위험수용성향은 투자 의사결정의 각 단계에서 지속적으로 영향력을 보이는 변수임을 밝혔다.

투자의사결정에서 심리적요인의 중요성은 꾸준히 관심을 받아 오고 있다. 예를 들면, Boscaljon (2004)은 개인의 라이프사이클 상에서 시간에 대한 선호가 투자 포트폴리오와 소비의 선택에 어떠한 영향을 미쳤는지를 설명하여 개인의 투자행동에 영향을 미치는 변수를 파악하였다. Boscaljon은 시간변수가 개인의 총자산을 설명하는데 있어서 중요한 변수라는 것을 인적자본 (human capital)의 관리 및 수준과 함께 설명하였다. 즉, 인적자본 수준이 개인의 여가와 노동에 관한 의사결정에 중요변수가 되며 그러한 의사결정이 개인의 자산수준에 영향을 미친다는 것이다. 개인의 총자산이 인적자본과 금융자산으로 이루어져 있다는 가정 하에 노후의 여가 시간을 선호하는 사람들은 인적자본을 소진할 때까지 사용하지 않고 은퇴를 함으로 은퇴이후의 생활수준을 결정하고 그에 따라서 금융자산의 수준이 결정된다는 것이다. 따라서 투자설계에서 보편적으로 사용하는 연령 보다는 개인의 시간선호, 여가 선호 및 그에 영향을 미치는 인적자본수준이 더욱 중요한 변수라고 설명하였다. 이렇게, Boscaljon의 연구는 개인적인 변수인 시간선호, 인적자본, 위험수용성향, 은퇴의 목표 등이 투자자산 배분에 영향을 미치는 변수라는 것을 보여주어 기존의 연구와 차별을 보였다.

개인의 성격과 투자확신 등의 심리적요인 또한 행동재무학적 측면에서 관심을 받아온 변수로 개인이 가지고 있는 투자확신이나 성격이 주식투자행동에 영향을 미친

다는 연구결과가 있다. 예를 들어 한미영과 김재휘 (2007)는 개인투자자들의 투자 확신을 본인의 투자의사결정에 대한 확신정도를 묻는 문항으로 측정하여 자신의 투자에 대한 믿음이 있고, 확신이 있는 사람들의 경우 위험한 투자상품에 대한 투자의사가 더 높다는 것을 보여주었다. 이재은 (2008)은 개인의 성격을 라이프스타일 문항에서 추출하여 성취의지, 개방형, 자아통제성 등으로 구분하고 이러한 성격과 개인의 투자성과에 의미 있는 차이가 존재한다는 것을 보여주었다.

### III. 연구의 방법

#### 1. 연구문제

본 연구의 목적은 간접투자자들 중에서 적립식으로 투자하는 경우와 거치식으로 투자하는 경우의 차이를 파악하고, 적립식투자자 중에서 안정적으로 투자하는 경우와 공격적으로 투자하는 경우의 차이를 살펴보는 것이다. 이러한 차이를 파악하기 위하여 영향을 미치는 요인을 인구통계적요인, 사회경제적요인, 심리적 요인으로 나누어서 탐색하였다. 구체적인 연구문제는 아래와 같다.

- 연구문제 1. 적립식투자자의 특성과 거치식투자자의 특성은 서로 어떻게 다른가?
- 연구문제 2. 거치식투자자와 구별되는 적립식투자자에 영향을 미치는 요인은 무엇인가?
- 연구문제 3. 적립식투자자 중에서 안정적으로 투자하는 경우와 공격적으로 투자하는 경우에 다른 특성을 가지고 있는가?

#### 2. 분석 자료

본 연구의 분석자료는 한국 투자자교육재단에서 2007년에 실시한 [제1차 펀드투

자자조사]의 원자료이다. [제1차 펀드투자자조사]는 현재 투자를 하고 있는 사람과 그렇지 않은 사람을 대상으로 우리나라의 가계 및 개인의 간접투자과 관련된 투자 행태와 전반적인 재무관리행동 및 가계재무현황을 조사한 자료이다. 조사의 대상자는 서울과 분당, 일산을 포함한 수도권과 부산, 대구, 인천, 대전, 광주, 울산의 6대 광역시에 거주하는 만 20세에서 65세 사이의 성인이다. 응답자는 가계의 수입, 지출, 자산상황에 대하여 잘 알고 있는 사람에 국한하였으며, 기혼자와 미혼자 모두를 포함하였다. 조사의 표본은 통계청의 '2005년 인구주택 총조사'를 토대로 연령, 성, 지역별 층화 3단 비례추출법에 의해 추출하였다. 2007년 11월과 12월에 웹기반 조사와 대면면접조사를 병행하여 총 3,500명을 조사하였다. 본 연구에서는 3,500명 모두를 분석하였으나 일부 분석은 현재 간접투자를 하고 있는 응답자에, 일부 분석은 현재 적립식으로 투자하고 있는 응답자에 국한되었다.

### 3. 변수의 설정

#### 가. 적립식투자과 거치식투자

한국 투자자교육재단의 [제1차 펀드투자자조사]에서는 응답자들에게 가입하고 있는 펀드의 유형을 묻는 질문을 포함하고 있다. 따라서 본 연구에서 펀드투자는 조사당시 현재 펀드를 보유하고 있는 것을 뜻한다. 조사에서는 펀드의 유형을 거치식, 적립식, 임의식으로 나누어 응답자들로 하여금 보유하고 있는 모든 유형을 표시하도록 하였다. 본 연구의 분석에서는 조사 당시 펀드를 보유하고 있는 1,901명 (전체 응답자의 54.3%)의 응답자 중에서 거치식과 적립식, 거치식과 임의식, 적립식과 임의식, 거치식·적립식·임의식 모두를 가지고 있는 경우를 제외하고 거치식만 보유하고 있는 경우와 적립식만 보유하고 있는 경우만을 구별하여 거치식투자자, 적립식투자자로 분류하였다. 현재 펀드투자자 1,901명의 투자유형은 아래 <표 1>과 같다.

〈표1〉 조사대상 투자자들의 투자유형

투자유형	빈도	백분율 (%)
거치식투자자	125	6.6
적립식투자자	1,142	60.1
임의식투자자	131	6.9
거치식+적립식	222	11.7
거치식+임의식	26	1.4
적립식+임의식	164	8.6
거치식+적립식+임의식	91	4.8
총합	1,901	100.0

#### 나. 공격적투자자와 안정적투자자

현재 펀드투자를 하고 있는 적립식투자자들이 안정적으로 투자하는지 혹은 공격적으로 투자하는지를 살펴보기 위하여 적립식투자자들이 보유하고 있는 투자상품의 유형을 살펴보고 보유하고 있는 상품이 주식형, 혼합형, 기타만으로 구성된 경우를 공격적투자자, 채권형만으로 구성된 경우를 안정적투자자로 구분하였다. 현재 펀드투자를 하고 있는 투자자들은 주식형, 채권형, 혼합형, 기타 등을 골고루 보유하고 있어서 적립식으로 투자하는 1,142명의 투자자 중에서는 공격적으로만 투자하는 경우가 586명 (적립식투자자의 51%)이며 안정적으로만 투자하는 경우는 31명 (적립식투자자의 3%)에 그쳤다. 나머지 525 (적립식투자자의 46%)명은 주식형과 채권형의 상품을 모두 보유하고 있었다.

#### 다. 독립변수

##### (1) 인구통계적요인

본 연구에서 분석대상에 포함된 인구통계적요인은 응답자의 연령, 성별, 결혼여

부이다. 응답자의 연령은 조사당시의 만나이로 연속변수의 형태로 분석되었으며 성별과 결혼여부는 남성과 기혼인 경우가 1로 그렇지 않은 경우가 0으로 처리되어 더미변수화 하였다.

### (2) 사회경제적요인

본 연구에서 분석대상에 포함된 사회경제적요인은 응답자의 학력과 직업, 응답자가계의 월평균소득과 총자산이다. 응답자의 학력과 직업은 범주형 변수로 취급되었으며 이 중 학력은 중졸이하, 고졸이하, 전문대졸이하, 대졸이하, 대학원 재학이상으로 구분되었고, 직업은 전문직, 사무직, 기술직, 생산 및 판매서비스직, 자영업, 무직·주부·기타의 6가지 범주로 구분되었다. 가계의 월평균소득과 총자산은 연속변수로 취급되었다.

### (3) 심리적요인

본 연구에서 분석대상에 포함된 심리적요인은 응답자의 위험수용성향 (financial risk tolerance), 투자계획기간 (investment horizon), 돈에 대한 태도, 향후 3년 주가, 부동산 가격, 소득에 대한 전망이다. 응답자의 위험수용성향은 원자료에서 미국의 Survey of Consumer Finances의 위험수용성향을 도입하여 조사한 것으로 아래 <표 2>의 항목으로 조사하였다. 숫자가 높을수록 위험수용성향이 큰 것을 나타낸다.

응답자들의 투자계획기간은 응답자들로 하여금 투자계획을 세울 때 어느 정도의 기간을 예상하여 세우는지에 대하여 (1) 6개월 미만, (2) 6개월 ~ 1년 미만, (3) 향후 1~3년 미만, (4) 향후 3~10년 미만, (5) 향후 10년 이상, (6) 계획을 세우지 않는다, (7) 잘 모르겠다에 대한 응답으로 조사되었으며 이중에서 '계획을 세우지 않는다' 와 '잘 모르겠다' 를 기준으로 하여 각 투자계획의 기간을 범주형으로 처리하였다.

〈표 2〉 응답자와 투자자의 위험수용성향

문항	응답자수 (%)
다음 중 투자를 할 때 귀하의 생각과 가장 가까운 것은 어느 것입니까?	
1. 수익률이 낮더라도 최소한의 위험만을 감수한다/할 것이다.	873 (24.9%)
2. 평균정도의 수익을 얻기 위해, 평균 정도의 투자위험을 감수한다/할 것이다.	958 (27.4%)
3. 평균 이상의 수익을 기대하며, 평균 이상의 투자위험을 감수한다/할 것이다.	1,358 (38.8%)
4. 최대한 많은 수익을 얻기 위해 상당한 투자위험을 감수한다/할 것이다.	311 (8.9%)

돈에 대한 태도는 [제1차 펀드투자자조사]에 포함된 돈에 대한 태도 10개의 문항을 요인 분석하여 나타난 돈에 대한 태도의 하위개념에 대한 요인점수를 분석에 포함시켰다. 돈에 대한 태도에 사용된 문항과 요인분석의 결과는 아래 〈표 3〉에 제시된 바와 같다.

〈표 3〉 돈에 대한 태도에 대한 요인분석 결과

돈에 대한 태도 문항	긍정적 태도	부정적 태도	신뢰도계수
돈은 나의 능력과 자신감을 나타내게 해준다	0.829	-0.005	cronbach $\alpha = .89$
돈은 성공의 상징이다	0.827	0.060	
나는 돈의 가치를 매우 크게 생각한다	0.806	0.026	
돈은 그 사람의 성과를 나타낸다	0.772	0.041	
돈은 나에게 자율과 자유를 제공한다	0.751	-0.001	
돈은 내가 되고 싶은 사람이 될 수 있는 기회를 제공해준다	0.730	0.007	
돈은 주위 사람들이 나를 존경하게 만든다	0.714	0.189	
돈은 중요하다	0.708	-0.088	cronbach $\alpha = .86$
돈은 악 그 자체이다	0.018	0.935	
돈은 모든 악의 근원이다	0.035	0.928	

향후 3년의 부동산, 주가, 소득에 대한 전망이 심리적 변수로 포함되었는데 응답자들이 생각하는 앞으로 3년 후의 부동산 가격, 주가, 소득의 변화에 대한 질문에 (1)지금보다 더 오를 것이다, (2) 지금과 비슷할 것이다, (3) 지금보다 더 떨어질 것이다에 대하여 응답하도록 하였다. 이러한 전망변수들은 지금과 비슷할 것이다를 기준으로 지금보다 더 오를 것이다라는 낙관적인 전망과, 지금보다 더 떨어질 것이다라는 비관적인 전망을 각각 범주화하여 분석에 포함하였다.

#### 4. 분석 방법

본 연구는 적립식으로 펀드에 투자하는 투자자들의 특성을 거치식으로 투자하는 투자자들의 특성과 비교하고, 적립식투자에 영향을 미치는 요인을 살펴보고, 적립식투자자 중에서 안정적으로 투자하는 경우와 공격적으로 투자하는 경우를 비교해 보는 것을 목적으로 하였다. 따라서 적립식투자자와 거치식투자자를 비교하기 위하여 일원배치분산분석과 교차분석을 통하여 두 집단을 비교해 보았으며 적립식투자에 영향을 미치는 요인을 파악하기 위하여 로지스틱회귀분석을 행하였다. 마찬가지로 안정적으로 투자하는 경우와 공격적으로 투자하는 경우를 비교하고 공격적 투자에 영향을 미치는 요인을 파악하기 위한 로지스틱회귀분석을 행하였다. 모든 분석은 SPSS V15를 이용하였다.

### IV. 연구의 결과

#### 1. 응답자의 특성

본 연구에서 분석한 [제1차 펀드투자자조사]의 응답자 특성은 아래 <표 4>와 같다. 전체응답자와 펀드투자자, 적립식펀드에만 투자하는 투자자 (적립식투자자)의 특성을 살펴보았다. 전체응답자의 평균 연령은 39.49세였으나 펀드투자자와 적립

식투자자의 평균연령은 이보다 약간 낮은 37세 정도로 나타났다. 전체응답자의 남성과 여성의 비율은 남성과 여성이 각각 절반 정도씩이었으나 펀드투자자와 적립식투자자의 경우 여성응답자가 많았다. 결혼 상태는 배우자가 있는 기혼인 경우가 65%정도를 차지하였으며 학력은 대졸인 경우가 40% 이상으로 나타났다. 사무직에 종사하는 응답자가 가장 많았으며 다음은 주부를 포함한 무직응답자가 많았다. 표에는 제시하지 않았으나 여성응답자만을 따로 살펴본 결과 사무직종사자가 30.1%, 주부를 포함한 무직인 여성응답자가 39.1%를 차지하였다.

전체응답자의 월평균소득은 약 349만원 (중간값 300만원)으로 이는 조사당시 (2007년 4/4분기) 근로자가구의 가계소득 365만원과 비슷한 수준이라고 할 수 있다 (통계청, 2009, 단, 통계청에서 근로자 가구의 가구주 평균 연령은 44.2세로 본 조사의 응답자 연령과 다소 차이가 있으며 통계청의 가계동향조사는 전국의 가구를 대상으로 한 조사이다.) 전체응답자 가계의 총자산은 금융자산과 부동산자산을 모두 포함한 조사대상 당시의 자산으로 전체응답자의 평균자산은 약 5억 507만원 (중간값 2억 4,615만원)으로 나타났다.

응답자들의 위험수용성향을 살펴보면 평균이상의 수익을 얻기 위해 평균이상의 위험을 선택한다는 응답자가 38.8%로 가장 많았으며 평균정도의 위험을 선택한다는 경우가 27.4%, 최소한의 위험을 선택한다는 경우가 24.9%로 나타났으나 상당한 위험을 선택하는 경우는 8.9%에 불과하였다. 펀드투자자와 적립식투자자의 경우에는 평균이상의 위험을 선택한다는 경우와 상당한 위험을 선택한다는 경우가 많았다. 투자의 계획기간은 상당수의 응답자들이 향후 1년에서 3년 미만의 투자계획기간을 가진다고 응답하였다. 부동산, 주가, 소득에 대한 전망은 긍정적인 경우와 동일하게 보는 경우가 부정적으로 전망하는 경우보다 많았다.

〈표 4〉 응답자의 특성

(단위: 명, %)

변수	특 성	구분	전체 응답자 (n=3,500)	펀드 투자자 (n=1,901)	적립식 투자자 (n=1,142)
인구 통계적 요인	연령	20대	819 (23.4)	509 (26.8)	325 (28.5)
		30대	967 (27.6)	596 (31.4)	359 (31.4)
		40대	934 (26.7)	476 (25.0)	283 (24.8)
50대		589 (16.8)	282 (14.8)	154 (13.5)	
60대		191 (5.5)	38 (2.0)	21 (1.8)	
	평균연령(세, SD)	39.49 (11.09)	37.6 (10.27)	37.0 (10.14)	
	성별	남성	1,752 (50.1)	876 (46.1)	527 (46.1)
		여성	1,748 (49.9)	1,025 (53.9)	615 (53.9)
	결혼 상태	기혼 (배우자 유)	2,291 (65.5)	1,221 (64.2)	711 (62.3)
		미혼 (배우자 무)	1,209 (34.5)	680 (35.8)	431 (37.7)
사회 경제적 요인	학력	중졸이하	92 (2.6)	15 (0.8)	11 (1.0)
		고졸이하	785 (22.4)	351 (18.5)	225 (19.7)
		전문대졸	712 (20.3)	402 (21.1)	262 (22.9)
		대졸이하	1,537 (43.9)	910 (47.9)	536 (46.9)
		대학원재학이상	374 (10.7)	223 (11.7)	108 (9.5)
	직업	전문직	347(9.9)	205 (10.8)	111 (9.7)
		사무직	1,186 (33.9)	731 (38.5)	437 (38.3)
		기술직	374 (10.7)	197 (10.4)	129 (11.3)
		생산, 판매, 서비스직	301 (8.6)	143 (7.5)	97 (8.5)
		자영업 주부, 무직, 기타	481 (13.7) 811 (23.2)	200 (10.8) 425 (22.4)	130 (11.4) 238 (20.8)

	월평균소득 (만원, 평균, 중간값)		349 (300)	373 (300)	358 (300)
	총자산 (만원, 평균, 중간값)		50,507 (24,615)	56,534 (27,180)	46,856 (23,079)
심리적 요인	위험 수용 성향	최소한의 위험	873 (24.9)	275 (14.5)	191 (16.7)
		평균정도의 위험	958 (27.4)	491 (25.8)	313 (27.4)
		평균이상의 위험	1,358 (38.8)	920 (48.4)	522 (45.9)
		상당한 위험	311 (8.9)	215 (11.3)	116 (10.2)
	투자 계획 기간	6개월 미만	63 (1.8)	30 (1.1)	9 (0.8)
		6개월~1년 미만	452 (12.9)	202 (11.7)	113 (9.9)
		향후1년 ~3년 미만	1,823 (52.1)	1,018 (53.6)	610 (53.4)
		향후 3~10년	908 (25.9)	529 (27.8)	346 (30.3)
		향후10년 이상	143 (4.1)	85 (4.5)	49 (4.6)
		없다/모르겠다	111 (3.2)	27 (1.4)	15 (1.3)
부동산 전망	긍정적	1,716 (49.0)	912 (48.0)	551 (48.2)	
	동일	1,098 (31.4)	588 (30.9)	353 (30.9)	
	부정적	686 (19.6)	401 (21.1)	238 (20.8)	
주가 전망	긍정적	2,142 (61.2)	1,306 (68.7)	730 (63.9)	
	동일	1,036 (29.6)	471 (24.8)	329 (28.8)	
	부정적	322 (9.2)	124 (6.5)	83 (17.3)	
소득 전망	긍정적	2,268 (64.8)	1,273 (67.0)	772 (67.6)	
	동일	968 (27.7)	488 (25.7)	296 (25.9)	
	부정적	264 (7.5)	140 (7.4)	74 (6.5)	

[제1차 펀드투자자조사]에서는 현재 펀드에 투자하고 있는 사람들에게 펀드투자의 이유를 답하도록 하였다. 펀드투자자는 아래 <표 5>와 같이 수익률이 높다는 생각에 펀드에 투자한다는 경우가 가장 많았으며 투자대상을 다양화하려고 펀드에 투자한다는 경우가 두 번째로 나타났다.

〈표 5〉 펀드투자자의 펀드투자 이유

(단위: 명, %)

펀드 투자의 이유	응답자수	빈도 (%)
수익률이 높다는 생각에	1404	73.9
투자대상을 다양화하려고	201	10.6
안정성이 높다는 생각에	99	5.2
판매 직원들의 적극적 권유로	86	4.5
주위 사람들의 권유로	59	3.1
필요할 때 쉽게 찾을 수 있어서	23	1.2
남들도 다 하니까	17	.9
기타	12	.7
총합	1901	100.0

## 2. 적립식투자자와 거치식투자자의 비교

[제1차 펀드투자자조사]의 응답자 3,500명중에서 현재 펀드에 투자하고 있는 응답자는 1,901명으로 전체응답자의 54.3%에 달하였다. 앞의 〈표 1〉에서 밝힌바와 같이 현재 펀드에 투자하고 있는 펀드투자자들 중에서 거치식으로만 투자하는 투자자는 125명이었으며 적립식으로만 투자하는 투자자는 1,142명에 달하였다.

거치식투자자는 일정한 금액을 투자하여 BH의 전략을 취하는 투자자라고 할 수 있을 것이며, 적립식투자자는 DCA의 효과를 기대하는 투자자에 속한다. 그렇다면 거치식투자자와 적립식투자자는 상이한 전략을 취하는지 살펴보기 위하여 환매하기 이전에 펀드를 얼마동안 보유하고 있는가, 펀드의 현재잔액은 어느 정도인가, 펀드투자의 목적은 무엇인가 등을 살펴보았다. 아래의 〈표 6〉은 거치식투자자와 적립식투자자의 펀드투자 관련특성을 나타낸 표이다. 〈표 6〉에서 나타난 바와 같이 거치식투자자의 87.2%는 평균적으로 펀드를 2년 미만 동안 보유하고 환매하는 반면

적립식투자자의 경우는 54.8%가 2년 이상 보유하는 것으로 나타났다. 이는 적립식투자 상품의 가입 시 일반적으로 가입기간을 3년 이상으로 설정하도록 권유받는 것과 관련이 있을 수 있으나 적립식투자의 장점인 소액을 장기간 투자하려는 투자자들의 투자전략 때문이기도 할 것이다. Weston (1949)의 논문에서 밝힌 바와 같이 적립식투자가 DCA 효과를 보기 위해서는 변동성이 꾸준히 존재해야 하며 그러한 변동성이 투자자들에게 불리한 방향으로 진행되어서는 안 된다. 따라서 DCA의 성과를 위해서는 투자한 펀드의 변동성이 충분히 반영될 수 있을 만큼의 기간을 보유해야 할 것이다. 투자한 기간 동안 상품의 가격이 계속해서 상승하는 추세라면 DCA는 BH에 비하여 불리한 투자방식이기 때문이다.

〈표 6〉 거치식투자자와 적립식투자자의 펀드투자행태

(단위: 빈도 (%))

펀드투자행태	거치식투자자 (n=125)	적립식투자자 (n=1,142)	통계치
환매이전 평균 보유기간			NA
3개월 미만	5 (4.0)	18 (1.6)	
3개월 이상-6개월 미만	21 (16.8)	55 (4.8)	
6개월 이상-12개월 미만	44 (35.2)	113(9.9)	
1년 이상 -2년 미만	39 (31.2)	329 (28.8)	
2년 이상 -3년 미만	9(7.2)	255(22.3)	
3년 이상	7(5.6)	372(32.5)	
조사당시 펀드 잔액			F= 10.61**
평균 (만원)	4,505	2,371	
중간값 (만원)	1,050	600	
펀드투자의 주요 목적			X <sup>2</sup> =38.84***
결혼자금 마련	6 (4.8)	122 (10.7)	
주택자금 마련	12 (9.6)	165 (14.4)	
노후생활자금마련	41 (32.8)	264 (23.1)	
자녀들의 교육 자금 마련	7 (5.6)	146 (12.8)	
일시적인 여유 자금의 운용	39 (31.2)	169 (14.8)	
비상 자금 마련	8 (6.4)	137 (12.0)	
기타	10 (8.0)	100 (8.8)	
특별한 목적 없음	2 (1.6)	39 (3.4)	

주: \*\* p < .01, \*\*\* p < .001

거치식투자자와 적립식투자자의 투자잔액은 차이를 보이는 것으로 나타났다. 거치식투자자의 투자잔액은 적립식투자자의 투자잔액의 2배에 달하는 것으로 나타났다. 이는 일정한 금액을 꾸준히 투자하는 적립식투자의 특성상 적은규모로 적립식 투자를 하는 투자자들이 많기 때문이기도 할 것이며 조사대상 투자자들이 보유하고 있는 적립식투자 상품의 보유기간이 길지 않기 때문이기도 할 것이다.

〈표 6〉은 거치식투자자와 적립식투자자의 펀드투자에 있어서 가장 중요한 목적에 대한 응답분포를 보여준다. 거치식투자자들의 경우에는 노후생활자금마련과 일시적인 여유자금의 운용을 위하여 거치식으로 투자한다는 의견이 많았던 반면, 적립식투자자들의 경우에는 노후생활자금 마련을 비롯한 다양한 목적자금(예, 결혼자금, 주택자금, 교육자금, 비상자금 등)의 마련을 위하여 적립식으로 투자한다는 응답이 많았다. 앞서 거치식투자자들의 환매이전 보유기간이 적립식투자자들과 비교해 짧았던 것을 고려할 때 거치식투자자들이 일시적인 여유자금의 운용을 위해 펀드상품을 활용한다는 것을 이해할 수 있다.

적립식투자자와 거치식투자자가 서로 상이한 특성을 나타내는가를 살펴보기 위한 분산분석과 교차분석의 결과 중에서 통계적으로 유의한 차이를 보이는 특성은 〈표 7〉과 같다. 인구통계적요인 중에서는 연령과 결혼 상태에 차이를 보였으며, 사회경제적요인 중에서는 직업, 월평균 소득, 총자산 수준에 차이를 보였다. 심리적으로 중에서는 투자계획기간과 소득전망에서 집단 간 차이를 보였다. 반면, 성별, 교육수준, 위험수용성향, 부동산 전망, 주가전망, 돈에 대한 부정적인 태도에서는 거치식투자자와 적립식투자자간에 차이를 보이지 않았다.

적립식투자자는 거치식투자자와 비교할 때 연령이 낮은 편이었으며, 미혼인 경우가 많았다. 적립식투자자는 거치식투자자보다 사무직, 기술직, 생산 및 판매서비스직에 속하는 경우가 많았으며 소득과 총자산의 수준은 다소 낮은 편이었다. 투자의 계획기간은 앞서 살펴본 환매이전 평균보유기간의 결과와 마찬가지로 거치식투자자의 경우 적립식투자자에 비해 투자계획기간이 다소 짧은 것으로 나타났다. 적립식투자자는 거치식투자자와 비교할 때 향후 소득에 대하여 긍정적으로 전망하는 경우가 많았으며 돈에 대한 긍정적인 태도 점수가 다소 높았다.

적립식투자자와 거치식투자자는 교육수준이나 위험수용성향, 부동산이나 주가에

대한 전망에서 차이를 보이지 않았다는 것은 몇 가지 시사점을 제공할 수 있다. 교육수준에 따른 투자방법의 선택에 차이가 없다는 것은 펀드투자의 방법을 선택하는데 있어서 개인의 제도권 교육수준이 큰 관여를 하지 않는 것일 수도 있다. 이는 개인의 금융지식수준에 대한 중요성이 다양하게 논의되고 있는 현재 제도권 교육과 금융교육의 연계를 체계적으로 고찰해 보아야 할 필요성을 제시하는 것일 수 있다.

개인의 위험수용성향은 많은 투자연구에서 유의한 변수로 밝혀져 왔으나 본 연구의 응답자 집단에서는 거치식투자자와 적립식투자자를 구별하는 특징이 아니었다. 투자방법자체의 특징을 생각해보면 거치식투자자의 경우에 위험수용성향이 높을 것으로 기대할 수 있겠으나 투자자가 가지고 있는 다른 특성에 의한 영향이 더욱 크게 나타날 수 있음을 시사한다.

〈표 7〉 거치식투자자와 적립식투자자의 차이점

변수	특성	구분	거치식 투자자 (n=125)	적립식 투자자 (n=1,142)	통계치
인구통계적 요인	연령	평균연령(세, SD)	43.8 (10.39)	37.0 (10.14)	F=50.54***
	결혼상태	기혼(배우자 유) 미혼(배우자 무)	80.8% 19.2%	62.3% 37.7%	F=17.02***
사회경제적 요인	직업	전문직	11.2%	9.7%	X <sup>2</sup> =21.4*
		사무직	25.6%	38.3%	
		생산, 판매, 서비스직	5.6%	8.5%	
자영업		14.4%	11.4%		
	주부, 무직, 기타	35.2%	20.8%		
	월평균소득(만원, 평균, 중간값)		421 (350)	358 (300)	F=8.33**
	총자산(만원, 평균, 중간값)		96,890 (47,950)	46,856 (23,079)	F=11.70***
심리적 요인	투자 계획기간	6개월 미만	2.4%	0.8%	X <sup>2</sup> =31.24**
		6개월~1년 미만	24.0%	9.9%	
		향후1년~3년 미만	52.0%	53.4%	
향후 3~10년		16.8%	30.3%		
향후10년 이상		4.0%	4.3%		
없다/모르겠다		0.8%	1.3%		
	소득전망	긍정적	52.8%	67.6%	X <sup>2</sup> =14.17**
동일		33.6%	25.9%		
부정적		13.6%	6.5%		
	돈에 대한 긍정적인 태도 점수 (요인의 문항 합)		24.12	24.90	F=3.90*

주: \* p < .05, \*\* p < .01, \*\*\* p < .001

투자방법의 특징상 거치식투자자는 향후에 주식시장이 긍정적으로 변동할 것이라는 예측이 있는 경우에 더 타당한 투자방법일 것이다. 하지만 거치식투자자와 적립식투자자의 경우 향후 주식시장이나 부동산시장에 대한 전망에서 의미 있는 차이를

보이지 않았다.

지금까지의 비교는 적립식투자자와 거치식투자자의 다양한 특징을 단변량분석을 통해서 살펴본 것으로 제한적인 정보만을 제공한다고 할 수 있다. 따라서 다른 변수를 통제된 상황에서 적립식투자자와 거치식투자자를 비교해 보기 위하여 거치식투자자를 기준으로 (0으로 처리) 적립식투자자에 대한 로지스틱회귀분석을 실시하였다.

### 3. 적립식투자자에 영향을 미치는 요인

적립식투자자에 대한 로지스틱회귀분석을 실시한 결과는 <표 8>에 나타나 있다. 적립식투자자에 대한 로지스틱회귀분석은 [제1차 펀드투자자조사]의 전체 응답자 3,500명 중에서 현재 적립식으로만 혹은 거치식으로만 투자하는 집단 (n=1,267)에 국한되어 있으며 적립식투자와 거치식투자를 모두 하는 경우는 분석에서 제외되었다.

<표 8>에서 보는 바와 같이 다른 조건이 동일할 때 적립식투자자를 구별하는 요인은 연령, 성별, 직업, 총자산수준인 것으로 나타났다. 다른 조건이 동일하다면 연령이 낮은 경우에 거치식투자 보다는 적립식투자를 하게 될 확률이 높게 나타났다. 또한 남성인 경우에는 적립식투자를 하게 될 확률이 더 낮게 나타났다. 직업은 주부를 포함한 무직과 비교할 때 다른 직업을 가진 경우에 적립식투자를 하게 될 확률이 높게 나타났다. 특히 다른 조건이 같다면 주부 또는 무직과 비교할 때 기술직의 경우에는 적립식으로 투자할 확률이 3배가 넘는 것으로 나타났다. 총자산의 경우는 총자산의 규모가 낮을수록 적립식으로 투자할 확률이 높게 나타났다. 다변량분석의 결과, 적립식투자자는 인구통계적요인과 사회경제적요인에 따라 영향을 받으나 심리적요인의 영향은 의미 있게 나타나지 않았다.

이러한 결과를 기존에 위험자산보유를 연구한 문숙재와 양정선(1996)의 연구, 포트폴리오 수익률을 연구한 최지은, 정순희, 여윤경 (2005)의 연구와 비교해 보면 연령과 성별 등에 따른 투자행태의 차이는 동일하게 나타나고 있으나 교육수준이

투자행태에 영향을 미친다는 기존의 연구와는 달리 본 연구에서는 교육수준에 따른 차이를 보이지 않았다. 이는 앞서 설명한 바와 같이 교육수준 특히 제도권 교육의 정도가 펀드투자의 방법을 결정하는 데에 있어서는 의미 있는 관련을 보이지 않을 수 있음을 시사한다.

〈표 8〉 적립식투자에 영향을 미치는 요인

(적립식투자자=1, n=1,267)

변수	특 성	구 분	b	Exp (B)	Sig.
인구통계적 요인	연령		-0.04	0.96	0.00
	성별 (남성=1)		-0.70	0.50	0.01
	결혼상태 (기혼 =1)		-0.25	0.78	0.39
사회경제적 요인	학력 (대학원 이상 기준)	중졸이하	0.36	1.44	0.69
		고졸이하	0.12	1.12	0.77
		전문대졸	0.22	1.25	0.58
		대졸이하	0.33	1.39	0.34
	직업 (주부, 무직기준)	전문직	0.95	2.58	0.02
		사무직	1.01	2.73	0.00
		기술직	1.13	3.10	0.01
		생산, 판매, 서비스직	1.06	2.90	0.02
		자영업	0.76	2.14	0.03
	월평균소득		-9.2E-05	0.99	0.84
총자산		-1E-06	0.99	0.02	
위험수용성향		-0.13	0.88	0.29	
심리적 요인	투자계획 기간	6개월 미만	-1.32	0.27	0.31
		6개월 ~ 1년 미만	-1.27	0.28	0.24
		1년 ~ 3년 미만	-0.20	0.81	0.85
		3년 ~ 10년 미만	0.55	1.73	0.62
		10년 이상	-0.10	0.91	0.93
	부동산전망 (동일기준)	긍정적	0.01	1.01	0.97
		부정적	0.45	1.56	0.15
	주가전망 (동일기준)	긍정적	-0.15	0.86	0.55
		부정적	-0.06	0.94	0.90
	소득전망 (동일기준)	긍정적	0.04	1.04	0.88
부정적		-0.29	0.75	0.40	
돈에 대한 긍정적 태도		0.11	1.12	0.28	
돈에 대한 부정적 태도		0.19	1.21	0.08	
상수			4.20	66.66	0.00
Hosmer and Lemeshow Test			Cox & Snell R <sup>2</sup>	0.08	
Chi-square			3.81	Nagelkerke R <sup>2</sup>	
Model Chi-Square			108.54***	분류정확도	
				90.1%	

주: \*\*\* p &lt; .001

#### 4. 적립식투자자 중에서 안정적으로 투자하는 경우와 공격적으로 투자하는 경우의 비교

본 연구에서는 적립식투자자의 특성을 살펴보고 적립식투자자 중에서 공격적으로 투자하는 경우와 안정적으로 투자하는 경우가 어떻게 다른지를 투자자특성을 통해 살펴보고자 하였다. 이에 적립식투자자 중에서 주식형, 혼합형, 기타유형에 속하는 펀드만을 보유하는 경우를 공격적투자자로 채권형 펀드만을 보유하는 경우를 안정적투자자로 구분하고 투자자특징을 비교하였다. 비교결과 안정적투자자와 공격적투자자의 경우 월평균 적립식 투자금액에는 차이를 보이지 않았다. 안정적으로 투자하는 경우의 월평균 적립식 투자금액은 약 57만원 (표준편차 80만원)이며 공격적으로 투자하는 경우 월평균 적립식 투자금액은 약 51만원 (표준편차 81만원) 이었으나 분산분석 결과 유의한 차이를 보이지 않는 것으로 나타났다.

앞서 살펴본 바와 마찬가지로 투자자들의 인구통계적요인, 사회경제적요인, 심리적 요인이 안정적투자자와 공격적투자자에 따라 차이를 보이는지 살펴본 결과 <표 8>에 나와 있는 바와 같이 총자산 수준과 위험수용성향만이 통계적으로 유의한 차이를 보였다. 적립식으로 투자하되 채권형에만 투자하는 투자자는 적립식으로 투자하되 주식형, 혼합형, 기타의 유형에만 투자하는 투자자와 비교할 때 총자산의 수준이 월등하게 높았으며, 위험수용성향이 낮았다.

<표 9>에서 보는 바와 같이 안정적투자를 하는 적립식투자자의 경우에는 최소한의 위험만을 선택한다는 위험회피적인 성향을 가진 사람이 38.7%를 차지하였으며 이는 앞의 <표 4>와 비교해 볼 때 조사대상 전체 응답자의 24.9%와 비교하여도 높은 비중임을 알 수 있다. 즉, 적립식투자를 하되 채권형에만 안정적으로 투자하는 사람들의 경우에는 위험회피적인 성향이 다른 투자자들과 비교할 때 높음을 시사한다. 반면, 적립식투자를 하되 공격적으로 하는 경우에는 상당한 위험을 선택한다는 비중이 다른 투자자집단이나 전체응답자보다 높은 것으로 나타남을 볼 수 있다.

〈표 9〉 적립식투자자 중에서 안정적투자자와 공격적투자자의 차이점

변수	특성	구분	안정적 (n=31)	공격적 (n=586)	통계치
사회경제적 요인	총자산 (만원, 평균, 중간값)		72,689 (31,200)	41,310 (22,115)	F=4.99*
심리적 요인	위험수용 성향	최소한의 위험	38.7%	16.4%	X <sup>2</sup> =14.26**
		평균정도의 위험	32.3%	23.7%	
		평균이상의 위험	25.8%	48.5%	
		상당한 위험	3.2%	11.4%	

주: \* p < .05, \*\* p < .01

그렇다면 적립식투자자 중에서 공격적으로 투자하는 경우에 영향을 미치는 요인은 어떠한 것들이 있을까? 이를 다변량분석을 통해 살펴보기 위하여 적립식투자자 중에서 공격적투자를 하는 경우를 1로 안정적투자를 하는 경우를 0으로 한 로지스틱회귀분석을 실시하였다. 결과는 〈표 10〉에 나와 있는 바와 같다. 분석대상이 적립식투자자 중에서 안정적으로만 혹은 공격적으로만 투자하는 경우에 국한되어 있으므로 응답자가 없는 항목이 포함된 변수 (투자계획기간, 부정적인 소득전망)는 분석에서 제외하였다. 또한, 본 분석은 적립식투자자 중에서 안정적으로만 투자하는 경우와 공격적으로만 투자하는 경우를 비교한 결과이므로 두 집단을 구별하는 요인을 나타낸다고 할 수 있다.

〈표 10〉 적립식투자자 중 공격적 투자에 영향을 미치는 요인

(공격적투자=1, n=617)

변수	특성	구분	b	Exp (B)	Sig.
인구통계적 요인	연령		-0.01	0.99	0.66
	성별 (남성=1)		0.50	1.65	0.28
	결혼상태 (기혼 =1)		0.27	1.31	0.62
사회경제적 요인	학력 (대학원이 상 기준)	중졸이하	-0.40	0.67	0.79
		고졸이하	0.74	2.09	0.34
		전문대졸	0.17	1.19	0.82
		대졸이하	0.48	1.61	0.47
	직업 (주부, 무직기준)	전문직	-0.87	0.42	0.30
		사무직	-0.30	0.74	0.65
		기술직	-1.11	0.33	0.14
		생산, 판매, 서비스직	-1.53	0.22	0.04
		자영업	-0.30	0.74	0.73
	월평균소득		7.0E-04	1.00	0.56
총자산		-2.8E-06	1.00	0.11	
심리적 요인	위험수용성향		0.74	2.09	0.00
	부동산전망 (동일기준)	긍정적	-0.27	0.76	0.58
		부정적	-0.51	0.60	0.37
	주가전망 (동일기준)	긍정적	0.21	1.23	0.63
		부정적	-0.50	0.60	0.46
	소득전망 (동일기준)	긍정적	-1.01	0.37	0.05
	돈에 대한 긍정적 태도		0.17	1.18	0.40
	돈에 대한 부정적 태도		-0.01	0.99	0.95
상수		2.36	10.63	0.14	
Hosmer and Lemeshow Test			Cox & Snell R <sup>2</sup>	0.05	
Chi-square		6.96	Nagelkerke R <sup>2</sup>	0.16	
Model Chi-Square		33.31*	분류정확도	95.1%	

주: \* p < .05

로지스틱회귀분석의 결과 직업, 위험수용성향, 소득에 대한 전망이 유의한 영향 변수로 나타났다. 직업이 주부를 포함한 무직인 경우와 비교할 때 생산, 판매, 서비스직에 종사하는 경우에 공격적으로 투자할 확률이 낮았다. 많은 위험을 선택하는 경우 즉, 위험수용성향이 높은 경우에 공격적인 투자를 할 확률이 높게 나타났다. 소득전망의 경우 3년 후 소득이 현재와 동일할 것이라고 예측하는 경우와 비교할 때 긍정적으로 예측하는 경우에는 공격적으로 투자할 확률이 더 낮았다. 즉, 앞으로 소득이 더 많을 것이라고 예측하는 소비자들이 적립식투자를 할 때 공격적으로 하게 될 확률이 낮은 반면 안정적으로 투자하게 될 확률은 더 높다는 것이다.

이와 같은 결과는 적립식투자자가 상품을 선택할 때, 직업, 위험수용성향, 소득전망 등이 공격적으로 투자할 것인지 혹은 안정적으로 투자할 것인지에 영향을 미친다는 것을 뜻한다. 특히 위험수용성향의 경우는 공격적인 투자상품을 선택할 확률을 높이는데 결정적인 역할을 하는 변수로 나타나 투자자들의 위험수용성향에 대한 파악이 중요하다는 것을 보여주는 결과라고 할 수 있다.

## V. 논의 및 제언

펀드는 현재 우리나라 가계가 활용하는 투자대안 중에서 인기를 누리고 있는 투자대안의 하나이다. 특히 적립식펀드는 2009년 5월말을 기준으로 할 때 1,342만 계좌에 달할 정도로 인기가 높다. 지금까지의 펀드투자행동에 대한 연구는 거시적인 차원에서의 펀드투자동향이나 가계자산에서 펀드가 차지하는 비중 등을 중심으로 이루어져 왔으며 실제 가계의 펀드투자행동에 대한 연구는 많지 않다. 본 연구에서는 2007년 한국투자자교육재단에서 실시한 [제1차 펀드투자자조사]를 이용하여 적립식으로 투자하는 가계의 특성을 살펴보았다. 가계의 인구통계적, 사회경제적, 심리적인 특성이 적립식으로 투자하는 가계와 거치식으로 투자하는 가계를 구별하는 요인이 되는지 어떠한 요인이 영향을 미치는지, 그리고 적립식으로 투자하는 투자자 중에서 안정적으로 투자하는 경우와 공격적으로 투자하는 경우는 다른 특성을 가지고 있는지를 분석하였다. 이러한 연구는 개인 및 가계 단위의 조사자료를 이용

하여 미시적인 관점에서 펀드와 관련한 투자의사결정과 그에 영향을 미치는 요인을 파악한 것으로 기존연구에서 많이 다루어지지 않았던 내용을 보완하고 실질적인 정보를 제공하는데 의의가 있다고 할 수 있다.

분석결과 적립식투자자와 거치식투자자는 인구통계적, 사회경제적, 심리적으로 다른 특성을 보여주었다. 먼저 인구통계적요인 중에서 적립식투자자와 거치식투자자의 차이는 연령이다. 연령이 낮은 경우에 적립식으로만 투자하게 될 확률이 높게 나타났다. 이는 적립식투자자가 거치식투자자에 비하여 투자의 계획기간이 다소 길고 투자의 목적도 장기적인 목적을 가지고 있는 것과 관련이 된다. DCA의 성과를 보기 위해서는 투자상품을 장기적으로 보유하고 있어서 투자기간동안 주식시장이 적립식으로 투자하는 사람들에게 불리하게만 움직여서는 안 된다. 따라서 적립식투자자는 투자의 계획기간이 길수록 적합하다고 할 수 있는데 본 연구에서는 실제 개인과 가계가 적립식으로 투자하는 경우에는 투자의 계획기간이 긴 것으로 나타났다. 이는 적립식투자의 특성을 이해한 개인들이 내린 투자의사결정이라고 할 수도 있으며 개인들이 적립식투자의 특성을 소액을 장기적으로 투자할 수 있는 투자상품으로 인식하고 있는 결과라고 할 수도 있다. 연령이 낮은 사람들이 소액을 장기적으로 투자하는 적립식투자에 더욱 관심을 가질 수 있기 때문이다.

적립식투자자와 거치식투자자가 나타내는 사회경제적인 차이는 총자산수준이다. 총자산이 많을수록 적립식투자자보다는 거치식투자자가 될 확률이 높았다. 이는 앞서 연령이 낮을수록 적립식투자자가 될 가능성이 높은 것과 연관이 된다고 할 수 있겠으나 총자산수준은 다변량분석인 경우에도 영향을 미치는 변수로 나타나 가계의 자산수준이 펀드투자행태에 영향을 미치는 변수임을 알 수 있다. 이는 거치식투자자의 경우 투자의 주된 목적이 일시적인 여유자금의 운용인 경우가 많은 것과 관련이 된다고 할 수 있으며, 거치식투자를 하는 경우 펀드투자잔액이 적립식투자를 하는 경우의 투자잔액보다 2배가량 높았던 것과도 관련이 된다고 할 수 있다.

심리적요인 중에서는 투자의 계획기간, 소득에 대한 전망, 돈에 대한 태도 등에서 거치식투자자와 적립식투자자가 다른 특성을 보였으나 다변량분석의 결과 이러한 변수들의 영향력은 보이지 않았다. 따라서 적립식투자자와 거치식투자자를 구별하는 요인 중에서 심리적요인의 영향력은 그리 크지 않음을 알 수 있다. 특히, 심리적

요인에 포함된 변수 중에서 위험수용성향, 투자계획기간, 소득, 주식시장, 부동산시장 등에 대한 전망은 투자의 의사결정에서 중요하게 고려되어야 하는 사항들임에도 불구하고 적립식으로 투자할 것인가 혹은 거치식으로 투자할 것인가에 결정적인 영향을 미치는 요인이 아니었다. 이는 아직까지 투자자들이 적립식으로 투자할 것인가 혹은 거치식으로 투자할 것인가를 결정하는데 있어서 자신의 투자심리나 투자성과와 직접 관련된 특성 보다는 투자의 여건이나 능력 등에 영향을 많이 받는다는 것을 뜻한다고 할 수 있다.

적립식으로 투자하는 사람들이 투자상품을 선택하는 단계에서 안정적으로 투자하는지 공격적으로 투자하는지를 살펴본 결과 인구통계적, 사회경제적요인 보다는 심리적 요인에 의한 영향을 많이 받는 것으로 나타났다. 적립식투자 여부의 의사결정에서는 인구통계적, 사회경제적인 특성에 의해 의사결정을 내리지만 실제 투자상품을 결정하는 단계에서는 자신의 위험수용성향과 향후 소득에 대한 전망에 영향을 받는다는 것이다. 안정적으로 투자하는 사람들은 공격적으로 투자하는 사람들에 비하여 위험수용성향이 낮은 것으로 나타났으며, 3년 후 소득이 현재와 비교할 때 긍정적일 것이라고 예측하는 경우가 더 많은 것으로 나타났다. 본 연구의 조사 자료가 “자본시장과 금융투자업에 관한 법률”이 시행되기 이전에 이루어진 것을 고려할 때 개인의 위험수용성향과 상품의 선택이 관련되었다는 연구결과는 시사하는 내용이 크다. 이는 금융상품선정에 있어서 개인들은 자신의 위험수용성향에 의해 금융상품을 선택한다는 것을 보여주어 위험수용성향이 금융의사결정에 중요한 역할을 한다는 것을 나타낸다.

이러한 결과를 기존의 연구와 비교해 볼 때, 인구통계적, 사회경제적 요인 중에서 연령과 총자산은 가계의 금융행태와 밀접한 관련이 있는 변수임을 알 수 있다. 먼저, 연령은 기존의 연구 (문숙재 · 양정선, 1996; 최지은 · 정순희 · 여윤경, 2005) 에서도 투자행태에 다양하게 영향을 주는 변수로 나타났으며 최지은 등은 자산수준 또한 가계의 포트폴리오 형성에 영향을 미친다고 보고하였다. 하지만 본 연구에서는 기존의 문헌에서 의미 있는 변수로 밝혀진 교육수준은 적립식투자자와 밀접한 관련을 보이는 요인이 아닌 것으로 나타났다. 또한 심리적 요인에 속하는 위험수용성향이나 소득전망 등의 변수가 적립식투자자들의 상품선택과 관련이 있음을

보여준 본 연구 결과는 기존 문헌과 마찬가지로 심리적요인의 중요성을 나타낸다고 할 수 있다.

본 연구의 결과는 재무설계사나 펀드상품을 취급하는 금융업 종사자들에게 적립식투자자와 거치식투자자의 인구통계적, 사회경제적인 특성이 다르다는 것을 인식하게 하여 투자자특성에 따른 투자권유 방향의 설정에 도움을 줄 수 있다. 또한 투자목적이나 투자계획기간은 다변량 변수에서 유의미한 변수는 아니었으나 적립식투자자와 거치식투자자의 의사결정에 영향을 미치는 변수이기 때문에 개인 투자자들이 가지고 있는 투자목적이나 투자계획기간을 파악하는 것은 개인투자자들의 투자의사결정에 도움이 될 수 있다. 더불어 위험수용성향은 공격적인 상품 혹은 안정적인 상품을 선택하는 상품선택의 단계에 영향을 미치는 변수이기 때문에 위험수용성향에 대한 정확한 판단이 중요하다는 것을 알 수 있다. 하지만 공격적으로 혹은 안정적으로 투자하는 경우는 개인의 인구통계적인 특성이나 사회경제적인 특성에 큰 영향을 받지 않으므로 그러한 특성에 따른 마케팅전략 보다는 개인의 심리적 특성에 따른 마케팅전략이 중요하다고 할 수 있겠다.

본 연구는 가계단위에서 개인의 다양한 특성에 따른 펀드투자 행태를 살펴보았다. 하지만 연구 자료의 특성상 안정적으로만 투자하는 적립식투자자의 사례가 많지 않았기 때문에 보다 많은 사례수를 확보한 분석이 필요하다. 또한 개인이 가지고 있는 다른 특성들, 라이프스타일이나 가치관, 라이프사이클 단계 등을 고려한 분석은 실무와 연구에 보다 다양한 정보를 제공할 수 있을 것이다. 개인과 가계의 펀드투자행태에 대한 향후 연구를 위해 보다 많은 데이터의 축적이 필요하며 시계열적인 분석을 통한 펀드투자행태 변화를 살펴보는 것 또한 유용한 정보를 제공할 수 있을 것이다.

## 참고 문헌

- 금융투자협회, 『2009년 상반기 펀드시장 동향』, 2009. 7. 7.
- \_\_\_\_\_, 『'09년 5월말 적립식 판매 현황』, 2009. 6. 29.
- 문숙재 · 양정선, 「가계의 위험자산과 안전자산 투자분석 - 금융자산을 중심으로」, 『한국가정관리학회지』, 제14권 3호, 한국가정관리학회, 1996, pp. 109~120.
- 이재은, 「성격요인이 주식투자행동에 미치는 요인에 관한 연구」, 『한국경영학회 통합학술대회 자료집』, 한국 경영학회, 2008.
- 자산운용협회, 『2008년 펀드산업 회고』, 2009.
- 주소현 · 최현자 · 성영애, 「우리나라 펀드투자자의 펀드투자 의사결정에 따른 투자행태」, 『Financial Planning Review』, 제2권 1호, 한국FP학회, pp. 75~102.
- 최지은 · 정순희 · 여운경, 「소비자의 자산계층별 금융자산 포트폴리오」, 『소비자학연구』, 제16권 1호, 한국소비자학회, 2005, pp. 55~71.
- 통계청, 『가계동향조사』, 2009.
- 한국은행, 『금융통화통계』, 2009.
- 한미영 · 김재휘, 「개인투자자의 자기고양적 지각과 투자확신이 위험투자행동에 미치는 영향」, 『한국심리학회지: 사회문제』, 제13권 3호, 2007, pp. 89~109.
- Boscaljon, B., "Time, wealth, and human capital as determinants of asset allocation", *Financial Services Review*, Vol. 13, 2004, pp. 167~184.
- Brennan, M. J., Li, F., and Torous, W. N., "Dollar Cost Averaging", *Review of Finance*, Vol 9, 2005, pp. 509~535.
- Ketchum, M. D., "Investment Management Through Formula Timing Plans", *Journal of Business*, Vol 20, July 1947, pp. 156~169.
- Leggio, K. B. and Lien, D., "An Empirical Examination of the Effectiveness of Dollar-Cost Averaging Using Downside Risk Performance Measures", *Journal of Economics and Finance*, Vol. 27 No 2, Summer 2003, pp. 211~223.
- Malkiel, B. G., *A Random Walk Down Wall Street*, New York: W.W. Norton & Company, 1996.
- Rozeff, M., "Lump-sum investing versus Dollar-cost Averaging", *Journal of Portfolio management*, Vol. 20, 1994, pp. 45~50.

Statman, M., "A Behavioral Framework for Dollar-Cost Averaging", *Journal of Portfolio Management*, Vol 22, 1995, pp. 70~78.

Weston, J. F., "Some Theoretical Aspects of Formula Timing Plans", *Journal of Business*, Vol. 22, October 1949, pp. 249~270.

## Abstract

Mutual fund is one of the most popular investment vehicles in Korea. So far, research on mutual fund investment has been mainly conducted at macro level with macro data on market trends, national accounts, and industry outlook. Not many research has dealt with mutual fund investment decision making at individual or household level. The purpose of this research is to examine household mutual fund investment behavior using the [2007 Investor Survey] conducted by Korea Investors Education Foundation. Especially, this research compares those who invest in mutual funds by Dollar Cost Averaging (DCA) method and those who utilize Lump Sum (LS) method. In addition, this research compares conservative investors and aggressive investors among the DCA investors.

The results showed that the DCA investors have different demographic, socio-economic, and psychographic characteristics from the LS investors. Those who younger tend to invest in mutual funds with DCA methods while those who older tend to use LS method. Those who has higher levels of household assets tend to use LS method. Among psychographic characteristics, investment horizon, expectations on future income, and money attitudes were different between DCA investors and LS investors. The results from the logistic regression showed those who are younger, female, have jobs, and have lower levels of household assets were more likely to be DCA investors than LS investors when other factors are equal.

Among the DCA investors, conservative investors have different psychographic characteristics from aggressive investors. Especially the financial risk tolerance level were different between the two groups. Conservative investors have lower levels of financial risk tolerance than aggressive investors. The results from this research could provide practical implications for financial professionals.

※ Key words: Dollar Cost Averaging, Financial Risk Tolerance, Investor Survey, Lump Sum Investment, Money Attitudes, Mutual Fund Investment