
V. 은퇴가구의 자산보유 및 운용행태 분석

1. 중·고령자 가구의 자산 및 부채⁸⁾

- 자산은 소득과 달리 저량(stock) 개념이므로 특정 시점에서 측정할 수 있으며 장기적인 가계의 재무상태를 파악하는 특성을 가지고 있으며 자산소득이라는 또 다른 소득을 창출하는 원천으로 근로소득이 단절되는 은퇴 후 가계재무에 있어 중요성을 가짐.
 - 근로소득이 사라지거나 적어지는 은퇴가구에 있어 자산은 가계의 재무상태를 측정하는 중요한 수단임.

- KReIS에서는 기존에 부부단위로 측정하였던 자산과 부채를 3차년도 조사부터 가구단위로 측정하도록 설계함.
 - 자산은 부동산자산과 금융자산, 그리고 기타자산으로 나누어 조사하였으며 소득이나 소비지출 항목과는 달리 해당년도의 현재를 기준(3차년도의 경우 2009년 현재)으로 응답함.
 - 부동산자산은 현재 살고 있는 주택, 소유사업체, 기타 소유 부동산 등을 의미함.
 - 금융자산에는 은행예금, 주식, 채권, 신탁, 보험, 아직 타지 않은 계와 개인적으로 다른 사람에게 빌려준 돈이 포함됨.
 - 기타자산에는 직접적인 사업목적으로 사용되지 않은 승용차, 트럭, 선박, 버스, 농기계, 콘도 및 골프 등 각종 회원권, 귀금속, 그림과 같은 소장 예술품 등이 포함됨.

8) KReIS 자료와 관련된 보다 자세한 내용은 국민연금연구원(2010)을 참조하기 바란다.

- 2005년에서 2009년 사이 전반적인 자산과 부채 규모의 변화를 살펴보면 자산규모는 2005년과 비교하여 모든 소득계층에서 증가한 것으로 나타나고 있으나 그 증가폭은 상위 소득계층으로 갈수록 높게 나타나고 있는 것으로 보고됨.
 - 먼저 총자산을 기준으로 상위5분위 계층과 하위1분위 소득계층 간 자산의 격차는 시간이 지남에 따라 확대되고 있는데 이는 주로 고소득계층의 자산규모 확대에 기인한 것으로 보고
 - 반면, 부채의 격차는 2009년에 들어 감소하였으며 이는 저소득계층에서의 가계부채 증가에 기인한 것으로 보고
 - 전반적으로 자산보유 규모가 작은 저소득층은 그 자산규모의 변화폭도 상대적으로 낮은 수준에 머물러 있어 앞으로 개인적으로나 제도적으로 저소득층의 자산형성을 유인하지 못한다면 중·고령층의 소득계층 간 자산격차는 더욱 커질 가능성이 제기됨.
 - 이로 인하여 저소득 중·고령자 세대는 노후 자산빈곤을 경험할 가능성이 높아질 것으로 보이며 향후 사회문제로 제기될 가능성이 높기에 중·고령자 가구의 자산분배에 대한 보다 엄밀한 분석을 이하에서 수행함.

- KReIS 자료의 중·고령자 세대의 연령별 자산상태의 변화를 살펴보면 65세를 전후하여 자산의 규모가 감소됨.
 - 65세 이상의 연령층에서는 그 이하의 연령층에 비하여 부동산자산 기준으로는 48%, 금융자산기준으로는 50%, 그리고 순자산 기준으로는 50%로 하락함.
 - 일반적으로 중·고령자 세대의 자산규모가 감소하는 원인으로 가구주의 유증동기(bequest motive)가 제기됨.
 - KReIS 자료에서도 실제 중·고령자 세대의 78.1%가 60대 중반 이전에 이미 자녀 등을 포함한 가족 구성원에게 재산을 증여하였으며 본격적

인 퇴직을 앞둔 55~59세 사이에 가장 많은 재산이 증여되는 것으로 보고됨(국민연금연구원 2010).

- 중·고령자 가구의 연령대별 부채수준의 변화를 살펴보면 60대 초중반까지 가계부채가 증가하고 이후 부채가 감소하는 것으로 나타남.
 - 부채보유 65세 이후 고령자 가구의 평균 부채는 이전 시기의 30.7% 수준으로 하락하는 것으로 조사됨.
 - 중·고령자들은 주된 일자리에서 물러나게 되는 60세 전후로 부족한 생활자금 마련을 위해 창업 등을 목적으로 부채가 증가할 가능성도 제기됨.
 - 65세 이후의 고령자 세대 중 담보자산 내지 소득 부족으로 인해 금융에 대한 접근성이 강제적으로 제한될 가능성이 있음.
 - KReIS 자료상에서 65세 이후의 고령자중 10명 중 약 7명은 부채가 없는 것으로 나타나고 있는데 이는 이들의 금융니즈도 고령에 따라 감소하기도 하지만 담보 내지 재무여력 취약 등으로 금융소외가 발생할 가능성이 제기됨.
 - 소득이 낮거나 담보자산이 없는 중·고령자 세대의 경우 유동성 제약에 직면할 가능성이 제기되고 있으며 이와 같은 사실은 앞서의 중·고령자 가구의 유동성제약 분석을 통해 확인할 수 있었음.

- 한편, KLoSA 자료를 이용하여 중·고령자의 건강상태별 자산보유 및 소득 등 경제여건 및 연령, 교육수준 등 인구사회학 특성을 비교한 결과 이들 변수간의 어느 정도 관계가 존재하는 것으로 파악됨.
 - 응답자의 건강상태가 양호할수록 소득 및 자산 수준이 높아지며 연령은 낮은 것으로 나타났음.
 - 가구주 및 배우자 학력도 건강이 좋을수록 높은 것으로 나타났으며 경제적인 특성을 살펴보면 건강상태가 좋지 않을수록 대체적으로 금융자산 비중이 높고 위험자산의 비중이 낮은 것으로 나타났음.

〈표 V-1〉 건강상태별 가계의 경제·인구사회학적 특성

(단위: 만 원)

| 건강상태 | 자산 | 금융자산 비중 | 위험자산 의 비중 | 가구소득 | 연령 | 교육수준 | 배우자 학력 |
|-------|--------|------------|--------------|-------|----|------|-----------|
| 매우 좋음 | 28,302 | 0.19 | 0.02 | 3,318 | 56 | 2.7 | 2.6 |
| 좋은 편 | 21,184 | 0.18 | 0.03 | 2,852 | 58 | 2.3 | 2.3 |
| 보통 | 14,774 | 0.18 | 0.01 | 1,954 | 64 | 1.9 | 1.9 |
| 나쁜 편 | 9,906 | 0.20 | 0.01 | 1,348 | 68 | 1.4 | 1.6 |
| 매우 나쁨 | 5,607 | 0.22 | 0 | 972 | 71 | 1.3 | 1.4 |

주: 교육수준은 1: 초등학교 졸업 이하, 2: 중학교 졸업, 3: 고등학교 졸업, 4: 대학교 졸업 이상.
자료: KLoSA, 각 년도.

2. 은퇴가구의 자산보유 및 운용의 특징

- 다음에서는 KReIS 1~3차년도 자료를 토대로 구축한 가구패널자료를 이용하여 동일 가구의 은퇴 전후 자산행태의 변화가 있었는지를 분석함.

가. 은퇴 전후 자산의 변화

- III장에서 수행한 은퇴 전후 소비의 변화를 기술적으로 분석한 방식과 유사하게 본격적인 가계행태 실증분석에 앞서 은퇴 전후 동일 가구보유 자산의 변화가 있는지를 검정함.
 - 분석결과 은퇴 전후 가계의 자산변화는 통계적으로 유의미하지 않게 나타나 은퇴 후 가계들이 자산의 처분을 통해 소득 감소분을 보전한다고 하는 가정을 뒷받침하지 않는 것으로 나타남.
 - 가계 자산보유의 장기적인 속성을 감안할 때 이와 같은 결과는 현재 사용하고 있는 자료의 시간(time span)이 상대적으로 짧아 은퇴 직후의 단기적인 효과일 가능성이 있음.

- 앞의 소절에서 제시한 바대로 중·고령자 가구들은 자산의 처분을 통상적인 은퇴시기보다 훨씬 이후인 65세 이후에 하는 것으로 나타남.
 - 가계재무에 있어 최종 안전판으로서 그리고 유증자산으로서의 중요성을 감안할 때 이와 같은 결과는 오히려 자연스러운 결과일 수도 있음.
 - 은퇴 전후 근로소득의 감소는 나타나고 있지만 총소득의 변화도 크지 않은 것으로 나타나 자산을 바로 처분하지는 않고 자산소득 내지 이전 소득과 같은 이를 대체하는 소득이 있거나 자체적인 소비구조 조정 또는 부채를 활용하고 있는 것으로 추정됨.
- 자산구성의 변화도 은퇴 전후 통계적으로 유의미한 차이를 찾기 어려운 것으로 나타남.

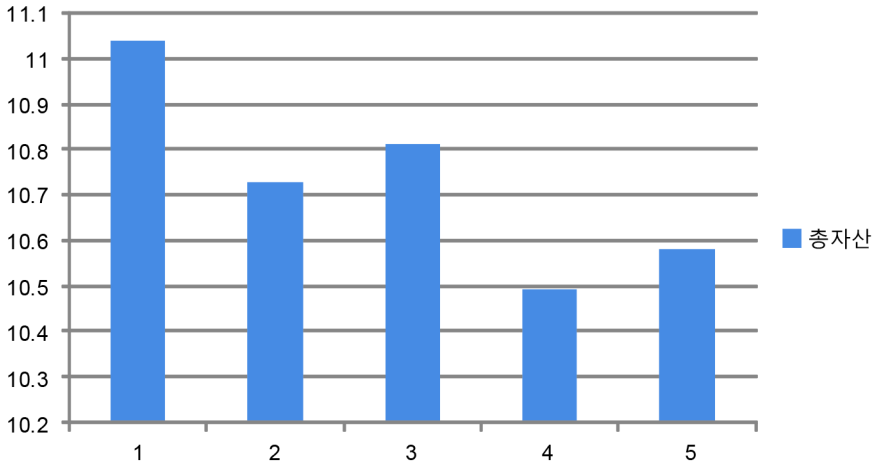
〈표 V-2〉 은퇴 전후 자산 및 자산구성의 변화

| 항목 | 은퇴 전후 변화(추정치) | t 값 |
|--------|---------------|------|
| 총자산 | 8,881.1 | 1.3 |
| 실물자산 | 8,634 | 1.3 |
| 금융자산 | 520.5 | 0.4 |
| 부채 | 1,047.5 | 0.7 |
| 순자산 | 7,833.6 | 1.1 |
| 실물자산비중 | 0.016 | 1.4 |
| 금융자산비중 | -0.006 | -0.5 |
| 부채/자산 | -0.48 | -0.5 |

나. 은퇴 경과기간에 따른 자산보유 수준의 변화

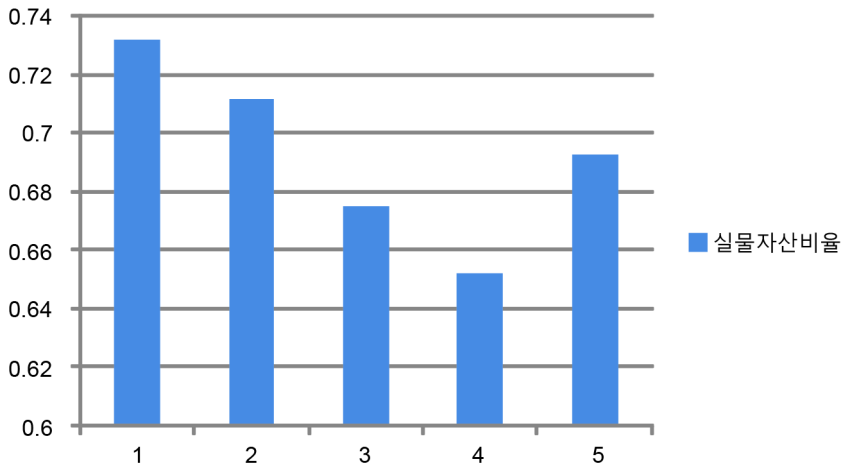
- 앞 소절에서의 패널자료의 속성을 이용한 분석이 비교적 은퇴 후 시간이 4년 이내에 짧은 기기로 자산보유 행태의 장기적인 속성과 부합되지 않는 측면이 있으므로 장기효과를 부분적으로라도 살펴보기에 횡단면 자료를 이용하여 은퇴의 중장기적 영향을 살펴보기로 함.
 - 은퇴발생 시점과 현재 조사시점을 비교하여 이를 은퇴경과시간으로 측정하는데 가구주의 은퇴시기가 2000년이었고 조사시점이 2009년이었다면 은퇴경과시간은 9년으로 간주함.
 - 은퇴하였다고 응답한 가구들을 대상으로 현재시점과의 비교를 통해 은퇴 경과기간을 산정하고 이를 기준으로 5분위로 구분하였음.
 - 은퇴경과 기간을 1기간(0~2년), 2기간(3~5년), 3기간(6~8년), 4기간(9~12년), 5기간(13~25년)으로 구분함.
 - 한편 다른 기의 경우 은퇴 경과기간이 2~3년 내외를 포함하고 있는 반면, 5기의 경우 포괄기간이 13~25년으로 매우 장기임에 유의할 필요가 있음.
 - 5기의 경우 매우 이질적인 가구들이 포함될 가능성이 높고 측정오차가 발생할 가능성이 높아 이에 대한 해석은 제한적으로 이루어질 필요가 있음.
- 은퇴경과시간에 따른 효과를 살펴보면 단기효과와 달리 일정 부분 자산소진이 발생하고 있음을 확인할 수 있으나 이는 이질적인 가구들의 단순 비교라는 점에서 한계가 있음.
 - 횡단면 자료를 이용하여 분석한 결과 총자산은 은퇴기간이 늘어남에 따라 점진적으로 줄어들고 있으며, 특히 전체자산 중 실물자산의 비중이 감소하는 것으로 나타남.

〈그림 V-1〉 은퇴 경과기간에 따른 총자산 추이



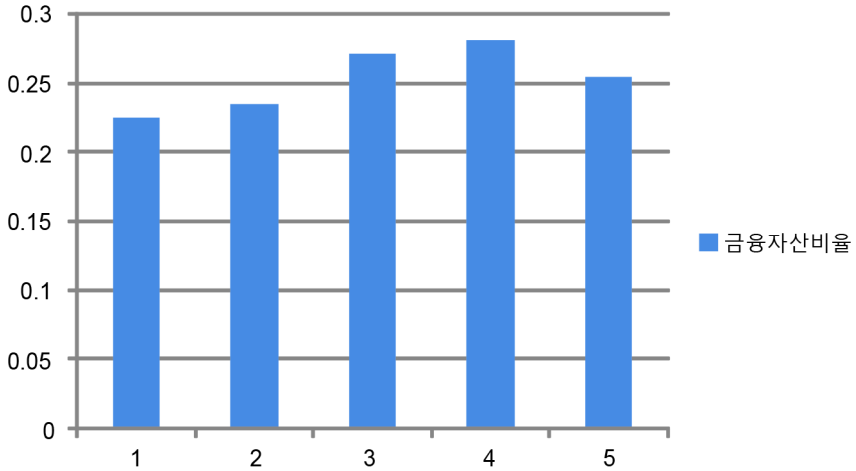
주: x 축은 은퇴경과기간으로 각각 1기(0~2년), 2기(3~5년), 3기(6~8년), 4기(9~12년), 5기(13~25년)로 구분함.

〈그림 V-2〉 은퇴 경과기간에 따른 실물자산 비중 추이



주: x 축은 은퇴경과기간으로 각각 1기(0~2년), 2기(3~5년), 3기(6~8년), 4기(9~12년), 5기(13~25년)로 구분함.

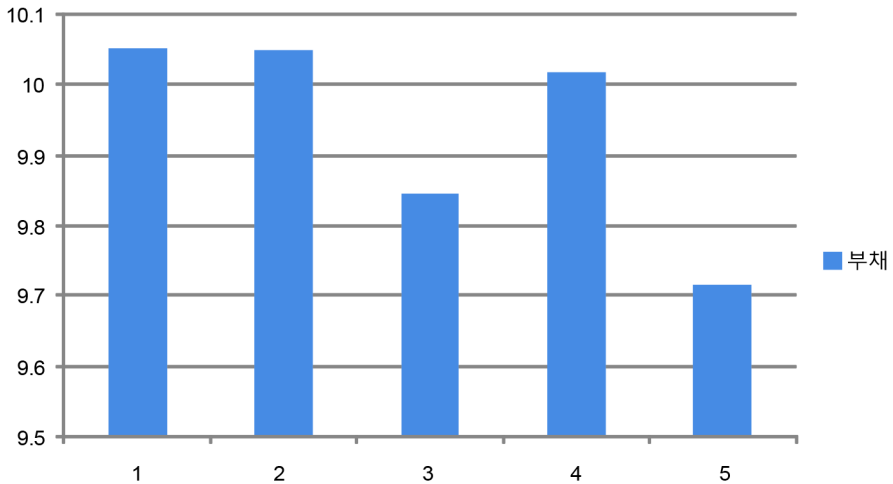
〈그림 V-3〉 은퇴 경과기간에 따른 금융자산 비중 추이



주: x 축은 은퇴경과기간으로 각각 1기(0~2년), 2기(3~5년), 3기(6~8년), 4기(9~12년), 5기(13~25년)로 구분함.

- 아래 그림에서 보는 바와 같이 부채의 경우 은퇴 경과기간에 따라 부채의 수준은 일정부분 유지되다가 축소-증가-축소를 하는 모습을 보이고 있음.

〈그림 V-4〉 은퇴 경과기간에 따른 부채 추이



주: x 축은 은퇴경과기간으로 각각 1기(0~2년), 2기(3~5년), 3기(6~8년), 4기(9~12년), 5기(13~25년)로 구분함.

다. 은퇴가구와 비은퇴가구의 분배상태

- 은퇴 전후 중·고령자 계층의 자산분배 상태는 향후 고령화에 대비한 정부 정책에 주요한 시사점을 제공할 수 있음.
 - 앞의 1절의 기술분석에서 살펴본 바와 같이 중·고령자 가구의 상위5분위와 하위 1분위 간 자산격차가 발생하고 있어 이를 대표적인 불평등도 지표인 지니계수를 통해 살펴봄.⁹⁾
 - 중·고령자 가계의 분배상태를 지니계수를 통해 살펴보면 아래 표와 같은 데 시간에 따라 큰 변화는 없는 것으로 나타나고 있으며 순자산의 경우 보다 불공평하게 분배되고 있으며 소비지출이 상대적으로 균등하게 분배되어 있는 것으로 나타남.
 - 순자산의 불평등도가 총자산의 불평등도에 비해 상대적으로 높으며 소비지출의 불평등도가 상대적으로 낮은 것으로 나타남.
 - 이와 같은 결과는 중·고령자 가구가 부채를 자산매입을 위한 것이 아닌 소비목적으로 활용하여 순자산불평등도가 총자산불평등도에 비해 높고 아울러 소비불평등도도 상대적으로 낮게 나타날 가능성을 시사함.

〈표 V-3〉 중·고령자 가계의 자산 및 소득, 소비지출의 지니계수 추이

| 구분 | 총자산 | 순자산 | 소득 | 소비지출 |
|------|------|------|------|------|
| 2005 | 0.67 | 0.75 | 0.51 | 0.40 |
| 2007 | 0.67 | 0.73 | 0.50 | 0.43 |
| 2009 | 0.66 | 0.72 | 0.50 | 0.45 |
| 전체 | 0.67 | 0.73 | 0.50 | 0.42 |

9) 분배상태를 나타내는 지표는 여러 가지가 제시될 수 있으나 본고에서는 가장 일반적으로 활용되는 지니계수를 이용하여 살펴보기로 한다. 통상적으로 지니계수의 값이 1에 가까울수록 분배상태가 악화됨을 시사한다.

- 은퇴가구들과 비은퇴가구들 간의 자산 분배상태를 비교해 살펴봄으로써 향후 은퇴가구의 증가로 인한 분배상황의 변화 가능성을 살펴보기로 함.
 - 은퇴가구들과 비은퇴가구들의 분배상태를 비교해 보면 은퇴 후 가구들의 분배상태가 보다 악화된 것으로 나타나 베이비부머들의 본격적인 은퇴로 인해 은퇴 빈곤층 규모가 크게 증가할 수 있음을 시사함.
 - 한편, 자산배분의 악화는 실물자산보다는 주로 금융자산에 기인한 것으로 나타남.
 - 이와 같은 결과는 OECD 국가들의 자산분배 악화 원인과 유사하지만 우리나라의 경우 전체가구를 대상으로 한 결과는 실물자산에 기인하고 있는 것과 차이가 있음.
 - 우리나라 가계자산구성의 특징이 실물자산 위주의 자산구성임을 감안할 때 실물자산의 분배에 대한 영향이 커서 이와 같은 현상이 발생할 가능성이 있음.
 - 우리나라 중·고령자 가구의 경우 대부분 은퇴 시 주택을 소유하고 있지만 소득수준에 따라 금융자산 보유 수준이 상이한데 기인함.
 - 연령대별로 살펴보더라도 60대 중반 이후(연령3분위) 급격히 자산의 분배 상황이 악화되는 것으로 나타남.
 - 연령 1분위는 40~57세 2분위는 58~63세, 3분위는 64~68세, 4분위는 69~73세, 5분위는 74~97세임.

〈표 V-4〉 은퇴가구와 비은퇴가구의 자산분배 비교(지니계수)

| 구분 | 총자산 | 실물자산 | 금융자산 | 부채 | 순자산 |
|-------|------|------|------|------|------|
| 은퇴가구 | 0.74 | 0.75 | 0.88 | 0.92 | 0.80 |
| 비은퇴가구 | 0.63 | 0.66 | 0.82 | 0.81 | 0.72 |
| 전체 | 0.67 | 0.68 | 0.87 | 0.87 | 0.73 |

〈표 V-5〉 연령대별 자산분배 추이(지니계수)

| 연령분위 | 총자산 | 실물자산 | 금융자산 | 부채 | 순자산 |
|------|------|------|------|------|------|
| 1 | 0.61 | 0.63 | 0.81 | 0.75 | 0.69 |
| 2 | 0.60 | 0.62 | 0.84 | 0.79 | 0.68 |
| 3 | 0.66 | 0.68 | 0.84 | 0.87 | 0.75 |
| 4 | 0.68 | 0.70 | 0.86 | 0.88 | 0.73 |
| 5 | 0.74 | 0.75 | 0.88 | 0.93 | 0.77 |
| 전체 | 0.67 | 0.68 | 0.87 | 0.87 | 0.73 |

주: 연령 1분위는 40~57세 2분위는 58~63세, 3분위는 64~68세, 4분위는 69~73세, 5분위는 74~97세.

- 상기의 결과는 향후 베이비부머의 은퇴로 인해 은퇴가구의 증가가 자산분배를 악화시킬 수 있으며 금융자산이 은퇴 후 삶의 질을 결정하는 주요 변수임을 감안할 때 금융자산의 분배 개선이 시급한 과제임을 시사하는 결과임.

3. 실증분석

가. 기본모형 및 분석전략

1) 은퇴로 인한 중·고령자 가구의 자산 및 자산구성의 변화 분석

- 본 절에서는 기술적 분석과 달리 은퇴 전후로 가구의 자산행태에 변화가 있었는지를 가구들의 이질적인 특성과 은퇴 결정의 내생성이 통제된 상태에서 살펴보기로 함.
 - 은퇴 전후의 소비변화를 추정한 실증분석 방법과 동일하게 적용하여 은퇴로 인한 가구의 자산과 자산구성의 변화를 살펴봄.

- 다른 조건이 불변인 상황에서 가구 자산 및 자산구성에 대한 은퇴의 영향력을 살펴보기 위해 단순 OLS나 고정효과 모형을 이용 패널자료 분석을 기존 연구와 유사하게 아래와 같이 수행함.

$$A_{i,t} = a + Z_{i,t}' \pi + \theta Retire_{i,t} + \eta_i + D_t + e_{i,t} \quad (5)$$

여기에서 A 는 자산이며, Z 는 기타 설명변수의 벡터, $Retire$ 는 은퇴여부 더미변수, η 는 시간불변 가계특성 변수, 그리고 D 는 시간더미임.

- 중·고령자 가구의 자산과 부채 그리고 순자산의 규모는 세대주가 어떠한 생애주기에 있느냐가 중요하므로 생애주기를 결정하는 세대주의 연령과 은퇴여부 및 은퇴상태 더미 변수가 설명변수로 포함되며 기타 세대주의 인구사회학적 특성 변수 등이 사용됨.
- 고정효과 모형을 이용하여 시간불변 요소를 제거하여 추정하고, 동 추정식의 은퇴여부 더미변수의 계수값이 통계적으로 0과 유의하게 다른지 여부를 검정함.

- 또한, 은퇴결정의 내생성 문제를 해결하기 위하여 Haider and Stephens Jr.(2007)에서 적용한 도구변수(IV) 기법을 자산행태 분석에서도 사용함.

- 자산변화 가능성을 추정하기 위해 다음과 같은 추정식을 도입

$$\Delta A_{i,t+1} = a + Z_{i,t+1}' \pi + \theta Retire1_{i,t+1} + e_{i,t+1} \quad (6)$$

여기에서 ΔA 는 로그 자산의 차분이며, Z 는 기타 설명변수의 벡터, $Retire1$ 는 은퇴상태변화 더미변수로 조사시점인 t 기와 $t+1$ 기 사이에 비은퇴에서 은퇴로 가구주의 은퇴상태가 바뀌었을 경우 1의 값을 부여함.

- 자산수준의 변화뿐만 아니라 전체자산 중 실물자산 비중 또는 전체자산 중 금융자산 비중 결정 등에 은퇴가 영향을 미칠 수 있으므로 이를 동일한 추정기법을 적용하여 살펴봄.

2) 건강위험과 자산선택

■ 은퇴 내지 고령화와 관련하여 증가하는 건강에 대한 우려를 감안할 때 이와 같은 우려가 은퇴를 대비하는 중·고령자가구의 자산선택에 영향을 미칠 가능성이 제기됨.

- 빠른 고령화의 진전으로 인해 건강상의 우려가 증대되고 있는데 이와 같은 우려가 가계 자산선택 행태에 어떠한 영향을 미치는지를 살펴봄.
- 건강과 관련된 우려 내지 건강위험에 대한 인식이 가계 자산선택 행태에 어떠한 영향을 미칠지에 대한 미시적 분석은 그 중요성에도 불구하고 우리나라에서 이에 관한 연구는 매우 미흡한 실정임.
- 본 연구에서는 가계가 직면하는 건강상의 위험을 가계의 주관적인 판단을 토대로 상정하고 이러한 가계의 건강에 대한 판단과 인식이 가계의 저축 및 자산구성 행태에 어떠한 영향을 미칠지를 실증분석함.
 - 건강상태를 양호하지 않다고 판단할수록 가계는 예비적 저축행태 (precautionary saving behavior)를 보일 것이며, 따라서 건강상태를 양호하지 않다고 판단한 가계일수록 위험자산 보유를 하지 않거나 보유 하더라도 적은 액수로 보유하고자 하는 예비적 자산보유 행태 (precautionary portfolio behavior)를 보일 것임.

■ 건강위험 지표(Health risk measure)

- 가계의 예비적 자산선택행태를 실증적으로 분석하기 위해서는 무엇보다도 가계가 직면하고 있는 위험의 대응변수가 필요한데 이를 위해 본 분석은 Edward(2007) 등의 방법론을 원용하여 위험의 대응변수로 가계가 주관적으로 평가한 건강상태를 사용함.
- 본 소절에서는 Edward(2007) 등을 원용하여 건강위험을 나타내는 대리변수로 조사 대상자들의 주관적인 건강상태를 사용함.

- 건강위험과 중·고령자 가구의 자산선택 행태를 분석하기 위해서는 금융자산에 대한 보다 자세한 정보를 제공하는 자료를 사용할 필요가 있음.
 - KReIS는 가구의 자산규모를 3차년도부터 제공하고 있으며 제공되는 정보도 상대적으로 부족하다는 한계가 있어 앞서 제기한 KLoSA 자료를 이용하여 분석함.
 - 실증분석에서 사용된 금융자산은 현금 및 은행예금, 저축성 예금, 주식 또는 투자신탁, 채권, 저축성 보험, 빌려준 돈, 갯돈 등을 포함하며, 비금융자산은 자가인 경우 거주 주택의 주택가격, 거주 주택 외 부동산 자산의 전체 시가, 사업체 또는 농장의 자산가치, 운송수단 등을 포함금융자산 중 주식 및 투자신탁 자산의 비중을 위험자산의 비중으로 정의함.

가) 실증분석방법

- 가계의 예비적 저축 및 자산선택행태를 분석하기 위해 식과 같은 추정식을 이용

$$S_{i,t} = a + Z_{i,t}' \pi + \theta health_{i,t} + \eta_i + D_t + e_{i,t} \quad (7)$$

여기에서 S 는 위험금융자산 보유여부이며, Z 는 기타설명변수의 벡터, $health$ 는 건강위험 대리변수, η 는 시간불변 가계특성 변수, 그리고 D 는 시간더미임.

- 이론에 따르면 θ 는 양(+)¹의 값을 갖는데 이 경우 가계가 건강상태를 보다 부정적으로 평가할수록 보다 주식과 같은 위험 금융자산을 보유할 확률이 낮아짐을 의미함.
- 추정식에서 Z 에 포함되는 위험금융자산 보유 결정요인들은 다음의 세 가지 범주로 구분됨.
 - 첫째, 근본적인 결정요인으로서 각 가계의 상이한 특성 및 인적자본의 차

이로부터 발생하는 위험회피의 차이

- 둘째, 금융시장에 참여하는 가계들의 시장참여 목적이 상이한 점을 들 수 있는데 즉, 은퇴준비를 위한 금융자산의 축적 또는 일생동안의 소비를 위한 재원조달 목적, 자신을 위한 소비 또는 자녀를 위한 소비 목적 등에 따라 가계의 금융자산 선택이 달라질 수 있음.
- 셋째, 수익률의 분포, 조세유인, 유동성제약, 재원조달가능성 등 외부적인 요인에 따라 가계의 금융자산 선택이 달라질 수 있음.

■ 본 분석에서는 이와 같은 결정요인들을 다음과 같은 회귀식의 설명변수로 포함시켜 반영하기로 함.

- 회귀식의 설명변수는 예비적 자산선택행태 검정을 위한 건강위험 대응변수 이외에도 가구주의 나이 및 가구크기 등 가계의 인구학적 특성을 나타내는 변수들을 포함함.
- 가계의 경제적 여건을 나타내는 변수로는 소득 및 순부를, 가계 인적자본의 수준을 나타내는 변수로는 가구주 교육수준과 배우자 건강상태를 각각 포함하였으며, 지역적인 특성을 나타내는 서울 더미변수, 자산수익률 등 거시변수의 변화를 반영하는 연도 더미변수를 포함함.
- 추가적으로 민영의료보험의 가입이 건강에 대한 위험에 대한 감소를 통해 위험자산 보유 결정에 영향을 미치는지를 검정해 볼 예정으로 이는 회귀식에서 건강보험 가입여부와 건강위험의 결합항(interaction term)을 통해 반영함.

■ 추정기법은 가계의 위험자산 보유 결정과 건강상태 평가 간의 관계를 살펴 보기 위해 Probit 및 패널모형을 이용함.¹⁰⁾

10) 참고로 금융자산대비 주식자산보유 비중식도 분석하여 결과를 보고하고 있으나 이에 대한 해석은 주의를 요한다. 이에 대한 내용은 실증분석결과를 참조 바란다.

나. 실증분석 결과

1) 중·고령자 가계의 자산과 부채 규모 결정요인 분석

■ 은퇴가 중·고령자 가계의 자산 및 순자산 보유결정에 미치는 효과를 먼저 식(5)의 추정식을 토대로 고정효과 모형을 이용하여 분석한 결과(FE) 은퇴는 총자산을 감소시키는 것으로 나타나지만 통계적으로는 유의하지 못한 결과임.

○ 실물자산, 금융자산, 부채 및 순자산보유 수준 결정에 있어 은퇴는 단기적으로 유의한 효과를 나타내지 못하는 것으로 나타남.

– 이와 같은 결과는 순자산에 대한 은퇴의 효과가 유의미한 감소로 나타난 석상훈(2011)의 연구결과와는 일견 상이한 결과임.

· 석상훈(2011)의 결과는 본 분석의 FE 결과와 같이 단순은퇴더미를 사용한 결과로 편의를 가질 가능성이 높으며 자발적 은퇴의 경우 자산감소가 나타나지 않고 있다고 보고.

○ 추정식 (6)과 같이 은퇴예상더미를 도구변수를 사용하여 추정한 결과(IV)와 자산변동의 고정효과를 감안한 도구변수 추정결과(FEIV)도 예견된 은퇴로 인한 은퇴 전후 자산의 변화를 관측하기가 어려웠음.

〈표 V-6〉 은퇴에 따른 자산변화 효과

| 자산 | FE(1) | IV(2) | FEIV(3) |
|--------|---------|--------|---------|
| 총자산 | -0.03 | 0.053 | 0.579 |
| 실물자산 | 0.02 | 0.061 | 0.456 |
| 금융자산 | 0.14 | 0.258 | -0.4 |
| 부채 | 0.05 | 0.019 | -0.159 |
| 순자산 | -0.04 | 0.05 | 1.256* |
| 실물자산비중 | -0.03** | -0.023 | 0.081 |
| 금융자산비중 | 0.03** | 0.015 | 0.063 |

주: 1) * 10%, **5% ***1% 통계적 유의도를 나타냄.

2) FE(1)결과는 기존연구 추정식을 그대로 적용, IV(2), FEIV(3)는 은퇴상태더미변수를 사용하고 은퇴예상더미변수를 도구변수로 사용하여 추정함.

- 즉, 이와 같은 실증분석 결과는 은퇴결정이 예상치 못할 경우 은퇴충격은 자산감소로 나타날 가능성이 있는 반면 은퇴가 예상될 때 그로 인한 자산 감소 등은 있기 어렵다는 점을 시사함.

■ 은퇴가 자산구성의 변화를 가져오는지 분석한 결과에 있어서도 위 표에서 보는 바와 같이 기존방식과 유사하게 FE 기법을 적용할 경우 은퇴가 실물자산의 비중을 줄이고 금융자산 비중을 높이는 것으로 통계적으로 유의하게 나타나고 있으나 은퇴결정의 내생성을 감안한 도구변수(IV) 추정과 고정효과 도구변수(FEIV) 추정결과는 유의하지 않게 나타남.

○ FE 결과는 은퇴시간 경과에 따른 자산효과와 유사한 결과라 할 수 있지만 내생성 문제가 있으며 이를 감안하여 추정할 경우 자산비중에도 은퇴 전후의 차이를 실증적으로 확인하기 어려움.

2) 중·고령자 가계의 건강위험과 자산선택 관계 분석

■ KLoSA 자료를 이용하여 주식보유 여부 결정식의 추정결과에 따르면 예비적 자산선택이론이 주장하는 바와 같이 동일한 소득 및 부의 수준 하에서 건강위험이 높은 가계일수록 주식보유 확률이 낮은 것으로 나타남.¹¹⁾

○ 건강상태를 부정적으로 평가한 가계일수록 위험 금융자산인 주식의 보유 가능성은 낮은 것으로 나타남.

- 이와 같은 결과는 건강위험 내지 소득위험이 높은 가계일수록 위험 금융자산 보유 가능성을 낮춘다고 예비적 자산선택이론의 예측과 일치하는 결과로 볼 수 있음.

○ 향후 건강위험이 보다 증대될 경우 가계는 예비적 경제행태를 나타나게 되

11) 주식보유여부가 아닌 전체 금융자산 대비 주식보유 비중 형태로도 분석할 수도 있는데 주식보유 여부와 어느 정도 유사한 결과를 얻을 수 있었다. 그러나 동 분석의 경우 주식보유금액 자체 관측치가 적고, 측정오차 등으로 인해 의미 있는 결과로 판단하기 어렵다. 자세한 분석결과는 <부록 6>을 참조 바란다.

어 이로 인해 소비의 변동성이 확대되는 효과가 나타날 수 있음을 시사함.

- 건강상 위험이나 질병 등으로 인한 소비변화를 대처하기 위해 고수익 자산에 대한 투자기회를 회피하고 유동성이 높거나 안전자산을 선호할 가능성이 있음.
 - 이에 따라 자산의 수익률이 낮아지고 이에 따라 필요한 수익을 얻지 못해 소비지출과 소득차이의 갭이 보다 확대될 가능성이 제기되므로 적절한 위험관리 수단의 제공을 통해 이에 대한 개선이 필요함.
- 한편, 건강보험이 이와 같은 자산선택 행태에 영향을 미칠 지를 살펴본 결과 제한적이거나 건강보험의 제공을 통해 건강위험의 효과가 완화될 수 있는 것으로 나타남.

〈표 V-7〉 주식시장 참여 결정요인 추정결과

| 주식보유여부 | Probit | | 패널 Probit | | Probit | | 패널 Probit | |
|-----------------|-----------|-------|-----------|-------|-----------|-------|-----------|-------|
| | 추정치 | z 값 | 추정치 | z 값 | 추정치 | z 값 | 추정치 | z 값 |
| 건강위험 | -0.110*** | -3.11 | -0.321** | -2.41 | -0.121*** | -3.38 | -0.407*** | -2.91 |
| (건강위험*보험 가입 여부) | - | - | - | - | 0.021* | 1.78 | 0.064 | 1.50 |

주: 1) *는 10%, **는 5% 범위에서 통계적으로 유의함을 나타냄.

2) 핵심 변수의 추정치만을 보고하고 있으나 자세한 분석내용은 〈부록〉을 참조.

- 본 분석은 다음과 같은 측면에서 한계를 가지므로 결과해석에 있어 유의할 필요가 있음.
 - 본 분석에서는 가계 금융자산선택에 있어 주요한 결정변수인 가계의 유동성제약을 제대로 반영하지 못하고 있음.
 - 유동성제약에 직면할 가능성이 높은 가계일수록 상대적으로 보다 보수적인 자산운용을 선택할 가능성이 높다면 이를 가계 금융자산 선택 결정변수로 통제할 필요가 있으나 본 분석에서는 이를 제대로 반영하지 못하고 있음.

- 또한, 건강위험의 대용변수가 실제 위험을 제대로 반영하지 못할 가능성도 있으며 보다 Robust한 결과를 얻기 위해서는 가능하다면 가계구성원의 건강위험 이외에 소득위험 등을 추가적으로 추정식에 도입하여 검정할 필요가 있음.