

# 서민형 개인종합자산관리계좌(ISA)가 저소득층 금융투자에 미친 영향

## Does Korean Individual Savings Account (ISA) Attract Low-Income Households to Financial Investments?

김 영 민\*·정 원 석\*\*

Youngmin Kim·Wonsuk Chung

본 논문은 일정 소득 이하 계층(저소득층)에 추가적인 세제혜택을 제공하는 서민형 ISA가 해당계층의 금융투자에 미친 영향을 2013년부터 2017년까지 조사된 「재정패널조사」를 이용하여 분석하였다. 분석 결과, 서민형 ISA는 저소득층이 금융투자에 참여할 확률을 약 37.9% 더 높이는 것으로 나타났다. 그러나 ISA가 금융투자액에 미치는 영향을 분석한 모형에서는 서민형 ISA가 저소득층의 금융투자액을 증가시켰다는 증거를 찾을 수 없었다. 이는 ISA가 저소득층을 금융투자에 진입시키는 효과는 있었으나 지속적이고 적극적인 금융투자자로 이끌지는 못했음을 의미한다. 그러므로 '금융투자를 통한 서민 재산형성'이라는 정책목적 달성을 위한 제도 보완이 필요한 것으로 보인다.

**국문 색인어:** 개인종합자산관리계좌, ISA, 비과세, 세제혜택, 조세, 금융투자, 금융자산

**한국연구재단 분류 연구분야 코드:** B030501, B030602, B030603

\* 산업연구원 부연구위원(kym2060@kiet.re.kr), 제1저자

\*\* 보험연구원 연구위원(originalstone@kiri.or.kr), 교신저자

논문 투고일: 2020. 9. 25, 논문 최종 수정일: 2021. 1. 13, 논문 게재 확정일: 2021. 5. 20

## I. 서론

### 1. 연구배경 및 목적

정부는 가계 자산형성을 위해 2016년 개인종합자산관리계좌(Individual Savings Account, 이하 'ISA'라 함)를 도입하였다(금융위원회 보도자료 2014. 9. 1, 2015. 8. 4). ISA는 여러 가지 금융상품을 담을 수 있는 하나의 계좌를 개설하고 해당 계좌의 금융상품으로부터 발생하는 수익과 손실을 통산한 순수익에 대해 비과세 혹은 세제혜택을 부여하는 것을 주요 특징으로 한다.

저축 및 금융투자에 세제혜택을 부여하는 제도는 과거에도 다양한 형태로 존재하였다. 대표적인 과세특례 금융상품으로는 연간 총 급여 5,000만 원 이하 소득자가 계좌를 일정 기간 이상 유지할 경우 이자소득에 대해 비과세하는 재형저축을 들 수 있다. 금융투자의 경우에는 연간 총 급여 5,000만 원 이하 소득자가 펀드 납입금액(최대 600만 원 한도)의 40%에 대해 소득공제 혜택을 적용하는 소득공제 장기펀드 등이 있었다. 이 밖에도 세금우대 종합저축, 생계형저축, 농어가 목돈마련저축 등 저축에 대한 다양한 제도를 운영하였다. ISA는 다양한 저축·투자에 대한 세제혜택을 정리하여 ISA로 일원화한 것으로 평가할 수 있다.

우리나라에 앞서 영국, 일본 등이 ISA를 도입하였다. 영국은 과거 존재하던 다양한 금융 및 저축 관련 과세특례제도를 정리하고 혜택을 확대하여 1999년부터 ISA를 도입·시행하였다. ISA 도입 첫해 900만 명이 가입했고 도입 10년 만인 2009년에는 가입자 수가 1,500만 명에 이르렀다. 일본 역시 개인의 자산형성 지원과 가계자산의 자본시장 유입을 촉진하기 위한 목적으로 NISA(Nippon ISA)를 도입하였고, 도입 1년 만에 560만 명이 가입할 정도로 가입자 수가 빠른 속도로 증가하였다.<sup>1)</sup>

우리나라의 ISA는 소득제한 없이 가입할 수 있는 부분은 영국 일본과 유사하나 의무가입기간과 비과세 한도가 존재하는 것은 다르다. 그리고 일정 소득 이하 계층은 일반형 ISA보다 비과세 한도가 높고 의무가입기간 짧은 서민형 ISA에 가입할 수 있다. ISA는 현재 2021년 가입 종료를 앞두고 있다. 그러나 ISA 연장 여부, 연장 시 세제혜택 수준 등을 결

1) Japan Securities Dealers Association.

정하기 위해 필수적인 기존 제도의 성과 평가는 미흡한 실정이다.

상술한 배경하에서 본 연구에서는 ISA의 여러 특성 중 저소득층에 추가적인 세제혜택이 제공되는 서민형 ISA가 저소득층 금융투자 참여 및 투자액 수준에 미친 영향을 「재정패널조사」를 활용하여 실증적으로 분석하였다. 분석 결과를 요약하면 서민형 ISA에 가입이 가능한 소득계층을 금융투자자로 유인하는 효과는 통계적으로 유의미한 것으로 분석되었다. 그러나 서민형 ISA가 해당 계층의 금융투자액을 증가시킨다는 통계적으로 유의미한 증거를 찾을 수는 없었다. 동 연구는 세제혜택에 관한 정책이 가계의 금융투자행위, 넓은 의미에서는 저축 행위에 미치는 영향에 대한 분석 결과를 제공한다는 점에서 학술적·정책적 기여가 있다.

## 2. 선행연구 및 차별성

ISA는 금융소득에 대해 일정 수준까지는 소득과 무관하게 비과세를 적용하지만, 일정소득 이하 계층에 대해서는 추가적인 세제혜택을 부여하는 특징을 가진다. 개인에게 금융상품에 대한 비과세 혜택을 지원할 경우 미래소비(저축)의 가격이 감소하여 미래소비(저축)를 증가시키는 대체효과를 발생시킨다. 그리고 저소득계층에 대한 추가적인 세제혜택 지원은 이러한 효과를 강화한다. 다른 한편으로는 금융상품에 대한 세제혜택은 경제주체의 소득효과를 함께 발생시켜 미래소비(저축) 대신 현재소비를 함께 증가시킬 수 있다. 그러므로 금융상품에 대한 세제혜택이 미래소비(저축)에 미치는 총 효과를 평가하기 위해서는 실증분석이 필수적이고, 이러한 금융상품의 세제혜택으로 인한 효과가 소득수준별로 어떠한 차이를 보이는지 분석할 필요가 있다.

세제혜택 한도가 증가했을 때 경제주체의 저축행위 변화를 실증적으로 살펴본 연구로 우석진 외(2013)의 연구를 들 수 있다. 이들은 2006년 연금저축에 대한 세제혜택 한도가 240만 원에서 300만 원으로 상향조정 시 제도가 저축행태에 미친 영향을 「한국노동패널조사」를 사용하여 분석하였다. 분석 결과 세제혜택 한도 상향조정이 연금저축 납입액 증가를 이끌었다는 결론을 내렸다. 하지만 이들은 제도변화로 인한 연금저축액의 변화가 소득계층별로 어떠한 차이를 보이는지는 분석하지 않았다. 정원석·강성호(2017)는 2011년 연금저축 세제혜택 한도가 300만 원에서 400만 원으로 증가한 세제혜택 변화에 대한 경제

주체의 반응을 「재정패널조사」를 활용하여 소득계층별로 추정하였다. 추정 결과 저소득층은 세제혜택 한도 확대에 별다른 반응을 하지 않은 반면, 고소득층은 추가적인 세제혜택을 받기 위해 확대된 세제혜택 한도에 민감하게 반응한 것으로 나타났다. 그리고 해당 연구는 이러한 차이는 소득수준별로 저축을 할 수 있는 여력에 차이가 있기 때문으로 설명하였다.

정부는 상대적으로 소득수준이 낮은 계층에 추가적인 금융투자 유인을 제공하기 위해 연소득 5,000만 원 이하 소득자가 가입할 수 있는 서민형 ISA를 도입하고 발생한 금융소득에 대해서는 일반 ISA보다 높은 비과세 한도와 짧은 의무가입기간을 적용하였다. 이처럼 소득계층별로 저축에 대한 추가적인 세제혜택 부여와 이에 대한 효과를 검증한 연구로는 정원석(2018)의 연구를 들 수 있다. 해당 연구에서는 2015년부터 시행된 연 5,500만 원 이하 소득자에 대한 추가적인 세액공제율(15%) 적용이 해당 소득계층의 연금저축에 미치는 영향을 이중차분모형(Difference-In-Difference Model, 이하 'DID'라 함)을 활용하여 분석하였다. 분석 결과 저소득층에 대한 세액공제율 추가 적용에도 불구하고 세액공제 전환 이후 감소로 전환된 해당 소득계층의 연금저축 납입 추세는 증가로 전환되지 않아 정책으로 인한 유의미한 효과가 관찰되지 않은 것으로 나타났다. 그리고 정원석·강성호(2015)는 「재정패널조사」를 활용하여 연금저축납입액 수준에 따른 가처분소득 증가에 대한 연금저축 납입탄력성을 분위회귀 방법을 통해 추정하였다. 분석 결과 중산층의 경우 탄력성이 크나, 고소득층 및 저소득층은 탄력성이 크지 않았다. 이들은 고소득층이 가처분소득 증가에 대한 연금저축 납입탄력성이 크지 않은 이유는 세제혜택 상한으로 인해 더 이상 연금저축 납입액을 증가시킬 유인이 없기 때문이며, 저소득층은 소득이 소폭 증가하더라도 미래소비로 이어질 여력이 낮기 때문으로 설명하였다.

Rutledge et al.(2014)은 50세 이상자에 대해 401(k)의 납입 및 세제한도를 확대한 미국 Catch-Up Plan 도입 이후 경제주체의 저축행태 변화를 데이터를 이용해 실증적으로 분석하였는데, 소득이 높고 기존에 401(k) 납입액 수준이 높았던 계층이 늘어난 세제혜택 한도에 반응하여 401(k)의 납입액을 증가시킴을 보였다. Ramnath(2013) 역시 OECD 보고서(Antolin et al. 2004)에서는 세제혜택에 따른 저축 증가 효과가 중산층 및 저소득층에서 나타난다고 분석하였다. 이는 금융상품에 세제혜택 제공 시 현재 소비의 미래소비(저축)로 대체효과가 중산층 이하 계층에서 강하게 나타나는 것으로 해석할 수 있다.

영국의 경우(ISA Statistics, HM Revenue and Customs) ISA 가입자 수는 2010년 1,500만 명 수준까지 빠르게 증가한 것으로 나타났으며, ISA에 적립된 총 투자액은 2015년 800억 파운드까지 증가하였다. 이를 소득수준별로 살펴본 통계 역시 전체 인구대비 저소득층 비중이 높음에도 불구하고 가입자 비중 및 가입액 비중이 낮은 것으로 나타났다. 이는 저소득계층의 저축여력이 적기 때문으로 추측된다.

## II. ISA 개요와 현황

### 1. ISA 개요<sup>2)</sup>

〈Table 1〉은 ISA의 목적, 가입대상, 조건 등을 보여준다. ISA는 근로자, 사업자 그리고 농민 등 소득이 있는 국민이 자산증식을 목적으로 가입할 수 있다.<sup>3)</sup> ISA 가입은 2016년부터 2021년까지 5년간 한시적으로 가능하고 연간 납입가능 금액은 2,000만 원으로 5년간 납입가능 최대 금액은 1억 원이다. ISA의 세제혜택을 받기 위해서는 5년간 중도인출 없이 계좌유지를 해야 한다.<sup>4)</sup> ISA 5년 유지 시 세제혜택은 해당기간 동안 발생한 이자·배당 손소득<sup>5)</sup> 200만 원까지 비과세하며, 연소득 5,000만 원 이하자의 경우 의무가입기간은 3년, 해당 기간 동안 발생한 이자·배당소득에 대한 비과세 한도는 250만 원으로 추가적인 혜택을 부여한다.<sup>6)</sup> 비과세 한도 이상 수익에 대해서는 9.9%로 단일 세율로 분리과세하며 소득 금액이 크더라도 종합소득세가 적용되지 않는다. ISA에 편입이 가능한 금융상품은 펀드, 파생결합증권 그리고 예·적금 등의 금융상품으로 구성하였다. 이는 주식 직접투자의 경우 양도소득세가 비과세 되므로 ISA를 통한 이익이 없고 ISA를 통해 금융상품을 제조·판매하는 금융투자산업 활성화를 고려한 것으로 보인다.

- 
- 2) 본 논문에서 분석하는 ISA 가입 기간은 2017년까지이므로 ISA에 대한 제도 설명 역시 2017년까지 기준으로 하며, 이후 변경된 사항은 추가적으로 설명한다.
  - 3) 단, 전년도 금융소득 종합과세 대상자는 가입이 불가능하다.
  - 4) 2018년 이후 납입원금까지는 중도인출이 가능하도록 제도가 변경되었다.
  - 5) ISA를 통해 가입한 금융상품들의 투자 수익에서 손실을 제외(통산)한 실제 수익을 의미한다.
  - 6) 종합소득자의 경우 저소득으로 인정받기 위한 한도는 3,500만 원이며, 서민형 ISA의 비과세 한도는 2018년부터 400만 원으로 상향 조정되었다.

〈Table 1〉 The Introduction of ISA

Eligibility	Anyone who has taxed income last three years may have one ISA - Except the aggregate taxation on financial income tax payers
Saving Limit	Up to 20Million KRW/year. Can save in the ISA up to 5 years
Investable Financial Product	1) Mutual Fund including ETF and REITs 2) Derivative-linked Securities such as ELS·DLS / ELB·DLB 3) Saving products including RP
Compulsory Subscription Period	Generally 5 Years *Following Cases are 3 years - Youth(Between 15~29 years old) - Low income farmers and fishers (Lower than 35million KRW/year) - Low income earners (Lower than 50million KRW/year)
Termination	(Termination before the maturity) Taxing the income tax for the profit
Partial Withdrawing	Up to the deposit (Withdrawing more than the deposit will be considered the termination)
Tax Treatment	Tax exempt: up to 2 million KRW Separate taxation(9.9%): more than 2 million KRW *Low income earners and farmers and fishers Tax exempt: up to 2.5(4 million from 2018) million KRW Separate taxation(9.9%): more than 2.5(4 million from 2018) million KRW
Subscription Period	Dec 31 2021

Source: Korea Finance Investment Association.

## 2. ISA 현황

〈Figure 1〉에서는 일반형 ISA(Normal ISA)와 서민형, 청년, 농어민 등에 대해 추가적인 세제혜택이 주어지는 ISA(Favored ISA)의 가입자 숫자 및 적립금 추이를 보여주고 있다. ISA 도입 초기 가입자 수는 빠르게 증가하였다. ISA 가입이 시작된 지 1개월 만에 가입자가 120만 명을 넘어섰으며, 7개월 만인 2016년 9월에는 가입자가 240만 명까지 증가하였다. 그러나 이후 ISA 가입자 수는 서서히 줄어들어 2019년 3월에는 215만 명 수준까지 감소하였다. 투자금액은 2016년 6월에는 3월 대비 273%의 성장을 하였고, 이후 꾸준히 성장하고 있다. 투자 총액은 2016년 9월 3조 원을 넘고, 2017년 9월에 4조 원 그리고 2019년 3월에는 6조 원에 이르고 1인당 납입금액은 269만 원 수준으로 성장하였다. 그러나

2019년 하반기 이후 납입액과 가입자 숫자 모두 성장세가 크게 둔화되었다. 또한 질적인 측면에서는 ISA 도입 초기 일반형 ISA 가입자의 비중이 높았으나 2017년 이후 가입조건이 완화된 서민형 등 추가적인 혜택이 있는 ISA의 비중이 더 높은 것으로 나타나고 있다.<sup>7)</sup>

이를 종합하면 ISA 가입자는 초기 빠른 증가 이후 증가하지 않고 있으며, 추가적인 세제 혜택과 완화된 가입조건을 활용할 수 있는 계층이 서민형 ISA 등에 가입하는 경우가 많은 것으로 해석할 수 있다. 그러나 이는 경제주체별로 여러 조건이 통제된 상태에서 정책에 대한 경제주체의 반응을 인과적으로 보여주는 것은 아니므로 정책효과를 판단할 만한 증거로 활용하기는 어렵다. 따라서 본 연구에서는 2016년 ISA 도입 전후 경제주체의 금융자산 보유 및 투자 행태 변화를 미시적 관점에서 추적·관찰한 「재정패널조사」를 이용하여 계량경제학적 방법론에 따라 주요 변수를 통제한 후 소득수준에 따른 제도 효과를 분석·평가하였다.

〈Figure 1〉 Number of Subscribers and Amount of Investment by ISA Types  
(Unit: (Left) persons, (Right) 100million KRW)



Note: The number of investors and the amount of investors are all cumulated values.  
Source: Korea Finance Investment Association(Reproduce).

7) 2017년 1분기 일반형 ISA 가입자 중 서민형 ISA 가입조건을 충족하는 가입자의 ISA는 서민형 ISA로 자동 전환되었다.

### III. 실증분석<sup>8)</sup>

#### 1. 사용자료 및 기술통계

##### 가. 사용자료

본 연구는 한국조세재정연구원에서 조사하여 제공하는 「재정패널조사」 중 ISA가 도입된 시점(2016년)을 전후로 하여 조사가 이루어진 7~11차년도(조사시점 기준으로는 2014년~2018년, 자산 및 소득 기준으로는 2013~2017년) 자료를 사용하였다.<sup>9)</sup>

「재정패널조사」는 전국 인구 및 연령 분포 등의 가중치를 고려하여 추출한 5,600여 가구의 7,000여 명의 15세 이상 자의 가구 및 가구원의 사회·경제적 특성을 추적 조사하여 만들어졌다. 동일한 조사자가 지속적으로 조사에 응하는 조사자 유지율은 70% 이상으로 미국의 대표적인 패널조사인 PSID(Panel Study of Income Dynamics) 조사보다 높은 정도로 양호하다.

조사를 위한 질문지는 가구 특성을 파악하기 위한 가구 설문지와 개인 특성을 파악하기 위한 개인 설문지로 나눌 수 있다. 가구 설문지에서는 가구의 가족구성 등 인구학적 사항과 자산 등 경제적 사항에 대한 질문으로 구성되며, 개인 설문지에서는 15세 이상 가구원 경제활동 여부, 임금근로자 여부, 연소득, 소득세액, 연금 가입 등을 조사한다.

「재정패널조사」는 조사원이 조사대상자를 직접 만나 대면조사를 실시하며, 소득 및 세금관련 정보는 연말정산 자료 등을 활용해 조사하므로 자료의 신뢰성이 높다. 그러므로 동 자료는 ISA 도입에 따른 경제주체의 금융투자 행태를 분석하고자 하는 본 연구에 필요한 정보를 충분히 가지고 있는 자료라 하겠다.

8) 재정패널에서 소득 및 자산 등 재무상황의 경우 조사시점의 직전연도(관측시점) 정보를 수집한다. 따라서 본 논문 역시 관측시점을 기준으로 기술통계와 분석결과를 제시한다.

9) 2016년에 ISA가 도입되었다.

## 나. 기술통계

본 연구에서 사용한 데이터는 개인조사 자료를 가구조사 자료에 결합하는 형태로 구성하였다. 다수의 가구원 혹은 가구주가 아닌 가구원이 금융투자 여부 및 가입액에 대해 응답하고 이를 가구 조사결과와 결합시킬 경우 이를 어떻게 해석해야 할 것인가에 대한 문제가 발생한다. 이러한 문제를 피하기 위해 본 연구에서는 가구주만을 분석 대상으로 삼았다. 전체 자료 가운데 가구주의 비중은 90% 수준으로 가구주만을 대상으로 한 분석 역시 대표성을 가진다고 할 수 있다. 서민형 ISA 대상은 근로소득자의 경우 연소득 5,000만 원 이하, 종합소득자의 경우 연소득 3,500만 원 이하이다. 본 연구에서는 근로소득자만을 분석대상으로 하였다. 조사대상자 가운데 근로소득과 종합소득이 동시에 존재하는 경우 이들 앞선 두 가지 범주 중 어느 경우로 분류해야 하는지 불분명하여 분석에서 제외하였다. 또한 근로소득 이외에는 결측치(missing)가 많은 것도 근로소득자를 분석대상으로 한 이유 가운데 하나이다. 그리고 본 논문은 ISA가 금융투자에 미치는 영향이 소득수준별로 어떠한 차이를 보이는지 살펴보는 것이 주된 목적이므로 기술통계에도 서민형 ISA 가입 가능 여부인 근로소득 5,000만 원을 기준으로 5,000만 원 이하 소득계층(이하 '저소득층'이라 함) 그리고 5,000만 원 이상 소득계층(이하 '고소득층'이라 함)으로 나누어 기술통계를 나누어 수록하였다.<sup>10)</sup>

본 연구에서 사용된 주요변수의 정의는 다음과 같다. ISA를 통한 금융투자는 펀드, 파생 결합상품 그리고 예·적금 등이 가능하다. 이를 고려하여 ISA의 정책효과를 살펴보기 위한 변수로 경제주체의 금융자산보유 및 투자 여부 변수를 별도로 정의하였다. 금융자산보유는 ISA를 통한 가입이 가능한 펀드 등의 금융투자 상품에 예·적금을 포함한 변수이다. 그러므로 이 가운데 하나 이상의 금융자산을 보유한 경우 '금융자산을 보유(Financial Asset(=0, 1))'한 것으로 정의(금융자산 보유 = 1, 그렇지 않은 경우 = 0)하였다. 그리고 이들 금융자산의 총액을 '금융자산보유액(Financial Asset(10K))'으로 정의하였다. 이는 ISA에 편입이 가능한 금융상품을 최대한 넓게 설정한 것으로 볼 수 있다.

예·적금은 단순히 잉여자금을 보관하기 위한 용도인지 혹은 자산축적을 목적으로 하는 것인지를 알기 어렵다는 한계가 있다. 그러므로 본 논문에서는 펀드에 투자를 하는 경우

10) 본 논문에서는 편의상 연소득 5,000만 원 이하인 자는 저소득, 이상인 자는 고소득으로 구분하여 칭한다.

금융투자에 참여하는 것으로 보아 ‘금융투자 참여(Financial Investment(=0, 1))’ 변수를 생성(금융투자 참여 = 1, 그렇지 않은 경우 = 0)하였고, 펀드 투자액을 ‘금융투자액(Financial Investment(10K))’ 으로 정의하였다.

다음의 <Table 2>는 저소득과 고소득별 주요변수의 기초현황을 보여준다. 고소득층이 예·적금을 포함한 금융자산을 가지고 있는 경우는 2013년 88%에서 2017년 88%로 관측 기간 동안 비교적 비슷한 수준을 유지하였다. 펀드 등 금융투자에 참여한 인원 비율은 2013년 20.2%, 2014년 15.2% 그리고 2017년 9.7%로 감소하였다. 한편, 저소득층은 금융자산을 가지고 있는 비율은 2013년 75%에서 2017년 77%, 금융투자에 참여한 비율은 2013년 4.1%에서 2015년 3%로 그리고 2018년 2.8%로 나타났다.

각각의 금융상품 가입자의 평균 보유액을 살펴본 결과 예·적금 등 금융자산 평균 보유액은 고소득층은 2013년 5,251만 원에서 2017년 5,935만 원으로 변화하였고, 금융투자액은 3,280만 원(2013년)에서 4,138만 원(2017년)으로 변화하였다. 저소득층의 경우 2013년 2,402만 원이던 금융자산 보유액은 2017년 3,226만 원까지 증가하였으며, 금융투자액은 2013년 3,037만 원에서 2014년 2,349만 원 그리고 2018년 2,431만 원으로 변화한 것으로 나타났다.

연령(Age)은 해마다 1세 내외 증가하는 패널조사의 전형적인 특성을 보여주고 있었고 저소득층이 약 1세 많은 것으로 나타났다. 자가주택에 거주하고 있거나 혹은 투자용으로 주택을 보유하고 있는 경우 ‘주택보유(Home Ownership)’ 더미 변수(주택보유 = 1 그렇지 않은 경우 = 0)로 처리하였다. 주택보유 비중은 고소득층이 약 80%, 저소득층이 약 55% 수준으로 관측기간 중 큰 변화가 관찰되지는 않았다. 가구원 수(Number of Household Members)는 관측기간 중 고소득층이 3.5~3.7명, 저소득층이 2.8~3.0명 수준으로 연도가 지날수록 조금씩 감소하는데, 이는 가구원의 분가 등으로 인해 나타나는 특성으로 보인다. 가구별 부채 규모(Debt)는 고소득층의 경우 2013년 1억4,108만 원에서 2017년 1억7,234만 원으로 변화하였고, 저소득층 역시 6,913만 원에서 9,297만 원으로 변화하였다. 소득과 자산이 많은 가구가 부채 금액의 수준이 높은 것으로 나타났다.

〈Table 2〉 Descriptive Statistics

Year	2013		2014		2015		2016		2017	
	High	Low								
Income Level <sup>1)</sup>										
Financial Asset <sup>2)</sup> (=1)	0.88	0.75	0.88	0.78	0.86	0.76	0.87	0.79	0.88	0.77
Financial Investment <sup>3)</sup> (=1)	0.202	0.041	0.152	0.034	0.119	0.030	0.089	0.033	0.097	0.028
Age	47.2	48.1	47.5	48.6	47.8	49.2	48.0	49.9	48.0	50.7
Home Ownership(=1)	0.79	0.56	0.80	0.56	0.80	0.56	0.78	0.56	0.78	0.55
Marriage(=1)	0.97	0.75	0.96	0.74	0.96	0.72	0.96	0.71	0.94	0.72
Collage degree(=1)	0.74	0.34	0.72	0.35	0.74	0.34	0.73	0.36	0.72	0.35
Number of Children	1.15	0.74	1.12	0.70	1.10	0.63	1.03	0.62	0.93	0.55
Number of Household Members	3.72	2.96	3.69	2.90	3.64	2.82	3.60	2.79	3.55	2.75
Income(10K)	7,568	2,520	7,722	2,576	7,877	2,570	8,026	2,581	8,015	2,600
Financial Asset(10K)	5,251	2,402	5,244	2,534	5,471	2,585	6,167	2,694	5,935	3,226
Financial Investment(10K)	3,280	3,037	2,815	2,349	3,387	905	2,763	2,695	4,138	2,431
Debt(10K)	14,108	6,913	13,978	7,905	15,966	7,802	15,542	8,396	17,234	9,297
Observation	637	1,699	655	1,663	673	1,668	695	1,614	714	1,573

Notes: 1) High - Annual income is higher than 50 million KRW, Low - Annual income is lower than 50 million KRW.

2) Having saving accounts or mutual funds.

3) Having mutual funds.

## 2. 분석방법 및 분석결과

### 가. 분석방법

본 연구의 목적은 일정 소득 계층 이하에 추가적인 세제혜택을 부여하는 서민형 ISA가 해당계층의 금융투자 행위에 미친 영향을 살펴보는 것이다. 본 연구에서는 이를 검증하기 위해 동일한 대상자를 추적 조사하는 방식으로 구축된 「재정패널조사」 중 7차부터 11차까지의 데이터를 사용하였다.<sup>11)</sup>

본 연구에서 사용한 금융투자 참여(액) 결정요인을 추정할 모델을 식으로 나타내면 다음과 같다.

11) 자료 조사시점 기준으로 2014~2018년, 소득 및 자산 기준은 조사 직전 연도인 2013~2017년이다.

$$Y_{jt} = \beta_0 + \beta_1 \overrightarrow{X_{jt}} + \beta_2 D(\text{당해 주택 구입})_{jt} + \beta_3 D(\text{주택 보유})_{jt} + \beta_4 \ln(\text{연소득})_{jt} + \beta_5 D(\text{부채})_{jt} + \beta_6 \ln(\text{부채})_{jt} + \beta_7 D(\text{저소득})_{jt} + \beta_8 D(\text{저소득})_{jt} * D(\text{정책 더미})_t + \epsilon \quad (1)$$

서민형 ISA가 저소득층의 금융자산 보유 혹은 투자 참여에 미치는 영향을 분석하기 위해 패널프로빗모형(Panel Probit Model)을 활용한다.<sup>12)</sup> 종속변수는 제도가 저축에 미치는 영향을 살펴보기 위해 넓은 의미의 저축으로 볼 수 있는 예·적금, 펀드 등 ISA에 편입이 가능한 금융자산(예·적금, 펀드) 중 하나 이상을 보유한 경우(=1)와 그렇지 않은 경우(=0)로 나누었다. 그러나 예·적금은 투자자가 적극적으로 금융투자에 나선 것인지 혹은 여유자금을 잠시 넣어둔 것인지 혹은 금융상품에 투자한 것인지 알기가 어렵다. 이를 보완하기 위해 금융투자의 범위를 협소하게 정의하여 ISA에 편입이 가능한 금융투자 상품 가운데 펀드에 투자한 경우(=1)와 그렇지 않은 경우(=0)로 나누어서 추가적으로 분석을 실행하였다.

그리고 서민형 ISA가 저소득층의 금융자산액 및 투자액에 미치는 영향을 분석하기 위해 패널데이터 분석을 실행하였다. 추정방법으로는 관측치(가구 혹은 가구주)의 특성이 데이터에서 관측할 수 없는 형태로 존재하며, 동 특성이 추정결과에 영향을 미친다고 가정하는 고정효과모형(Fixed Effect Model)을 사용하였다.<sup>13)</sup> ISA 제도가 금융자산보유액에 미친 영향을 살펴보기 위해 예·적금, 펀드 등 ISA의 대상이 되는 금융자산(예·적금+펀드)에 자연대수(natural logarithm)를 취한 값  $\ln(\text{금융자산})_{jt}$  을 종속변수로 활용하였다. 그리고 제도가 금융투자액에 미친 영향을 살펴보기 위해 펀드 투자액의 합에 자연대수를 취한 값  $\ln(\text{금융투자})_{jt}$  을 종속변수로 활용하였다.

이를 설명하기 위한 인구·사회적 변수로는 연령에 따른 저축 및 금융투자 행태를 살펴보기 위한 연령 변수를 포함하였다. 학력이 높을수록 금융투자액이 높을 가능성을 고려하여 대졸 이상 변수를 더미변수(대졸 이상 = 1)로 포함시켰다. 가구원 수와 금융투자와의 인과관계를 고려한 가구원 수 그리고 미성년 자녀(만 18세 이하)가 있는 경우 이들에 대한 교육비 지출 등이 금융투자에 미칠 수 있으므로 미성년 자녀수를 추정모델에 포함하였다. 배우자가 있는 경우와 없는 경우 금융투자 행태가 다를 수 있음을 고려하여 배우자 유무

12) 패널프로빗확률효과 모형으로 추정된 결정요인 분석 결과를 바탕으로 논의를 전개한다.

13) 가구별로 고정효과가 존재한다는 가정은 Hausman Test를 통해 검증하였다. 그러므로 본 논문에서는 고정효과 모델을 활용하여 분석한 결과를 바탕으로 논의를 전개한다.

더미를 추정모델에 반영하였다. 앞서 언급한 인구·사회학적 변수 등 다양한 통제 변수들은 추정식(1)에서 벡터  $X$ 로 표현하였다.

경제적 변수로는 소득이 높을수록 금융투자를 더 많이 할 수 있을 것으로 보아 연소득을 포함시켰다. 그리고 가계 부채가 금융투자에 미치는 영향을 고려하여 부채 유무 더미변수(부채 있음 = 1, 없음 = 0) 그리고 부채규모를 추가하였다. 이 두 변수는 종속변수와 마찬가지로 모두 설명변수의 값에 자연대수를 취해 사용하였는데, 이는 추정식을 통해 산출된 계수 값이 종속변수와 설명변수 사이의 탄력성을 의미하게 되어 결과 해석이 용이해짐을 고려한 것이다. 그리고 가구 자산의 큰 부분을 차지하는 주택보유 여부를 더미변수(보유 = 1, 미보유 = 0) 형태로 모형에 추가하였다. 마지막으로 앞서 언급한 변수로는 설명이 어려운 연도별 특성을 통제(control)하기 위해 연도 더미와 지역더미를 분석 모델에 포함하였다.<sup>14)</sup>

본 연구에 분석하고자 하는 ISA 도입의 소득계층별 효과를 살펴보기 위한 설명변수는 서민형 ISA 가입이 가능한 저소득층(연소득 5,000만 원 이하 = 1, 그 이외 = 0) 더미변수 형태이다. ISA의 정책효과를 대리하는 변수로 2016년 이후 시점(2016년 이후 = 1, 이전 = 0) 더미변수(혹은 '제도더미 변수'와 혼용함)를 부여하고 두 변수의 교차항을 모델에 포함하였다. 제도더미 변수의 경우 2016년 이후 저축 혹은 금융투자와 관련한 뚜렷한 제도 및 세제상 변화는 없으므로 본 논문에서는 2016년 이후 시점변수는 ISA 더미변수로 보고 분석결과를 해석한다. 그리고 저소득층 변수와 제도더미 변수 간의 교차항(interaction term)을 포함하였다. 이를 통해 본 연구가 평가하고자 하는 ISA가 저소득층의 금융투자 행태에 미친 영향을 분리하여 추정할 수 있다. 예를 들어 회귀식 추정 결과 저소득더미와 연도더미 교차항의 계수값이 통계적으로 유의미(significant)한 양(positive)의 값을 가진다면 "ISA 도입이 고소득층에 비해 저소득층의 금융투자에 긍정적인 영향을 주었다"고 해석할 수 있다.

14) 연도별 더미의 계수값은 모두 통계적으로 유의미한 음의 값을 가졌으며 결과표에서는 생략하였다.

## 나. 분석결과<sup>15)</sup>

아래 <Table 3>에서는 금융자산(예·적금, 펀드) 보유(모델 1) 및 금융투자(펀드) 참여(모델 2) 결정요인을 패널프로빗모형을 활용하여 추정한 각 변수의 한계효과를 제시하고 있다. 인구·사회적 변수들 가운데 주택을 보유하는 경우 금융자산을 보유할 확률이 4.67% 높고, 가구주가 대졸 이상인 경우에는 그렇지 않은 경우보다 금융자산을 보유할 확률이 24.8% 높은 것으로 나타났다. 연소득이 높을수록 금융자산을 보유할 확률이 높은 것으로 나타났으며, 연소득 5,000만 원 이하 저소득층의 경우 금융자산을 가질 확률이 고소득층 대비 약 23.8% 줄어드는 것으로 나타났다. 이는 소득이 높아 저축 여력이 큰 계층이 금융자산을 가질 확률이 높음을 의미한다. ISA 도입이 저소득층 금융자산 보유에 미친 영향을 살펴보기 위한 ISA 도입 정책변수와 저소득 변수 간의 교차항의 계수를 추정한 값은 통계적으로 유의미하지 않은 것으로 나타났다. 따라서 ISA가 저소득층에 예·적금, 펀드를 포함한 금융자산 보유 여부를 결정하는데 영향을 미쳤다는 증거는 찾을 수 없었다.

정부가 국민의 저축·투자를 통한 자산형성을 돕기 위해 ISA를 도입하였으나, 소비 후 잉여자금이 발생하는 경우 예금 혹은 적금에 자금을 예치해 두는 경우가 많고, 저소득층 혹은 농어민이 가입할 수 있는 비과세 저축이 다소나마 존재하기 때문에 예·적금을 포함한 금융자산 보유 여부로 ISA의 정책효과를 평가하는 것은 평가 대상이 너무 넓거나 적절하지 않을 수 있다. 그러므로 적극적인 금융투자라 할 수 있는 펀드에 투자하는 경우를 종속변수로 하여 금융투자 결정요인분석 추정하였으며, 각 설명변수의 한계효과를 제시하고 있다(모델 2).

주택을 보유한 경우 금융투자에 참여할 확률이 50.7% 높아지는 것으로 나타났으며, 대졸 이상 가구주의 경우 그렇지 않은 경우보다 펀드 등 금융투자에 참여할 확률이 42.7% 높은 것으로 나타났다. 연소득이 높을수록 금융투자에 참여할 확률이 높았으며, 연소득 5,000만 원 이하 저소득층이 경우 그렇지 않은 그룹보다 금융투자에 참여할 확률이 64.6% 낮은 것으로 분석되었다. 그러나 모형을 통해 추정된 ISA와 저소득층 변수의 교차항 계수값은 통계적으로 유의미한 양의 값을 나타내었다. 본 추정모형에 따르면 ISA제도 도입으로 저소득층의 금융투자 참여가 37.9% 증가하는 것으로 추정되었다. 이러한 추정

15) 패널프로빗확률효과 모형으로 추정된 결정요인 분석 결과를 제시하여 논의를 전개하였다. PA(Population-Averaged) 모형으로 추정된 결정요인 분석 결과와 큰 차이는 없다.

결과는 ISA 도입으로 저소득과 고소득 간의 금융투자 참여 격차가 26.7%(-0.646+0.379)로 감소하는 것으로 해석할 수 있다. 따라서 저소득층에 추가적인 비과세 혜택과 상대적으로 짧은 의무가입기간을 요구하는 서민형 ISA가 저소득층을 금융투자에 참여하도록 하는 유인을 제공한 것으로 평가할 수 있다.

〈Table 3〉 Marginal Effects on Participating Financial Asset and Investment

	(1) Financial Asset(=1)	(2) Financial Investment(=1)
Age	-0.0653** (-2.37)	0.011 -0.19
Age square	0.000590** -2.16	-0.00024 (-0.40)
Home ownership(=1)	0.467*** -5.56	0.507*** -3.07
Married(=1)	0.213* -1.69	0.362 -1.23
Collage degree	0.248*** -3.2	0.427*** -2.92
Number of 18 under children	-0.155*** (-3.12)	-0.0784 (-0.88)
Number of household members	0.0394 -0.88	-0.0725 (-0.86)
Buying house in the year(=1)	-0.351*** (-4.01)	-0.238 (-1.53)
Debet(=1)	-0.446** (-2.30)	0.219 -0.79
ln(Debet)	-0.120*** (-4.18)	-0.0433 (-0.88)
ln(Income)	0.275*** -5.05	0.310** -2.51
Low Income(=1)	-0.238** (-2.40)	-0.646*** (-3.76)
ISA*Income	0.158 -1.44	0.379** -2.09
Constant	1.868** -2.2	-4.089** (-2.05)
Observation	5,200	5,200

Notes: 1) z statistics in parentheses.  
 2) \* p < 0.10, \*\*p < 0.05, \*\*\*p < 0.01  
 3) Year and regional effects are controled.

〈Table 4〉에서는 ISA제도가 예·적금과 펀드를 포함한 금융자산액(Financial Asset)과 펀드만을 포함한 금융투자액(Financial Investment)에 미치는 영향을 고정효과 모델을 활용하여 분석한 결과를 제시하고 있다(모델 1).

연령이 증가할수록 금융자산을 더 많이 보유하는 것으로 나타났고, 미성년 자녀가 많은 경우 이들로 인한 소비가 발생하여 금융자산 축적이 적어지는 것으로 보인다. 부채 유무는 통계적으로 유의미하지 않지만 부채 규모는 금융자산 보유액과 유의미한 인과관계를 가지는 것으로 나타났다. 이는 부채가 적은 경우 금융자산 보유에 영향을 미치지 않지만, 부채가 많은 경우 가계가 금융자산 보유보다 부채 상환에 초점을 맞추기 때문으로 해석할 수 있다. 저소득층 더미 변수의 계수는 통계적으로 유의미하지 않은 것으로 나타났다. 그리고 ISA가 저소득층 금융자산액에 미친 영향을 나타내는 ISA와 저소득 더미변수 간 교차항의 계수는 통계적으로 유의미하지 않은 것으로 분석되었다. 이는 ISA에서 저소득층에 추가적으로 제공하고 있는 세제혜택이 해당계층의 저축을 증가시켰다는 증거는 찾을 수 없는 것으로 해석할 수 있다.

정책효과를 좀 더 좁은 범위에서 측정하기 위해 종속변수를 금융투자액(펀드 투자액)으로 좁혀 추가적으로 분석한 결과 역시 금융자산액을 종속변수로 한 추정결과와 유사한 것으로 나타났다(모델2). 부채 변수는 통계적으로 유의미하지 않은 것으로 나타났는데, 이는 금융투자 참여 및 수준 결정에 있어 예·적금과는 달리 경제주체들이 부채 규모를 크게 고려하지 않기 때문으로 추측된다. 예를 들면, 예·적금의 경우 대출이자보다 이자율이 적은 경우가 많아 부채가 있을 경우 부채를 먼저 상환한 다음 예·적금에 가입하려는 경향이 있는 것으로 해석할 수 있는 반면, 대출이자율보다 평균적으로 높은 수익률을 기대할 수 있는 금융투자의 경우 부채가 있음에도 불구하고 경제주체들이 금융투자에 나서는 것으로 볼 수 있다. 저소득 변수 역시 통계적으로 유의미하지 않은 것으로 추정되었다. ISA가 저소득층의 금융투자액에 미친 영향이라 볼 수 있는 교차항 계수의 추정결과는 통계적으로 유의미하지 않은 것으로 나타났다.

이상의 분석 결과를 종합하면, ISA 도입이 저소득층의 금융자산 보유 및 금융투자 참여를 증가시키는 효과는 있었지만, 해당 계층의 금융자산 투자액을 증가시키는 효과가 있다는 증거는 찾을 수 없었다고 해석할 수 있다.

<Table 4> Fixed Effect Analysis on the Amount of Financial Asset and Investment

	(1) ln(Financial Asset)	(2) ln(Financial Investment)
Age	0.225*** (-2.86)	0.699* (-1.96)
Age square	-0.00121* (-1.77)	-0.00700* (-1.87)
Home ownership (=1)	0.0302 (-0.28)	-0.189 (-0.42)
Married (=1)	-0.535** (-2.12)	.
Collage degree	-0.0154 (-0.08)	.
Number of 18 under children	-0.131** (-2.16)	-0.502* (-1.96)
Number of household members	0.0454 (-0.78)	0.106 (-0.48)
Buying house in the year(=1)	-0.112* (-1.65)	0.414 (-1.51)
Debt (=1)	0.023 (-0.21)	-0.327 (-0.70)
ln(Debt)	-0.0883*** (-3.29)	0.115 (-1.01)
ln(Income)	0.0133 (-0.22)	0.109 (-0.44)
Low Income (=1)	-0.101 (-1.12)	-0.481 (-1.46)
ISA*Income	-0.0256 (-0.34)	0.645* (-1.67)
Constant	2.42 (-1)	-10.83 (-1.28)
Observation	3,934	374

Notes: 1) t statistics in parentheses.  
 2) \* p < 0.10, \*\*p < 0.05, \*\*\*p < 0.01  
 3) Year and regional effects are controlled.  
 4) Because of the unbalanced panel data time-invariant coefficients have values.

## IV. 결론

「재정패널조사」를 활용하여 서민형 ISA가 저소득층의 금융투자 참여 및 금융투자액 수준에 미친 영향을 계량경제학적 방법론을 활용하여 분석하였다. 분석결과 저소득층에게 추가적인 혜택을 제공하는 서민형 ISA가 저소득층의 금융투자 참여는 37.9% 증가시켜 저소득과 고소득 간의 금융투자 참여 격차는 26.7%(-0.646+0.379)로 감소한 것으로 분석되었다. 그러나 저소득층의 금융투자액을 증가시킨다는 통계적으로 유의미한 증거를 찾을 수는 없었다. 이는 앞서 언급한 바와 같이 초기 ISA 가입자가 폭발적으로 증가하였으나 절반 이상이 1만 원 이하 비활동성 계좌라는 정부의 발표(금융위원회 보도자료, 2016. 7. 21)와 상통하는 결과를 실증 분석을 통해 확인한 것으로 볼 수 있다.

ISA 도입 초기 비과세 혜택에 대한 기대와 금융투자 업계의 적극적인 홍보 그리고 저소득에 대한 추가적인 혜택 등으로 저소득의 금융투자 참여에 긍정적인 영향을 미친 것으로 보인다. 그럼에도 불구하고 저소득층에 대한 추가적 혜택이 제공되는 서민형 ISA 역시 의무가입기간이 3년으로 짧지 않고 중도해지 시 불이익이 있으며 비과세 한도 역시 3년간 250만 원으로 크지 않으며, 금융투자를 통한 수익률이 높지 않아 저소득층이 금융투자액 수준을 지속적으로 증가시킬 만한 매력이 없었기 때문인 것으로 판단된다. 그리고 이러한 이유들로 인해 정부가 설정한 저소득층 저축 및 투자 확대 그리고 목돈 마련이라는 정책목표를 달성하지는 못한 것으로 평가할 수 있다. 정부가 ISA를 도입하는 과정에서 비과세 한도 의무가입기간 등 다양한 제약조건을 둔 것은 이를 통해 금융소득을 올릴 수 있는 고소득층에 대한 감세 혹은 세수결손 논란을 의식한 것으로 보인다. 그러나 영국이나 일본의 ISA 경우 의무가입기간이나 비과세 한도가 존재하지 않으며 이러한 파격적이고 단순한 제도설계가 국민의 금융투자 증대를 이끈 것을 참고할 필요가 있다. 해외사례와 관련하여 영국과 일본의 경우 주식양도 소득에 대해 과세가 이루어지고 있지만 우리나라는 개인 주식양도차익 비과세로 인해 이들 국가에 비해 우리나라 ISA가 세제상 혜택이 적다는 점 역시 함께 감안해야 할 필요가 있다.<sup>16)</sup>

16) 정부는 2020년 7월 발표한 세법개정안에서 2023년부터 연간 5,000만 원 이상 상장주식 양도차익에 대해서 양도소득세를 부과할 예정임을 밝혔다.

향후 연구주제로 ISA 도입의 정책목표를 이룰 수 있도록 최적의 제도설계에 관한 논의를 위해 자산형성이 가계에 미치는 긍정적인 효과와 금융산업에 미치는 연구가 추가적으로 필요할 것으로 보인다. 그리고 이러한 연구를 바탕으로 저소득층 자산형성을 실질적으로 장려할 수 있으면서 금융산업 활성화에도 도움이 될 수 있는 세제혜택 수준 및 제도개선에 대한 논의가 필요하다. 정부가 2023년부터 개인의 상장 주식양도차익에 대한 과세를 시행할 것으로 발표하였으므로 이에 따른 경제주체의 행태 변화와 그에 따른 경제학적 비용 등에 대한 논의(박종상·신석하 2019) 역시 고려할 필요가 있다. 금융투자와는 조금 다르지만, 넓은 의미에서 유사한 저축행위라고 할 수 있는 퇴직연금의 경우 행태경제학적 접근을 통한 논의들(Chetty et al. 2014)이 진행되었는데, 금융투자의 경우 역시 자산운용 방식 등을 개선할 수 있는 방안을 행태경제학 등을 통해 살펴볼 필요가 있다.

본 연구의 한계로는 제도시행 이후 관측기간이 2년에 불과해 정책효과를 규명하기에는 충분하지 않을 수 있다는 점을 들 수 있다. 특히 2018년부터는 저소득에 대한 비과세 한도가 400만 원으로 증가하고, 투자원금 중도인출을 허용하였으나 분석에 사용한 데이터는 2017년까지 관측 자료이므로 변경된 제도를 포함한 정책효과 및 경제주체 행동의 변화는 논의할 수 없다. 그리고 「재정패널조사」에 수록되어 있는 데이터의 한계로 경제주체의 ISA 가입 여부를 알 수 없어 ISA의 정책효과를 2016년 이후 연도터미로 처리하고 펀드에 가입한 가구주를 ISA의 영향을 받은 것으로 보고 분석한 점 역시 한계로 볼 수 있다. 그러나 ISA 의무가입기간 충족 시 세제혜택이 주어지고, 설령 의무가입기간을 충족시키지 못한다 해도 ISA에 가입하지 않은 경우와 동일하게 이자·배당 소득에 대한 이자소득세만 과세되고 추가적인 불이익은 없다. 따라서 금융투자와 ISA 가입과는 상당한 상관관계가 있을 것으로 볼 수 있다. 또한 펀드 가입 시 ISA에 가입하지 않아도 비과세가 가능한 주식형 펀드와 주식·채권 혼합형 그리고 채권형펀드 등 펀드의 종류를 구분하지 않았다는 한계도 있다. 이러한 데이터상의 한계에 관한 부분들은 향후 관측기간이 늘어나고 설문이 보완된다면 좀 더 정확한 분석이 가능할 것이다. 이러한 한계에도 불구하고 동 연구는 활용 가능한 자료 중 세제효과 등 분석할 수 있는 자료 중 가장 신뢰할 만한 데이터인 「재정패널조사」를 이용해 ISA가 저소득의 금융투자 참여 및 투자금액에 미친 영향을 분석했다는 점에서 학술적·정책적 의의를 가진다.

## 참고문헌

- 김병권·우석진·안종길·빈기범 (2013), “세제혜택이 가계의 연금저축 행태에 미치는 인과적 효과”, **사회보장연구**, 제29권 제3호, pp. 53-79.
- (Translated in English) Kim, B., S., Woo, J., An and K., Bhin (2013). “The Causal Effects of Tax Incentive on Pension Saving of Korean Households”, *Korean Social Security Studies*, 29(3):53-79.
- 박종상·신석하 (2019), “우리나라 상장주식 양도차익 과세와 개인투자자의 조세회피 행태”, **재정학연구**, 제12권 제4호, pp. 49-77.
- (Translated in English) Park, J., and S., Shin (2019). “Capital Gains Tax Avoidance: The Case of Korean Stock Markets”, *Korean Journal of Public Finance*, 12(4):49-77.
- 정원석 (2018), “저소득층 연금저축 납입액에 대한 세액공제를 추가적용 효과 분석”, **재정학연구**, 제11권 제3호, pp. 117-141.
- (Translate in English) Chung W. (2018). “Tax Credit Discrimination for Private Pension Saving”, *Korean Journal of Public Finance*, 11(3):117-141.
- 정원석·강성호 (2015), “연금과세 체계변화에 따른 소득계층별 연금저축 가입효과 분석”, **재정학연구**, 제8권 제2호, pp. 113-142.
- (Translated in English) Chung, W., and S., Kang (2015). “Tax Treatment for the Private Pension”, *Korean Journal of Public Finance*, 8(2):113-142.
- \_\_\_\_\_ (2017), “사적연금 세제혜택 한도 상향에 따른 사적연금 추가가입 유인 추정”, **재정학연구**, 제10권 제1호, pp. 215-240.
- (Translated in English) Chung, W., and S., Kang (2017). “Extending Tax Deferral Limit for the Private Pension and Saving Behavior”, *Korean Journal of Public Finance*, 10(1):113-142.

- Antolín, P., A., de Serres and C., de la Maisonneuve (2004). “Long-Term Budgetary Implications of Tax-Favoured Retirement Plans”, OECD Economics Department Working Papers, No. 393, OECD.
- Chetty, R., Friedman, J. N., Leth-Petersen, S., Nielsen, T. H., and T., Olsen (2014). “Active vs. passive decisions and crowd-out in retirement savings accounts: Evidence from Denmark”, *The Quarterly Journal of Economics*, 129(3):1141-1219.
- HM Revenue and Customs (2019). “Individual Savings Account(ISA) Statistics”.
- Japan Securities Dealers Association (2017). “Japan’s new tax exemption scheme for investment by individuals”.
- Rutledge S., Matthew, Wu, April Yanyuan, and M., Francis (2014). “Do Tax Incentives Increases 401(k) Retirement Saving? Evidence From The Adoption of Catch up Contributions”, Center for Retirement Research at Boston College.

## Abstract

Korean government introduced the Individual Savings Account (ISA) from 2016 to attract people to financial market and build up wealth. This paper analyzed the effect of the favored ISA, that provides additional tax favor to the lower income subscribers, on financial investments using the National Survey of Tax and Benefit data. As a result of the analysis, the favored ISA makes the low-income households to participate the financial investments about 37.9% more than the other households. However, regarding the amount of financial investment, we could not find any statistical evidence that the favored ISA attracts low-income households to invest more money to the financial market.

※ **Key words:** Financial taxation, ISA, Investment, Mutual fund, Saving, Tax treatment