OPINION

선임연구위원
황세운

실리콘밸리은행(SVB) 파산이 국내 금융시장에 미치는 영향 및 시사점*

실리콘밸리은행(SVB)을 포함한 일련의 미국 은행 파산으로 글로벌 금융시장의 변동성이 확대되면서 투자자들의 위험회피도가 높아지고 있다. SVB의 파산은 금융회사의 파산경로에서 관찰되는 전형적인 특징과 최근의 금융시장환경 변화로 인해 추가된 개별적인 특징을 모두 가지고 있다. 보유자산과 예수부채간의 뚜렷한 만기불일치와 투자자산의 집중화, 미국 연준의 은행감독 실패 등을 SVB 파산의 주요 원인으로 이해할 수 있다. 모바일 폰뱅킹과 SNS사용의 일상화는 SVB 파산의 직접적인 원인은 아니지만 은행이 파산에 이르는 속도를 경이적으로 증가시켰음도 주목할 필요가 있다.

SVB의 파산은 2008년 9월 글로벌 금융위기를 불러왔던 리먼브라더스의 파산과는 달리 금융시장 전체의 시스템 리스크로 확대될 가능성은 제한적이라 예상할 수 있다. 미국 정부와 연준은 은행의 파산을 막지는 못했지만 은행의 파산이 확산되지 않도록 억제하기 위한 조치를 적절히 실행하고 있다고 평가할 수 있다. 예금전액 보호와 은행에 대한 특별유동성공급조치(BTFP)는 예금자와 투자자들의 불안심리를 완화함으로써 추가적인 뱅크런을 억제하는 데에 상당히 기여할 것으로 예상된다. 또한 SVB의 파산은 보유자산의 부실화로 인한 신용위험의 누적이 아니라 금리상승이 야기한 자산평가손실에 따른 유동성 위기의 성격이 강하다는 점도 시스템 리스크로의 확대 가능성을 줄이는 요소다. 국내 금융시장에서도 주가, 시장금리, 환율 등의 시장지표에서 일부 가격하락과 더불어 변동성이 증가하는 것은 불가피하겠지만 시장이 추락하는 수준의 패닉장세를 볼 가능성은 낮다고 판단된다.

SVB의 파산은 금융회사의 위험관리와 이에 대한 규제체계가 금융회사의 지속가능성에 얼마나 중요한지를 보여주는 또하나의 중요한 사례라 할 수 있다. 가계부채와 기업부채의 부실화 위험, 부동산 경기침체에 따른 부동산PF 부실화 우려, 대외로부터의 추가적인 충격 가능성 등을 감안할 때 은행의 추가적인 위험흡수능력 강화조치는 그 필요성이 높다. 일련의 은행 파산과 부실화로 인해 연준의 기준금리 인상속도와 인상폭에 다소간의 변화가 나타날 수는 있겠지만, 연준이 연내에 기준금리를 인하할 것이라는 기대에 대해서는 신중하게 판단할 필요가 있다. 향후 금융회사의 파산은 이전에 볼 수 없었던 속도로 급속히 진행될 가능성이 크기 때문에 정책적 대응수단을 사전적으로 매뉴얼화시켜서 충격의 강도에 따라 신속히 적절한 조합을 만들어 실행하는 방식으로 접근할 필요성도 커졌다.

* 본고의 견해와 주장은 필자 개인의 것이며, 자본시장연구원의 공식적인 견해가 아님을 밝힙니다.

2023년 3월 10일 자산규모로 미국내 16번째 순위를 기록했던 실리콘밸리은행(이하 SVB)이 파산했다. 미국 첨단산업의 요람이라 불리는 캘리포니아주 실리콘밸리에서 가장 큰 상업은행이었던 SVB는 해당지역의 전도유망한 벤처기업 및 스타트업 기업들을 주요 고객으로 성장세를 이어왔기 때문에 그 파산에 따른 후유증은 상당 기간 이어질 것으로 예상된다. 미국 벤처기업과 스타트업 기업의 거의 절반을 고객기반으로 영업을 해 온 SVB의 파산으로 인해 벤처기업 및 스타트업 기업에 대한 부채성 자금조달 기능은 일정기간 둔화될 것으로 보이며, 재무적 취약성이 드러나는 은행의 추가적인 부실화 우려도 지속될 것이다. 미국 경기둔화 우려를 악화시키면서 미국 연준의 통화정책 및 은행감독정책에도 영향을 미칠 수 있다.

SVB의 파산은 여러 가지 경로를 통해 우리나라 경제 및 금융시장에 영향을 미치게 되므로 이에 대한 이해는 중요한 의미를 가진다. 우리 시장은 작년 10월 레고랜드사태로 촉발된 자금시장 경색을 겪으면서 이미 체력소모가 상당한 상태이다. 여기에 외부로부터의 충격이 계속해서 이어진다면 취약해진 국내 금융회사들의 건전성에 대한 우려가 재차 제기될 위험성이 있다. 또한 우리나라는 올해 작년에 비해 경제성장률이 뚜렷하게 떨어질 것으로 전망됨과 동시에 무역수지 적자도 계속될 것으로 보이는데, SVB의 파산은 글로벌 경제침체를 가속화시키면서 간접적으로 우리나라 기업실적과 수출에도 부담을 줄 가능성이 있다. 이에 본고는 SVB 파산의 원인과 그 특징을 살펴보고, 미국에서 발생한 은행 파산이 국내 금융시장에 미칠 영향에 대해 분석해 보고자 한다. 또한 이번 파산사건이 국내 금융시장의 위험관리에 대해 어떠한 정책적 시사점을 제시하는지도 점검할 것이다.

SVB 파산과정 및 특징

SVB는 1983년 10월 미국 캘리포니아주 산호세(San Jose)에서 설립되었고, 파산 직전까지 캘리포니아주 산타클라라에 본사를 두고 있었다. SVB는 설립 초기부터 스타트업기업을 주요 고객으로 설정하는 독특한 특화전략을 채택했다. 미국은 전세계 금융시장에서 벤처금융이 가장 발전한 국가로 평가받지만 1980년대는 미국은행의 스타트업기업 금융에 대한 이해도가 아직은 낮은 시기라 볼 수 있다. 그럼에도 불구하고 SVB는 과감하게 특화전략을 실행하여 성공사례를 만들어냈다는 점에서 중요한 의미를 가지는데, 그러한 선구자적 역할을 담당했던 은행도 금리급등기에 위험관리의 기본원칙을 제대로 지키지 못하면 결국 파산에 이르게 된다는 것을 보여주는 사례로 남게 되었다.

SVB의 파산은 매우 단기간에 급속히 진행되었다. SVB의 예금수신 규모는 2020년 3월 620억달러 규모였는데 불과 1년후인 2021년 3월 1,240억달러로 증가했고, 2022년말 기준으로는 1,754억달러로 높아졌다. 코로나19 팬데믹으로 인해 바이오 및 첨단기술기업에 대한 투자수요가 폭발적으로 증가하면서 부유해진 실리콘밸리 스타트업기업들로부터 엄청난 규모의 자금이 SVB로 유입된 결과였다. SVB는 수신된 자금중에서 지나치게 많은 부분을 미국 장기국채에 투자하는 전략적 선택을 하였다. 이

러한 선택은 2020년~2021년까지 이어진 연준의 제로금리 정책 및 적극적인 유동성 공급정책을 감안할 경우 외견상 비판의 여지가 많지 않았다. 그러나 2022년에 접어들면서 인플레이션 상승이 가파르게 진행되었고, 특히 2022년 3월 발발한 러시아의 우크라이나 침공으로 인해 1980년대 이후 최고수준의 인플레이션이 나타나면서 연준의 기록적인 기준금리 인상 사이클이 시작되었다. 연준의 맹렬한 기준금리 인상은 SVB의 재무제표에 참혹한 결과를 초래하였다. 채권의 가격은 금리와 반대방향으로 움직인다. 특히 만기가 긴 채권은 금리 인상기에 더 큰 가격하락을 겪게 된다. SVB는 자산의 가장 큰 부분을 미국 장기국채로 보유하고 있었기 때문에 금리인상에 따라 채권평가손실은 기하급수적으로 증가했는데, 2022년말 SVB의 채권평가손실은 150억달러를 넘어선 것으로 나타났다. 2023년에 접어든 이후에도 연준의 기준금리인상이 계속됨에 따라 SVB의 재무건전성에 대한 우려는 더욱 커졌고, 3월들어 예금인출이 본격화되기 시작했다. 급증하는 예금인출에 대응하기 위해 SVB는 보유채권을 매각할 수밖에 없었고, 그 과정에서 대규모 미실현평가손실이 실현손실로 확정되었다. 3월 8일 SVB는 유동성 위기에 대응하기 위해 210억달러 규모의 유가증권을 매각하여 현금을 마련함과 동시에 차입을 통해 추가로 150억달러의 현금을 확보했는데, 그 과정에서 채권매각으로 인한 확정손실이 18억달러 발생했음을 공개했다. 이러한 SVB의 노력에도 불구하고 유동성위험이 계속해서 증가하고 있다고 판단한 국제신용평가회사 무디스(Moody's)는 같은 날 SVB의 신용등급을 기존의 A2에서 Baa1으로 강등시켰다.[1] 3월 9일 SVB의 주가는 크게 하락했고 본격적인 뱅크런(bank-run)이 시작되었다. 3월 9일 하루 동안 인출된 예금만 420억달러 규모였다. 3월 10일에는 SVB의 주가가 66% 폭락하면서 주식거래가 중지되었고, 같은 날 밤 캘리포니아 주정부는 SVB의 은행업허가를 취소하면서 파산관재인(receiver)으로 연방예금보험공사(FDIC)를 지정했다. 이렇게 40년의 역사를 가진 실리콘밸리 최대의 상업은행은 전광석화와 같은 속도로 시장에서 퇴출되었다.

SVB의 파산은 금융회사의 파산경로에서 관찰되는 전형적인 특징과 최근의 금융시장환경 변화로 인해 추가된 개별적인 특징을 모두 가지고 있다. SVB의 파산과정에서 관찰되는 원인별 특징을 정리하면 다음과 같다. 첫째, 보유자산과 예수부채간의 뚜렷한 만기불일치와 투자자산의 집중화는 SVB 파산의 중요한 원인으로 작용했다. SVB는 고객이 맡긴 예금중에서 지나치게 많은 부분을 미국 장기국채에 투자해왔다. 수익의 극대화라는 관점에서 평가하면 SVB의 이러한 자산보유전략은 일정부분 합리화가 가능하다. 코로나19 팬데믹으로 인해 연준의 제로금리정책이 상당기간 이어질 것이라는 전망이 우세한 상황에서 이자수익을 거의 창출하지 못하는 단기채보다는 장기채가 이자수익확보에 유리했던 것이 사실이다. 또한 미국정부가 발행하는 국채이기 때문에 신용위험에 대한 통제도 충분한 수준이라 판단할 수 있었다. 그러나 아무리 신용위험에 대한 우려가 적다고 하더라도 만기가 짧은 예수부채를 통해 조달한 자금을 만기가 긴 투자자산을 중심으로 운용하는 것은 유동성 위기로부터 자유로울 수 없다.

1) 무디스(Moody's)의 A2 등급은 S&P의 A0 등급, Baa1 등급은 BBB+ 등급과 동일한 수준으로 평가할 수 있다.

이는 금융회사의 파산, 특히나 은행의 파산과정에서 반복적으로 확인되어 온 특징이다. 만기불일치와 더불어 운용자산의 집중화도 파산의 중요한 원인으로 지목할 수 있다. SVB는 상당히 안정적이라 평가받는 대출 포트폴리오를 가지고 있었지만 운용자산의 중심은 미국 장기국채에 있었다.[2] 투자의 세계에서는 특정투자자산에 대한 의존도가 지나치게 높아지지 않도록 관리할 것을 강조한다. 모든 계란을 한바구니에 담지말라는 유명한 투자원칙은 은행의 자산관리에도 적용되는 중요한 기준이었기에 분산투자의 원칙을 제대로 지키지 못한 비용은 너무나 컸다.

둘째, SVB의 파산은 미국 연준의 은행감독 실패가 일정부분 영향을 미쳤을 것으로 판단된다. 2008년 발생한 글로벌 금융위기 이후 미국은 도드-프랭크법의 제정을 통해 은행의 건전성관리를 강화했다. 그런데 2018년 경제성장, 규제완화 및 소비자보호를 위한 법률(EGRRCPA)이 제정되면서 이전에는 자산규모 500억달러 이상의 은행에 대해 적용되던 건전성규제들이 자산규모 2,500억달러 이하의 은행에 대해서 적용되도록 규제기준이 큰 폭으로 상향 조정되었는데, SVB는 이러한 규제완화의 가장 큰 수혜은행중의 하나였다. EGRRCPA체계하에서 SVB는 대형은행에 비해 훨씬 완화된 은행 스트레스테스트 기준을 적용받게 되었고, 연준도 자산규모 2,500억달러 이하의 은행에 대한 감독을 완화된 기준에 따라 상대적으로 더 예측가능하고 유연한 방식으로 전환하였다. 완화된 기준의 적용은 자산구성의 변화를 통해 SVB의 수익성 개선에 긍정적인 영향을 미쳤다고 평가되었으나, 예상치 못했던 급격한 금리상승으로 인해 SVB의 건전성 관리체계가 가진 구조적 취약성이 파산이라는 비극적 결과로 이어진 것으로 보인다.

셋째, 모바일 폰뱅킹과 SNS사용의 일상화는 은행파산의 직접적인 원인은 아니지만 은행이 파산에 이르는 속도를 경이적으로 증가시켰음을 주목할 필요가 있다. 스마트폰을 이용한 모바일 폰뱅킹의 보편화로 인해 은행으로부터의 예금이체는 장소와 시간에 더 이상 구속받지 않는다. 이는 특정은행의 모든 예금이 인출되는 데에 걸리는 시간이 하루가 채 되지 않으며, 뱅크런으로 인한 은행파산에 소요되는 시간이 반나절이면 충분한 시대가 되었음을 의미한다. 실제 SVB의 파산에서 뱅크런이 일어났던 3월 9일 하루동안의 예금인출은 무려 420억달러에 달했는데, SNS상에서의 정보 및 의견공유와 이에 따른 모바일 뱅킹에 의한 예금인출이 급속한 뱅크런의 기폭제가 되었음은 부인하기 어렵다. 이러한 금융시장환경의 변화는 중앙은행과 정부의 은행건전성 관리에 중대한 도전이 될 것으로 보인다. 뱅크런으로 인한 은행의 파산이 서너시간이면 마무리될 수 있는 세계에서 정부는 은행의 파산을 방지할 정책적 수단을 실행할 시간적 여유를 가지기가 힘들어진다. SNS의 사용과 모바일 폰뱅킹의 보편화는 불가역적인 시대의 흐름이다. 기술의 발전이 금융서비스 제공방식을 편리하게 바꾸었지만 이러한 금융환경의 변화는 뱅크런의 인화성을 폭발적으로 증가시킬 수 있음도 이해해야 한다.

2) SVB의 자산중 미국 국채의 비중은 무려 55%에 이르는 것으로 나타났으며, 이중 장기채의 비율은 약 80%에 이른다.

SVB 파산이 국내외 금융시장에 미치는 영향

SVB의 파산이 미국 및 글로벌 경제와 금융시장에 미치는 영향에 대해서는 상반된 견해가 대립하고 있지만, 2008년 9월 글로벌 금융위기를 불러왔던 리먼브라더스의 파산과는 달리 금융시장 전체의 시스템 리스크로 확대될 가능성은 제한적이라 평가할 수 있다. 사실 2023년 3월에 발생한 일련의 은행 파산 및 부실화 사건을 고려할 때 글로벌 금융시장에 대한 전망이 밝지 않은 것은 사실이다. 미국에서는 3월 8일 가상자산 전문은행인 실버게이트은행(Silvergate Bank)이 누적된 유가증권손실로 인해 자발적 청산에 들어갔고, 이후 3월 10일 SVB가 파산했으며, 연이어 3월 12일 뉴욕에서 가상자산관련 업무에 집중해오던 시그니처뱅크(Signature Bank)가 파산했다. 자산규모가 5,750억달러에 이르는 스위스의 글로벌 투자은행 크레딧 스위스(이하 CS)도 파산을 피하기 위해 스위스 정부로부터 약 70조원에 이르는 긴급 신용공여를 받았고, 또 다른 스위스의 글로벌 투자은행인 UBS에 의한 인수가 결정되었다. CS는 수년간 적자가 누적되어 왔기 때문에 오랜 기간 파산설에 시달려왔다. 이번에 UBS에 의한 전격적 인수가 결정되면서 파산위기에서 벗어나고 있다고 평가할 수 있으나 그간의 부실누적에 따른 후유증을 해소하는 데에는 상당한 시간이 걸릴 것으로 보인다. 이와 같은 은행부실에도 불구하고 SVB를 포함한 일련의 은행파산이 즉각적으로 2008년의 글로벌 금융위기와 같은 위기상황으로 번질 가능성은 낮다고 평가할 수 있다.

미국 은행의 파산이 시스템 리스크로 발전하여 금융위기로 확산될 가능성이 낮다고 판단하는 이유로 먼저 미국 정부와 연준이 위기상황을 통제하기 위하여 적절한 조치를 신속하게 실행하고 있다는 점을 들 수 있다. 미국 정부와 연준은 은행의 파산을 막지는 못했지만 은행의 파산이 확산되지 않도록 억제하기 위한 조치를 적절히 실행하고 있다. SVB의 파산과 동시에 미국 정부는 기존의 25만달러 예금자보호 상한을 한시적으로 예금전액 보호로 강화하겠다는 조치를 발표하였다. 이와 더불어 유동성 위기에 몰린 은행들이 추가로 파산하지 않도록 연준은 특별담보대출프로그램을 발표하였다. 연준은 BTFP(Bank Term Funding Program)를 통해 국채나 주택저당증권(MBS) 등의 적격자산을 담보로 제출할 경우 해당증권의 액면가로 1년까지 자금을 대출해주기로 했다. 계속되는 평가손실로 인해 유동성제약에 빠진 은행은 BTFP를 통해 단비같은 유동성을 확보할 수 있을 것으로 예상된다. 예금전액 보호와 은행에 대한 특별유동성공급조치는 예금자와 투자자들의 불안심리를 완화함으로써 추가적인 뱅크런을 억제하는 데에 상당히 기여할 것으로 예상된다.

다음으로 현재까지 미국 은행의 파산은 보유자산의 부실화로 인한 신용위험의 누적이 아니라 금리상승이 야기한 자산평가손실에 따른 유동성 위기의 성격이 강하다는 점에 주목할 필요가 있다. 사실 SVB의 파산과정을 살펴보면 평가손실이 대규모로 발생하고 있었지만 유동성 공급이 적절히 이루어졌다면 파산에 이르지 않았을 가능성도 있었을 것이다. 물론 연준의 고강도 통화긴축이 계속되고 있었기 때문에 사전적으로 BTFP와 같은 프로그램의 실행은 어려운 상황이었다. 다만, 자산부실화로 인한

파산이 아닌 경우라면 상황의 통제는 상대적으로 더 용이해진다. 대응책을 만들기도 상대적으로 더 쉽고, 예금자와 투자자들의 신뢰도 비교적 신속히 회복될 수 있는 것이다.

전술한 바와 같은 이유로 이번 3월의 미국 은행 파산사태가 2008년과 같은 글로벌 금융위기로 확대될 가능성은 제한적이라 할 수 있다. 미국 및 글로벌 금융시장에서 안전자산에 대한 선호가 일시적으로 강화되고 가격변동성이 확대되는 등의 시장불안이 일정기간 이어지겠지만 금융위기에 대한 우려로 시장이 패닉상태에 빠지지는 않을 것으로 예상된다. 물론 미국시장에서 스타트업기업에 대한 자금공급이 줄어들면서 경기침체가 악화될 위험성을 생각해볼 수 있겠지만 이런 방향성의 효과는 급성보다는 만성적인 방식으로 나타날 가능성이 높다.

미국과 유럽의 상황이 추가적으로 급격히 나빠지지 않는다면 SVB의 파산이 국내 금융시장에 미치는 영향은 글로벌 금융시장에 대한 영향과 유사한 방향성을 가지게 될 것으로 예상된다. 대내적으로 평가할 때 국내 주요 시중은행들의 건전성은 글로벌 스탠다드 관점으로 보더라도 양호한 수준으로 판단된다. 가계부채 및 부동산PF 부실화에 대한 우려가 여전한 상황이긴 하지만, 2022년 사상 최고의 실적을 기록한 국내 은행들의 위험흡수능력은 미국의 은행파산사태를 버텨내기에 별문제가 없을 것으로 평가할 수 있다. 정부도 적극적인 시장안정화 조치를 통해 금융시장의 위험을 통제 가능한 범위에서 관리하고 있다고 판단된다. 주가, 시장금리, 환율 등의 시장지표에서 일부 가격하락과 더불어 변동성이 증가하는 것은 불가피하겠지만 시장이 추락하는 수준의 패닉장세를 볼 가능성은 낮다고 판단된다.

SVB 파산으로부터의 시사점 및 향후 대응방향

SVB의 파산은 금융회사의 위험관리와 이에 대한 규제체계가 금융회사의 지속가능성에 얼마나 중요한지를 보여주는 또하나의 중요한 사례라 할 수 있다. 금융회사는 수익추구가 기본적인 목적이지만 환경의 변화에 따라 수익과 건전성간의 균형을 적절히 조정해야 한다. 작년부터 시작되어 현재까지 이어지고 있는 위험증가 시기에는 건전성 관리에 집중하는 모습이 필요하다. 국내 주요 시중은행들은 유동성 규제 및 자본적정성 규제를 비교적 잘 준수하고 있는 상황이기에 현재와 같은 대외적 충격을 버텨내는 것에 큰 문제는 없을 것이다. 그러나 가계부채와 기업부채의 부실화 위험, 부동산 경기침체에 따른 부동산PF 부실화 우려, 대외로부터의 추가적인 충격 가능성 등을 감안할 때 은행의 추가적인 위험흡수능력 강화조치는 그 필요성이 매우 높다 할 것이다. 은행의 자발적인 안전판 강화노력과 이에 대한 정부의 정책적 지원이 절실하다. 한편, SVB의 파산으로 특화은행의 효용성에 대한 우려도 일부 제기되고 있다. 그런데 SVB의 파산은 특화은행 모델이 가진 한계로 인해 발생한 것이 아님을 분명히 이해할 필요가 있다. SVB의 파산이 은행의 과점구조 완화 및 경쟁도 제고를 추진중인 현재의 금융정책 방향에 부담요소가 되는 것은 바람직하지 않다. 은행의 건전성 관리 강화와 경쟁도 제고가 상호 배

타적인 정책조합이라 평가하기는 어려우며, 우리나라 은행산업의 현상황이 경쟁도 제고의 부작용으로 인해 건전성 악화가 우려되는 수준은 아니라고 보는 것이 합리적이다.

SVB 파산 이후 미국 연준이 조만간 금리인상을 종료한 후 빠르면 연내에 금리인하를 시작할 수 있을 것이라는 기대가 커지고 있다. 기준금리 인하에 대한 성급한 기대는 경계할 필요가 있다. 연준은 SVB 파산이후 은행에 대한 유동성 공급을 위해 BTFP를 시작했지만 이는 연준의 통화정책 방향성이 바뀌었음을 의미하는 것은 아니다. BTFP는 통화긴축 과정에서 나타나는 부작용을 완화하기 위한 대증처방의 성격이 강하다. 연준은 1970년대 후반에 실행되었던 통화긴축 과정에서 인플레이션의 통제는 쉽게 달성되는 것이 아니며 상당한 비용을 치러야 한다는 것을 학습하였기에 SVB의 파산을 통화정책의 변경요소가 아니라 감수해야 할 비용요소로 인식할 가능성이 높다.

SVB의 파산이 단기간에 대규모 위기상황으로 번질 가능성은 제한적이지만 향후 글로벌 금융시장에서 자금경색이 뚜렷해지는 시기가 다시 나타날 위험성은 여전하다고 평가할 수 있다. 은행을 포함한 금융회사들에 대해 유동성관리 및 건전성관리를 강화하고 만일의 사태에 대비한 금융시장안정화 조치를 마련해야 할 것이다. SVB의 파산에서 나타났듯이 향후 금융회사의 파산은 이전에 볼 수 없었던 속도로 급속히 진행될 가능성이 크며, 이에 대한 정책적 대응에는 시간적인 여유가 거의 없을 것이다. 정책적 대응수단을 사전적으로 매뉴얼화시켜서 충격의 강도에 따라 신속히 적절한 조합을 만들어 실행하는 방식으로 접근할 필요성이 커졌다 할 것이다.

OPINION

연구위원
정화영

최근 기업 자금조달 여건 평가*

통화긴축 기조가 지속되고 있음에도 불구하고 기업의 자금조달은 높은 증가세를 보이고 있다. 기업의 자금조달이 늘어난 배경을 살펴보면, 생산재 가격이 큰 폭 상승함에 따라 생산 및 투자활동을 위한 자금수요가 확대되었다. 또한 수입가격에 비해 수출가격이 상대적으로 빠르게 하락하며 기업 채산성이 악화된 점도 자금조달 증가요인으로 작용하였다.

2023년 들어 기업의 자금조달 여건은 지난해에 비해 전반적으로 개선된 모습이나 불안요인이 상존하고 있다. 먼저 회사채 시장에서는 신용등급에 따라 발행여건의 차별화가 나타나는 가운데 저신용등급 기업은 정책지원에 대한 의존도가 높아진 모습이다. 은행대출에서도 경기둔화 전망 등으로 신용위험 관리가 강화될 경우 담보능력 및 신용도가 낮은 개인사업자와 중소기업에 대한 자금공급이 위축될 가능성이 높다. 한편 높은 신용등급을 바탕으로 에너지 공기업의 자금조달 확대가 이어지고 있는데 금융시장 변동성 확대 등으로 신용물에 대한 투자심리가 위축될 경우 저신용기업의 자금조달 어려움을 가중시킬 수 있는 요인으로 작용할 수 있다.

최근 기업의 자금조달 수요가 확대되었음을 고려할 때, 금융시장 변동성의 급격한 확대는 기업부문을 중심으로 금융불안으로 이어질 수 있다. 따라서 정책당국과 한국은행은 시장 변동성이 높아지지 않도록 노력하는 한편 취약요인을 선제적으로 파악하고 이에 대한 대비가 필요하다. 또한 기업 등 민간 경제주체도 유동성위험을 중심으로 리스크관리를 강화할 필요가 있다.

높은 수준의 인플레이션이 이어지면서 통화긴축 기조가 지속되고 있다. 중앙은행은 금리인상을 통해 시장금리 상승, 위험자산 가격 하락 등 금융환경의 긴축적 변화를 유도함으로써 총수요의 감소 및 물가상승세 완화로 이어지도록 노력한다. 이 과정에서 일반적으로 민간신용 증가세가 둔화된다. 그러나 최근 금융환경의 긴축적 변화에도 불구하고 기업의 자금조달은 높은 증가세를 보이고 있다. 본고에서는 기업의 자금조달 수요 확대 배경 및 최근 자금조달 여건을 살펴보고 이에 대한 시사점을 제시하고자 한다.[1)]

기업의 자금수요 확대 배경

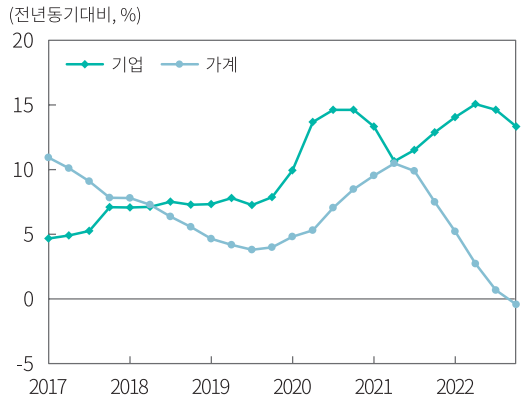
2021년 하반기 이후 한국은행의 기준금리 인상 기조가 이어지고 있으나 기업의 자금조달 규모는

* 본고의 견해와 주장은 필자 개인의 것이며, 자본시장연구원의 공식적인 견해가 아님을 밝힙니다.

1) 본고에서는 금융회사를 제외한 비금융기업을 중심으로 자금조달 여건을 살펴본다.

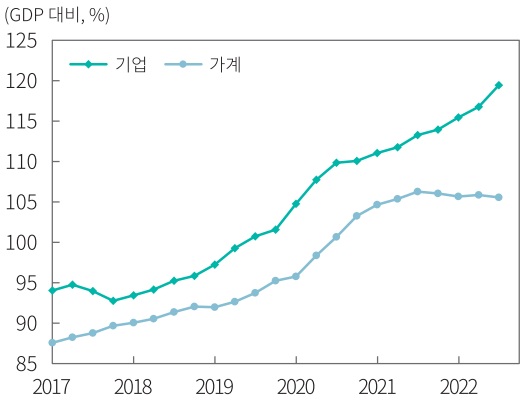
상대적으로 높은 증가세를 지속하고 있다(<그림 1>). 예금취급기관의 기업대출(금융 및 보험업 제외)은 2021년과 2022년 각각 13.0%, 13.4% 늘어나며 높은 증가율을 기록했는데, 이는 부동산 가격 하락, 대출금리 상승 등으로 가계대출 증가세가 크게 둔화된 것과 대비된다. 이에 따라 가계 레버리지 비율(GDP 대비 부채비율)이 2021년 하반기 이후 완만한 감소세로 전환된 데 반해 기업 레버리지 비율은 상승세가 이어지는 모습이다(<그림 2>).

<그림 1> 기업 및 가계 대출 증가율



주 : 1) 기업대출은 예금취급기관의 산업별(금융 및 보험업 제외) 대출금 기준
2) 가계대출은 판매신용을 제외한 가계신용 기준
자료: 한국은행

<그림 2> 기업 및 가계 부채비율



주 : 기업은 비금융기업 기준
자료: BIS

기업의 자금조달이 늘어난 배경을 살펴보면 다음과 같다. 먼저 원자재 가격 및 환율 상승 등으로 생산재 가격이 가파르게 상승했다. <그림 3>에서 확인할 수 있는 것처럼 원재료, 중간재 가격이 최종재에 비해 상대적으로 큰 폭 상승했는데 늘어난 생산비용이 판매가격 상승으로 충분히 반영되지 않음에 따라 기업의 자금수요가 증가했다. 또한 최근의 물가상승은 건설 및 설비투자 등 투자활동에 있어서도 자금수요를 확대하는 요인으로 작용한다.[2)]

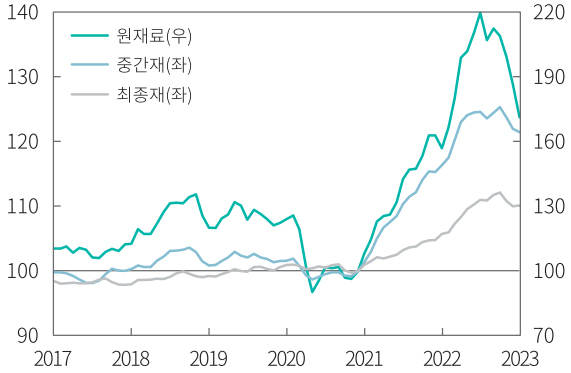
교역조건 측면에서는 에너지 수입가격이 여전히 높은 수준을 지속하고 있는 데 반해 반도체 등 IT 제품을 중심으로 수출가격이 상대적으로 빠른 하락세를 나타내고 있다.[3)] <그림 4>와 같이 수출상품과 수입상품 간 교환비율을 나타내는 교역조건이 악화되며 기업 채산성이 낮아지고 있는데, 이는 금융부문을 통해 기업의 자금조달 규모가 늘어남을 의미한다.

2) 2022년 지출항목별 물가(디플레이터) 상승률: 민간소비 +4.3%, 정부소비 +2.8%, 건설투자 +7.6%, 설비투자 +5.4%

3) 수출 및 수입물가 상승률(달러기준, 전년대비 %):

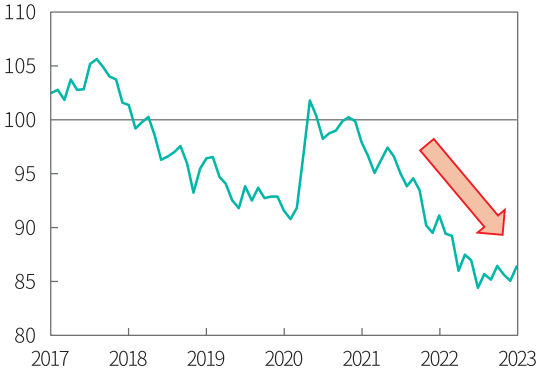
	수출물가			수입물가		
		IT	IT이외		에너지	에너지이외
2021년	+14.0	+7.2	+17.0	+19.9	+57.7	+9.8
2022년	-6.0	-22.0	-1.1	-0.7	+10.6	-4.9

〈그림 3〉 국내 공급물가지수



주 : 2020년말을 기준시점으로 하여 100으로 표준화
자료: 한국은행

〈그림 4〉 순상품교역조건지수



주 : 1) 수출물가를 수입물가로 나눈 지수로 수출상품 1단위로 수입할 수 있는 상품의 양을 나타냄
2) 2020년말을 기준시점으로 하여 100으로 표준화
자료: 한국은행

최근 기업의 자금조달 여건 및 불안요인

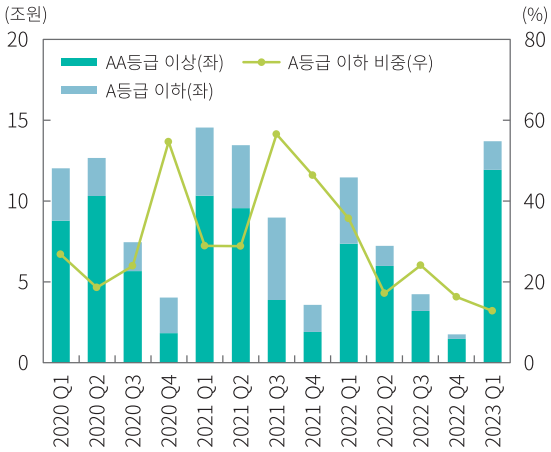
2023년 들어 기업의 자금조달 여건은 지난해에 비해 전반적으로 개선된 모습이나 불안요인이 여전히 상존하고 있다. 먼저 작년 하반기 크게 위축되었던 공모 회사채 발행시장은 연초 기관투자자의 자금집행, 금리 상승세 완화로 인한 투자심리 개선 등으로 발행규모가 큰 폭 늘어났다(〈그림 5〉). 그러나 신용등급 A이하의 발행 비중이 낮은 수준에 그치며 신용등급에 따라 발행여건 차별화가 나타나고 있다.[4] 이에 따라 저신용등급 기업은 정책지원에 대한 의존도가 높아진 모습이다. 올해 신용보증기금 P-CBO[5]를 통한 자금조달 지원이 다른 해보다 이른 2월에 시작되었는데, 지원규모(2,850억원)의 50% 이상이 최근 자금조달에 어려움을 겪고 있는 건설사와 여신전문금융회사를 대상으로 하고 있다.

은행대출의 경우, 법인기업에 대한 대출은 높은 증가세가 이어지고 있으나 개인사업자 등 비법인기업에 대한 대출은 증가세가 둔화되는 모습이다(〈그림 6〉). 향후 경기둔화 전망 등으로 은행은 대출자산에 대한 신용위험 관리를 강화할 것으로 전망되는데 상대적으로 담보능력 및 신용도가 낮은 개인사업자와 중소기업에 대한 은행의 자금공급이 위축될 가능성이 높다.

4) 한편, 신용등급에 따른 차별화는 채권시장안정펀드가 신용등급 AA- 이상 회사채를 지원하고 있는 데에도 일부 기인한다.

5) 개별기업의 회사채 등을 기초자산으로 유동화증권(P-CBO)을 발행하여 기업 자금조달을 지원하는 제도로서 신용보증기금은 선순위 유동화증권의 원리금 지급을 보증한다.

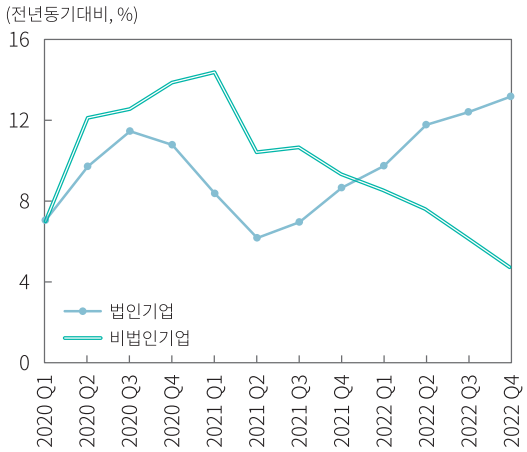
〈그림 5〉 신용등급별 공모 회사채 발행



주 : 1) 무보증 선순위채권 기준(금융회사 및 공기업 발행분 제외)
2) 2023년 1분기는 1~2월 기준

자료: 더벨

〈그림 6〉 예금은행의 기업대출 증가율

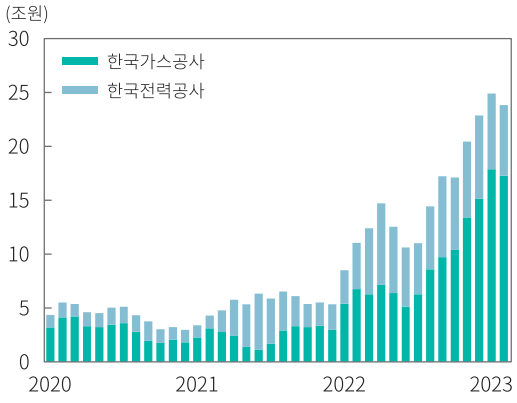


주 : 1) 금융 및 보험업을 제외한 대출금 기준
2) 비법인기업은 개인사업자 포함

자료: 한국은행

한편, 단기금융시장 및 회사채시장에서 에너지 공기업의 자금조달이 빠르게 늘어나고 있다. 물가 상승세 둔화를 위한 노력으로 공공요금 인상폭이 제한됨에 따라 에너지 공기업은 높은 신용등급을 바탕으로 CP, 전자단기사채. 회사채 발행 등을 통해 소요자금을 조달하고 있다(〈그림 7, 8〉).[6] 이들 기업의 자금조달 증가세는 당분간 지속될 것으로 예상되는데, 금융시장 변동성 확대 등으로 신용물에 대한 투자심리가 위축될 경우 저신용기업의 자금조달 어려움을 가중시킬 수 있는 요인으로 작용할 수 있다.

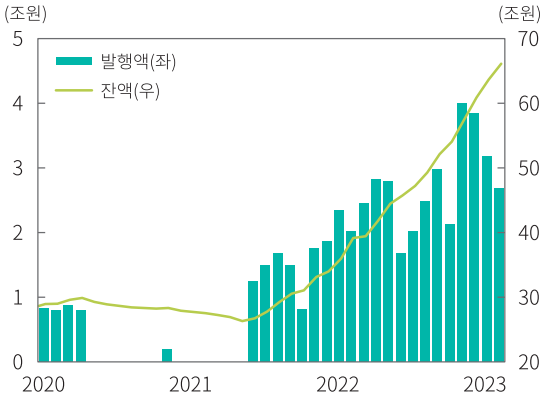
〈그림 7〉 한국가스공사와 한국전력공사의 단기금융시장을 통한 자금조달 추이



주 : 원화 CP 및 전자단기사채 합산 잔액 기준

자료: 연합인포맥스

〈그림 8〉 한국전력공사 원화 채권 발행 추이



자료: 연합인포맥스

6) 한국전력공사 및 한국가스공사가 발행한 채권은 '국가보증채무'에는 포함되지는 않으나 유사시 정부 지원에 대한 기대를 바탕으로 국내에서 가장 높은 신용등급으로 발행되고 있다.

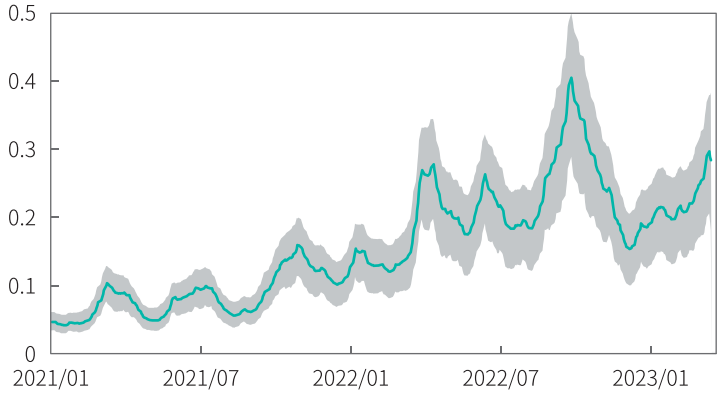
시사점

높은 물가오름세에 대응한 통화긴축 과정에서 금융환경의 긴축적 변화는 금융시장의 자원배분 기능을 저해하지 않는 가운데 질서정연한(orderly) 방식으로 이루어질 필요가 있다. 그러나 높은 수준의 민간부채로 인해 긴축적 금융여건이 금융불안으로 이어질 위험이 높아졌으며, 이는 경제의 하방위험을 확대하는 요인으로 작용한다.[7)]

한편 주요국 중앙은행의 통화긴축 기조가 지속되면서 경기둔화와 금융불안에 대한 우려가 높아지고 있다. 특히 미국의 물가상승세 둔화 속도가 예상보다 더딘 가운데 최근 실리콘밸리은행(SVB) 폐쇄 사태 등의 영향으로 향후 연준의 통화정책에 대한 불확실성이 커진 상황이다. 이에 따라 국내 시장금리도 변동성이 크게 높아진 모습이다(〈그림 9〉).

물가상승에 따른 생산비용 증가 및 이에 따른 기업의 자금조달 수요 확대 등을 고려할 때, 시장 변동성의 급격한 확대는 신용등급이 낮은 기업을 중심으로 금융불안으로 이어질 수 있다. 따라서 정책당국과 한국은행은 금융시장 변동성이 높아지지 않도록 노력하는 한편 취약요인을 선제적으로 파악하여 대비가 필요하다. 기업 등 민간 경제주체도 향후 순탄치 않은 경제여건이 예상됨에 따라 유동성위험을 중심으로 리스크관리를 강화할 필요가 있다.

〈그림 9〉 시장금리 변동성



주 : 1) 국고채지수 수익률에 Stochastic Volatility 모형을 적용하여 추정
2) 음영은 90% 신뢰구간을 나타냄

자료: DataGuide, 저자계산

7) 최근 부동산PF 대출의 부실 위험이 높아진 것도 부동산 관련 민간부채의 누증으로 취약성이 높아진 가운데 금리상승에 따른 부동산가격 변동성 확대가 금융불안으로 이어진 것으로 이해할 수 있다.

ZOOM -IN

영국의 가상자산 규제 강화 계획 발표

□ 최근 영국 재무부는 가상자산 사업에 대한 승인 범위를 확대하고 규제 적용 대상 범위를 확대하는 내용의 규제 강화 계획을 발표

□ 이러한 규제 강화 움직임은 가상자산 거래소와 대출 플랫폼의 붕괴 사건이 연이어 발생하면서 가상자산시장의 약세가 지속됨에 따라 규제 필요성이 더욱 강조되고 있는데 기인

□ 영국은 자금세탁방지규정을 시작으로 현재 논의 중인 2022년 7월 발의되어 논의 중인 금융서비스 및 시장법안(FSMB)에서도 스테이블코인에 중점을 둔 가상자산에 대한 규제를 포함하며 강화된 가상자산 규제를 마련하고 있는 추세

□ 영국은 가상자산 산업의 글로벌 허브가 되는 것을 목표로 하는 가운데 가상자산 규제를 신속하게 마련하고자 하고 있으며, 이에 따라 가상자산 사업을 유치하기 위한 EU와의 경쟁이 심화될 것으로 예상

□ 최근 영국 재무부는 가상자산 사업에 대한 승인 범위를 확대하고 규제 적용 대상 범위를 확대하는 내용의 규제 강화 계획을 발표[1)]

— 2023년 2월 영국 재무부(HM Treasury)는 가상자산에 대한 규제 방안(Future financial services regulatory regime for cryptoassets)을 발표

- 2022년 4월 1단계로 법정화폐와 연결된 스테이블코인 규제에 관한 방안(UK regulatory approach to cryptoassets, stablecoins, and distributed ledger technology in financial markets)을 발표한데 이어 이번 규제안은 2단계 가상자산 규제로서 규제당국의 승인 및 적용 대상 범위 등의 내용을 포함

— 새로운 규제는 기술변화와 혁신을 수용하여 금융서비스로서 가상자산에 대한 로드맵을 마련하기 위한 목적으로 별도의 규제 체제 도입 대신 가상자산 규제를 기존 금융서비스법에서 수용하는 방향으로 제안

- 가상자산에 대한 소비자를 보호하고 가상자산 사업을 영위하는 기업에게는 명확한 규제를 적용하기 위한 계획으로 가상자산의 발행, 거래 및 대출에 대해 주식 및 채권과 같은 전통적인 금융상품 관련 규제와 일관성을 확보하는 것이 목표
- 금융서비스에 대한 기존 규제 승인 제도를 확장하여 다양한 가상자산 서비스를 포괄할 계획

1) UK government, 2023. 2. 1, UK sets out plans to regulate crypto and protect consumers.

— 규제안의 주요 내용은 가상자산 사업에 관한 규제 당국의 승인 범위를 확대하고, 현재 적용되는 가상자산 규제 적용 대상을 영국 내에서뿐만 아니라 영국에 제공되는 모든 가상자산 관련 활동으로 범위를 확대[2)]

- 가상자산 거래소 개설과 가상자산의 중개 및 수탁 업무, 대출 플랫폼 운영을 위해서는 FCA(Financial Conduct Authority)의 승인을 받아야 하며 가상자산 사업자는 신청 시 사업계획, 운영 개요, 통제 및 위험관리 프로세스 등에 관한 설명이 포함되어야 함
- 영국 또는 해외에 가상자산 관련 서비스를 제공하는 영국 기업 및 영국에 가상자산 서비스를 제공하는 해외 기업 모두에게 적용

〈표 1〉 영국 가상자산 규제안 주요 내용

구분	내용
발행과 공시	전통적인 주식 및 채권에 적용되는 공모 규정 등을 기반으로 가상자산에 대한 발행 및 공시 제도 수립
거래소	가상자산 거래소 운영을 위해서는 승인 필요
중개	다음과 같은 경우 승인 필요 ① 가상자산을 취급하거나, ② 가상자산 거래 주선하거나, ③ 가상자산 거래를 고려하여 계약 체결하는 경우
수탁	지갑이나 키(비밀번호)와 같은 가상자산이나 가상자산에 대한 접근 수단을 보관하고 관리하기 위해서는 승인 필요
시장질서 교란행위	기존 금융기관을 위한 MAR(Market Abuse Regulation)을 기반으로 한 가상자산 시장질서교란행위에 대한 제도 도입
대출	가상자산 대출 플랫폼을 운영하는 기업은 가상자산의 담보 대출 사업을 하거나 가상자산에 담보가 있는 명목 화폐 대출을 포함하여 광범위한 대출 활동을 하는 경우 승인 필요

자료: HM Treasury

□ **이러한 규제 강화 움직임은 가상자산 거래소와 대출 플랫폼의 붕괴 사건이 연이어 발생하면서 가상자산시장의 약세가 지속됨에 따라 규제 필요성이 더욱 강조되고 있는데 기인**

— 2022년 가상자산시장은 테라 · 루나 사태 및 FTX의 파산으로 관련 대출업체까지 파산하며 극심한 변동을 겪음

- 2022년 5월 가상자산 테라와 루나가 폭락하며 77조원 규모의 피해액과 28만명의 피해자가 발생하였고 그 여파로 6월에는 가상자산 헤지펀드인 Three Arrows Capital(3AC), 7월에는 가상자산 대출·중개 업체인 Voyager Digital과 가상자산 대출업체 Celsius Network가 파산신청
- FTX는 한때 250억달러 이상의 가치로 평가되었지만 코인데스크의 재무건전성 지적 후 바이낸스가 보유하고 있던 FTX 발행 가상자산 FTT를 전량 매도하겠다고 밝히며 투자자들의 매도가 이어지면서 급락하여 파산신청을 했고, 관련 대출 플랫폼인 블록파이(BlockFi)도 파산하게 됨

2) HM Treasury, 2023. 2, *Future Financial Services Regulatory Regime for Cryptoassets.*

— FTX 파산 이후 사태의 원인과 해결책을 파악하기 위해 FSB(Financial Stability Board)는 가상자산으로 인해 제기된 규제 및 감독 문제를 조사

- FSB 보고서에 따르면 FTX의 파산은 부적합한 비즈니스 모델, 유동성 및 만기 불일치, 레버리지의 광범위한 사용 등의 문제점을 나타내며 가상자산시장의 여러 취약점을 노출했다고 언급[3)]

— 이와 같이 가상자산거래소 및 대출 플랫폼의 붕괴가 잇따르며 가상자산시장의 약세가 지속되고 리스크가 확대됨에 따라 가상자산 규제의 필요성이 더욱 강조

- 글로벌 가상자산시장 규모는 2023년 3월 현재 시가총액 기준 약 0.9조달러로 2021년 11월 3조달러까지 확대되었던 정점에서 약 70%가 감소[4)]
- 특히, 세계 3대 가상자산 거래소 중 하나였던 FTX의 파산은 강력한 건전성 보호 장치 및 운영 위험통제 필요, 투명성 강화 등 가상자산 투자자보호를 위한 규제의 필요성을 강조하게 되는 계기가 됨

□ **영국은 자금세탁방지규정을 시작으로 2022년 7월 발의되어 논의 중인 금융서비스 및 시장법안(Financial Services and Market Bill, 이하 FSMB)에서도 스테이블코인에 중점을 둔 가상자산에 대한 규제를 포함하며 강화된 가상자산 규제를 마련하고 있는 추세**

— FCA는 현재 영국 내에서 가상자산 서비스를 제공하는 모든 가상자산 사업자에 대해 자금세탁방지 규정을 준수하도록 감독하고 있지만 제한적

- 영국에서 가상자산 규제는 2020년 1월부터 자금세탁방지(Anti-Money Laundering: AML) 및 테러자금조달방지(Combating the Financing of Terrorism: CFT) 준수를 감독하기 위해 영국 내에서 가상자산 거래소 또는 지갑 서비스 등을 운영하는 기업에 대한 AML/CTF 등록 제도의 시행이 가상자산 규제의 출발점이 됨
- 영국에서 가상자산은 금융서비스로 분류하며 FCA는 영국의 가상자산 사업을 하는 기업이 AML/CTF 등록 및 KYC(Know Your Customer) 프로세스(고객 확인)를 갖추고 있는지 확인
- 그러나 현재 FCA에 등록된 가상자산 관련 기업은 41개에 불과하고 세계 최대 규모의 거래소 및 지갑 중 다수가 해외에서 운영되고 있어 자금세탁방지 규정을 준수하고 KYC절차를 이행할 의무가 없으므로 '검은돈(dark money)'의 흐름을 막지 못하는 문제[5)]

— FSMB에도 스테이블코인과 디지털 결제 자산(Digital Settlement Asset: DSA)에 대한 규제를 포함하면서 가상자산 규제 강화 조치 움직임이 시작

- 결제에 사용되는 법정화폐 기반의 스테이블 코인을 허용하는 제도를 도입하고 FCA와 결제시스템 감독기관이 규제하도록 하여 투자자를 보호할 수 있는 권한을 부여한다는 내용으로 현재 하원에서 심의 중

— 이와 같이 가상자산에 대한 협의를 거쳐오며 최근에는 모든 가상자산으로 규제를 확대하는 새로운 규제 체제를 마련

3) FSB, 2022, *Regulation, Supervision and Oversight of Crypto-Asset Activities and Markets.*

4) CoinMarketCap

5) Reuters, 2023. 2. 7, Britain's finance ministry sets out draft rules to regulate cryptoassets.

〈표 2〉 영국의 가상자산 규제 진행 상황

<table>
<tr><th></th><th>보안토큰 등</th><th>스테이블코인</th><th>기타 모든 가상자산</th></tr>
<tr><td>발행</td><td>이미 규제(ex, 보안토큰 규정)</td><td rowspan="3">스테이블코인 입법
(1단계: Stablecoin legislation)</td><td>가상자산 입법(2단계: Cryptoasset legislation)</td></tr>
<tr><td>지급 결제</td><td>이미 규제(ex, 전자화폐에 적용되는 결제 서비스 규정)</td><td>해당 없음</td></tr>
<tr><td>수탁</td><td>이미 규제(ex, CASS(Client Asset Sourcebook) 규정)</td><td>가상자산 입법(2단계: Cryptoasset legislation)</td></tr>
<tr><td>거래소/거래</td><td>이미 규제(ex, MTF / OTF 규정)</td><td colspan="2">가상자산 입법(2단계: Cryptoasset legislation)</td></tr>
</table>

자료: HM Treasury

□ **영국은 가상자산 산업의 글로벌 허브가 되는 것을 목표로 하는 가운데 가상자산 규제를 신속하게 마련하고자 하고 있으며, 이에 따라 가상자산 사업을 유치하기 위한 EU와의 경쟁이 심화될 것으로 예상**

— 브렉시트 후 유럽지역의 금융중심지로서 런던의 지배력이 약화된다는 우려 속에서 영국 정부는 가상자산 산업에 대한 적극적인 수용 의지를 나타냄[6]

- 영국 재무부 장관은 제안서에서 가상자산에 대한 명확하고 효과적이며 시의적절한 규제를 마련할 계획이며, 이번 새로운 규정에 대한 의견을 수집하여 가상자산 투자 및 거래 활동 규제에 대한 효과적인 제안을 제시하겠다고 밝힘

— 영국의 가상자산 규제는 2023년 채택될 것으로 예상되는 EU의 MiCA(Markets in Cryptoassets Regulation) 규정과 상당 부분에서 유사하지만 가상자산의 범위 및 대출 플랫폼 등과 같은 부분에서 일부 차이가 있음[7]

- 영국 가상자산의 범위는 전자적 전송, 거래가 가능하고 데이터 기록, 저장을 지원하는 기술을 사용하는 가치나 계약상 권리에 대한 암호화된 자산을 의미하는데, 이는 분산원장기술을 활용하여 이전, 저장되는 가치나 권리를 디지털화한 자산이라는 MiCA보다 광범위한 개념으로 NFT의 경우 영국의 규제에서는 원칙적으로 포함되지만 MiCA에서는 포함되지 않음
- 또한 MiCA는 가상자산 대출에 관한 내용은 다루지 않는 반면, 영국의 제안된 규제에서는 대출 플랫폼 운영 기업에 대한 규제를 포함
- 금융회사로서 승인을 받은 기업이 가상자산 사업을 할 때 FCA의 허가를 별도로 받아야 하는 반면, MiCA는 기존에 받은 승인을 기반으로 요건 충족 시 가상자산 사업을 할 수 있도록 허용

— EU의 MiCA 시행을 앞두고 영국의 가상자산 규제 마련이 급속도로 진행되면서 가상자산 산업에 대한 주도권 경쟁 국면에서 가상자산 사업을 유치하기 위한 경쟁이 더욱 심화될 것으로 예상[8]

선임연구원 홍지연

6) HM Treasury, 2023. 2, *Future Financial Services Regulatory Regime for Cryptoassets*.

7) Sidley, 2023. 2. 7, UK proposes regulatory regime for cryptoassets.

8) Financial Times, 2023. 2. 3, Britain's new crypto plans step up competition with EU regulations.

ZOOM -IN

아일랜드의 급속한 경제성장의 배경 및 관련 논의

□ 아일랜드는 2022년 1인당 GDP 10만 달러를 달성하며 도시국가를 제외하고 전 세계에서 1인당 GDP가 가장 높은 국가가 됨

□ 브렉시트 이후 영국에 있는 금융회사는 EU 국가 내에서 영업활동이 정지되기 때문에 더블린, 프랑크푸르트, 파리와 같은 EU 내 주요 도시로 자산 등을 재배치하고 있음

□ 아일랜드는 언어, 문화, 규제 등에서 영국과 유사한 점이 많기 때문에 금융 패스포트를 사용하고자 하는 영국에 있는 금융회사들이 많이 유입되고 있음

□ 아일랜드는 공격적인 세제 혜택과 문화·지리적 이점을 활용하여 영국뿐만 아니라 다국적 기업의 투자 유치에도 성공하며 국가 경제에 다양한 이점을 확보

□ 아일랜드는 인구구조, 투자, 경제성장 등 장기적 전망 및 급속한 경제성장의 실체에 대한 부정적 견해도 존재하기 때문에 해외 직접투자 시 주의 필요

□ 아일랜드는 2022년 1인당 GDP 10만 달러를 달성하며 도시국가를 제외하고 전 세계에서 1인당 GDP가 가장 높은 국가가 됨

— 글로벌 금융위기의 여파로 위기에 빠진 아일랜드는 IMF로부터 구제금융을 받기도 하였으나 강도 높은 구조조정을 통해 2013년 구제금융 프로그램 종료

- 2008년 글로벌 금융위기의 여파로 IMF로부터 2010년 850억 유로의 구제금융을 지원받음
- 공공부문 인력 10% 감축, 공무원 임금 14% 삭감, 사회보장지출 8% 삭감 등 경상지출을 17% 축소하였고 자본지출을 63% 축소하는 등의 재정건전화 조치 시행[1)]
- 기존에 합의된 사회연대협약(Social Partnership Agreement)[2)] 개정안을 철회하고 임금 결정이 기업 차원에서 이루어지는 자율협약에 합의하는 등의 노동개혁 시행[3)]
- 주택담보대출, 상업 부동산 대출 등 부동산 관련 부실채권에 대한 부채재조정 등 경제 전반에 걸친 구조조정을 통해 2013년 12월 15일 구제금융 프로그램 종료

1) IMF, 2012. 12. 10, Ireland: Selected Issues

2) NESC(National Economic Social Council)에서 경제·사회 주체들간 협의를 통해 임금 상승, 사회 정의 등에 대한 합의를 도출함으로써 아일랜드의 노사 관계 안정에 기여

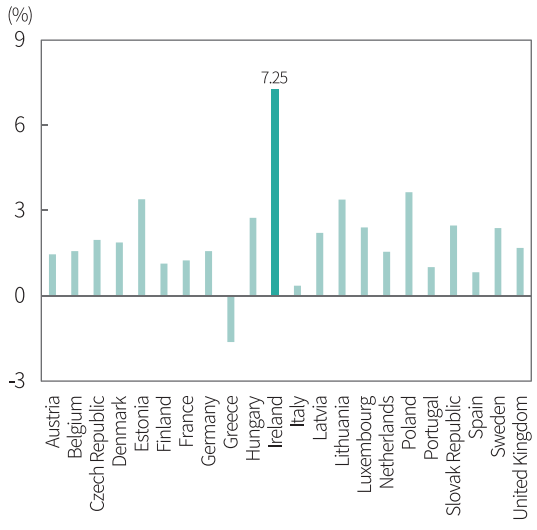
3) 강유덕, 2018, 경제위기 이후 아일랜드 경제의 회복과 그 요인에 관한 연구, 통합유럽연구 제9권 2호, pp. 233-278.

— 2010년대 초반에 국가 부채 위기를 겪은 PIIGS(포르투갈, 이탈리아, 아일랜드, 그리스, 스페인) 국가 중 스페인과 더불어 위기를 성공적으로 극복했다는 평가를 받음[4]

— 2022년 아일랜드의 경제성장률은 15.7%로 유로존 평균 경제성장률(1.9%)을 크게 상회[5]

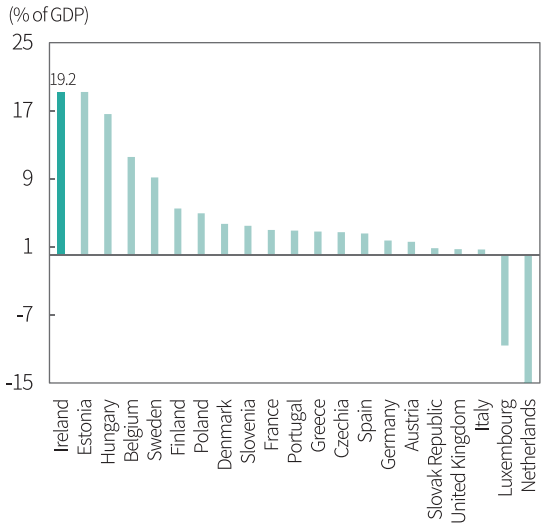
- 1인당 GDP는 1974년(2,516달러), 1990년(14,031달러), 2000년(26,334달러), 2010년(48,663달러), 2021년(100,172달러)[6]으로 빠른 속도로 증가
- 〈그림 1〉은 2010~2022년 EU 회원국의 연평균 경제성장률을 나타낸 그림으로, 아일랜드는 EU 회원국들 중에서 가장 높은 경제성장률을 보임
- 2020년 팬데믹 충격에도 불구하고 OECD 국가 중 가장 높은 경제성장률(6.2%)을 기록[7]
- 〈그림 2〉는 EU 회원국 간 GDP 대비 외국인 직접 투자 순 유입 비중을 비교한 그림이며, 아일랜드의 적극적인 외화 유치 전략이 성공했음을 나타냄
- 정부의 재정건전성 역시 기업 이윤 확대와 근로자 임금 상승에 따라 세수가 증가하고 팬데믹 영향 축소로 정부 지출이 줄어들어 2022년 재정수지가 흑자 전환하며 미국, 일본, 영국에 비해 양호한 상태를 유지[8]

〈그림 1〉 EU 회원국 연평균 경제성장률 비교



주 : 2010~2022년 경제성장률 평균
자료: OECD(2010-2022)

〈그림 2〉 외국인 직접 투자 순 유입 비중 비교



주 : FDI net flow % of GDP = (inflow−outflow)FDI/GDP
자료: World Bank(2021)

4) 주아일랜드대사관, 2013. 11. 29, 아일랜드 구제금융 졸업 동향.
5) Eurostat Preliminary flash estimate for the fourth quarter of 2022
6) The Wolrd Bank, GDPper capita (current US$) (검색일 2023년 3월 7일 16시 40분)
7) The World Bank, GDP growth (annual %)-OECD members (검색일 2023년 3월 7일 17시 50분)
8) Kotra, 2023. 1. 4, 2023년 아일랜드 경제예보: 맑은 뒤 흐림.

□ **브렉시트 이후 영국에 있는 금융회사는 EU 국가 내에서 영업활동이 정지되기 때문에 더블린(아일랜드), 프랑크푸르트(독일), 파리(프랑스)와 같은 EU 내 주요 도시로 자산 등을 재배치하고 있음**

— 2020년 1월 31일 브렉시트 이후 영국의 'EU 역내 금융 패스포트(EU passporting system for banks and financial services companies)' 효력이 상실되며, 영국에 있는 금융회사는 EU 국가 내 영업활동이 정지됨

• EU 역내 금융 패스포트가 없는 영국은 EU 국가들로부터 제3자 대우를 받으며 EU 국가 내에서 금융 관련 영업을 하기 위해서는 개별 국가별로 허가받아야 함

— '2016년 영국 유럽 연합 회원국 국민투표' 이후 영국에서 EU 내 금융 영업이 불확실해지자, 사업 부문과 인력 · 자산 등을 더블린(아일랜드)을 비롯한 EU 국가의 주요 도시로 재배치하고 있음

• 2022년 기준 런던에 있는 금융회사의 44%(222개 중 97개)가 사업 일부를 EU 주요 도시로 이전계획 중에 있음[9)]

• EU로 재배치된 다국적 기업의 인력 및 자산은 2021년 2월 말 기준 7,600명, 1.3조 파운드[10)]이며 계속해서 이전하고 있음

— 런던에서 EU 내 다른 도시로 자산, 인적자원, 사무소 등을 재배치한 대표적 금융회사

• Bank of America Merrill Lynch(2019, 런던→더블린), Lloyd's of London(2018, 런던→브뤼셀), Barclays(2019, 런던→더블린), AIG(2017, 런던→룩셈부르크), Goldman Sachs(2020, 런던→프랑크푸르트), HSBC(2019, 런던→파리), JP Morgan(2020, 런던→프랑크푸르트), Deutsche Bank(2019, 런던→프랑크푸르트) 등

□ **아일랜드는 언어, 문화, 규제 등에서 영국과 유사한 점이 많기 때문에 금융 패스포트를 사용하고자 하는 영국에 있는 금융회사들이 많이 유입되고 있음**

— 아일랜드는 영국과 문화, 언어, 법규 등에서 영국과 유사성을 갖고 있으며 EU 국가 내에서 금융 영업을 할 수 있다는 장점을 가짐

• 아일랜드는 EU 내에서 유일하게 영어를 사용하는 국가로 영어권 국가와 비즈니스에 용이

• 영국과 지리적으로 인접해 있고 언어와 문화, 금융 제도 등 유사한 점이 많음

• 브렉시트 이후 더 이상 금융 패스포트를 이용하지 못하게 된 영국 내 금융회사들은 EU 국가에서 영업활동이 가능한 아일랜드로 사무소와 자산 등을 이전하기 시작

— 아일랜드 경제성장의 일부는 브렉시트에 따른 반사이익을 본 것으로 추정

• EU 주요 도시 중 아일랜드의 수도 더블린으로 가장 많은 영국 금융회사가 이전할 예정

• 더블린으로 36개 금융회사가 이전을 고려 중이거나 이미 이전을 완료함[11)]

9) EY. 2022. 3. 29, EY financial services Brexit Tracker: Movement within UK financial services sector stabilises five years on from article 50 trigger.

10) EY, 2021. 3. 2, EY Financial services Brexit tracker: UK financial services firms continue to incrementally move assets and relocate jobs to the EU, but changes since the Brexit deal are small.

11) EY. 2020. 10. 1, EY financial services brexit tracker: financial services firms continue moving staff ahead of brexit deadline, with total jobs relocating from london to europe now over 7,500.

□ **아일랜드는 공격적인 세제 혜택과 문화·지리적 이점을 활용하여 영국뿐만 아니라 다국적 기업의 투자 유치에도 성공하며 국가 경제에 다양한 이점을 확보**

— 아일랜드는 EU 내에서 중요한 교통 허브로서 유럽 내 다른 지역으로 이동하기 쉬운 위치에 있으므로 효율적인 물류 체인을 구축하고, 더 많은 고객과 파트너사들과 연결할 수 있음

— 아일랜드의 IDA(Industrial Development Agency)는 조세특례조항을 비롯하여 다양한 투자 유인책을 통해 외국인직접투자(FDI) 유입을 높임

- 세제 혜택: EU의 절반 수준, 세계 최저 수준인 12.5% 법인세율[12]을 20년간 바꾸지 않았다는 점은 다국적 기업이 아일랜드에 유럽 본사를 두는 가장 큰 이유 중 하나
- 투자 환경: 안정적인 경제와 시장 규모, 정책의 연속성, 고급 인력, R&D 비용 공제(최대 37.5%), 영국과 유사한 금융 법규 등

— 2000년대 초반부터 본격적으로 다국적 기업들을 유치하기 시작

- 대표적으로 Google, Meta, Amazon, Apple, MS, twitter, IBM, Intel 등 IT 기업의 유럽 본사가 아일랜드 더블린에 있음
- 그 이외에 Johnson & Johnson, Pfizer, AstraZeneca 등 1,700여 개에 이르는 다국적 기업들이 아일랜드에 본사 혹은 사무소를 두고 지속적인 R&D 개발 등의 투자를 하고 있음[13]
- 다국적 기업은 27만 개의 일자리와 아일랜드 전체 세수의 20%를 차지[14]

□ **아일랜드는 인구구조, 투자, 경제성장 등 장기적 전망 및 급속한 경제성장의 실체에 대한 부정적 견해도 존재하기 때문에 해외 직접 투자 시 주의 필요**

— 1845년 감자 역병의 영향으로 인구수가 크게 감소한 이후 1800년대 인구 수준을 회복하지 못하고 있으며 저출산 고령화 구조가 심화되고 있음

- 1841년에 820만 명이던 인구는 1851년 650만 명, 1961년 282만 명으로 1900년대까지 해외로 인구 유출 문제가 심각했으며, 점차 회복하는 추세지만 2021년 아일랜드 인구는 501만 명으로 여전히 1800년대 수준을 회복하지 못하였음
- 아일랜드는 출산율 1.63명의 저출산 국가임과 동시에 65세 이상 인구는 2021년 4월 기준 74만 명으로 5년 전보다 17.9% 증가하며 저출산 고령화 문제가 심화되고 있음[15]

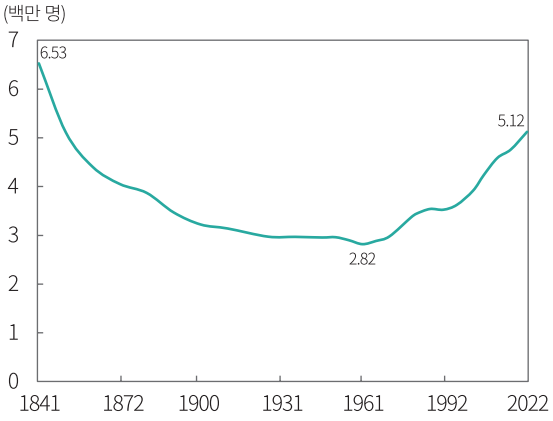
12) 2023년부터 15%로 인상할 예정

13) https://www.idaireland.com/ (IDA Ireland, 검색일: 2023년 3월 10일 17시 10분)

14) Kotra, 2022. 9. 22, 아일랜드, 최빈국에서 선진국으로.

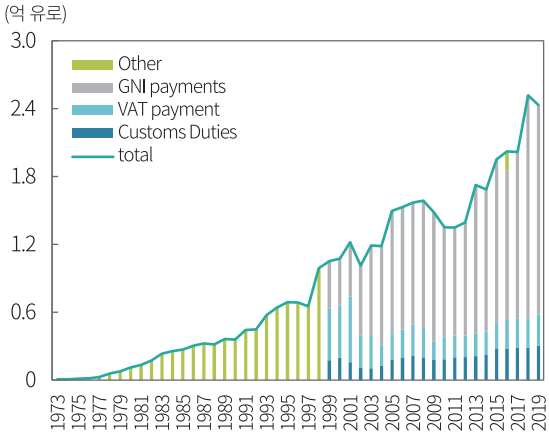
15) 전체 인구가 6% 증가할 때 65세 이상 인구는 18% 증가

〈그림 3〉 아일랜드 인구 변화



자료: CSO

〈그림 4〉 아일랜드 EU 분담금



자료: Government of Ireland(2022)

— 아일랜드의 EU 분담금[16]은 장기적으로 증가할 예정

- EU 특별정상회의에서 각국 정상은 1조 740억 유로 규모의 2021~2027년 다년간지출예산(MFF)와 7,500억 유로 규모의 경제회복기금(NGEU)을 조성하기로 합의[17]
- 아일랜드의 다년간지출예산 분담금은 2022년 3.5억 유로 → 2023년 3.52억 유로 → 2024년 3.65억 유로 → 2025년 3.85억 유로[18]로 증가할 예정
- 아일랜드의 소득수준이 증가함에 따라 EU 분담금 역시 가파르게 상승하고 있으며 2019년 대비 2022년 분담금은 3년 만에 44% 증가
- 2019년 EU가 만든 '코로나 회복기금'은 GDP 기준으로 국가별 분담금을 계산했을 때, 아일랜드는 EU에서 두 번째로 많은 분담금을 할당받음[19]

— 폴 크루그먼은 아일랜드가 2015년 GDP가 26.3% 급증한 것은 법인세 경쟁과 지식재산권 특례조항(Patent Box)을 이용해 만들어낸 환상과 같은 레프러콘 경제학(Leprechaun economics)이라고 비판[20]

- 2015년 아일랜드 통계청(CSO)이 발표한 GDP 성장률에 대한 수치적 오류를 빗대어 요정과 같이 실체가 없다는 뜻의 'Leprechaun economics'[21]라는 용어가 처음 등장
- 외국 기업의 지적재산권(IP)을 아일랜드로 이전시킨 결과 GDP가 크게 증가한 것으로 파악하였으나, IP 이전 거래는 실제 경제활동과는 큰 상관관계가 없는 불완전한 지표로 여겨짐

16) Mutiannual Financial Framework(MFF) and Next Generation EU(NGEU)

17) 오태현, 2020. 8. 11, EU 2021~27년 지출예산(MFF) 및 경제회복기금(NGEU)의 주요 내용과 평가.

18) https://www.oireachtas.ie/en/debates/question/2022-04-05/237/ (검색일: 2023년 3월 10일 13시 44분)

19) Kotra. 2022. 9. 22, 아일랜드, 최빈국에서 선진국으로.

20) Reuters, 2016. 7. 14, 'Leprechaun economics' leaves Irish growth story in limbo.

21) Apple이 아일랜드의 낮은 세율을 이용하기 위해 아일랜드에 유령 회사를 만들고 IP 이전 거래를 통해 해외 수익 대부분을 아일랜드에서 신고하자 아일랜드의 국내총생산은 실질적인 변화가 없음에도 불구하고 GDP가 25%나 증가하였는데, 이를 보며 아일랜드의 전설 속 요정인 leprechaun에 비유하여 부르기 시작함

- 아일랜드의 경제성장이 실제보다 과장되어 보이는 문제가 발생하였고 이러한 경제성장률의 오류는 아일랜드의 경제성장에 대한 신뢰성을 떨어뜨리는 계기가 됨

— IMF의 연구에 따르면 아일랜드 외국인 직접 투자의 3분의 2가 유령(phantom)이라 추정[22)]

— 영국과 1인당 GDP를 비교했을 때 통계적으로 2.3 배 정도 부유하지만, 실제 정부와 국민의 소비를 계산하면 아일랜드인은 영국인보다 10% 더 가난한 삶을 살고 있음[23)]

— 경제지표의 통계적 왜곡, 다국적 기업 의존도가 높다는 점은 문제를 발생시킬 수 있음

- 아일랜드의 경제지표 왜곡은 EU 분담금을 늘리고, 실물경제나 고용 창출과 같은 가시적인 성장과 거의 관련이 없는 경제성장은 정부 지출만 증가시키는 문제를 발생시킴
- 법인세 인상, 세제 감면 혜택 축소 등 국가 정책에 변동이 생길 경우, 다국적 기업의 엑소더스(Exodus), 인력 감축, 투자 감소 등의 문제가 발생할 가능성이 존재함
- 다국적 기업이 국가 경제에 기여하는 바가 큰 만큼, 법인세 인상이나 세제 혜택 등 다국적 기업에 대한 인센티브 정책이 축소될 때 다국적 기업의 사업 규모가 위축됨에 따라 국가 경제도 함께 위축될 위험이 존재함

연구원 김민

22) THE IRISH TIMES, 2019. 9. 9, Almost two-thirds of Irish FDI is 'phantom' - IMF study.

23) Kotra, 2022. 9. 22, 아일랜드, 최빈국에서 선진국으로.