

## OPINION

선임연구위원  
김준석

## 애널리스트의 낙관적 편향\*

국내 애널리스트의 투자의견에서 매수의견이 차지하는 비중은 2000년대 67%에서 2010년대 89%로 증가하였으며 2020년대에는 93%에 이르고 있다. 애널리스트의 낙관적 편향이 20년 이상 지속적으로 누적, 고착화되고 있다고 평가할 수 있으며 애널리스트가 제공하는 정보의 객관성과 신뢰성에 대한 우려를 피하기 어려운 상황이다. 아울러 주식 애널리스트의 수도 지난 10년간 약 30% 감소하면서 질적인 측면 뿐만 아니라 양적인 측면에서도 애널리스트의 역할이 위축되는 모습이다. 자본시장 인프라의 한 축으로서 기업성과를 분석·예측하고 기업경영을 감시하는 애널리스트의 신뢰성 저하와 영향력 감소는 주식시장 효율성과 상장기업 가치제고의 관점에서 결코 바람직한 현상이 아니다. 애널리스트의 낙관적 편향을 완화하고 애널리스트 제공 정보의 양과 질을 개선하기 위한 효과적인 정책 대안을 모색할 필요가 있다.

지난 10년간 상장기업에 대한 분석보고서를 발간하는 증권사는 36개사에서 30개사로, 주식 애널리스트는 약 600명에서 400여명으로 줄었다. 주식시장 시가총액이 900조원 이상 증가하고 상장기업 수가 700개사 이상 늘어나는 동안 일어난 일이다. 왜 이런 현상이 나타나고 있는 것일까. 애널리스트 업무가 수익성이 높은 부문이 아닌데다 수익 원천이 다양화되면서 증권사의 사업적 우선순위에서 밀려나고 있기 때문일 수 있고, 패시브(passive) 투자가 증가함에 따라 기업분석에 대한 수요가 줄었기 때문일 수 있다. 투자자들이 정보를 얻을 수 있는 경로가 늘어난 것도 영향을 주었을 것이다. 문제는 애널리스트의 활동이 위축되는 만큼 투자정보의 공백은 커지고 기업경영에 대한 감시도 느슨해진다는 것이다. 이는 결국 정보비대칭의 증가, 기업의 자본비용 증가, 주가의 할인요인으로 이어질 수 있기 때문에 주식시장 효율성의 관점에서, 상장기업 가치제고의 관점에서 결코 바람직하지 않다. 애널리스트 활동의 위축은 증권사 사업환경의 변화나 투자환경의 변화에 따른 결과로 이해하고 받아들여야 하는 단순한 문제가 아닌 것이다.

기업과 투자자를 가교하는 자본시장 인프라의 한 축으로서 애널리스트의 역할은 정보력과 분석력, 제공하는 정보의 객관성과 신뢰성을 전제로 한다. 이것이 보장되지 않는다면 애널리스트의 영향력은 발휘될 수 없다. 이와 관련하여 국내 애널리스트가 직면한 가장 큰, 그리고 오랜 비판은 매수 일변도의 투자의견을 제시한다는 점일 것이다.

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

## 애널리스트의 낙관적 편향

2020년부터 2024년까지 5년간 발표된 애널리스트 보고서의 투자 의견을 살펴보면, 매수·적극매수 의견의 비중이 93.1%에 이른다. 매도 의견은 0.1%에 불과하다(〈표 1〉). 애널리스트의 투자 의견이 매수로 편향되는 것은 외국시장에서도 흔히 관찰되는 현상이기는 하나 최근의 한국시장은 그 정도가 매우 극단적이다. 투자 의견 변경도 거의 이루어지지 않는다. 실증적으로 투자 의견의 정보 가치는 투자 의견 자체보다 투자 의견 변경에서 더 큰 것으로 보고되는데 투자 의견이 변경되는 경우는 전체의 2.5%에 그친다. 애널리스트가 매수 의견을 제시할 만한 주식과 시점을 의도적으로 선택하고 있는 것은 아닐까? 각 증권사가 투자 의견을 꾸준히(지난 10년간 연 4회 이상) 제시한 기업들만 별도로 살펴보면 오히려 매수 의견 비중은 더 크고 변경 비중은 더 작아, 그 가능성만으로는 설명하기 충분하지 않다. 애널리스트 투자 의견이 대부분 매수 의견이고 변경되지도 않는다면 투자 의견 무용론이 제기되는 것도 무리는 아니다.

〈표 1〉 투자 의견 및 투자 의견 변경 비중

	투자 의견	2000~2009	2010~2019	2020~2024
투자 의견	매도	1.6%	0.1%	0.1%
	보유	31.1%	10.3%	6.8%
	매수	66.6%	88.8%	92.9%
	적극매수	0.7%	0.8%	0.2%
투자 의견 변경	하향	3.0%	1.6%	1.3%
	유지	94.4%	97.0%	97.5%
	상향	2.6%	1.4%	1.2%

자료: DataGuide, 자본시장연구원

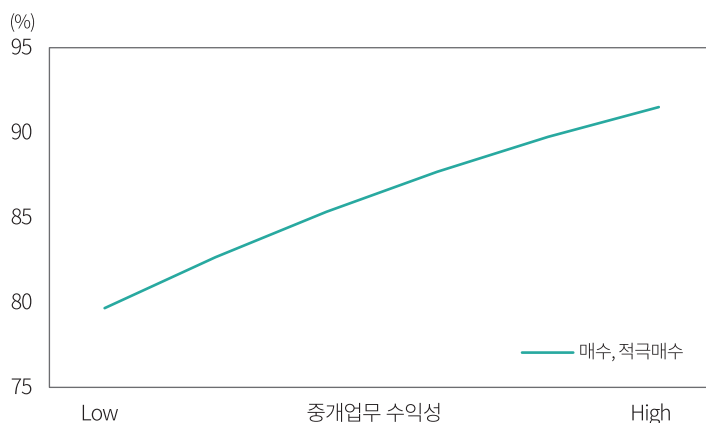
애널리스트 투자 의견이 매수로 편향되는 가장 중요한 원인으로 지목되는 것은 이해상충 가능성이 다. 애널리스트는 증권사의 직원으로서 증권사의 수익 창출 압력에서 자유로울 수 없다. 투자은행 업무의 (잠재적) 고객인 상장기업에 대해, 중개업무의 고객인 기관투자자가 보유한 주식에 대해 부정적인 의견을 제시하기 어렵다. 투자자의 포트폴리오 조정을 유도하기 위한 추천, 곧 매수 의견을 제시할 유인도 크다. 정보의 원천인 기업과 원만한 관계를 유지하는데 있어서도 부정적 의견은 도움이 되지 않는다.

국내에서는 이러한 이해상충 요소 중에서 중개업무와 관련된 요소가 강하게 작용할 것으로 평가된다. 애널리스트에 대한 보상은 대부분 기관투자자 중개업무를 담당하는 부문에서 나온다. 애널리스트가 제공하는 정보의 대가가 기관투자자가 지급하는 중개수수료에 합산(bundling)되어 있다는 뜻이다.

기관투자자를 대상으로 한 세미나 등 중개업무에 대한 지원활동이 애널리스트의 성과평가에 중요하게 반영되고, 애널리스트 경력에 큰 영향을 미치는 베스트 애널리스트 선정도 기관투자자의 평가에 의해 좌우된다. 결국 애널리스트 업무가 중개업무에 종속되어, 중개업무 성과에 기여할 수 있는 방향으로 정보의 편향이 발생할 수밖에 없는 구조인 것이다.

〈그림 1〉은 증권사의 중개업무 수익성<sup>1)</sup>과 매수의견(적극매수 포함) 제시 확률의 관계를 보여준다. 지난 25년간 발표된 전체 투자의견을 바탕으로 분석한 결과다. 다른 조건<sup>2)</sup>이 동일하다고 할 때, 증권사의 중개업무 수익성이 높아질수록 매수의견이 제시될 확률이 증가하는 것으로 나타난다. 애널리스트의 투자의견이 증권사의 중개업무에 영향을 받고 있다는, 이해상충의 가능성을 시사하는 결과다.

〈그림 1〉 중개업무 수익성과 매수 투자의견 비중



애널리스트의 낙관적 편향은 투자의견뿐만 아니라 목표주가를 통해서도 확인할 수 있다. 〈표 2〉는 애널리스트가 제시한 목표주가를 토대로 계산한 예상수익률<sup>3)</sup>과, 예상수익률에서 실현수익률을 차감한 예측오차를 보여준다. 목표주가는 통상 1년 후의 적정주가 추정치를 의미하므로 수익률 평가기간은 1년으로 설정한다. 2020년 이후 제시된 목표주가를 기준으로 볼 때, 예상수익률은 평균 36.1%, 예측오차는 평균 24.5%로 나타난다. 실제 실현된 수익률은 11.5%임에도 36.1%의 수익률이 예상된다는, 낙관적인 목표주가를 제시하고 있는 것이다. 코로나19의 영향으로 주가가 급등한 2020년을 제외할 경우 실현수익률은 -2.9%로 낮아지며 예측오차는 39.7%로 치솟는다.

1) 직전 4분기의 중개업무 영업수익을 자본총계로 나눈 값으로 측정한다.  
 2) 회귀분석에서 기업규모, 성장성, 업종, 최근 수익률, 수익률 변동성, 거래회전율, 발표시점 등의 영향을 통제한다.  
 3) 목표주가를 목표주가 발표 2거래일 전 종가로 나누고 1을 차감하여 계산한다. 애널리스트 보고서 발표에 따른 주가변동의 영향을 제거하기 위해 발표 2거래일 전 종가를 이용한다.

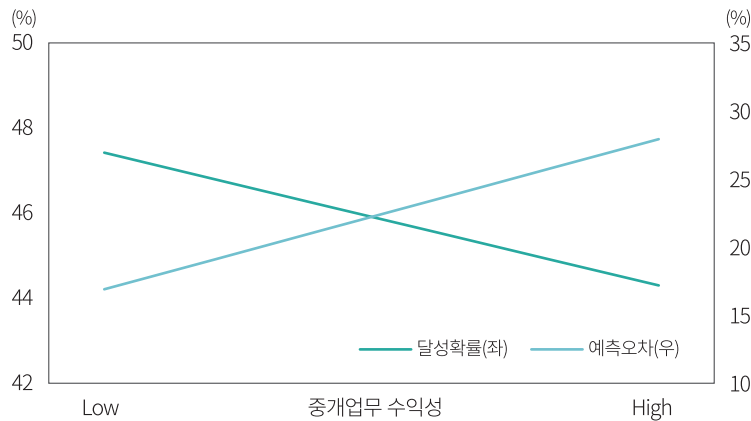
〈표 2〉 목표주가 예상수익률 및 예측오차

	2000~2009	2010~2019	2020~2023 (2021~2023)
예상수익률	27.7%	31.9%	36.1% (36.8%)
예측오차	6.8%	29.7%	24.5% (39.7%)

자료: 자본시장연구원

이해상충의 영향은 목표주가에서도 관찰된다. 〈그림 2〉는 지난 25년간 증권사의 중개업무 수익성과 목표주가 달성률의 관계, 중개업무 수익성과 목표주가 예측오차의 관계를 보여준다. 여기서 목표주가 달성률은 목표주가가 제시된 후 1년 이내에 단 한 번이라도 목표주가를 달성했는지 여부를 기준으로 평가한다. 다른 조건이 동일할 때, 증권사 중개업무 수익성이 높을수록 목표주가 달성 확률은 낮아지며 예측오차는 증가한다. 앞서 확인한 바와 동일하게 애널리스트의 이해상충이 목표주가의 낙관적 편향을 유발했을 가능성을 시사한다.

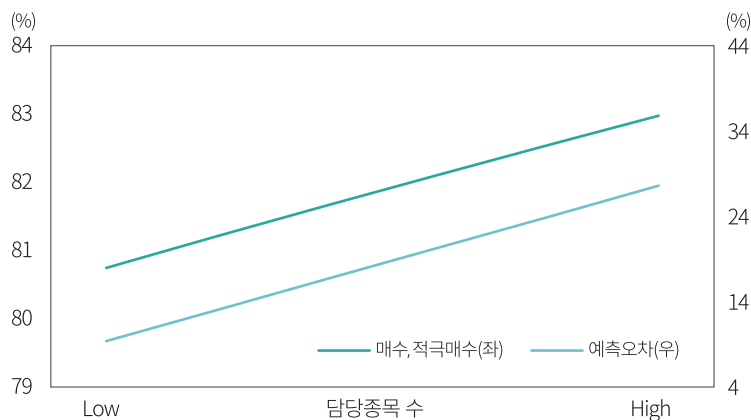
〈그림 2〉 중개업무 수익성과 목표주가 달성확률 및 예측오차



애널리스트의 낙관적 편향에는 이해상충 이외의 요인도 영향을 준다. 〈그림 3〉은 낙관적 편향과 애널리스트 담당종목 수와의 관계를 분석한 결과를 제시하고 있다. 애널리스트의 담당종목 수가 많을수록 매수의견 제시 확률은 높아지고 목표주가의 예측오차도 증가한다.<sup>4)</sup> 부정적 의견을 제시하기 위해서는 보다 엄밀한 분석, 명확한 근거를 필요로 하기 때문에 애널리스트의 업무부담이 큰 경우 낙관적 편향이 나타날 가능성이 높다고 해석할 수 있다. 이는 애널리스트가 지속적으로 감소하는 현 상황에서 시사하는 바가 크다.

4) 이 분석에서 애널리스트 경력의 미치는 영향은 통제되었다.

〈그림 3〉 애널리스트 업무부담과 낙관적 편향



### 애널리스트의 역할 강화 방안

이제 애널리스트의 객관성과 신뢰성을 회복하고 경제적 역할을 강화하기 위한 방안을 검토해 볼 차례다. 초점은 두 가지다. 애널리스트 제공 정보의 편향을 일으키는 이해상충을 완화하여 정보의 질을 높이는 것, 그리고 증권사 사업환경과 투자환경 변화의 흐름을 극복하여 정보의 양을 늘리는 것이다.

먼저 중개수수료와 리서치 수수료를 별도로 지불하도록 분리(unbundling)하는 방안을 생각해 볼 수 있다. 애널리스트의 중개업무에 대한 종속성을 낮춤으로써 이해상충의 가능성을 줄이고 정보 품질을 제고하고자 하는 시도다.

EU는 2018년 MiFID II를 시행하면서 이러한 수수료 분리 정책을 도입한 바 있다. 제도 도입 효과를 분석한 연구를 종합하면 애널리스트가 제공하는 정보의 질은 향상된 반면 정보의 양은 감소한 것으로 나타난다.<sup>5)</sup> 리서치 수수료를 별도로 지불하게 된 기관투자자들은 애널리스트 보고서 이용을 줄이고 내부 리서치 기능을 강화하는 등 비용절감에 나서게 되었고, 리서치 수수료를 정당화해야 하는 애널리스트들은 보고서 발간의 한계가치가 높은 종목을 선별하여 심층적인 분석을 제공하기 시작하였다. 그 결과, 예측의 정확도가 개선되고 주가에 대한 영향력은 증가하였으나 분석대상 기업의 범위와 예측의 빈도가 줄어드는 현상이 나타났다. 애널리스트의 낙관적 편향이 감소하였는지에 대한 평가는 엇갈린다. 중개업무에 대한 종속성이 완화된 것은 분명하나 보고서 품질을 높이기 위해서는 정보의 원천인 기업과의 관계가 더욱 중요해졌기 때문으로 추정된다.

리서치수수료를 중개수수료에서 분리하는 것에서 더 나아가 독립 리서치 회사를 도입(제도화)하

5) Fang, B., Hope, O. K., Huang, Z., Moldovan, R., 2020, The effects of MiFID II on sell-side analysts, buy-side analysts, and firms, *Review of Accounting Studies* 25(3), 855-902; Guo, Y., Mota, L., 2021, Should information be sold separately? Evidence from MiFID II, *Journal of Financial Economics* 142(1), 97-126; Lang, M., Pinto, J., Sul, E., 2024, MiFID II unbundling and sell-side analyst research, *Journal of Accounting and Economics* 77(1), 101617.

는 방안도 자주 언급된다. 애널리스트에 대한 증권사 타 업무의 영향력을 완전히 배제할 수 있는 방안이다. 그러나 독립 리서치 회사의 애널리스트가 덜 낙관적이거나 더 정확하다는 일관된 실증적 평가는 찾아보기 어렵다. 기존의 증권사가 더 우수한 인력, 지식, 정보를 보유하고 있을 가능성이 높고 독립 리서치 회사도 여전히 기업과의 관계를 고려하지 않을 수 없기 때문으로 보인다. 다만 독립 리서치 회사의 유입은 애널리스트간 경쟁의 강도를 높여 기존 애널리스트의 예측 정확도 증가를 이끄는 긍정적인 효과가 관찰된다.<sup>6)</sup>

또 다른 대안은 AI 기술의 활용도를 높이는 것이다. 최근 들어 이에 대한 연구가 등장하고 있는데<sup>7)</sup>, 증권사의 AI 활용도가 높아질수록 분석대상이 늘어나고, 예측빈도가 높아지며, 예측정확도가 향상되는 것으로 보고된다. 여러 분야에서 이미 입증된 바와 같이 애널리스트 업무에서도 AI가 효율성 향상에 기여할 수 있다는 사실이 실증적으로 확인된다. 특히 정보의 양과 질을 모두 개선할 수 있다는 점에서 고무적이다. 다만 두 가지 측면에서 세밀한 접근이 필요하다. 첫 번째는 AI의 활용 방식에 따른 차이이다. 애널리스트의 평가와 예측을 AI가 전적으로 대체하는 경우에는 낙관적 편향이 완화되는 반면 AI를 보조적 수단으로 활용하는 경우에는 낙관적 편향이 오히려 강화된다. AI 도입으로 고용불안을 느낀 애널리스트가 수익 기여도를 높이고자 노력하는 과정에서 이해상충 문제가 심화될 수 있다는 설명이다. 두 번째는 AI와 인간의 역량 차이이다. 시가총액이 작고 유동성이 낮은 기업, 공시정보가 부족하고 무형자산이 많은 기업에서는 AI보다 인간이 우수한 예측성능을 보이는 것으로 나타난다. 정보비대칭이 높아 정성적인 평가가 요구되는 경우 축적된 지식과 경험이 중요하게 작용한다는 이야기이다. AI가 애널리스트 정보의 양과 질을 동시에 개선시킬 수 있는 잠재력을 가지고 있음은 분명하나 그 잠재력을 현실화하기 위해서는 활용 방법의 정교한 설계가 중요해 보인다.

## 향후 과제

2000년대 애널리스트 투자 의견에서 매수·적극매수가 차지하는 비중은 67%였다. 이후 꾸준히 증가하여 2010년대에는 89% 수준에, 2020년대에는 93% 수준에 이르게 된다. 코로나19라는 이례적인 시기를 제외하면 목표주가 예측오차에서 관찰되는 낙관적 편향의 추세도 크게 다르지 않다. 애널리스트의 낙관적 편향이 20년 이상 지속적으로 누적, 고착화되고 있다고 평가할 수 있으며 애널리스트의 객관성과 신뢰성에 대한 우려를 피하기 어려운 상황이다. 그동안 이를 완화하기 위한 시도가 없었던

6) Gu, Z., Xue, J., 2008, The superiority and disciplining role of independent analysts, *Journal of Accounting and Economics* 45(2-3), 289-316.

7) Coleman, B., Merkley, K., Pacelli, J., 2022, Human versus machine: A comparison of robo-analyst and traditional research analyst investment recommendations, *The Accounting Review* 97(5), 221-244; Shanthikumar, D. M., Yoo, I. S., 2024, Artificial intelligence and analyst productivity, Working paper; Cao, S., Jiang, W., Wang, J., Yang, B., 2024, From man vs. machine to man+ machine: The art and AI of stock analyses, *Journal of Financial Economics* 160, 103910.

것은 아니다. 감독당국과 자율규제기구인 2002년 ‘증권업 감독규정 개정’, 2016년 ‘IR·조사분석 업무 처리 강령 제정’, 2017년 ‘국내 증권사 리서치 관행의 실질적 개선을 위한 방안 마련’ 등의 노력을 기울여 왔다. 애널리스트의 객관성, 독립성을 확보하고 이해상충을 예방하고자 한다는 제도 개선의 취지를 밝히고 있다. 그러나 변화를 일으키는 데에는 충분하지 못했던 것으로 보인다. 기존 정책과 제도의 실효성을 면밀하게 재검토하고 보다 효과적인 정책 대안을 모색할 필요가 있다.

## OPINION

연구위원  
정희철기업가치 제고를 위한 지식재산 비재무정보  
공시 활성화의 필요성\*

기술발전과 산업구조 고도화로 인해 기업 가치에서 지식재산 등 무형자산의 중요성이 점차 커지고 있다. 그러나 전통적인 재무정보는 기업의 무형자산 가치를 충분히 반영하지 못한다는 한계가 있다. 이는 정보 비대칭을 심화시켜 외부 투자자들이 기업의 혁신 역량이나 미래 성장 가능성을 제대로 평가하기 어렵게 만들며, 기업 가치의 저평가 요인으로 작용할 수 있다.

이러한 문제를 완화하고 기업 가치를 제고하기 위해, 본고에서는 지식재산에 대한 비재무정보 공시 활성화의 필요성을 강조한다. 지식재산은 법적 권리성과 식별 가능성 측면에서 다른 무형자산보다 신뢰성 있는 공시가 가능하며, 전략적 공시 자산으로서의 잠재력이 크다. 따라서 지식재산에 대한 비재무정보 공시는 무형자산의 가치를 간접적으로 보여주는 중요한 수단이 될 수 있다.

현재 국내 상장기업의 지식재산 공시 수준은 제한적이고 단편적이라는 지적이 있는 반면, 해외 주요국들은 이미 지식재산 및 무형자산 공시 강화를 위한 제도적 기반을 마련해왔다. 지식재산 공시의 내실화는 기업의 저평가 위험을 낮추고 자본조달 비용을 절감하여 기업들의 성장 자금 확보 여건을 개선하는 선순환 효과로 이어질 것으로 기대된다. 국내 기업의 가치 제고와 자본시장의 효율성 강화를 위해, 국내 여건을 반영한 지식재산 공시 활성화 방안을 모색할 필요가 있다.

## 무형자산 및 지식재산의 중요성

기술 발전과 산업구조의 고도화로 인해 지식재산(Intellectual Property)<sup>1)</sup>을 비롯한 무형자산<sup>2)</sup>의 중요성이 지속적으로 확대되고 있으며, 기업 가치 창출의 핵심 요소로 자리잡고 있다. 2008년부터 2023년까지 세계적으로 무형자산 투자는 유형자산 투자보다 약 세 배 빠른 속도로 증가했으며, 이러한 추세는 주요 선진국뿐만 아니라 일부 신흥국에서도 광범위하게 관찰된다.<sup>3)</sup> 무형자산의 중요성은 기술집약적 산업뿐만 아니라 전통적으로 유형자산 중심이었던 산업에서도 확대되고 있으며,<sup>4)</sup> 국내 기업들의 자산 구성에서도 무형자산의 비중이 평균적으로 증가해왔다.<sup>5)</sup> 미국 S&P 500 기업의 경우,

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

1) 본고에서는 '지식재산'을 특허, 상표, 디자인으로 대표되는 산업재산권과 저작권으로 정의한다.

2) 본고에서 '무형자산'은 물리적 실체는 없지만, 경제적 효익이 기대되는 비화폐성 자산을 의미한다.

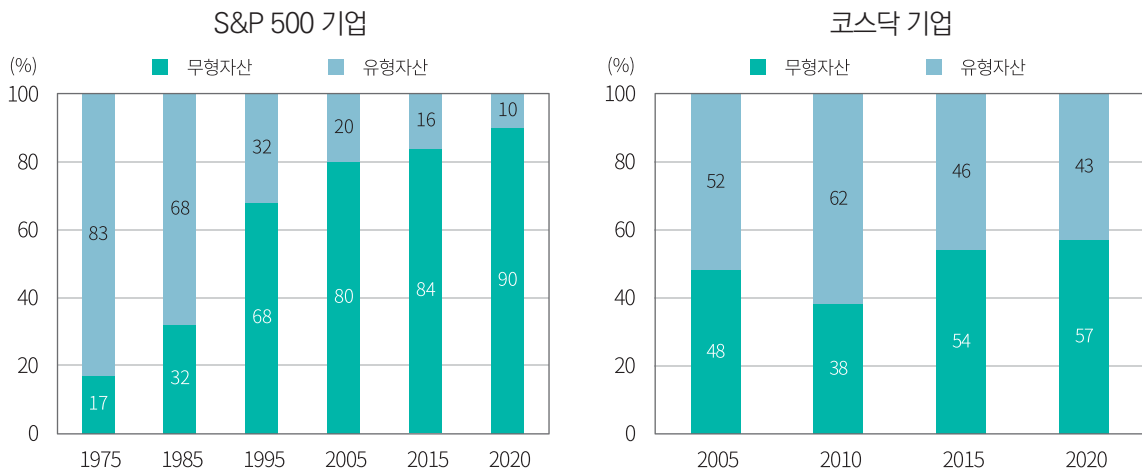
3) WIPO, 2024. 6. 25, World Intangible Investment Highlights.

4) Haskel, J., Westlake, S., 2017, *Capitalism without Capital: The Rise of the Intangible Economy*, Princeton University Press.

5) 박용린, 2018, 『무형자산의 부상과 기업금융 수요의 변화』, 자본시장연구원 이슈보고서 18-13.

1975년에는 시가총액 중 공장, 설비 등 유형자산의 가치가 차지하는 비중이 83%에 달했으나, 그 비중이 꾸준히 감소하여 2020년에는 10%에 불과하다(〈그림 1〉). 우리나라도 예외는 아니어서, 코스닥 상장기업들의 경우 해당 비중이 2010년 62%에서 2020년 43%로 감소하였다. 이러한 변화는 기업 가치에서 지식, 기술, 브랜드, 조직자본과 같은 무형자산의 중요성이 증가해왔음을 시사한다.<sup>6)</sup>

〈그림 1〉 시가총액 대비 자산가치 비중 추이

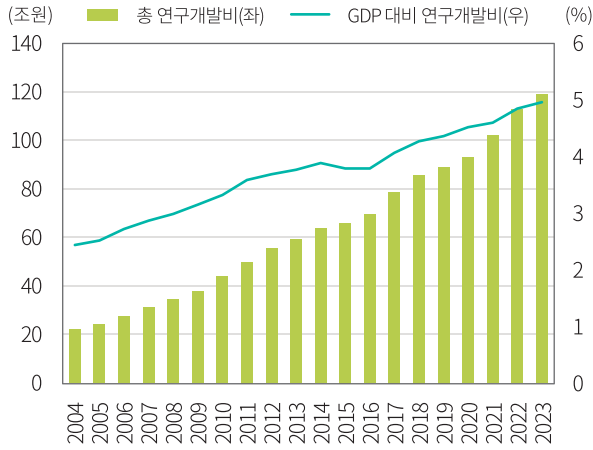


자료: Ocean Tomo, 2020, Intangible Asset Market Value Study

지식과 기술의 중요성이 높아짐에 따라, 우리나라의 R&D(연구개발) 투자 규모도 크게 확대되었다. 지난 20년간 우리나라의 총 연구개발비는 2004년 22.2조원에서 2023년 119.1조원으로 5배 이상 증가하였다(〈그림 2〉). GDP 대비 연구개발비 비중은 동 기간 2.4%에서 5.0%로 상승하였으며, 이는 OECD 국가 중 두 번째로 높은 수준이다(〈그림 3〉). 이처럼 지식재산 창출의 주요 원천인 R&D가 확대되면서, 지식재산 창출 기반도 강화되어, 산업재산권 출원 건수가 꾸준히 증가해왔다. 국내 출원인의 산업재산권 출원은 지난 20년간 약 2배 증가했고(〈그림 4〉), 인구수 대비 출원 건수는 전 세계 1위 수준이다(〈표 1〉).

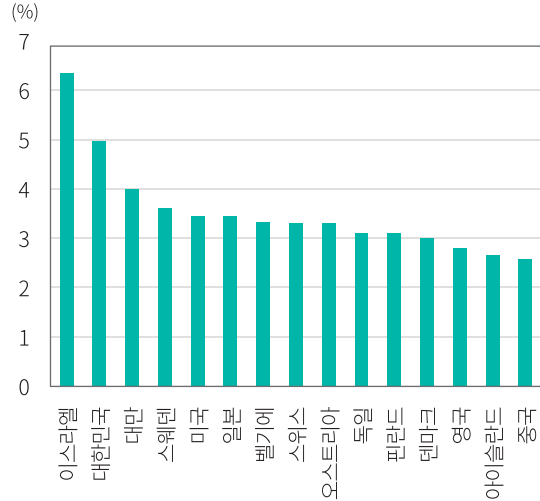
6) Ocean Tomo(2020)를 비롯한 여러 연구에서는 시가총액에서 유형자산이 차지하지 않는 잔여 비중을 무형자산의 가치로 해석한다. 그러나 시가총액에서 유형자산을 제외한 잔여 가치를 모두 무형자산의 가치로 단정하는 데에는 한계가 있으며, 이는 미래 성장성에 대한 시장의 기대 등 복합 요소가 반영된 결과임을 감안해야 한다.

〈그림 2〉 우리나라 연구개발비 추이



자료: 과학기술정보통신부·한국과학기술기획평가원 「연구개발활동조사」(각 연도)

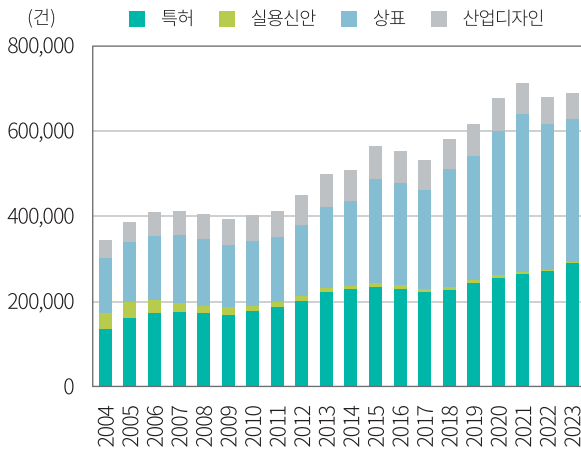
〈그림 3〉 국가별 GDP 대비 연구개발비 비중 (23년 기준)



주 : 2023년 데이터가 가용하지 않은 국가의 경우 가장 최근 연도 기준임

자료: OECD Main Science and Technology Indicators Database

〈그림 4〉 한국 국적 출원인의 산업재산권 출원 추이



자료: WIPO IP Statistics Data Center

〈표 1〉 한국 국적 출원인의 산업재산권 출원 세계 순위 (23년 기준)

	특허	상표	디자인
건수	4위	11위	5위
인구수 대비 건수	1위	1위	1위
GDP 대비 건수	1위	9위	2위

자료: WIPO IP Statistics Data Center

**무형자산의 중요성 증대와 정보 비대칭 문제의 심화**

무형자산이 기업의 자산 구성과 가치 창출에서 차지하는 비중이 확대됨에 따라, 기업가치 판단을 위해 관련 정보의 중요성 또한 커지고 있다. 그러나 무형자산의 회계상 반영의 제약으로 인해, 기업과

투자자 간의 정보 비대칭은 오히려 심화될 가능성이 있다. 현행 회계기준에 따르면, 기업이 내부적으로 창출한 무형자산에 대한 지출은 연구개발비 중 개발비 자산화 요건을 충족하는 경우를 제외하면 대부분 비용으로 인식된다.<sup>7)</sup> 즉, 내부 창출 무형자산은 회계상 자산화가 제한되므로, 기업이 그간 축적해 온 지식과 기술 등이 재무제표에 제한적으로 반영된다. 게다가 미래 수익 창출에 기여할 수 있는 지출이 당기 비용으로 인식되면서, 수익과 비용 간의 기간별 대응 관계가 왜곡되는 문제도 발생한다.<sup>8)</sup> 이러한 회계처리 방식은 무형자산의 식별과 가치 측정의 어려움, 그리고 미래 효익의 불확실성 하에서 재무정보의 신뢰성을 확보하기 위한 목적을 가지고 있으나, 동시에 기업의 실제 가치 창출 노력과 재무정보 간의 괴리를 유발할 수 있다.

그 결과, 무형자산 비중이 높은 기업일수록 기업과 외부 투자자 간의 정보 비대칭 문제가 더욱 심화될 수 있으며, 기업 부문의 무형자산 비중이 증가함에 따라 재무정보의 가치관련성(value-relevance)과 투자자 관점에서의 유용성 역시 저하될 수 있다는 우려가 제기된다.<sup>9)</sup> 이러한 정보상의 제약은 무형자산 중심 기업의 가치를 시장에서 적절히 평가하는 데 한계를 초래하며, 해당 기업들의 과소평가 및 외부 자본비용 증가, 그리고 자본시장에서의 자원 배분 왜곡 등 부정적인 결과로 이어질 가능성이 높다.<sup>10)</sup> 게다가 무형자산 집약 기업들의 높은 정보 비대칭은 더 높은 주가폭락위험으로도 이어질 수 있다는 실증연구가 국내외에서 제시되고 있다.<sup>11)</sup>

### 지식재산 관련 비재무정보의 중요성

기업 환경에서 무형자산이 기업 가치 창출의 핵심 요인으로 자리잡고 있음에도 불구하고, 전통적인 재무정보는 이를 충분히 반영하지 못하는 한계가 있다. 이를 보완하기 위한 방법으로 무형자산에 대한 비재무정보 공시가 효과적인 방안이 될 수 있다. 해외 선행 연구들은 무형자산 관련 비재무정보 공시가 기업 가치 평가에 긍정적인 영향을 미친다는 것을 다양하게 입증해왔다. 예를 들어, 서술적 공시를 통해 R&D 활동에 대한 맥락적 정보를 제공하는 것이 정보 비대칭을 완화하는 데 중요한 역할을 한다는 분석이 제시되었으며<sup>12)</sup>, 연간 공시 보고서 상 무형자산 관련 서술적 공시가 성공적인 무형자산

7) 기업회계기준서 제1038호

8) Lev, B., Zarowin, P., 1999, The boundaries of financial reporting and how to extend them, *Journal of Accounting Research* 37(2), 353-385.

9) Lev, B., 2018, The deteriorating usefulness of financial report information and how to reverse it, *Accounting and Business Research* 48(5), 465-493.

10) Zéghal, D., Maaloul, A., 2011, The accounting treatment of intangibles-A critical review of the literature, *Accounting Forum* 35(4), 262-274.

11) Wu, K., Lai, S., 2020, Intangible intensity and stock price crash risk, *Journal of Corporate Finance*, 64, 101682; 박선영·하석태, 2021, 기업의 무형가치와 주가폭락위험과의 관련성 연구, 『회계학연구』 46(5), 131-163.

12) Merkley, K. J., 2014, Narrative disclosure and earnings performance: Evidence from R&D disclosures, *The Accounting Review* 89(2), 725-757.

창출에 대한 가치 관련 정보로 기능할 수 있다는 실증 연구 결과도 제시되었다.<sup>13)</sup> 게다가, 기술집약적 산업에서 사업 특성과 관련된 비재무지표가 재무정보를 보완하며 기업 가치 평가에 중요한 영향을 미친다는 점도 강조되었다.<sup>14)</sup> 이러한 연구들은 투자자들이 기업의 미래 성장 동력을 이해하고 합리적인 의사결정을 내리는 데 있어 비재무정보, 특히 서술적 정보의 중요성이 크다는 점을 시사한다.

한편, 지식재산은 다른 무형자산과의 차별적 특성으로 인해 공시의 중요성이 더욱 부각된다. 물론 노하우, 조직문화, 인적자본 등 다른 종류의 무형자산들도 기업 가치에 중요하게 작용한다. 그러나 이러한 무형자산들은 객관적인 식별 가능성이나 소유권 및 통제 가능성의 확보가 어렵다는 한계가 있어, 관련 공시 정보의 객관성 및 신뢰성이 저해될 우려가 있다. 반면, 특허, 상표, 디자인 등 지식재산은 법적으로 소유권이 부여되고 식별 가능성이 명확하여 자산으로서의 객관성이 더 확실하게 확보된다. 이러한 특성으로 인해, 지식재산에 대한 비재무정보 공시는 다른 무형자산에 비해 정보의 신뢰성과 기업 간 비교가능성을 높일 수 있는 강점을 가진다. 결과적으로, 핵심 지식재산에 대한 서술적 정보 등의 비재무정보 공시는 외부 투자자에게 기업의 혁신 역량과 미래 성장 잠재력에 대한 보다 명확하고 유용한 정보를 제공하는 효과적인 수단이 될 수 있다.

### 국내 상장기업의 지식재산 공시 현황과 한계

현재 우리나라 상장기업들의 지식재산 관련 공시 수준은 제한적이라는 지적이 제기되고 있다.<sup>15)</sup> 많은 기업이 지식재산권 보유 개수나 연구개발 조직 현황 같은 단편적이고 형식적인 정보만을 제공하는 데 그치고 있어, 외부 투자자들이 기업 가치를 적절히 평가하는 데 필요한 정보가 부족하다는 지적이다.

현행 기업공시서식 작성기준(2025. 6. 30 시행)에 따르면, 사업보고서 상 ‘사업의 내용’에 기술제휴 및 라이선스계약을 포함한 경영상의 주요계약(제4-2-10조), 연구개발 활동의 개요·조직·비용·실적(제4-2-11조), 그리고 기업이 보유한 주요 지식재산권에 대한 내용(제4-2-12조)을 기재하도록 명시돼 있다. 그러나 실제로는 상당수의 기업들이 관련 내용을 공시하지 않거나, 구체적인 설명 없이 단순히 나열하는 데 그치는 것으로 파악된다.

게다가, 해당 기준은 ‘사업의 내용’ 중 ‘주요계약 및 연구개발활동’ 항목에 경영상의 주요계약과 연구개발활동에 대한 내용을 함께 기재하도록 하고 있으며, 주요 지식재산권 보유 현황은 ‘기타 참고사항’에 명시하도록 하고 있다. 경영상의 주요계약에는 기술 관련 계약뿐 아니라 주식양도계약, 임대차

13) David, A., Hosseini, A., Srivastava, A., 2024, Is intangibles talk informative about future returns? Evidence from 10-K filings, working paper.

14) Amir, E., Lev, B., 1996, Value-relevance of nonfinancial information: The wireless communications industry, *Journal of Accounting and Economics* 22(1-3), 3-30.

15) 파이낸셜뉴스, 2025. 6. 24, 기업의 IP는 핵심 투자지표... 디지털 공시제 도입해야. 전자신문, 2025. 4. 30, IP서비스협회, 한국형 기업 IP 공시 제도 도입 건의 추진.

계약 등 다양한 비(非)기술계약이 포함되며, 이로 인해 ‘주요계약 및 연구개발활동’ 항목 내에 연구개발 활동과 무관한 계약 정보가 혼재되어 공시되는 사례가 다수 발생하고 있다. 결과적으로, 연구개발 및 지식재산 관련 정보가 사업보고서 내 여러 항목에 분산되거나, 비관련 정보와 병치되어 제시되면서, 정보의 맥락성과 일관성이 저해되는 문제가 발생하고 있다. 따라서 연구개발 활동과 주요 기술, 지식재산 관련 현황이 하나의 항목에 통합되어 일관되게 제시될 수 있도록 공시 항목을 개편할 필요가 있다. 이러한 개선은 기업의 지식재산 관련 정보의 전달력을 높이고, 투자자의 이해도 제고에 기여할 것으로 판단된다.

### 해외의 지식재산·무형자산 공시 제도 현황

최근 미국, 일본, 싱가포르 등 주요국들은 지식재산 및 무형자산의 경제적 중요성을 인식하고, 기업이 이에 대한 정보를 보다 체계적이고 투명하게 공시할 수 있도록 제도적 기반을 강화해왔다.

미국 증권거래위원회(SEC)는 2020년 Regulation S-K를 개정하여, 경영진 논의 및 분석(MD&A) 항목에서 중대한 현금 요건(material cash requirements)을 공시하도록 요구하였다. 이 개정의 취지는 인적자본 및 지식재산 등 무형자산에 대한 지출의 중요성을 반영하여, 유형자산뿐 아니라 무형자산 관련 주요 지출에 대한 내용이 포함되도록 공시 범위를 확대하려는 것이다.<sup>16)</sup> SEC는 이러한 정보 공시 강화가 기업과 투자자 간의 정보 비대칭을 완화하고, 기업의 자본조달 비용을 낮추며, 유동성과 자본 시장 접근성을 향상시켜 기업과 투자자 모두에게 이익을 줄 수 있다고 언급했다.

일본은 2021년 6월 기업지배구조 코드를 개정하여, 상장기업이 인적자본 및 지식재산에 대한 투자 정보를 자사의 경영전략과 연계하여 구체적으로 공시해야 한다는 내용을 포함하였다. 이사회는 이러한 투자가 기업의 지속 가능한 성장에 기여할 수 있도록 실효성 있는 감독 기능을 수행해야 한다는 점도 명시되었다. 이어 2022년 1월에는 무형자산 정보의 자율적 공시를 촉진하기 위해 ‘지식재산 및 무형자산의 투자·활용 전략의 공시 및 거버넌스에 관한 가이드라인’을 제정하였으며,<sup>17)</sup> 이후 2023년 3월에는 실제 적용 과정에서 확인된 과제를 반영해 가이드라인을 개정하였다.<sup>18)</sup>

싱가포르의 경우, 싱가포르 지식재산 전략 2030(Singapore IP Strategy 2030)의 일환으로 무형자산 공시 프레임워크(Intangibles Disclosure Framework)를 개발했으며, 이는 2023년 9월에 발표되었다. 이 프레임워크는 무형자산의 분류 범주를 제시하고, 기업 전략 및 가치 창출 과정과의 연계성을 기반으로 무형자산을 공시하는 원칙을 제시한다.<sup>19)</sup>

16) SEC, 2020. 11. 19, Final rule: Management’s Discussion and Analysis, Selected Financial Data, and Supplementary Financial Information.

17) [https://www.kantei.go.jp/jp/singi/titeki2/tyousakai/tousi\\_kentokai/governance\\_guideline\\_v1.html](https://www.kantei.go.jp/jp/singi/titeki2/tyousakai/tousi_kentokai/governance_guideline_v1.html)

18) [https://www.kantei.go.jp/jp/singi/titeki2/tyousakai/tousi\\_kentokai/governance\\_guideline\\_v2.html](https://www.kantei.go.jp/jp/singi/titeki2/tyousakai/tousi_kentokai/governance_guideline_v2.html)

19) IPOS, 2023, *Intangibles Disclosure Framework*.

## 결론 및 시사점

기업 가치 창출에서 지식재산 등 무형자산의 중요성이 커지고 있음에도 불구하고, 전통적인 재무정보는 그 가치를 충분히 전달하기 어렵다는 한계가 있다. 이는 기업과 투자자 간의 정보 비대칭을 심화시켜 기업가치의 과소평가, 외부 자본비용 증가, 그리고 자원 배분의 비효율성 등 부정적인 결과로 이어질 수 있다. 이러한 문제를 완화하고 기업 가치를 제고하기 위해, 지식재산에 대한 비재무정보 공시의 강화가 유효한 대안이 될 수 있다. 지식재산은 법적 권리성과 식별 가능성 측면에서 다른 무형자산보다 신뢰성 있는 공시의 가능성이 높아 전략적 공시 자산으로서의 잠재력이 크다.

미국, 일본, 싱가포르 등 주요 선진국들은 이미 지식재산 및 무형자산을 기업 가치의 핵심 원천으로 인식하고, 이에 대한 체계적이고 투명한 공시를 위해 제도적 기반을 강화해왔다. 각국의 세부적인 접근 방식은 다르지만, 무형자산의 중요성과 이를 둘러싼 정보의 투명한 공개에 대한 공감대는 분명히 형성되어 있다.

우리나라는 세계적으로 높은 R&D 투자 비중과 산업재산권 출원 실적을 가지고 있다. 그럼에도 불구하고, 우리나라 상장기업의 지식재산 관련 공시 수준은 제한적이라는 지적이 제기된다. 다수의 기업들이 단편적이고 형식적인 정보만을 제공하고 있어 기업 가치 판단에 필요한 정보가 부족하다는 지적이다. 연구개발 및 지식재산 관련 정보가 사업보고서 내 여러 항목에 분산되어 있어 정보의 맥락성과 일관성도 부족한 것으로 판단된다.

기업이 자사의 핵심 지식재산과 가치 창출과의 연계성에 대한 정보를 충실히 공시한다면, 정보 비대칭 문제를 완화할 수 있으며, 투자자들은 기업의 혁신 역량과 미래 성장 잠재력을 보다 원활하게 평가할 수 있을 것이다. 이는 결국 기업에 대한 합리적인 가치 평가로 이어져 저평가 위험을 줄이고, 자본조달비용을 낮춰 혁신적인 기업들이 성장을 위한 자금을 원활하게 조달할 수 있도록 돕는 선순환 효과가 기대된다. 우리나라 기업 가치 제고와 자본시장의 지속적인 발전을 위해, 우리나라 실정에 맞는 지식재산 공시 활성화 방안에 대한 깊은 고민이 필요하다.

ZOOM  
-IN초고액자산가를 위한 패밀리오피스 운영  
현황과 시사점

- 패밀리오피스는 초고액자산가를 위한 통합 자산관리 조직으로 유럽, 미국뿐 아니라 아시아에서도 확산되고 있으며 단일 또는 다가족오피스의 형태로 운영되고 있음
- 글로벌 패밀리오피스 시장은 2030년까지 9조 5,000억달러 규모로 성장할 것으로 전망되며, Walton, UBS, JP모건 등 다양한 형태의 패밀리오피스가 직접투자·ESG·디지털 자산 등으로 투자영역을 확대하고 있음
- 국내 패밀리오피스는 금융회사 주도형 구조로 운영되고 있으며 금융회사 내 계열사 연계를 통한 시너지를 바탕으로 서비스를 제공하고 있음
- 향후 고령화와 초고액자산가의 증가에 따라 국내 패밀리오피스 시장의 성장이 기대되며 이에 따른 제도정비 또한 필요할 것으로 보임

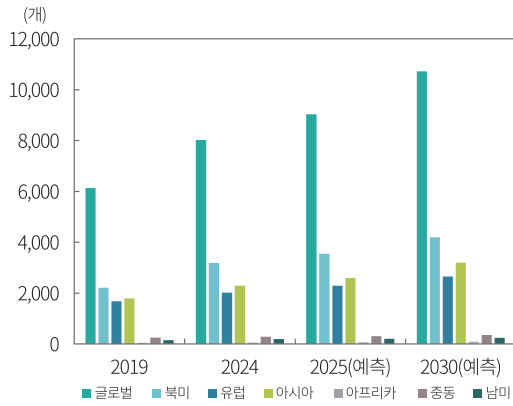
□ 패밀리오피스는 초고액자산가를 위한 통합 자산관리 조직으로 유럽, 미국뿐 아니라 아시아에서도 확산되고 있으며 단일 또는 다가족오피스의 형태로 운영되고 있음

- 패밀리오피스는 초고액자산가 및 가족의 자산을 관리하고 운용하는 개인 또는 법인을 의미하며 자산관리, 상속계획, 법률·세무 자문, 가문 교육 등 다양한 금융서비스를 제공하고 있음
  - 2024년 기준 투자가능자산 3,000만달러 이상인 글로벌 초고액자산가(UHNW)는 426,330명으로 이들의 총 순자산은 49조 2,000억달러를 기록하였음<sup>1)</sup>
  - 지역으로는 북미 161,280명(37.8%), 유럽 111,540명(26.2%), 아시아 110,630명(25.9%)순이며 향후 아시아지역이 가장 빠르게 성장할 것으로 예상하고 있음<sup>2)</sup>
- 패밀리오피스의 유형은 단일가족오피스(Single Family Office: SFO)와 다가족오피스(Multi-Family Office: MFO)의 형태로 운영되고 있음
  - SFO는 단 한가문을 위해 설립되고 맞춤형 설계, 정보 비공개성에 따른 프라이버시 보장이 가능하지만 설립 및 운영비용이 높고 전문 인재 확보가 어려운 단점이 있음
  - MFO는 여러 가문이 공동으로 이용하는 형태로 비용효율성과 네트워크 활용이 장점이나 운영 독립성 부족 가능성과 프라이버시 한계와 같은 단점이 존재하며, 전문 패밀리오피스 업체에 위탁하는 경우가 일반적임

1) Altrata, 2024, *World Ultra Wealth Report 2024*.

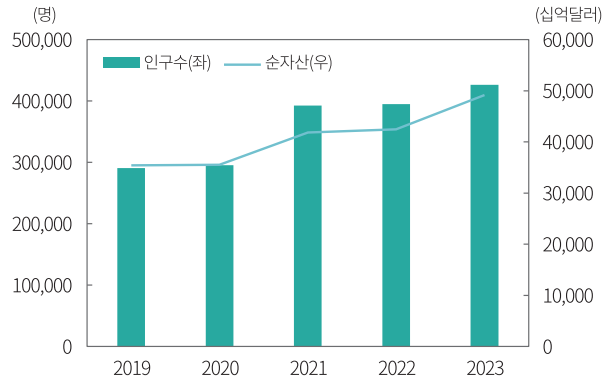
2) Deloitte, 2024, *The Family Office Insights Series - Global Edition: Defining the Family Office Landscape*.

〈그림 1〉 패밀리오피스 수 추이



자료: Deloitte

〈그림 2〉 초고액자산가 수 및 자산규모 추이



자료: Altrata

□ 글로벌 패밀리오피스 시장은 2030년까지 9조 5,000억달러 규모로 성장할 것으로 전망되며, Walton, UBS, JP모건 등 다양한 형태의 패밀리오피스가 직접투자·ESG·디지털 자산 등으로 투자영역을 확대하고 있음

- 글로벌 패밀리오피스는 2024년 약 8,030개, 시장규모는 5조 5,000억달러로 추정되며 2030년에는 각각 10,720개, 9조 5,000억달러에 이를 것으로 전망됨<sup>3)</sup>
- Walton Enterprise, Cascade Investment 등 대표적인 패밀리오피스 외에 Blackrock, UBS 등 대형 투자은행(IB)도 패밀리오피스 서비스를 운영하고 있음
  - Walton Enterprises는 2024년 기준 자산규모 2,240억달러의 세계 최대의 SFO로, Walmart 지분 관리와 자산 운용을 담당하고 있음
  - Bayshore Global Management의 자산규모는 약 1,000억달러로 실리콘밸리 기반의 기술 중심 투자에 집중하고 있으며 싱가포르에도 사무소를 운영하고 있음
  - Rockefeller Capital Management의 자산규모는 약 1,510억달러로 전통적인 가문 자산 관리를 넘어, MFO 형태로 진화하여 다양한 고객에게 서비스를 제공하고 있음
  - J.P. Morgan은 투자관리, 상속계획, 가족 거버넌스<sup>4)</sup>, 자선 활동 등 종합적인 패밀리오피스 서비스를 제공하고 있음
  - Goldman Sachs는 1억달러 이상의 순자산을 보유한 고객을 대상으로 서비스를 제공하고 있으며, 최근에는 핀테크 기술을 이용한 패밀리오피스 플랫폼을 운영하고 있음
  - IB의 경우 상대적으로 낮은 자산 기준을 적용하고 있는데 SFO 설립이 어렵거나 필요하지 않은 고객들에게 전문적인 금융솔루션을 제공하고 있어 안정적인 서비스 모델로 자리잡고 있음<sup>5)</sup>

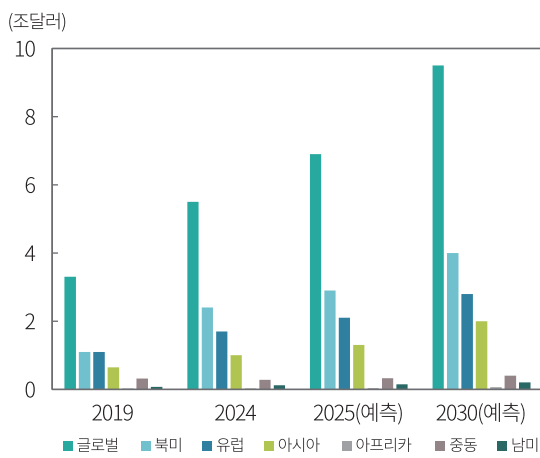
3) Deloitte, 2024, *The Family Office Insights Series - Global Edition: Defining the Family Office Landscape*.

4) 가족 거버넌스는 가족들 간 관계, 비즈니스, 자산을 관리하고 조율하기 위해 사용하는 구조와 절차를 의미하며 세대를 아우르는 결속력을 유지하기 위해 공동 의사결정 체계, 소통 구조, 가족 헌장, 공유 가치 등을 포함함(PwC, 2023, *Family Governance in Family Businesses*.)

5) 최순영, 2025, 『국내 증권사의 초고액자산가 자산관리 전략: 패밀리 오피스 서비스(Family Office Service)』, 자본시장연구원 이슈보고서 25-07.

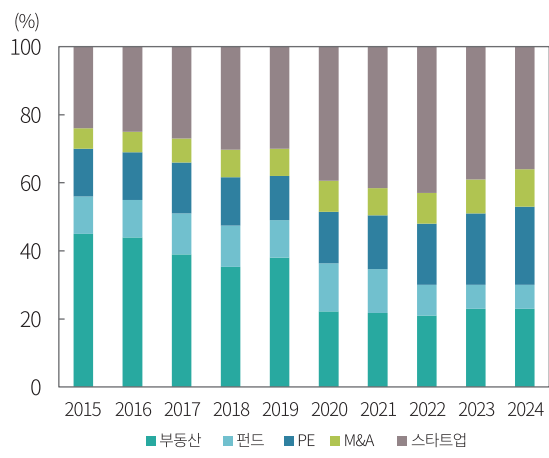
- 최근 패밀리오피스의 투자는 직접투자, ESG 및 임팩트 투자가 확대되고 있으며 기술 및 AI, 디지털 자산의 투자 비중이 증가하고 있음
  - 부동산, 펀드 등 전통적인 투자와 더불어 사모펀드에도 꾸준히 투자하였으나 금리 인상의 이유로 최근에는 스타트업 및 M&A와 같은 직접투자로 방향을 전환하고 있음<sup>6)</sup>
  - 지속가능한 투자에 대한 포트폴리오 비중이 2019년 20%에서 2020년 36%로 증가했으며 2027년 54%까지 증가할 것으로 예상됨<sup>7)</sup>

〈그림 3〉 패밀리오피스의 시장규모 추이



자료: Deloitte

〈그림 4〉 패밀리오피스의 자산 배분 비중 추이



자료: PwC

□ 국내 패밀리오피스는 금융회사 주도형 구조로 운영되고 있으며 금융회사 내 계열사 연계를 통한 시너지를 바탕으로 서비스를 제공하고 있음

- 국내에도 2000년대 이후 부유층 자산관리 시장이 대두되면서 고령화, 저성장·저금리 환경 지속으로 자산 효율성과 부의 이전 중요성이 부각됨
  - 2024년 기준 국내 300억원 이상인 초고액자산가는 10,100명이며 이들의 금융자산은 1,267조원으로 추정됨<sup>8)</sup>
  - 베이비붐 세대가 은퇴시기에 접어들면서 부의 이전에 대한 수요가 확대된 것 또한 패밀리오피스 시장 확대의 배경이 됨
  - 증권사의 경우 2008년 하나증권, 2011년 미래에셋증권, 2012년 신영증권이 국내 패밀리오피스를 선보였으며 2020년 이후가 되어서야 증권사의 도입이 급속도로 확대되었음<sup>9)</sup>

6) PwC, 2024, PwC's Global Family Office Deals Study 2024.

7) Forbes, 2024. 2. 28, Emerging opportunities for family offices In sustainable enterprises.

8) KB금융지주 경영연구소, 2024, 『2024 한국 부자 보고서』.

9) 최순영, 2025, 『국내 증권사의 초고액자산가 자산관리 전략: 패밀리 오피스 서비스(Family Office Service)』, 자본시장연구원 이슈보고서 25-07.

- WM 서비스 강화와 법률·세무·가업승계 통합 컨설팅 니즈가 증가함에 따라 금융회사와 회계법인·부동산 전문가 등과 협업하여 패밀리오피스 서비스를 제공하고 있음
  - 설립비용 대비 효익이 낮고 상속세에 대한 부담으로 SFO 수요는 극히 미미하여 대부분 MFO 나 PB, WM 내 서비스 형태로 운영되고 있음<sup>10)</sup>
  - 증권사 내 초고액자산가 전담 패밀리오피스 조직을 신설 또는 강화하고 있으며 국내외 법무·세무·부동산 전문가와 협업 통해 상속·지분 이전 등까지 통합 서비스를 제공하고 있음
  - 대체투자, 비상장기업 투자, 글로벌 자산 배분 등 맞춤형 투자 기회를 제공하는 것을 핵심 서비스로 하고 있으며 법률 및 세무 자문, 가업승계, 후계자 교육과 같은 비재무적 서비스도 점차 확대되고 있음
  - 현재 국내 8개 증권사가 패밀리오피스 서비스를 제공하고 있으며 현대차증권과 메리츠증권도 2025년 내 출시할 계획<sup>11)</sup>
  - 2024년 6월 기준으로 자산규모 10억원 이상 고액자산가의 규모는 356조원이며 국내 5대 증권사 패밀리오피스의 자산규모는 104조원에 이릅니다<sup>12)</sup>

**<표 1> 국내 주요 증권사의 패밀리오피스 서비스 현황**

증권사	내용	특징
삼성증권	자산컨설팅, 가업승계, 투자사업 파트너 기회 제공, 후계자 양성교육	클럽딜, 증권사 공동투자 서비스 제공 예탁자산 300억원, 투자가능자산 1000억원 이상 자산가를 대상
한국투자증권	투자, 세무, 부동산 등 분야별 자산관리 서비스	가문 단위의 프라이빗 컨퍼런스 제공 100억원 이상 고객을 대상
NH투자증권	사내 및 외부 전문가를 통한 맞춤형 솔루션 제공, 1:1 맞춤형 방문 컨설팅, 프라이빗 세미나 서비스 제공	170 가문 가입(2025년 4월 기준) 예탁자산 100억원 이상 고객이 기준
KB증권	투자, 세무, 부동산, 법률, 신탁 전문가 협업 종합자산관리 서비스	은행-증권 복합점포 형태 금융자산 300억원 이상 자산가를 대상
미래에셋증권	전문가와 IB와 연계한 자산관리 및 기업 관리 서비스	해외 네트워크 활용한 자산 이전 지원 200억~1,000억원이상 자산가를 대상

자료: 각 사 홈페이지, 언론 기사

10) 그러나 패밀리오피스의 서비스 범위는 투자, 상속, 세무, 법률, 가문 전략 등 통합관리를 담당하고 있으며 PB는 금융상품 위주 투자 및 대출, WM서비스는 자산관리 및 일부 자문에 한정되어 이들과 차이가 있음

11) 삼성증권(2020년), 한국투자증권(2020년), 신영증권(2021년), NH투자증권(2021년), 신한투자증권(2022년), KB증권(2022년), 하나증권(2022년), 미래에셋증권(2024년).

12) 매일경제, 2024. 6. 25, “내가 겪어봐서 알지” 비상장사에도 선뜻...연기금급 대우받는 투자자.

□ 향후 고령화와 초고액자산가의 증가에 따라 국내 패밀리오피스 시장의 성장이 기대되며 이에 따른 제도정비 또한 필요할 것으로 보임

- 고령화 및 초고액자산가의 증가에 따라 패밀리오피스 시장의 성장 가능성이 충분하며 국내 자본시장 내 패밀리오피스의 역할 확대가 예상됨
  - 65세 이상의 인구비중은 2070년까지 44.7%에 이를 것으로 전망되며<sup>13)</sup> 고령화는 가업승계 및 자산 이전 수요를 증가하게 만들어 패밀리오피스와 같은 전문 자산관리 서비스에 대한 수요 확대를 촉진할 것으로 보임
  - 자산관리의 전문화, 세무 및 법률 서비스의 통합, 가업승계 자문 필요성이 증가함에 따라 향후 패밀리오피스 시장에 진입하는 증권사가 증가할 것으로 예상됨
  - 기존 자산관리 시장이 단기적인 수익 창출에 초점을 맞췄다면 패밀리오피스는 부의 이전까지 포함하므로 장기적 관점의 수익 창출 모델로 적합함
- 국내 패밀리오피스 시장은 아직 초기단계로 성장 가능성이 높으나 제도적 기반 마련과 더불어 산업 생태계 기반 마련, 혁신금융 연계전략 등의 대응이 필요할 것으로 보임
  - 현재 상속세 및 증여세법, 자본시장법 규제와 이중과세 가능성에 대한 문제로 인해 패밀리오피스 시장의 성장에 어려운 측면이 있음
  - 아시아지역 패밀리오피스 시장 성장의 중심인 홍콩과 싱가포르의 경우 상속세와 배당소득세를 면제해주고 있으며 SFO를 위한 조세 감면 제도를 도입하고 있음
  - 향후 비상장 투자·사회공헌 수요 증가에 따라 다양한 금융상품에 대한 니즈는 점진적으로 확대될 것으로 전망됨에 따라 회계법인, 컨설팅, ESG 평가기관 등 B2B 파트너십 생태계 구축이 필요할 것으로 예상됨
  - VC, 스타트업, 임팩트 투자 등 투자 증가가 이루어지고 있는 해외 사례로 미루어보아 향후 국내 패밀리오피스도 모험자본의 대체 공급자로서 제도적으로 연계할 방안을 고려해볼 수 있을 것으로 보임

선임연구원 여밀림

---

13) 통계청, 2023, 장래인구추계: 2022~2072년.

ZOOM  
-IN

## 무역 갈등과 글로벌 공급망 재편 가속화

- 트럼프 2기 행정부는 보호무역주의 기조 강화와 불공정 무역 관행 시정을 위해 주요 교역국과 핵심 품목에 대해 대규모 관세를 부과하였고, 중국, 캐나다 등의 국가들은 보복 관세 및 세계무역기구 제소 등의 방침으로 대응하면서 무역 갈등이 격화
- 격화된 무역 갈등에 경계감이 확산되며 글로벌 공급망의 재편이 촉진되고, 수요변동성 확대, 물류 차질 등 부정적 영향이 부각
- 또한 공급망 재편은 인플레이션 압력을 높여 글로벌 물가에 구조적인 상방리스크를 형성하고 성장률 둔화를 초래할 가능성
- 트럼프 행정부의 관세 정책은 여전히 변동성이 크며, 이러한 불확실성에 대비한 장기적인 전략 수립과 공급망의 유연성 확보를 위한 노력이 필요

- 2025년 1월 20일 공식 출범한 트럼프 2기 행정부는 보호무역주의 기조를 강화하고, 불공정 무역 관행 시정을 위해 주요 교역국과 핵심 품목에 대해 대규모 관세를 부과
  - ‘미국 우선주의’를 내세워 자국 산업 보호 및 무역적자 해소를 최우선 목표로 설정하고, 자국 중심의 양자협상을 선호
  - 중국에 대한 고율 관세 유지 및 확대를 통해 대중국 고강도 제재를 지속하고, 한국, EU, 일본 등 우방국에도 특정 품목에 대해 무역적자를 이유로 관세 압박을 시행
  - 2025년 2월 초 미국의 3대 교역국(중국·캐나다·멕시코)에 대한 관세 인상을 시작으로, 4월에는 관세 부과 대상국을 모든 교역 국가로 확대
    - 『무역확장법』 제232조, 『통상무역법』 제301조, 『국제긴급경제권한법(International Emergency Economic Powers Act)』 등을 근거로 관세 인상을 발표
    - 2025년 2월 불법 채류와 마약 유통으로 인한 위협을 국가비상사태로 간주하고, 해당 원인이 중국, 캐나다, 멕시코에 있다고 지목하며 관세를 부과
    - 2025년 4월 모든 교역국가에 대해 10% 기본 관세(4월 5일 발효)와 더불어 대미 무역흑자 규모가 큰 개별 국가에 대한 상호관세 부과(4월 9일 발효) 행정명령을 발표
    - 다만, 4월 10일 중국을 제외한 국가들에 대해 상호관세 부과를 7월 9일까지 유예하였고, 7월 중 유예 만료 시한을 8월 1일까지 한 차례 연장

□ 이에 따라 중국, 캐나다 등의 국가들은 보복 관세 부과, 세계무역기구 제소 등의 방침으로 대응하면서 갈등이 격화

- 중국은 미국의 중국산 수입품 145%의 관세 부과에 대해 일부 미국산 제품에 125%의 보복 관세 부과로 대응
  - 이후 5월 제네바 경제 무역 회담을 통해 미국의 대중국 관세율을 145%에서 30%로 하향 조정하기로 협의하였고, 이에 따라 중국 또한 미국에 대한 보복 관세율을 125%에서 10%로 하향 조정
- 캐나다는 자국을 향한 트럼프 대통령의 관세 부과를 비판하며 3월 초 300억캐나다달러 규모의 미국산 수입품에 1단계 보복 관세를 부과한 바 있으며, 미국의 관세 부과 정책에 대해 세계무역기구에 분쟁 협의를 신청
  - 이후 미국이 캐나다에 부과하기로 했던 관세의 대부분을 1개월 유예하자, 2단계 추가 보복 관세 부과(1250억캐나다달러 규모) 시행은 연기
- 그 외 다수 국가들은 보복 조치를 취하기보다는 미국산 수입품에 대한 관세를 0%로 인하하거나 미국산 제품 수입을 확대하는 방안 등으로 협상을 제안
  - 베트남, 대만 등은 미국산 수입관세 0%를 제시했으며 태국, 인도네시아 등은 미국산 에너지, 농산물, 항공기 수입 확대를 제시<sup>1)</sup>

**<표> 트럼프 2기 행정부의 관세 부과 관련 주요 타임라인**

발표	내용
2025년 1월 20일	트럼프 미국 대통령 취임
2월 1일	캐나다, 멕시코, 중국산 수입품에 관세 부과(10~25%) 발표
2월 4일	중국(10%) 보편관세 적용 시작, 멕시코·캐나다 1개월 유예 중국 연료·공산품 보복 관세 부과(2.10~)
2월 10일	철강 및 알루미늄 제품 25% 관세 부과 발표
3월 3일	중국(추가10%) 관세 부과 행정명령 서명 중국, 미 농축산물 추가 관세 부과 및 일부 미국기업 전략 물품 수출 통제(3.10~)
3월 4일	캐나다(25%), 멕시코(25%), 중국(10%+10%) 추가 관세 부과 개시
3월 5일	캐나다, 멕시코산 자동차(USMCA 적용) 한정 1개월 관세 유예(~4.2) - 캐나다(온타리오주) 미국 수출 전기 25% 추가 요금 부과(3.10)
3월 12일	모든 수입 철강·알루미늄 및 파생 제품 253개에 25% 관세 부과 시행
3월 24일	베네수엘라산 석유 수입국에 대해 전 품목 25% 관세를 부과하는 행정명령 서명
3월 26일	수입 자동차 및 주요 자동차 부품에 대한 25% 관세 부과 발표

1) 국제금융센터, 2025. 4. 10, 트럼프 2기의 무역정책 동향 및 미국 경제영향 점검.

**<표> 트럼프 2기 행정부의 관세 부과 관련 주요 타임라인(계속)**

발표	내용
4월 2일 “Liberation Day”	미국으로 수입되는 모든 자동차에 25% 관세 부과 발효
	상호관세 발표 - 보편관세 10%, 한국 25% 상호관세 부과 - 보편관세, 기존 품목별 관세는 상호관세 추가 적용 대상 제외(중복X)
4월 5일	미국으로 수입되는 모든 물품에 대해 10% 보편관세 부과 정식 발효 - 캐나다, 멕시코 등 일부 예외 국가 제외
4월 9일	해당국으로부터 미국으로 수입되는 모든 물품에 대해 국가별 상호관세 부과 발효 - 일시 연기된 국가 제외
4월 10일	중국 제외 70여 개국 상호관세 90일간 유예(~7.9) 중국 총 125%로 관세 인상 부과 즉시 발효
4월 11일	중국에 포함 145% 관세 부과 상호관세 90일 후 유예 연장 가능성 미정 발표
4월 13일	스마트폰, 일부 컴퓨터, 전자제품 상호관세 및 보편관세 부과대상 제외 발표
5월 12일	대중국 관세율 145%에서 30%로 하향 조정
6월 3일	캐나다 등 일부 국가에 대해 철강 및 알루미늄 관세 25% → 50% 인상 행정명령 서명(6.4 공식 발효)
7월 7일	무역상대국들에 상호관세 적용을 위한 관세율 서한 순차적 발송 상호관세 유예 만료 기한을 7월 9일에서 8월 1일로 연기

자료: 인천연구원, 경기FTA통상진흥센터, 저자 재작성

**□ 격화되는 갈등에 경계감이 확산되며 글로벌 공급망의 재편이 촉진되고, 이에 따른 수요변동성 확대, 물류 차질 등 부정적 영향이 부각**

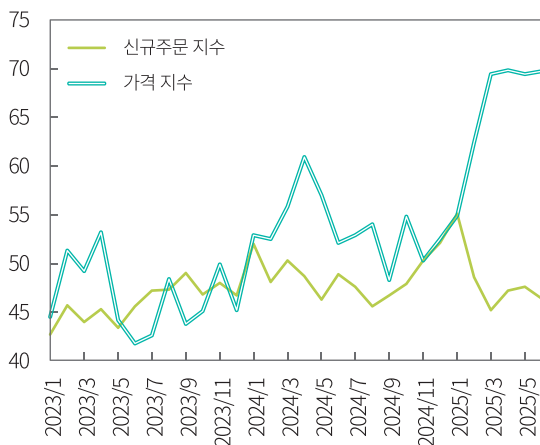
- 미국의 상호관세 부과 전·후로 상품 수요변동성이 크게 확대되면서 공급망 상황 변화가 관측
  - 관세 인상 전인 1~3월 중 가계의 선구매 증가, 기업들의 재고 확보 등으로 2025년 1분기 미국을 중심으로 수입량이 급증(2024.12월 10.5%→ 2025.1월 24.1%→ 2월 20.5%)하며 일부 물류 경로에서 정체 발생<sup>2)</sup>
  - <그림 1>에서 보는 것과 같이 최근 ISM 제조업 가격지수는 급격히 상승했으나 신규주문은 낮은 수준을 유지하는 양상을 띠는데 이러한 괴리는 기업들이 수요 증가 없이 원자재 비용 상승을 겪고 있음을 의미하며, 이는 미국의 관세 정책 여파로 수입 재료의 비용이 상승하고 신규 주문에 부담을 주는 방식으로 불균형이 강화되고 있음을 시사<sup>3)</sup>

2) 국제금융센터, 2025. 5. 12, 트럼프 행정부 출범 이후 공급망 추이 및 시사점.

3) 유진투자증권, 2025. 7. 8, Asset Cycle & Trend 달러와 금리의 엇박자.

- 무역상대국 및 기업들은 관세 회피를 위한 교역 경로 변경 및 생산기지 이전과 같은 교역전략 조정이 불가피한 상황
  - 대미 직접 수출을 줄이면서 제3국 경유 재수출과 유럽·신흥국 시장 공략 등 수출 경로를 다변화
  - 기업들은 관세 장벽을 우회하고 안정적인 시장 접근성 확보를 위해 생산 거점을 베트남, 인도 등으로 이전<sup>4)</sup>
- 특히 미국의 고강도 제재를 받고 있는 중국의 경우 동남아시아를 경유한 우회 수출이 대폭 확대<sup>5)</sup>
  - 2025년 5월 중국의 대미 직접 수출액은 전년동월대비 43% 감소하였고, 이를 상품 가치로 환산하면 150억달러 규모
  - 베트남을 경유한 미국행 수출은 5월 전년동월대비 30%(34억달러) 증가했으며, 인도네시아 경유 수출도 25%(8억달러) 증가
- <그림 2>와 같이 글로벌 공급망 압력 지수(Global Supply Chain Pressure Index: GSCPI)의 경우 전반적으로 안정적인 흐름을 나타내는 가운데 상승 추세가 존재하며, 2025년 5월 트럼프 대통령 당선(2024년 11월) 이후 처음으로 0 이상을 기록
  - GSCPI가 0보다 큰 경우 공급망의 병목 현상, 운송 지연, 원자재 부족 등의 문제가 발생할 가능성이 높은 상태

<그림 1> ISM 제조업 신규주문 및 가격 지수



자료: Bloomberg

<그림 2> 글로벌 공급망 압력 지수



주 : 점선은 추세

자료: Bloomberg

4) BBC, 2025. 7. 7, How tariffs are shifting global supply chains.

5) Financial Times, 2025. 7. 7, China reroutes exports via south-east Asia in bid to dodge Trump's tariffs.

□ 공급망 재편에 따른 비용 증가는 인플레이션 압력을 높여 글로벌 물가에 구조적인 상방리스크를 형성할 소지

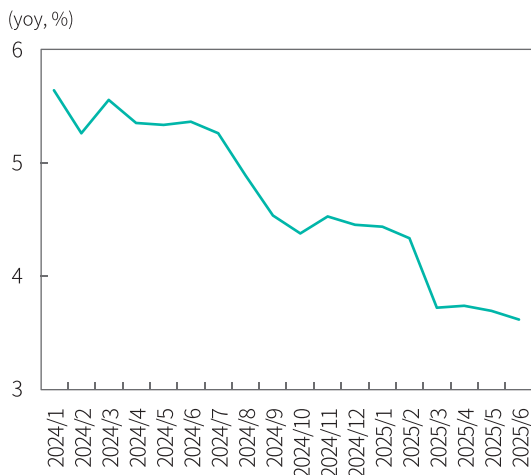
— 인플레이션은 현재 제한적이나 향후 상방 압력을 받을 가능성 존재

- 글로벌 인플레이션(전년동월대비, %): 2025년 3월 3.72 → 4월 3.74 → 5월 3.69 → 6월 3.62

— 공급망 재편 과정에서 기업들은 새로운 공급처 확보, 생산기지 이전, 물류 경로 변경 등으로 추가 비용을 부담하게 되며, 이러한 비용 증가는 최종 제품 가격 상승 유발로 이어져 소비자에게 전가되어 인플레이션 압력을 가중

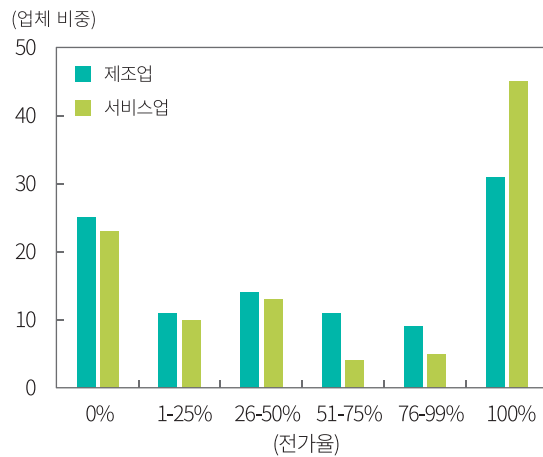
- 트럼프 2기 행정부의 관세 정책으로 인해 글로벌 기업들이 입은 손실이 340억달러를 초과하는 것으로 추산<sup>6)</sup>
- 뉴욕 연준이 관세로 인해 수입품 가격이 상승했다고 보고한 제조업 및 서비스업체를 대상으로 실시한 지역 기업체 조사(2025년 5월)의 결과, 75% 이상의 업체가 관세의 일부 또는 전체를 소비자에게 전가했다고 응답<sup>7)</sup>
- 미 연준 보먼 부의장은 “무역 협상의 결과로 관세가 인상되거나 기업들의 관세 부담 전가로 상품 가격을 인상할 경우 잠재적인 인플레이션 상방 위험이 존재한다”면서 “공급망에 파괴적인 영향을 미치는 증거는 발견되지 않았지만, 글로벌 무역 패턴의 변화로 인해 상품 및 서비스 가격이 상승할 수 있다”고 우려<sup>8)</sup>

〈그림 3〉 글로벌 인플레이션



자료: Bloomberg

〈그림 4〉 기업들의 관세 부담 전가 비중



자료: Federal Reserve Bank of New York

6) Reuters, 2025. 5. 30, Trump’s tariff tally: \$34 billion and counting, global companies say.

7) Federal Reserve Bank of New York, 2025. 6. 4, Are Businesses Absorbing the Tariffs or Passing Them On to Their Customers?

8) BIS, 2025. 7. 1, Michelle W Bowman: Unintended policy shifts and unexpected consequences.

□ 또한 글로벌 공급망의 재편은 세계 무역 및 경제 성장률 둔화를 초래할 가능성

- OECD는 고율의 수입관세, 글로벌 조달에 대한 추가적인 제약 등에 따라 공급망이 재현지화(해외에 생산시설을 둔 기업의 본국 회귀)될 경우 상호 연결된 글로벌 공급망 체제에 비해 세계 무역이 18%, 글로벌 실질GDP가 5% 이상 각각 감소할 것으로 분석<sup>9)</sup>
  - GDP 감소폭은 국가별로 자국 경제가 글로벌 공급망에 편입돼 있는 정도 및 특징에 따라 최소 1.1%에서 최대 12.2%에 이를 것으로 분석

□ 트럼프 행정부의 관세 정책은 여전히 변동성이 크며, 이러한 불확실성에 대비한 장기적인 전략 수립과 공급망의 유연성 확보를 위한 노력이 필요

- 미국과 세계 각국의 무역 협상 진행 상황, 관세율 변동, 새로운 수출입 규제 도입 등을 실시간으로 면밀하게 모니터링하고, 이에 따른 리스크를 신속하게 평가하여 대응 전략을 수립할 수 있는 체계를 갖춰야 할 필요

선임연구원 장효미

9) OECD, 2025. 6. 2, OECD Supply Chain Resilience Review Navigating Risks.