

OPINION

연구위원
정수민우리나라 디지털 금융 이해력의 현재와
개선과제*

디지털 금융 서비스가 금융거래의 기본 채널로 자리 잡은 지금, 디지털 금융 이해력 제고는 선택이 아닌 필수 과제로 부상하고 있다. 2025년 조사된 우리나라 성인의 디지털 금융 이해력 점수는 59.3점으로 OECD 목표 기준(70점)에 한참 미달하였으며, 목표 점수를 달성한 고이해력 집단은 28.2%에 불과한 것으로 나타났다. 분석결과, 디지털 금융 이해력은 연령, 금융서비스 이용 경험, 소득 수준에 따라 차이를 보이는 것으로 조사되었다. 저연령층, 노년층, 무급 가족종사자 등의 금융 이해력이 낮았고, 디지털 금융서비스 이용 경험에 따라서 금융 이해력이 높아지는 것으로 나타났다. 디지털 금융 이해력이 1점 증가할 때 BNPL(Buy Now Pay Later, 소액후불결제) 연체 발생 확률이 약 0.1%p 감소하는 등 이해력은 실제 금융 복지(financial well-being)에 영향을 주는 것으로 확인되었다. 안전한 디지털 금융환경 조성을 위해서는 취약계층을 위한 맞춤형 금융교육 확대와 함께, 업계의 보안 시스템 고도화, 다크 패턴(dark pattern) 자제, 개인정보 보호 강화 등 안전한 디지털 금융환경 조성을 위한 전방위적 노력이 필요하다.

최근 전자상거래 플랫폼을 둘러싼 개인정보 유출 사고는 디지털 환경에서의 편의성이 어떤 위험을 전제로 작동하고 있는지를 다시 한 번 환기시켰다. 소비자는 빠르고 간편한 거래를 위해 주소, 결제수단, 연락처 등 다양한 정보를 플랫폼에 등록하지만, 이러한 정보가 어떠한 방식으로 저장·관리되고 활용되는지에 대해서는 충분히 인식하지 못한 채 서비스를 이용하는 경우가 많다. 편리성은 선택의 기준이 되지만, 그 이면의 위험은 상대적으로 가시화되지 않는 구조가 반복되고 있는 것이다.

이러한 문제의식은 디지털 금융 환경에서 더욱 중요해진다. 이미 우리나라의 금융거래 상당 부분은 비대면·디지털 방식으로 이루어지고 있으며, 이는 일부 이용자나 특정 서비스에 국한된 현상이 아니라 소매 금융 전반의 구조적 변화로 자리 잡았다. 한국은행에 따르면, 2024년 기준 최근 1개월 내 모바일금융서비스를 이용한 경험이 있는 응답자는 전체의 81.3%에 달했으며, 20~40대는 95% 이상, 50대 역시 90%에 가까운 이용률을 보였다.¹⁾ 또한 금융상품의 가입에서도 적금의 경우 5대 시중은행의 경우 비대면 가입 비중이 63.7%였고, 펀드 가입도 2023년부터 비대면 가입 비중이 대면 가입을 앞질렀다. 유가증권 거래의 경우, 2020년 이미 개인투자자 유가증권 거래의 97%가 디지털 환경(MTS,

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

1) 한국은행 2025, 『2024 지급결제 보고서』

HTS)에서 이루어졌다.²⁾ 모바일금융서비스는 결제와 송금, 잔액·거래내역 조회를 넘어 금융상품 가입까지 이용 범위가 빠르게 확대되고 있으며, 전 연령대에 걸쳐 일상적인 금융 채널로 자리 잡은 모습이다.

우리나라의 디지털 금융 이해력 수준과 결정 요인 분석

디지털 금융은 더 이상 새로운 선택지가 아니라 다수의 금융소비자가 일상적으로 의존하는 기본 인프라가 되었다. 이러한 환경 속에서 금융소비자가 더 나은 금융생활을 영위하기 위해서는 디지털 금융 이해력을 갖추어야 한다. OECD의 정의에 따르면, 디지털 금융 이해력이란 개인이 디지털 금융서비스와 디지털 기술을 인지하고 안전하게 사용함으로써 자신의 금융 복지(financial well-being) 증진에 기여하기 위해 필요한 지식, 기술, 태도, 행동이 결합된 역량을 말한다. 금융감독원과 한국은행이 실시한 「2024 전국민 금융이해력 조사」에 따르면 우리나라 성인(만18~79세)의 금융 이해력 점수는 65.7점으로 OECD 평균(2023년, 62.7점)보다는 다소 높은 수준이다. 그러나 디지털 금융 이해력 점수는 이보다 크게 낮다. 한국금융소비자보호재단에서 조사한 「2025년 디지털 금융이용실태 조사」에 따르면 전체 디지털 금융 이해력 점수는 59.3점으로 금융 이해력 점수보다도 낮을 뿐 아니라, OECD 목표 기준(70점)을 크게 하회한다. 목표 점수를 달성한 디지털 금융 이해력 고이해력 집단은 28.2%에 불과하며, 조사대상의 70% 이상이 저이해력 집단에 해당된다.

본고에서는 디지털 금융 이해력에 영향을 미치는 요소와 취약계층을 파악하기 위해 한국 금융소비자보호재단이 실시한 「2025년 디지털 금융 이용실태 조사」 자료를 분석하였다. 디지털 금융 이해력은 지식, 태도, 행동의 세 영역으로 구성되며, 실태조사 문항은 OECD 지침에 따라 행동 5문항, 태도 3문항, 지식 7문항으로 구성되었다. 행동 영역에서는 비밀번호 관리, 온라인 금융상품 가입 시 금융회사 여부 확인 등 디지털 금융서비스 이용 과정에서의 보안 관련 실천 여부를 측정한다. 태도 영역은 공공 와이파이 환경에서의 금융거래 인식, 금융거래 전 보안주의 정도, 온라인 금융서비스 이용 시 약관 확인 여부 등을 포함한다. 지식 영역에서는 디지털 금융계약의 유효성, 온라인과 오프라인 금융서비스의 공통점에 대한 이해, 가상자산에 대한 기본적인 지식 등을 묻는다.

이하는 디지털 금융 이해력에 영향을 미치는 요인을 살펴보기 위해 다중선형회귀분석을 실시한 결과이다. 우선 연령과 디지털 금융 이해력 간에는 역U자형 관계가 관찰되어, 약 55세까지는 이해력 점수가 상승하다가 이후 감소하는 경향이 나타났다. 이러한 패턴은 일반 금융 이해력과 디지털 금융 이해력 모두에서 공통적으로 확인된다. 이는 디지털 금융이 전통적인 금융 지식뿐 아니라 디지털 환경에 대한 이해와 활용 역량을 동시에 요구하는 복합적 특성을 지니고 있음을 보여준다.

2) 박소정, 2024, 디지털 금융이해력 (Digital Financial Literacy)에 관한 연구, 보험연구원

금융서비스의 이용 경험은 금융 이해력을 높이는 대표적인 요소로 알려져 있는데, 이러한 관계는 디지털 금융서비스 이해력에서도 드러났다. 카드, 금융투자, 보험 서비스 등 금융 서비스의 이용은 디지털 금융 이해력 점수를 각각 2.2~3.5점 가량 높이는 요인으로 분석되었다. 반면 은행 서비스나 대출 이용 여부는 통계적으로 유의한 영향을 미치지 않았다. 은행 서비스는 조사 대상자의 대부분이 이용하는 보편적 서비스로, 이용 여부 자체가 디지털 금융 이해력 수준을 구분하는 변수로 기능하지 못한 것으로 보인다. 기존연구에서는 금융 이해력이 낮은 집단에서 대출을 더 많이 일으키거나, 높은 금리의 대출을 이용하는 결과를 보였는데, 본 분석에서는 대출과 디지털 금융 이해력간의 통계적으로 유의한 관계는 나타나지 않았다.

소득은 디지털 금융 이해력에 유의한 영향을 미치는 것으로 나타났다. 가구의 월소득이 400만 원 이상인 경우 200만 원 이하 구간에 비해 디지털 금융 이해력 점수가 약 5~6점 높은 것으로 조사되었으며, 이러한 차이는 주로 지식과 행동 영역에서 관찰되었다. 소득과 달리, 자산은 금융 이해력에 통계적으로 유의한 영향을 미치지 못하는 것으로 나타났다. 직업의 경우 상용근로자, 임시·일용직, 자영업자, 무급가족종사자 등 여섯 가지 유형을 나누어 분석하였다. 그 결과 다른 직업의 경우 통계적으로 유의한 차이를 발견할 수 없었으나, 무급가족종사자의 경우 상용근로자와 비교할 때 7점가량 낮은 점수를 보였다.

앞서 설명한 변수들과 달리 교육 수준, 성별, 결혼 여부, 가구 내 의사결정자 여부 등은 디지털 금융 이해력에 통계적으로 유의한 영향을 미치지 않았다. 특히 교육 수준이 유의미한 설명 변수가 아니라는 점은, 디지털 금융 이해력이 일반적인 학력이나 교육 연수와 반드시 비례하지 않으며 별도의 지식이 필요한 영역이라는 점을 시사한다.

〈표 1〉 디지털 금융이해력 점수 결정요인 분석

설명변수	추정계수	설명변수	추정계수
나이	1.000***	디지털 금융 서비스 이용	
나이 제곱	-0.916***	은행	4.301
소득		카드	3.538**
200만원이상~300만원미만	2.747	금융투자	3.056***
300만원이상~400만원미만	2.908	보험	2.220***
400만원이상~500만원미만	5.225***	대출	0.095
500만원이상~700만원미만	5.614***	기타(자산관리, 금융정보 통합 조회)	2.231***
700만원이상~1000만원미만	5.231***	교육	
1,000만원이상	6.309***	고졸	2.904
직업		전문대졸	4.677
임시, 일용근로자	-0.150	대졸	8.465
고용원이 있는 자영업자	-0.357	대학원졸	9.469
고용원이 없는 자영업자	-0.193		
무급가족종사자	-7.703***		
기타	-0.266		
R^2	0.0939		

주: 1) 분석에 사용한 자료는 한국금융소비자보호재단에서 2025년 7월 31일 ~ 8월 17일 서울, 6대 광역시, 수도권에 거주하는 만 19세 ~ 69세 2,500명을 대상으로 한 설문조사로, 저자 분석

2) *은 10%, **는 5%, ***는 1% 유의수준에서 유의함을 의미함

3) 나이 제곱 = 나이×나이 / 100 으로 계산

4) 다중공선성(multicollinearity)을 방지하기 위해 소득에서 200만원 미만, 직업에서 상용근로자는 기준범주로 회귀식에 포함 되지 않았으며, 표에 기술된 변수 이외에 성별, 결혼, 가구 내 주 의사결정자, 자산, 소비가 통제됨

디지털 금융 이해력이 실제 금융 복지(financial well-being)에 어떠한 영향을 미치는지를 살펴보기 위해, 디지털 금융 이해력 점수가 BNPL(Buy Now Pay Later, 소액후불결제) 이용자의 연체 발생 가능성에 미치는 영향을 분석하였다.³⁾ BNPL은 신용카드 접근성이 낮은 소비자도 소액의 신용거래를 이용할 수 있도록 설계된 후불 결제형 서비스로, 네이버페이와 토스페이 등에서 제공하고 있다. 디지털 금융 이해력이 낮으면, BNPL의 연체가 일반 대출의 연체와 동일하게 신용도 하락, 이자율 상승 등 차주에게 부정적인 결과를 가져올 수 있다는 것에 대한 이해가 부족할 수 있어 연체율이 높아질 수 있다. 나이, 소득, 성별, 자산 수준, 금융서비스 이용 경험 등 연체율에 영향을 미칠 수 있는 요인들을 통제 한 결과, 디지털 금융 이해력 점수가 1점 증가할 때 BNPL 연체 발생 확률은 평균적으로 약 0.1%p 감소하는 것으로 나타났다.⁴⁾ 이는 디지털 금융 이해력이 단순한 인식 수준을 넘어, 실제 금융 의사결정의

3) 〈표 1〉과 동일한 자료 사용, 저자 분석

4) 이 수치는 BNPL 연체를 종속변수로 Probit 추정을 실시한 후 평균 한계 효과(average marginal effect)를 계산한 것이다.

결과와 밀접하게 연관되어 있음을 시사한다. 또한 디지털 금융 이해력이 낮은 집단일수록 중복 결제, 환불 거부 등 디지털 금융 거래 과정에서 금전적 피해를 경험한 비율이 상대적으로 높게 나타났다. 이러한 결과는 디지털 금융 이해력의 차이가 실제 금융생활에서의 행동 차이로 이어지며, 이해력이 낮을수록 금융 복지가 저하될 가능성이 크다는 점을 보여준다.

시사점

디지털 금융 서비스가 이미 금융거래의 기본 채널로 자리 잡은 상황에서 디지털 금융 교육은 더 이상 선택이 아닌 필수 과제이다. 디지털 금융의 확산이 실질적인 편의성 제고로 이어지기 위해서는, 새로운 서비스에 대한 이용자의 이해력과 안전한 이용 역량이 뒷받침되어야 한다. 이러한 점에서 디지털 금융 교육은 두 가지 방향에서 접근될 필요가 있다. 첫째, 디지털 금융 서비스에 대한 접근성이 상대적으로 낮은 계층을 대상으로 한 금융포용의 확대이다. 디지털 환경에 대한 친숙도가 낮거나 기술적 제약을 겪는 집단이 금융서비스 이용에서 배제되지 않도록, 기본적인 이용 역량을 갖추도록 지원하는 것이 중요하다. 둘째, 디지털 금융서비스 이용 과정에서 발생할 수 있는 위험을 인지하고 대응할 수 있도록 하는 안전 교육이다. 이는 단순한 서비스 이용법을 넘어, 보안 인식, 개인정보 관리, 금융사기 예방 등 실질적인 위험 관리 역량을 포함한다.

금융 이해력의 중요성에 대한 사회적 공감대가 형성되면서, 올해부터 고등학교 과정에 금융 교육이 의무화된 것은 의미 있는 진전으로 평가할 수 있다. 특히 금융 교육 과정에 디지털 금융 서비스 관련 내용이 포함된 점은 긍정적이다. 다만 디지털 금융 이해력은 특정 연령대에 국한된 문제가 아니라는 점에서, 학교 교육만으로는 충분하지 않다. 앞서 살펴본 바와 같이 저연령층, 노년층, 무급 가족종사자 등 디지털 금융 이해력이 낮은 계층을 대상으로한 맞춤형 금융교육 방안을 마련이 필요하다. 특히 노년층을 대상으로 한 디지털 금융 교육은 금융포용의 확대뿐 아니라 고령층을 겨냥한 금융 피해를 예방하기 위한 측면에서도 필수적이다.

디지털 금융 환경의 안전성은 소비자 개인의 역량 강화만으로 확보될 수 없으며, 그 책임을 소비자에게만 귀속시키는 것도 적절하지 않다. 소비자가 안전하게 디지털 금융 서비스를 이용할 수 있기 위해서는 서비스 제공업체가 기본적인 보호 의무를 충실히 이행하는 것이 전제되어야 한다. 보안 시스템의 고도화는 선택적 투자나 경쟁 수단이라, 디지털 금융 서비스를 제공하는 기업이라면 당연히 갖추어야 할 최소한의 요건이다. 더 나아가 이용자의 합리적 의사결정을 방해하는 다크 패턴(dark pattern)⁵⁾과 같은 기만적 서비스 설계는 사라져야 한다. 소비자의 금융 복지를 훼손하는 다크 패턴은

5) 다크패턴이란 온라인 환경에서 기업이 제한된 합리성을 악용하여 소비자를 기만하고, 효율을 감소시키는 선택을 유도하는 화면 설계를 말한다. 정수민, 2025, 국내외 다크패턴 규제 동향과 금융상품 분야 가이드라인의 필요성, 자본시장연구원 『자본시장포커스』 2025-13호.

마케팅의 범주로 포장될 수 없으며, 반드시 배제되어야 할 행태이다. 특히 2025년 한 해 동안 통신사, 금융회사, 전자상거래 기업 전반에서 반복적으로 발생한 개인정보 유출 사고는 디지털 금융 서비스에 대한 소비자 신뢰를 크게 훼손하였고, 이는 향후 서비스 이용을 주저하게 만드는 요인으로 작용할 가능성이 크다. 디지털 금융 서비스의 지속적인 이용 확대와 시장의 건전한 성장을 위해서는, 이용 편의성이나 서비스 확장에 앞서 안전성과 신뢰를 기본으로 한 디지털 금융 환경을 조성하려는 업계 전반의 노력이 선행되어야 할 것이다.

OPINION

연구위원
정희철

무형자산의 부상과 기업 부문의 자원 배분 효율성 저하*

본 고는 우리 경제의 총요소생산성 증가세 둔화와 잠재성장률 하락의 배경을 기업 부문의 자원 배분 효율성 관점에서 분석한다. 기업 경쟁력에서 무형자산의 중요성이 지속적으로 확대되고 있음에도 불구하고, 무형자산 집약 기업은 담보 부족과 정보 비대칭으로 인해 성장에 필요한 자금조달에 구조적인 제약을 받을 가능성이 크다. 이로 인해 금융시장과 제도적 환경이 무형자산의 부상이라는 구조적 변화를 충분히 뒷받침하지 못할 경우, 기업 부문의 자원 배분 효율성이 저하될 수 있다.

실증분석 결과, 국내 기업 부문의 무형자산 비중은 지난 20여 년 간 꾸준히 확대되었으며, 특히 무형자산 의존도가 높은 무형자산 집약 산업군에서 그 증가가 두드러지게 나타났다. 또한 2003~2023년 동안 국내 기업 부문의 자원 배분 비효율성은 심화된 것으로 분석되었으며, 이는 해당 기간 경제의 연평균 성장률을 약 0.7%p 낮춘 것으로 추정된다. 이러한 배분 효율성 저하는 주로 무형자산 집약 산업군 내부의 배분 비효율성에 기인한 것으로 나타났다.

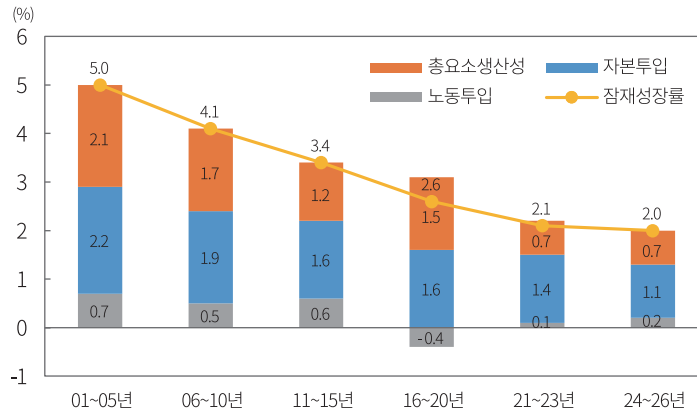
이러한 결과는 무형자산의 부상이 성장의 기회로 작용하기 위해서는 자원 배분 구조의 근본적인 개선이 필요함을 시사한다. 이를 위해 무형자산 기반 기업에 대한 자금공급 기능을 강화하고, 무형자산의 특성을 반영한 금융·자본시장 환경을 조성하여 생산성 중심의 자원 배분을 촉진할 필요가 있다. 아울러 무형자산의 중요성이 확대되는 환경 변화에 대응하여 정보 비대칭을 완화하고, 기업의 무형자산 관련 정보가 보다 효과적으로 활용될 수 있는 환경을 조성해 나갈 필요가 있다.

기업 부문의 생산성 둔화와 자원 배분 효율성의 중요성

우리 경제는 장기간에 걸친 총요소생산성(Total factor productivity; 이하 TFP) 증가세 둔화와 잠재성장률의 추세적 하락이라는 구조적 문제에 직면해 있다(〈그림 1〉). 저출산·고령화의 심화와 물적자본의 한계생산성 하락으로 인해 노동 및 물적자본 투입의 양적 확대에 기반한 성장은 점차 한계에 봉착하고 있으며, 이러한 여건 속에서 기업 부문의 생산성 제고는 경제 전반의 성장 잠재력을 좌우하는 핵심 과제로 그 중요성이 더욱 커지고 있다. 그러나 기업 부문의 TFP 증가세마저 둔화되는 모습을 보이면서, 우리 경제의 성장세 둔화가 구조적으로 고착화될 가능성에 대한 우려가 확대되고 있다.

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

〈그림 1〉 잠재성장을 추정치 및 요인별 기여도



자료: 이은경·천동민·김정욱·이동재, 2024, 우리 경제의 잠재성장률과 향후 전망, 한국은행 『BOK 이슈노트』 제2024-33호.

기업 부문의 TFP 둔화는 우리나라에 국한된 현상이 아니라 주요 선진국과 신흥국 및 개발도상국 전반에서 공통적으로 관측되고 있으며¹⁾, 그 원인으로는 기업 내부(within-firm) 요인과 기업 간 (across firms) 자원 배분 요인이 함께 지적되고 있다. 먼저 기업 내부 요인과 관련해서는, 정보통신기술 발전에 따른 생산성 향상의 기여가 과거에 비해 둔화되었다는 점²⁾, 지식 축적이 심화되면서 새로운 아이디어와 혁신을 창출하는 데 필요한 비용과 노력이 크게 증가함에 따라 기술 진보의 속도가 둔화되었다는 점 등이 주요 요인으로 제시된다.³⁾ 우리나라의 경우, 후발 기업들의 생산성 정체와 기업 역동성 저하⁴⁾, 혁신 활동의 양적 확대에도 불구하고 질적 성과가 충분히 동반되지 않는 문제⁵⁾ 등이 기업 내부 효율성 저하의 사례로 지적되어 왔다.

한편, 기업 부문의 TFP를 결정하는 또 하나의 핵심 축으로 기업 간 자원 배분의 효율성이 있다. 동일한 기술 수준과 생산요소의 총량 하에서도 자본과 노동 등 생산요소가 한계생산성이 낮은 기업에서 한계생산성이 높은 기업으로 원활히 재배분될 경우, 경제 전체의 산출량은 증가하며 그 결과 기업 부문의 TFP 역시 제고될 수 있다. 이러한 기업 간 자원 배분의 효율성은 경제 여건과 제도적 환경에 따라 달라질 수 있는데, 금융시장 마찰, 기업 퇴출 및 구조조정의 지연, 제도적 경직성 등은 생산성이 높은 기업으로의 자원 이동을 제약함으로써 기업 간 자원 배분의 효율성을 저하시킬 수 있는 요인으로 지적

1) IMF, 2024, World Economic Outlook, April 2024, Chapter 3: Slowdown in Global Medium-Term Growth — What Will It Take to Turn the Tide?
 2) Fernald, J. G., 2015, Productivity and Potential Output before, during, and after the Great Recession, *NBER Macroeconomics Annual* 29(1), 1-51.
 3) Bloom, N., Jones, C.I., Van Reenen, J., Webb, M., 2020, Are ideas getting harder to find?, *American Economic Review* 110(4), 1104-1144.
 4) 최창호·이종호·함건, 2018, 우리나라 기업간 생산성 격차 확대의 배경과 총생산성 및 임금격차에 대한 시사점, 한국은행 『BOK 이슈노트』 제2018-4호.
 5) 한국은행, 2024, 경제전망(2024년 5월)

된다. 이와 같은 마찰이 지속될 경우, 생산성이 높은 기업은 성장 기회를 충분히 활용하지 못하는 반면 생산성이 낮은 기업에 자원이 잔존하는 구조가 고착화될 가능성이 있으며, 이는 기업 간 자원 배분의 비효율성을 누적·확대시켜 기업 부문 TFP 성장세를 제약하는 구조적 요인으로 작용할 수 있다.

무형자산의 부상과 자원 배분 효율성의 저하 가능성

한편, 세계 경제는 공장, 기계, 설비 등 유형자산 중심의 생산구조에서 지식, 노하우, 조직역량과 같은 무형자산 중심의 생산구조로 점차 전환되고 있다. 2008~2024년 동안 세계 무형자산 투자는 유형자산 투자보다 세 배 이상 빠른 속도로 증가해 왔으며⁶⁾, 이러한 추세 속에서 무형자산은 기업 경쟁력과 장기 성장의 핵심 원천으로서 그 중요성이 지속적으로 확대되고 있다. 특히 무형자산의 축적은 연구개발을 통한 기술 진보, 지식의 축적과 활용, 조직 구조 및 경영 역량의 개선 등을 통해 기업 내부의 생산성과 핵심 역량을 제고하는 데 중요한 역할을 수행하는 것으로 알려져 있다.

그러나 다른 한편으로, 기업들의 무형자산 의존도가 구조적으로 높아지는 상황에서 금융시장과 제도적 환경이 이러한 변화를 충분히 반영하지 못할 경우, 기업 간 자원 배분의 왜곡이 심화될 가능성도 존재한다. 일반적으로 무형자산은 유형자산에 비해 투자의 위험도와 가치평가의 불확실성이 크고, 외부에서 관찰 및 회수가 용이하지 않다는 특성을 지닌다. 이러한 특성으로 인해 무형자산은 담보로 활용되기 어렵고, 기업과 외부 투자자 간 정보 비대칭성 또한 크게 나타나는 경향이 있다. 따라서 무형자산 집약 기업일수록 전통적인 담보 중심 금융시스템 하에서는 구조적으로 외부 자금조달에 제약을 받을 가능성이 크며, 특히 신생기업이나 비상장기업의 경우 이러한 제약이 더욱 크게 작용할 수 있다.

그 결과 무형자산 집약 기업 중 생산성이 높고 유망한 투자 기회를 보유하고 있음에도 불구하고 충분한 자원을 확보하지 못해 성장 기회를 활용하지 못하는 기업이 다수 존재할 수 있다. 따라서 금융시장과 제도적 환경이 무형자산의 부상이라는 경제 구조의 변화에 충분히 대응하지 못할 경우, 무형자산 집약 산업을 중심으로 자원 배분의 비효율성이 확대될 가능성이 있으며, 이는 기업 부문 전체의 총요소생산성 제고를 제약하는 구조적 요인으로 작용할 수 있다.

국내 기업 부문의 무형화와 산업군 간 격차

이하에서는 이러한 문제의식을 바탕으로, 우리 기업 부문에서 무형자산의 중요성 증대와 산업군 간 격차와 관련된 실증적 패턴을 살펴보고, 나아가 자원 배분의 효율성을 평가한다. 분석을 위해 국내 외감기업 재무자료⁷⁾를 바탕으로 연구개발비 및 판매관리비의 일부를 자본화하여 지식자본과 조직자본

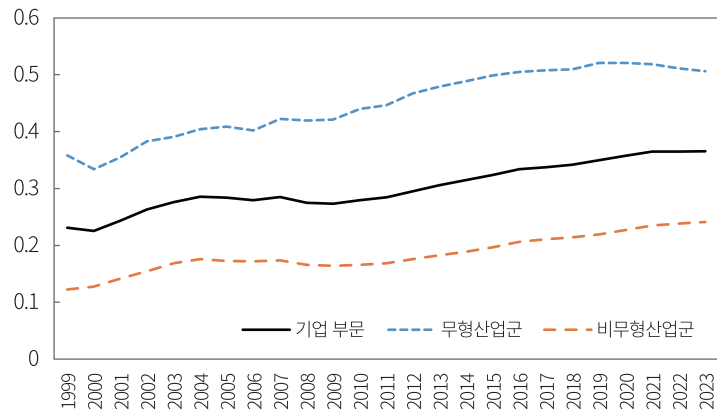
6) WIPO, 2025, World Intangible Investment Highlights 2025

7) 국내 외감기업의 재무자료는 DataGuide로부터 추출하였으며, 표본 기간은 1999~2023년이다. 데이터의 구성과 추정 방법 등에 대

을 포괄하는 기업 수준의 무형자본스톡을 추정하였다.⁸⁾

〈그림 2〉는 기업 수준에서 추정한 무형자본스톡을 집계하여 산출한 기업 부문 전체 및 산업군별 무형자본 집약도의 시계열 추이를 보여준다. 여기서 무형자본 집약도는 총자본스톡(무형자본스톡과 유형자산의 합) 대비 무형자본스톡의 비중으로 정의한다. 기업 부문 전체의 무형자본 집약도는 1999년 23.1%에서 2023년 36.6%로 상승하였으며, 2000년대 중후반의 일시적인 정체 국면을 제외하면 전반적으로 꾸준한 증가 추세를 보인다. 이는 국내 기업의 자산구조가 점차 무형자산 중심으로 전환되어 왔음을 시사한다.

〈그림 2〉 국내 기업 부문 및 산업군별 무형자본 집약도 추이



주: 기업 부문 전체 및 산업군별 집계 총자본스톡 대비 집계 무형자본스톡의 비중

한편, 무형자산에 대한 의존도가 구조적으로 높은 산업들에서는 이러한 변화가 더욱 뚜렷하게 나타난다. 산업-연도별 무형자본 집약도의 시계열 평균을 기준으로 상위 1/3에 속하는 산업들을 무형자산 집약 산업군(이하 무형산업군)으로 분류한 결과⁹⁾, 무형산업군의 무형자본 집약도는 1999년 35.8%에서 2023년 50.6%로 크게 상승하였다. 그 외 산업들로 구성된 비무형산업군에서도 무형자본 집약도가 증가하였으나, 상승 폭은 상대적으로 작은 것으로 나타났다.

한 자세한 사항은 ‘정희철, 발간예정, 『무형자산의 부상과 생산요소의 배분 효율성』, 자본시장연구원 연구보고서’를 참고할 수 있다.

8) 재무상태표상 무형자산은 회계상 인식 기준의 제약으로 인해 기업이 실제로 창출·축적한 무형자산을 제한적으로 반영한다. 이러한 한계를 보완하기 위해 다수의 선행연구에서는 손익계산서상 비용으로 처리되는 연구개발비와 판매관리비를 기반으로 영구재고법(perpetual inventory method)을 적용하여 무형자본을 추정하는 접근법을 사용해 왔으며, 본 연구 역시 이러한 방법론을 따른다. 관련된 대표적인 연구로는 다음을 참고할 수 있다: Peters, R.H., Taylor, L.A., 2017, Intangible capital and the investment-q relation, *Journal of Financial Economics* 123(2), 251-272.

9) 이렇게 정의된 무형산업군에는 의약, 컴퓨터, 정밀기기 등 무형자산 집약도가 상대적으로 높은 제조업과 함께 정보서비스, 전문·과학기술 서비스업 등의 지식집약적 서비스업이 포함된다.

국내 기업 부문의 배분 효율성 저하

다음으로 국내 기업 부문과 각 산업군의 자원 배분 효율성을 평가하기 위해, 비효율적인 자원 배분이 완전히 제거될 경우 발생하는 TFP의 상승을 의미하는 재배분 이득(reallocation gain)을 산출하였다.¹⁰⁾ 기업 부문 전체의 재배분 이득은 산업별 재배분 이득을 각 산업의 부가가치 비중(기업 부문 전체 부가가치 대비)을 가중치로 하여 집계한 값이며, 산업군별 재배분 이득은 해당 산업군에 속한 산업들의 재배분 이득을 산업군 내 부가가치 비중을 기준으로 가중하여 집계한 값으로 정의된다. 자원 배분의 효율성이 낮을수록 비효율적 배분을 제거함으로써 발생하는 TFP의 증가가 커질 것이므로, 재배분 이득은 배분 비효율성의 크기를 측정하는 지표로 해석할 수 있다.

〈그림 3〉은 이러한 방법에 따라 산출한 기업 부문 전체 및 산업군별 재배분 이득의 2003~2023년 추이를 보여준다. 분석 결과, 해당 기간 동안 기업 부문의 재배분 이득은 크게 증가한 것으로 나타났으며, 이는 국내 기업 부문에서 자원 배분의 효율성이 장기적으로 저하되어 왔음을 시사한다. 구체적으로 보면, 기업 부문의 배분 비효율성은 2000년대 중후반에 빠르게 확대된 이후 높은 수준을 유지하다가, 2020년대에 들어 다시 상승하는 모습을 보인다.

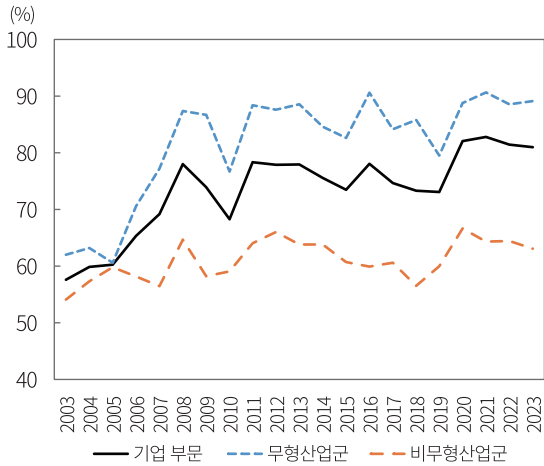
이러한 배분 효율성의 저하는 배분 비효율성으로 인한 잠재적 생산 손실의 규모가 2003년 대비 2023년에 약 14.8% 확대되었음을 의미하며, 이를 연평균 성장률(compound annual growth rate) 기준으로 환산하면 약 0.7%p에 해당한다. 이는 만약 해당 기간 동안 자원 배분 효율성이 악화되지 않았다면, 국내 경제의 연평균 성장률이 매년 약 0.7%p 더 높았을 가능성을 시사한다.¹¹⁾

산업군별 재배분 이득을 살펴보면, 무형산업군의 재배분 이득은 분석 기간 전반에 걸쳐 비무형산업군보다 더 높은 수준을 보이며, 지난 20년 동안 그 격차가 확대된 것으로 나타난다. 이는 기업 부문에서 관측되는 자원 배분 효율성의 저하가 주로 무형산업군 내부의 배분 비효율성 확대에 기인했을 가능성을 시사한다.

10) 이를 위해 배분 효율성 분석에 표준적으로 활용되어 온 'Hsieh, C.T., Klenow, P.J., 2009, Misallocation and manufacturing TFP in China and India, *The Quarterly Journal of Economics* 124(4), 1403-1448.'의 방법론을 바탕으로, 무형자본을 생산요소로 포함한 확장 모형을 구축하고 이에 기초하여 재배분 이득을 추정하였다. 모형의 구체적인 설정과 추정 방법에 대한 자세한 설명은 정희철(발간 예정)을 참고하기 바란다.

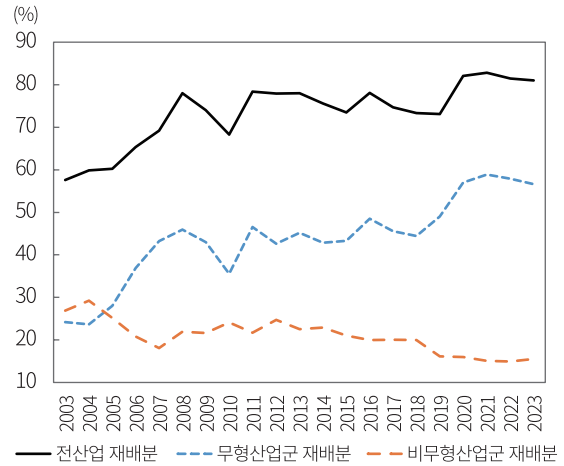
11) 다만, 재배분 이득의 증가는 자원 배분 비효율성의 변화뿐만 아니라 측정오차(measurement error)나 모형 설정상의 한계(mis-specification) 등에도 일부 기인할 수 있는 만큼, 제시된 수치의 해석에는 일정한 주의가 필요하다.

〈그림 3〉 기업 부문 및 산업군별 재배분 이득의 추이



- 주: 1) 기업 부문의 재배분 이득은 각 산업의 비효율적 자원 배분이 제거될 경우 발생하는 기업 부문 전체의 TFP 상승을 의미
- 2) 산업군별 재배분 이득은 해당 산업군에 속한 산업들의 비효율적 자원 배분이 제거될 경우 발생하는 해당 산업군의 TFP 상승을 의미

〈그림 4〉 산업군별 재배분에 따른 기업 부문 TFP 상승률의 추이



- 주: 1) 산업군별 재배분에 따른 기업 부문 TFP 상승률은 특정 산업군 내부의 비효율적 자원 배분만을 제거했을 때 기업 부문 전체에서 발생하는 TFP의 상승률을 의미
- 2) 전산업 재배분에 따른 기업 부문 TFP 상승률은 기업 부문의 재배분 이득과 동일

〈그림 4〉는 이를 보다 구체적으로 살펴보기 위해 산출한 산업군별 재배분에 따른 기업 부문 TFP 상승률의 추이를 보여준다. 여기서 산업군별 재배분에 따른 기업 부문 TFP 상승률이란, 특정 산업군 내부의 비효율적 자원 배분만을 제거했을 때 기업 부문 전체에서 발생하는 TFP 상승률을 의미한다. 분석 결과, 무형산업군의 재배분에 따른 기업 부문 TFP 상승률은 지난 20년간 크게 증가한 것으로 나타났다. 이에 따라 기업 부문 전체의 재배분 이득 가운데 무형산업군의 배분 비효율성에 기인하는 비중은 2003년 약 42%에서 2023년 약 70%로 크게 확대되었다. 반면, 비무형산업군의 배분 비효율성에 기인하는 비중은 동 기간 전반적으로 하락하는 추세를 보였다. 종합적으로, 기업 부문 전체의 배분 효율성 저하는 무형산업군 내부의 배분 비효율성 확대뿐만 아니라, 배분 비효율성이 상대적으로 큰 무형산업군의 부가가치 비중이 확대되는 산업 구조의 변화가 함께 작용한 결과로 해석된다.

시사점

본 고의 분석 결과는 무형자산의 부상이라는 세계적 흐름 속에서 우리 경제의 성장 잠재력을 제고하기 위해서는 자원 배분 구조의 근본적인 개선이 필요함을 시사한다. 특히 무형자산 집약 산업군에서 관측되는 배분 비효율성의 확대는, 기존의 금융·제도적 환경이 무형경제로의 이행 과정을 충분히 뒷받침하지 못하고 있을 가능성을 시사한다. 따라서 무형자산의 순기능을 강화하고 기업 부문의 생산성 향상을 통해 지속 가능한 성장 동력을 확보하기 위해서는 다음과 같은 정책적 노력이 필요하다.

첫째, 무형자산 기반 기업에 대한 자금공급 기능을 강화할 필요가 있다. 무형자산 중심 기업, 특히 저업력·비상장 기업의 경우 유형자산 담보 위주의 전통적인 금융시스템 하에서는 구조적으로 자금조달과 성장에 제약을 받을 가능성이 크다.¹²⁾

이러한 제약을 완화하기 위해서는 무형자산 기반 기업의 성장 가능성과 혁신 역량을 평가하고, 불확실성과 위험을 감내하며 성장을 지원하는 전문투자자 및 금융중개기관의 전문성을 강화하고 역할을 확대할 필요가 있다. 이와 함께 저업력·비상장 기업의 자본시장 접근성을 제고하고, 기업이 성장 단계별로 원활히 자금을 조달할 수 있도록 자본시장의 고도화 노력을 지속해 나갈 필요가 있다. 아울러 지식재산(IP) 금융의 기능을 강화함으로써, 가치 있는 IP를 창출한 기업들이 이를 바탕으로 보다 원활하게 자금을 조달하고 자금조달 경로를 다변화할 수 있도록 제도적 기반을 정비할 필요가 있다.

둘째, 무형자산의 중요성이 확대되는 환경 변화에 대응하여 기업과 투자자 간 정보 비대칭을 완화할 수 있도록 정보 환경을 조성해 나갈 필요가 있다. 정보 비대칭은 담보 제약과 더불어 무형자산 집약 기업의 금융제약을 심화시키는 주요 요인이다. 따라서 기업의 무형자산 관련 정보가 자본시장 참여자들의 의사결정에 보다 유용하게 활용될 수 있도록, 시장 내에서 관련 정보가 생성·전달·활용되는 방식 전반에 대해 지속적인 논의가 필요할 것이다. 다만 이러한 과정에서는 정보의 유용성을 제고함과 동시에 신뢰성과 투자자 보호를 함께 고려한 균형 잡힌 접근이 바람직할 것으로 판단된다.

이러한 노력 전반은 자금조달 제약에 직면한 무형자산 중심 기업들의 성장 제약을 완화하고, 자원이 보다 생산적이고 성장 잠재력이 높은 기업으로 배분되도록 함으로써 기업 부문 전체의 자원 배분 효율성과 총요소생산성 제고에 기여할 것으로 기대된다.

12) 추가 분석에 따르면, 무형산업군 내부의 배분 비효율성은 주로 자원을 과소 보유한 채 성장 제약에 직면한 기업들에 의해 설명되며, 이러한 성장 제약 현상은 저업력·비상장 무형기업에서 특히 두드러지게 나타났다.

ZOOM
-IN

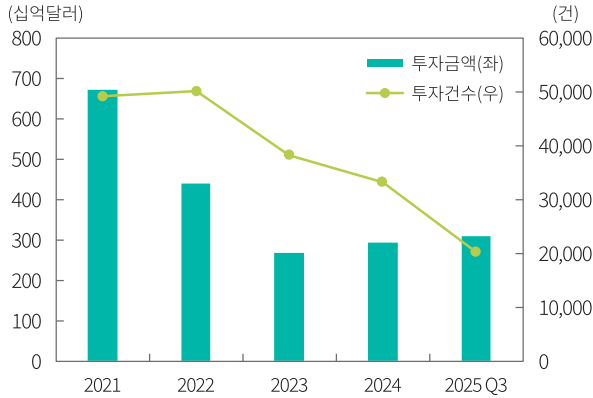
모험자본의 AI 투자 양극화 심화와 향후 전망

- 2025년 3분기 글로벌 벤처캐피탈 투자금액은 전년동기대비 57% 증가했으나 투자건수는 2016년 이후 최저치를 기록하며 자금이 소수의 초대형 기업으로 쏠리는 현상 심화
- 특히 미국의 대형 AI 스타트업에 자금이 과도하게 집중되며 규모의 양극화가 뚜렷하게 관찰
- 글로벌 PE는 AI 인프라를 중심으로, 전략적 M&A는 기업재편을 위한 목적으로 AI 대상 거래가 활발
- 국내의 경우 소수의 AI 스타트업 및 중소기업에 대한 대형 투자가 확대되고 있으며, 일부 PEF에서 AI 기업에 투자한 사례가 등장
- 최근 정부의 정책 기조와 AI 산업에 대한 낙관적 전망이 맞물리며 모험자본의 AI 투자는 더욱 활발해질 것으로 예상

- 글로벌 벤처캐피탈의 2025년 3분기 투자금액은 전년동기대비 57% 증가하였음에도 불구하고 투자건수는 3년간 지속 감소세를 보이며 2016년 이후 최저치를 기록¹⁾
 - 2025년 3분기 글로벌 벤처캐피탈 누적 투자금액은 3,096.4억달러로 전년동기대비 57% 증가하였으나 투자건수는 3년간 꾸준히 감소하며 2016년 이후 최저치인 2만 294건(-20.8%)을 기록
 - 4분기 연속 글로벌 벤처캐피탈의 스타트업 투자가 900억달러를 상회하였으며, 2025년 연간 투자금액을 전년대비 42% 증가한 4,128억달러로 전망
 - 투자금액이 증가하였음에도 불구하고 투자건수는 현저한 감소세를 보이는 이러한 양상은 벤처캐피탈 시장의 회복세를 해석하기보다 소수 기업에 대한 자금의 집중 현상이 심화되었음을 시사
 - 그리하여 글로벌 벤처캐피탈 자금은 유니콘을 넘어 100억달러 이상의 기업가치를 지닌 데카콘(decacorn)으로 이동하고 있으며, 데카콘 투자금액은 2025년 3분기 945억달러의 기록을 달성하며 전년(463억달러)대비 2배 이상 급증
 - 데카콘 투자건수는 2021년 60건(455억달러)에서 2025년 3분기 32건(945억달러)으로 절반 가까이 감소하고 건당 투자금액은 7.6억달러에서 29.5억달러까지 약 3.9배 증가하는 메가 라운드(mega-round) 경향이 뚜렷

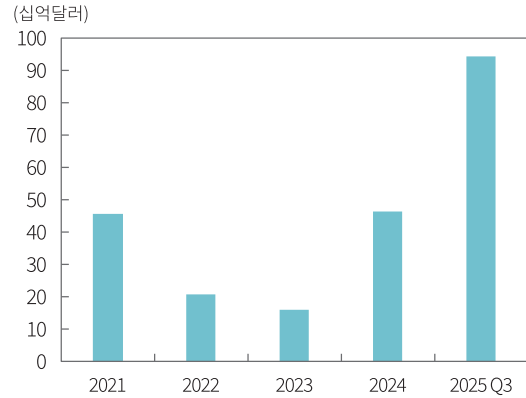
1) CB Insights, 2025, *State of Venture*.

〈그림 1〉 글로벌 벤처캐피탈 투자 현황



자료: CB Insights

〈그림 2〉 데카콘 투자 현황

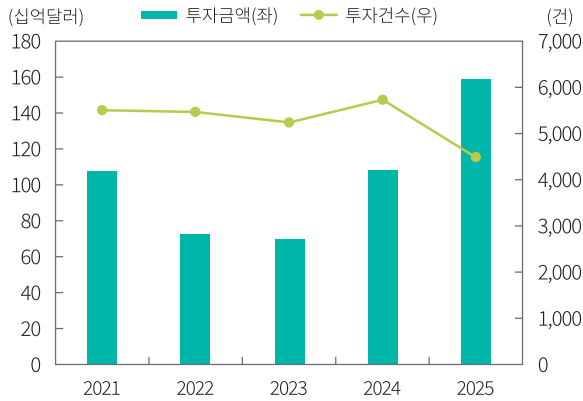


자료: CB Insights

□ 특히 미국 중심의 AI 부문이 벤처캐피탈 투자 시장 전반을 주도하였으며, 소수의 초대형 AI 스타트업에 자금이 집중되는 규모의 양극화가 관찰

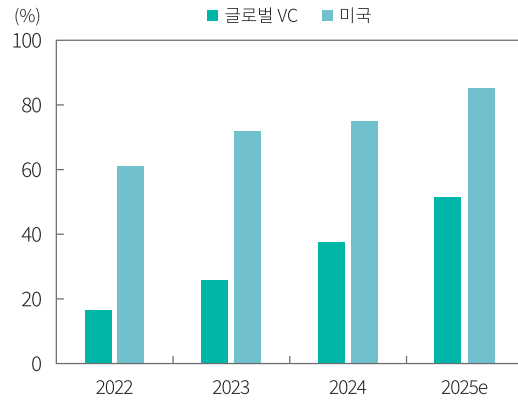
- 글로벌 벤처캐피탈의 AI 투자는 2017년 전체 투자금액의 12%에 불과하였으나 2025년 3분기 절반 이상(51%)으로 확대되며 역대 최고치를 기록
 - AI 모델과 플랫폼 개발 기업 등 AI 부문 기업에 478억달러가 유치되었으며 이는 전체 투자금액의 51%, 건수의 22%를 차지한 수치로 역대 최고 점유율을 기록
- 특히 미국 AI 스타트업에 자금이 집중되며 상위 18개 스타트업이 전체 투자금액의 약 1/3을 점유하였으며, 2025년 연간 기준 미국이 글로벌 AI 투자금액의 85%, 거래건수의 53%를 차지할 것으로 전망
- 이에 반해 비AI 부문은 투자금액과 건수 모두 약세를 보이며 지난 10년간 최저 수준을 기록하는 등 AI와 비AI 간, 유니콘과 신규 스타트업 간 격차가 확대
- 이러한 투자 환경은 단기적 현상이 아닌 AI 인프라 공급망 재편에 따른 글로벌 구조적 변화로 파악되며, 자본의 편중 현상이 더욱 가속화할 경우 신규 스타트업과 비AI 산업의 자금난이 심화되고 성장 제약 요인으로 작용할 우려

〈그림 3〉 글로벌 벤처캐피탈의 AI 투자 현황



자료: CB Insights

〈그림 4〉 AI 투자 비중



자료: CB Insights

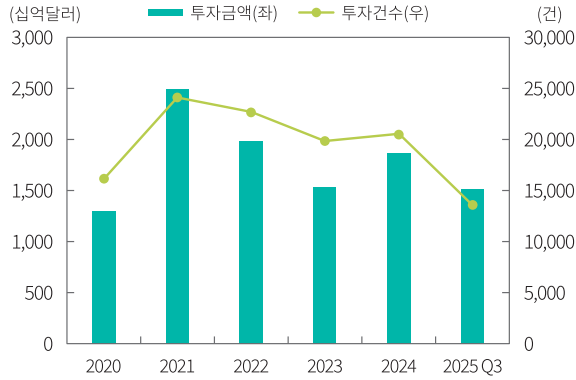
□ 글로벌 PE 투자의 상당 부분이 소수의 대형 거래에 의해 주도되었으며 AI 인프라 부문을 중심으로 광범위한 AI 투자를 실행²⁾

- 2025년 3분기 기준 글로벌 PE 투자건수는 3분기 연속 감소세를 기록하며 전년동기대비 10% 감소한 1만 3,574건을 기록한 반면 투자금액은 동기간 9.1% 증가한 1조 5,211억달러를 기록
 - 최근 PE 시장이 다소 둔화세를 보이는 가운데 지정학적 긴장과 무역 불확실성이 거래 전반에 영향을 미치며 2024년 4분기부터 2025년 3분기까지 투자건수가 급격히 감소
 - PE 거래 중간값은 2020년 약 0.6억달러에서 2025년 1.2억달러로 2배 가까이 확대되는 등 소수의 대형 거래 중심으로 재편되는 양상
- 2025년 글로벌 PE의 AI 투자건수는 265건으로 전례 없는 수준을 기록하였으며 이는 전년동기 대비 65%(161건) 증가한 수치
- PE는 주로 AI 인프라 부문³⁾에 투자한 것으로 나타났으며, 새로운 AI 기술 자체에 투자하는 불확실성을 감수하기보다는 기존 포트폴리오 기업의 역량을 강화하기 위해 특정 기업에 대한 추가 인수(add-on)를 진행함에 따라 2025년 3분기 AI 관련 PE 거래 중 78%가 추가 인수(add-on)로 나타남
 - PE가 AI 투자에 보수적인 것은 리스크가 상대적으로 높은 초기 단계의 AI 혁신에 많은 투자를 하는 벤처캐피탈과 달리 검증된 재무실적을 갖춘 성숙 단계 기업을 선호하는 데 기인
 - 그리하여 PE는 주로 AI 인프라 구축을 지원하는 데 필요한 데이터 센터 투자에 집중하였으며, 새로운 AI 플랫폼 투자의 불확실성을 감수하기보다는 기존 포트폴리오 기업의 역량을 강화하기 위한 추가 인수(add-on)에 자본을 투입

2) Ropes & Gray, 2025, *Artificial Intelligence Q3 2025 Global Report*.

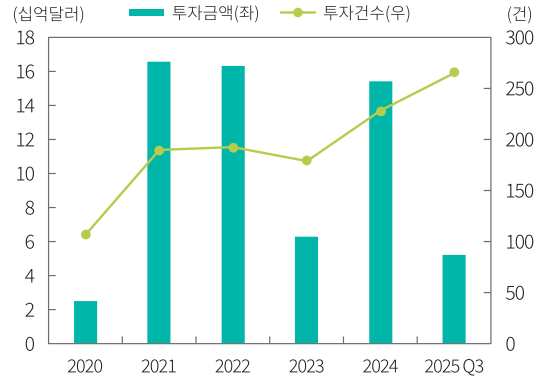
3) PE가 주로 투자하는 AI 인프라 부문은 반도체, 데이터 센터, 전력망 등 AI 운영에 필요한 모든 기반 시설을 의미하며, 인프라 투자는 AI 시장의 성장에 따라 수요가 보장되는 영역이므로 안정적 수익 확보가 가능한 반면 벤처캐피탈은 주로 고성장 잠재력을 보유한 AI 모델 개발사, LLM과 개발 환경을 제공하는 AI 플랫폼 등에 투자를 수행하므로 상대적으로 높은 리스크를 수반

〈그림 5〉 글로벌 PE 투자 현황



자료: Pitchbook

〈그림 6〉 글로벌 PE의 AI 투자 현황

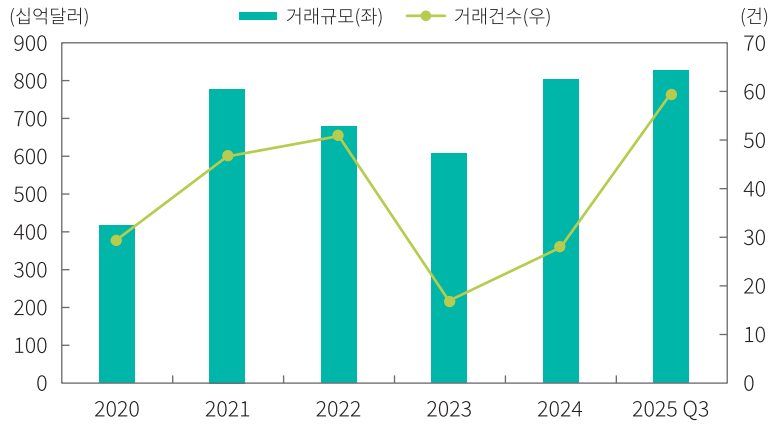


□ AI 기업을 대상으로 한 전략적 M&A 거래 또한 2025년 활발하게 진행되며 거래건수와 기업가치 모두 전년대비 증가⁴⁾

- 2025년 전략적 투자자에 의한 AI 기업 인수가 가속화되며 3분기 기준 AI 기업 대상 전략적 M&A 거래건수는 826건, 거래규모는 594억달러를 기록하였으며, 2025년 연간 기준 각각 전년 대비 51%(거래건수), 242%(거래규모)로 크게 증가할 것으로 전망
- AI를 타깃으로 하는 전략적 M&A 거래의 주요 동인은 기업 재편으로, M&A를 활용해 기업이 AI 관련 제품군을 강화하거나 기존 사업 영역과 시너지를 낼 수 있는 AI 세부 시장(sub-market)으로 진출
 - 주요 사례로 2025년 5월 Open AI가 AI 기반 스마트기기 개발사인 io Products를 65억달러에 인수하여 새로운 하위 시장인 하드웨어 영역으로 진출
 - 2025년 7월에는 IT 기업인 Hewlett Packard가 기업용 네트워크 제품 개발사인 Juniper Networks를 160억달러에 인수함으로써 AI 중심의 IT 역량을 더욱 강화하고 AI 시장의 새로운 기회를 포착

4) *ibid.*

〈그림 7〉 AI 대상 글로벌 전략적 M&A 현황



자료: Ropes & Gray

□ AI 산업의 강력한 성장세로 전체 AI 시장 규모가 2030년까지 약 1조 2천억달러에 이를 것으로 예상하며 2026년에도 모험자본의 AI 투자는 지속 확대될 것으로 전망⁵⁾

- 전 세계 AI 시장 규모는 알고리즘의 발전, 인프라 구축, R&D에 대한 막대한 투자를 바탕으로 2025년 2,600억달러에서 2030년에는 1조 2,190달러에 달할 것으로 전망⁶⁾
- AI 부문의 강력한 성장 전망과 혁신에 대한 낙관론을 바탕으로 벤처캐피탈 시장에서 AI 기업에 대한 투자는 향후에도 높은 수준을 유지할 것으로 예상
 - 벤처캐피탈이 유망 AI 기업에 투자하기 위해 경쟁함에 따라 기록적인 대규모 자금조달 라운드로 인해 거래가치가 더욱 상승할 것으로 예상
 - 벤처캐피탈 자금이 AI 섹터에 대한 선호와 회수 확률이 높은 소수의 후기단계 기업에 집중되는 현상 심화로 양극화가 구조적으로 고착되는 흐름
- PE는 AI 인프라 투자를 반복적인 수익을 창출하는 안정적이고 장기적인 투자로 인식함에 따라 AI 부문은 당분간 PE 투자를 견인할 것으로 예상
 - 골드만삭스가 전 세계 주요 사모펀드 출자자(LP)와 운용사(GP)를 대상으로 조사한 결과 투자 환경을 대체로 긍정적으로 전망한 가운데 AI와 관련 인프라에 대한 투자 기회가 증가하고 있고, 높은 밸류에이션(기업가치 평가)에도 투자금 회수를 낙관하고 있는 것으로 나타남⁷⁾
 - PE는 주로 AI 인프라를 중심으로 AI 시장에 진출하려 하고 있으며, 국방, 인프라, 기술 부문에 대한 정부의 투자 확대 기조와 맞물리며 AI 산업으로의 PE 자금 유입을 견인할 전망⁸⁾
- 전략적 M&A 거래 또한 기업들이 AI 역량을 구축하거나 인수하기 위해 경쟁하며 AI 관련 거래 활동은 향후에도 높은 수준을 유지할 것으로 전망

5) Preqin, 2025, *Preqin Global Reports 2026*.

6) Statista

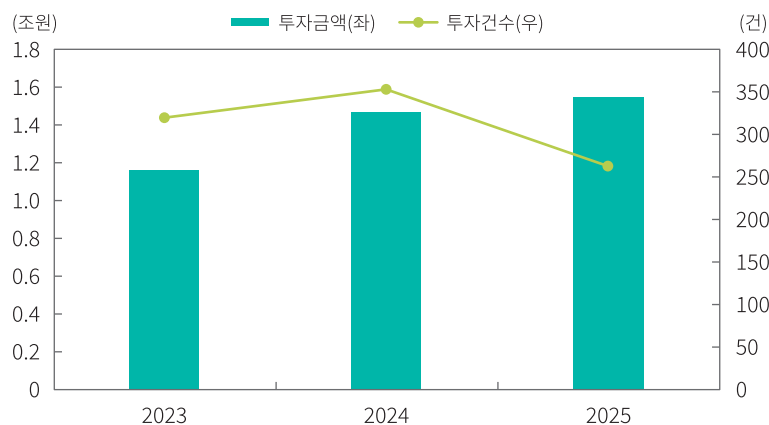
7) Goldman Sachs Asset Management, 2025, *2025 Private Markets Diagnostic Survey*.

8) KPMG, 2025, *Pulse of Private Equity Q3'25*.

□ **국내의 경우 소수의 AI 스타트업 및 중소기업에 중심으로 대형 투자가 확대되고 있는 반면 투자건수는 감소하는 추세⁹⁾**

- 2025년 AI 부문 스타트업 및 중소기업에 대한 총 투자금액은 1조 5,479억원으로, 전년대비 27.1% 증가하며 AI 부문에 대한 투자가 점진적으로 확대되는 추세¹⁰⁾
 - 스타트업 및 중소기업 대상 전체 투자 중 AI 부문이 차지하는 비중은 건수 기준 2022년 13.6%에서 2025년 22.8%로, 금액 기준 9.4%에서 23.6%까지 확대
- AI 부문에 대한 투자건수는 전년(353건) 대비 25.5% 감소한 263건으로, 기업당 평균 투자금액은 증가
 - 투자금액은 증가한 반면 투자건수의 빠른 감소세로 AI 부문 기업당 평균 투자금액은 2023년 36.1억원에서 2025년 58.9억원으로 확대
- 2025년 11월 투자유치 금액 상위 10개 기업 중 절반이 AI 부문으로 나타나며 AI 스타트업의 강세가 관찰되었으며, 2025년 중 투자된 상위 2개사가 전체 AI 투자금액의 약 1/3을 차지

〈그림 8〉 국내 AI 스타트업 및 중소기업 대상 투자 현황



자료: The VC

□ **국내 PEF 시장에서는 일부 PEF가 AI 스타트업에 투자한 사례가 나타나며 AI 투자에 신중한 접근을 보임**

- 최근 일부 PEF가 AI 기술 기업인 퓨리오사AI에 시리즈 C Bridge 라운드를 투자하는 사례가 등장하며 PEF 또한 AI 부문으로 투자 영역을 넓혀가고 있음
- PEF의 AI 투자는 기업 가치가 높은 성장기업 발굴이 핵심으로, 향후 높은 성장성을 지닌 기업에 소수 지분을 투자하는 성장자본(growth capital) 투자가 확대될 수 있을 것으로 예상

9) The VC, 2025, 한국 스타트업 투자 통계.

10) The VC에서 제공하는 스타트업 및 중소기업 투자 통계는 언론보도, 기업공시, 자체 조사 등을 통해 확인된 모든 투자 사례를 수집하여 집계된 수치로, 국내 및 해외 VC, 엔젤투자, 엑셀러레이터, CVC의 투자 등이 포함

- PEF는 수익성이 확보된 중견, 대기업을 주로 투자 대상으로 하기 때문에 펀드 투자규모에 맞는 안정성을 갖춘 기업과 연구 개발 단계에 있는 AI 혁신 기업 간 기업가치의 격차로 투자 대상 발굴의 어려움이 존재
 - AI 스타트업, 바이오테크, 딥테크 등 높은 성장 잠재력을 지닌 혁신 기업에 대한 PEF의 투자는 벤처캐피탈만으로는 충족하기 어려운 대규모 자금 수요를 해결하는 역할을 기대

- 최근 국내 정부의 강력한 정책 기조와 AI 산업에 대한 낙관적 전망이 맞물리며 모험자본의 적극적인 투자 참여가 독려되는 상황으로, 향후 모험자본의 AI 부문 투자는 지속 확대될 것으로 예상
 - 최근 정부가 150조원 규모의 국민성장펀드를 조성하여 향후 5년간 첨단전략산업에 집중 투자할 계획을 발표¹¹⁾함으로써 정부의 대규모 자금 투입을 기반으로 PEF, 벤처캐피탈, 증권사 IMA 등 다양한 민간 모험자본의 직·간접 투자를 유도
 - 이는 정책금융과 민간자본을 결합한 방식으로, 주요 산업 육성에 대한 강력한 정부 정책 기조가 맞물리며 향후 AI 부문에 대한 다양한 민간 모험자본의 유입이 계속해서 촉진될 것으로 기대

선임연구원 안유미

11) 금융위원회, 2025. 12. 11, 대한민국 경제 재도약 국민성장펀드가 출범합니다, 보도자료.

ZOOM
-IN미국 SEC의 정책 변화에 따른
기업의 주주제안 안건 상정 재량확대

- 미국 증권규제 기관인 SEC는 2025-26년 의결권 시즌부터 기업에게 의결권 제안서(SEC Rule 14a-8 Shareholder proposal)에 대한 안건상정 판단 재량을 확대해 줌에 따라 기업은 자기 책임 하에 배제 판단을 내릴 재량이 커진 반면, 그에 대한 법적 책임을 지는 부담도 증가
- 이번 조치는 2025년 초부터 시작된 주주제안 관련 기준이 기업에 유리하게 변화하는 일련의 과정으로 볼 수 있는데, 트럼프 2기 행정부 출범 이후 SEC는 기존에 내렸던 주주제안이나 기후 공시 의무화 등 주요 ESG 관련 사안들을 되돌리는 결정을 내리고 있음
- 미국 상장회사의 주주들은 이번 조치를 통해 주주참여의 채널이 매우 줄어들게 되었으며, 기업의 입장에서는 SEC의 주주제안 상정여부에 대한 개입이 줄어 재량권은 늘어나게 되었지만, 주주와 분쟁의 소지는 법정으로 옮겨 갈 위험성이 존재
- 공시규제에 있어서 세계적인 흐름과 역행하고 있음에도 불구하고 미국의 주식시장은 건조한 모습을 보여주고 있는데, 비록 ESG 확장 공시나 주주 제안등은 후퇴하였지만, 기존의 정기 및 수시 공시, 내부통제 등의 핵심 요소가 바뀐 것은 아니고, 여전히 감독기관 및 시장의 감시는 존재하기 때문

- 미국 SEC는 2025-26년 의결권 시즌부터 기업에게 의결권 제안서에 대한 기업의 안건상정 판단 재량을 확대하기로 결정하여¹⁾, 기업은 자기 책임하에 안건 상정에 대한 배제 판단을 내릴 수 있게 됨
 - SEC는 2025년 11월 Rule 14-a-8 주주제안 배제 관련 무조치(no-action letter) 요청에 대해 원칙적으로 응답하지 않겠다고 밝힘²⁾
 - 이에 따라 SEC의 판단 결정을 기다리지 않고 기업은 재량으로 법적 근거를 검토해 주주제안을 빨지 말지를 선택
 - 다만, SEC는 Rule 14a-8(i)(1)에서, 주법(state law) 상, 주주행동이 적법한 주체(proper subject)인지에 관한 판단요청에 대해서는 검토하겠지만, 이를 제외한 다른 모든 사유에 대해서는 기업에 실질적인 답변을 하지 않기로 결정
 - 매년 수천 건씩 쏟아지는 기업들의 무조치 서신 요청을 일일이 검토하는 데 드는 행정력을 줄이겠다는 의도도 있음

1) FT, 2025. 11. 18, US regulator will permit companies to exclude shareholder proposals from proxies.

2) SEC, 2025. 11. 17, Statement Regarding the Division of Corporation Finance's Role in the Exchange Act Rule 14a-8 Process for the Current Proxy Season.

□ 이번 조치는 2025년 초부터 시작된 주주제안 관련 기준이 기업에 유리하게 변화하는 과정으로 볼 수 있는데, SEC는 2025년 2월 주주제안과 관련해 새로운 가이드라인(SLB 14M)을 발표하여, 기업들이 주주제안에 대해 무조치로 대응할 수 있는 구체적 지침들을 마련하였으며³⁾, 11월의 발표로 기업들은 SEC의 개입 없이 주주제안에 대한 판단 재량을 가지게 됨

- SEC Staff Legal Bulletin No. 14M의 발표로 기존의 SLB 14L을 폐지하며, 특정 사회적 이슈가 단순히 사회적으로 중요하다는 이유만으로 모든 기업에 적용될 수 없음을 명확히 함
- 14M은 ESG적 중요성이 높더라도 기업의 사업관련성(economic relevance)이 충분히 입증되지 않는 경우 및 통상적인 사업 운영에 관한 내용일 때 안건 상정 제외가 가능하다는 골자로, 기업들은 무조치 요청(no-action letter)에 대한 구체적 지침을 얻게 됨⁴⁾
 - 14a-8(i)(5)의 사업관련성 제외 조항은 상장기업의 제안이 최근 회계연도 말 기준 회사 총자산의 5% 미만, 최근 회계연도 순이익 및 총매출의 5% 미만을 차지하는 사업과 관련된 제안 또는 회사의 사업과 그 외에는 크게 관련되지 않은 경우 주주제안 배제 가능
- Rule 14a-8(i)(7)의 기준을 강화하여 통상적인 사업(ordinary business)에 관한 내용, 단순 인력 채용, 제품 가격 결정 등 경영진의 고유 권한이기 때문에 실질적으로 주주의 직접적인 감독을 받을 수 없는 경우, 또는 세세하여 마이크로매니지먼트(micromanagement)가 될 경우
 - 다루는 주제가 기후변화와 같이 최근 쟁점이 되는 주제라고 할지라도 제안의 방식이 지나치게 세부적이거나, 구체적인 타임라인, 전략, 방법을 강요하여 경영진과 이사회에 재량권을 과도하게 침해(supplant)한다고 판단되면 배제 가능
 - 법적 구속력이 없는 권고적(precatory) 제안이라고 할지라도 그 내용이 과도하게 상세한 경우, 마이크로매니지먼트로 간주되어 배제 가능
- 2월의 지침은 기업이 주주제안에 대해 무조치 요청이 가능한 경우를 직접적으로 기준을 나열해주었다고 한다면 이번 11월의 조치는 아예 기업의 무조치 요청에 대해 SEC가 가부를 판단하며 관여하지 않겠다는 뜻⁵⁾

□ 트럼프 2기 행정부 출범 이후 SEC는 기존에 내렸던 주주제안이나 기후 공시 의무화 등 ESG관련 주요 사안들을 되돌리는 결정을 내리고 있음⁶⁾

- Gary Gensler 후임으로 온 Mark Uyeda 대행은 기존 SEC의 주요 사안들을 되돌리는 결정을 내렸으며, SEC의 새로운 의장인 Paul Atkins 역시 같은 노선
 - Atkins는 주주제안 현대화(shareholder proposal modernization)를 단기 규정 제정 의제로 삼았으며, 이는 추후 이 분야에 더 큰 변화를 불러올 가능성이 높음

3) SEC, 2025. 2. 12, Shareholder Proposals: Staff Legal Bulletin No. 14M (CF).

4) Winston&Strawn, 2025. 2. 28, SEC issues new guidance on exclusion of shareholder proposals.

5) FT, 2025. 12. 19, SEC rule change creates new barriers for shareholder proposals.

6) SEC, 2025. 2. 12, SEC Looks to Muzzle Shareholder Culture Warriors.

- 델라웨어 대학교(University of Delaware) 연설에서는 ESG 관련 문제에 기반한 주주제안들을 겨냥하여 주주총회의 정치화라고 비판⁷⁾
- 3월에는 기업에 대해 기후 공시를 의무화한 것에 대해 SEC가 개입을 중단하기로 결정
 - 2024년 3월 채택한 이 규정은 상장기업들이 기후변화로 인한 재무적 위험과 온실가스 배출 정보를 투자자에게 공개하도록 의무화
 - 그러나 미국 상공회의소와 일부 주 정부, 기업들은 지나친 규제라며 공시 철회를 요구하는 소송을 제기, SEC는 기후공시 관련 소송에 더 이상 개입하지 않기로 한 것
- 연이어 Names Rule의 준수 기한을 6개월 연기⁸⁾
 - Names Rule은 펀드보유자산의 80% 이상을 펀드명에 맞추어 투자하라고 요구하는 것으로, 투자자를 오도할 수 있는 펀드명칭에 따른 투자자 피해 근절을 위해 마련된 사항⁹⁾
 - 순자산 10억 달러 이상의 대형펀드 그룹의 경우 2026년 6월 11일로, 그 미만인 소형 펀드의 경우 2026년 12월 11일로 연장
- ESG 펀드의 관련 공시 강화 제안 등 이전 정부에서 발의된 여러 미완성된 규칙 제안들을 공식적으로 철회¹⁰⁾

〈표 1〉 트럼프 2기 출범 후 SEC의 ESG 관련 주요 결정

2025년 1월	□ Gary Gensler 퇴임, 의장 대행으로 Mark Uyeda 지명
2025년 2월	□ 주주제안 기준이 전통적 접근으로 회귀(SLB 14M) ¹¹⁾ — 주주제안이 회사와 중요한 관련이 없는 경우 안전상정에서 제외 — 법적 구속력이 없는 권고라 해도 지나치게 상세한 경우 안전배제 가능
2025년 3월	□ 기후 공시 의무화에 대한 SEC의 개입 중단 — 기후 리스크 및 온실가스 배출량에 대한 공개규정에 대한 개입 중단 □ 그린워싱/테마펀드: Names Rule 준수기한 연기 — 펀드보유자산의 80% 이상을 펀드명에 맞추어 투자하라는 규정 — 대형사의 경우 2025.12 →2026.6/ 소형사의 경우 2026.6 →2026.12
2025년 4월	□ Paul Atkins가 SEC 의장 취임
2025년 6월	□ ESG펀드의 포트폴리오 배출량 공시를 포함한 공시강화 규정안 철회 ¹²⁾
2025년 11월	□ 주주제안 프로세스에서 안전상정에 대한 실질답변 대폭 축소

7) SEC, 2025. 10. 9, Keynote address at the John L. Weinberg Center for Corporate Governance’s 25th Anniversary Gala.

8) SEC, 2025. 3. 14, SEC extends compliance dates for amendments to Investment Company Names Rule.

9) 이종은, 2023, SEC의 펀드명 관련 규정(Names Rule) 개정, 자본시장연구원 『자본시장포커스』, 2023-22호.

10) SEC, 2025. 6. 12, Enhanced disclosures by Certain Investment Advisers and Investment Companies About Environmental, Social, and Governance Investment Practices.

11) Gibson Dunn, 2025. 2. 13, SEC staff reinstates traditional approach to interpreting the shareholder proposal rule.

12) Latham&Watkins, 2025. 6. 26, SEC withdraws proposed rule on ESG disclosures for investment advisers and investment companies.

□ 미국 상장회사의 주주들은 이번 조치를 통해 주주참여의 채널이 매우 줄어들게 되었으며, SEC의 주주제안 상정여부에 대한 개입이 줄어들어 기업은 재량권이 늘었지만, 이와 동시에 주주와 기업 간의 법률 분쟁 가능성은 더 높아지게 되었음¹³⁾

- 2월의 SLB 14M으로 인해 이미 주주들은 사회적으로 중요한 이슈라는 명분 만으로는 주주제안을 상정하기가 어려워졌으며, 해당 안건이 구체적으로 기업의 사업에 중요한지를 입증해야 하는 부담 증가
- SEC가 주주들의 주주제안에 대한 판단을 유보하고 기업이 결정하도록 함으로써 기업의 안건상정 배제에 대한 다툼은 법정으로 갈 가능성 상승
 - 기업들은 당장 환경이나 사회 관련 주주제안을 주주총회 안건상정에서 거부하기가 이전보다 수월해짐
 - 그러나 이는 장기적으로 주주의 소송 등 개별 기업의 법률 다툼 가능성을 높이게 되어 장기적으로 불확실성이 되려 높아지는 결과를 초래할 가능성
- 90조 달러 규모의 자산을 운용하는 글로벌 투자자들로 구성된 국제기업지배구조네트워크(International Corporate Governance Network, ICGN)는 지난 10월 규제 당국에 보낸 서한에서 이러한 변화가 미국의 지배구조 기준을 낮춰 미국 자본시장의 매력도를 위협할 수 있다고 경고¹⁴⁾

〈표 2〉 SEC의 정책 변화에 따른 기업과 주주의 대응 변화

구분	변경 전	변경 후
판단 주체	SEC의 실질 판단	기업 자체 판단 비중 확대
분쟁 경로	무조치 결과에 따라 분쟁 가능성 완화	주주 반발 시 법원·협상으로 이동 가능성
기업 비용	법무비용(요청서 작성)	소송·평판·IR비용 증가
주주 대응	14a-8 중심의 주주제안 활용	문구 조정·대체 채널(위임장 경쟁 등) 모색

□ 다른 국가들은 점차 공시관련 규제와 환경에 영향을 주는 사안에 대한 규제요구를 높이고 있는 반면, 미국의 경우 이러한 규제들을 철회하는 행보를 보이자, 최근 유럽에서는 미국 운용사에서 투자금을 회수하는 경우가 발생

- 네덜란드의 의료 및 복지 부문 종사자 연기금인 PFZW는 BlackRock과 140억 유로 규모의 계약을 종료하였으며, 2월 영국 최대 규모의 직장인 연금 제도 중의 하나인 더피플스 펜션(The People’s Pension, TPP)은 State Street에서 280억 파운드를 회수¹⁵⁾
 - TPP는 ESG 원칙에 더 부합하는 유럽계 운용사인 아문디(Amuni)와 미국계지만 책임 투자에 적극적인 인베스코(Invesco)로 재분배

13) Cleary Gottlieb, 2025. 11. 17, SEC announces changes to rule 14a-8 No-Action Letter Process.

14) FT, 2025. 11. 18, US regulator will permit companies to exclude shareholder proposals from proxies.

15) FT, 2025. 9. 3, Top pension fund pulls €14bn from BlackRock in sustainability pivot.

- 이는 미국과 유럽 사이의 지속가능 투자에 대한 온도 차를 보여주는 사례로, SEC의 공시 및 ESG관련 규율이 약화되고 있는 미국과는 달리 유럽의 경우 지속적으로 ESG 관련사항을 중시 여기고 있음

- 공시규제에 있어서 세계적인 흐름과 역행하고 있음에도 불구하고 미국의 주식시장은 2025년 높은 성장세를 거듭하며 견조한 모습을 보여주었는데, 시장 성과는 거시상황, 기업의 실적, 유동성 등의 영향이 크고, 미국의 시장 규모와 그에 따른 유동성, 기축통화인 달러의 지배력 등이 크기 때문
 - 단기 지수는 규제보다 거시나 실적 등의 영향이 크지만, 공시나 거버넌스 후퇴 비용은 자본비용의 증가, 스캔들로 인한 소송 발생 등 시차를 두고 나타날 가능성이 있음
 - 또한 ESG 확장 공시나 주주 제안 등은 후퇴하였지만, 기존의 정기 및 수시공시, 내부통제등의 핵심 요소가 바뀐 것은 아니기 때문에, 그린워싱이나 허위 과장 표시 문제는 기존의 규율로도 문제 해결 가능성 존재

선임연구원 이종은