

무형자산 중심 경제로의 전환과 금융의 역할

자본시장연구원 개원기념 컨퍼런스

2026. 9. 18.

연구위원 정희철

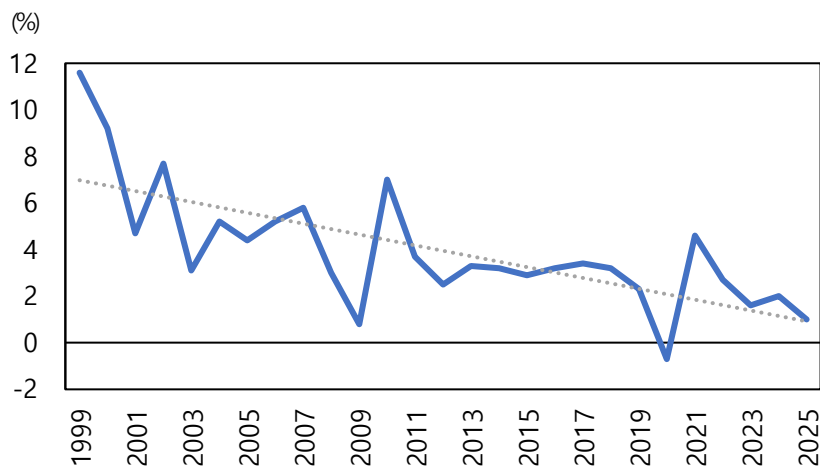
1

논의 배경

우리 경제의 성장세 둔화

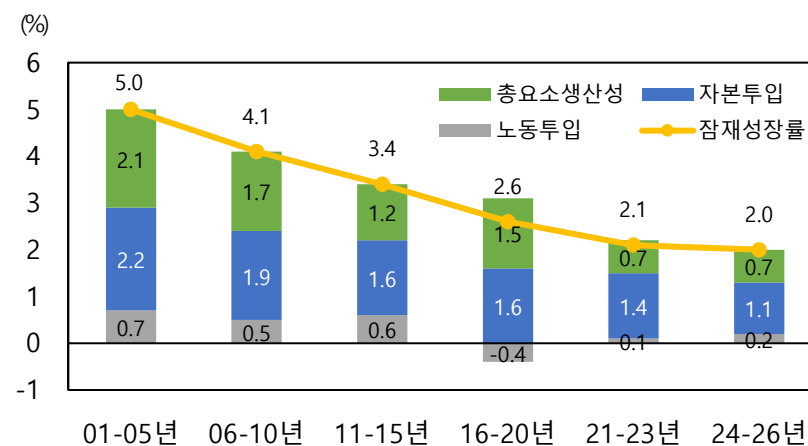
- ❖ 우리 경제는 생산성 증가세 둔화와 잠재성장률 하락이라는 문제에 직면
 - 저출산·고령화, 자본의 한계생산성 하락으로 노동·자본투입의 성장 기여도가 감소
 - 경제 전반의 생산성 증가세마저 둔화되며 저성장 고착화 우려 확대
- ❖ 한정된 자원을 보다 효율적으로 배분하고, 생산성을 높이는 것이 더욱 중요한 과제

실질 GDP 연간 성장률 추이



자료: ECOS

잠재성장률 추정치 및 요인별 기여도



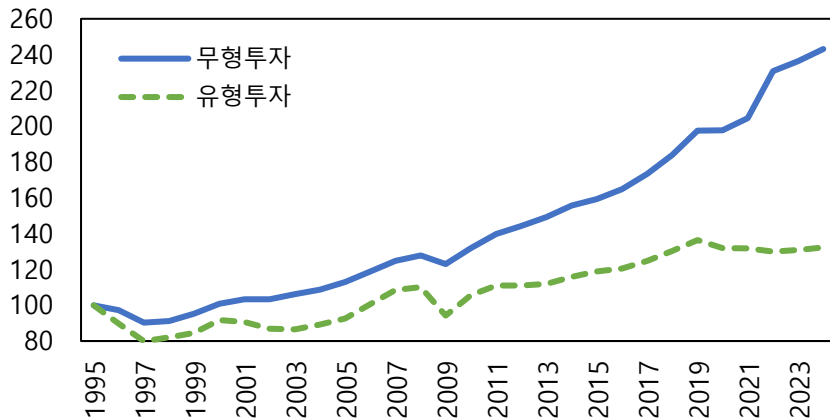
자료: 이은경 외 (2024), "우리 경제의 잠재성장률과 향후 전망"

무형자산의 부상

- ❖ 지식 · 브랜드 · 조직역량 등 무형자산이 기업 경쟁력과 생산성 향상의 핵심 요소로 부상
 - 해외 주요국에서 무형자산에 대한 투자가 유형투자보다 장기간 빠른 속도로 확대
 - 국내에서도 무형투자의 증가세가 유형투자를 크게 상회하는 것으로 추정
 - 세계 · 국내 경제에서 무형자산의 경제적 중요성이 점증

해외 주요국 무형·유형투자 추이

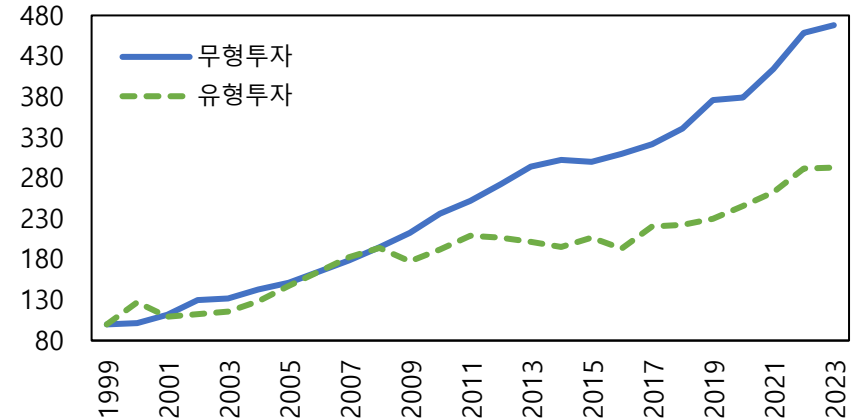
(1995=100, 실질 기준)



주 : 1995=100, PPP 조정 2020년 불변가격 기준. 미국, 영국, EU-22, 브라질, 인도 합산치
자료: WIPO & Luiss Business School (2025)

국내 무형·유형투자 추이

(1999=100, 실질 기준)



주 : 국내 외감기업 기준. 무형투자는 지식자본 투자와 조직자본 투자의 측정치를 합산하여 산출
자료: 저자 추정

무형자산의 부상과 기업의 재무행태 변화

❖ 무형자산의 부상은 기업의 자금수요 · 재무행태에 중요한 변화를 초래할 가능성



외부자금 수요

부채성 조달 대비 지분성 자금 · 장기 위험자본의 상대적 중요성 증가

- 무형투자는 유형투자 대비 성과 불확실성이 크고 실현 시차가 길지만, 성공 시 가치 창출 잠재력이 큰 특성
- 위험과 성과를 공유하고 회수기간이 긴 지분성 자금 · 장기 위험자본과 높은 정합성



예비적 현금수요

기업의 현금보유 유인 강화

- 무형자산 의존도가 높은 기업일수록 정보 비대칭이 크고 담보 여력이 낮아, 외부자금조달이 제약될 소지
- 투자 재원으로서 내부자금 의존도가 높고, 향후 자금조달 제약에 대비해 현금을 축적
- 금융시스템이 충분히 적응하지 못한 경우, 이러한 유인은 더욱 강화될 가능성

금융시스템의 대응과 자원배분

- ❖ 기업의 자금수요 변화에 금융시스템이 충분히 대응하지 못할 경우, 자원배분의 비효율로 이어질 가능성

투자기회 실현 제약

성장성이 높은 기업이
내부 유동성 부족과 외부자금조달
제약에 직면할 경우,
생산적인 투자와 성장이 제약

예비적 유동성 축적

향후 자금조달 제약에 대비한
현금보유가 확대되면서, 생산적
투자로 전환될 수 있는 자원이
유동성 형태로 고착

자원배분 효율성 저하

자금이 생산성이 높은 기업과
유망한 투자기회로 원활하게
흘러가지 못하면서, 경제 전체의
생산성 제고를 제약

- ❖ 우리 기업 부문의 무형화 진전, 재무행태 및 자금조달 제약, 자원배분 효율성을 실증적으로 점검하고, 금융·자본시장의 역할에 대한 시사점 논의
 - － 분석에 필요한 자료가 신뢰성 있게 가용하면서 상장기업보다 범위가 넓은 외감기업 부문을 대상으로 분석

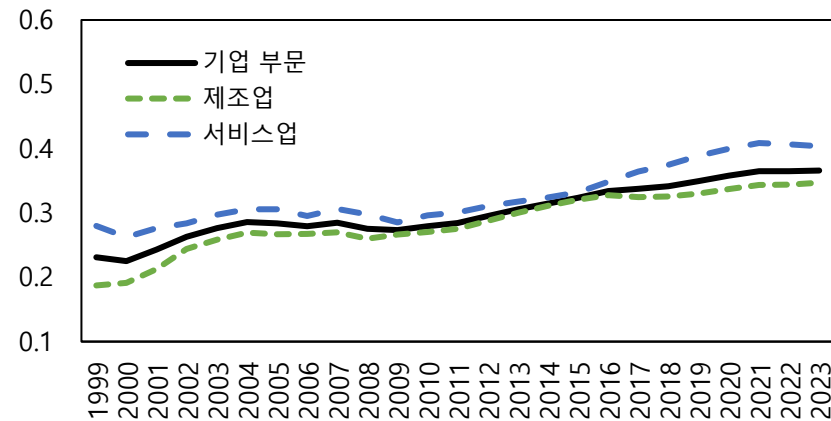
2

기업 부문의 무형화 진전과 재무행태 변화

기업 부문의 무형자산 집약도

- ❖ 재무상태표상 무형자산은 인식 기준의 제약으로 기업이 축적한 무형자산을 제한적으로 반영
- ❖ 지식자본·조직자본을 포괄하는 무형자본을 별도로 추정하여 무형자산 집약도 산출
- ❖ 기업 부문의 무형자산 집약도는 장기적으로 상승
 - － 제조업·서비스업 모두에서 확대되는 흐름

부문별 무형자산 집약도 추이

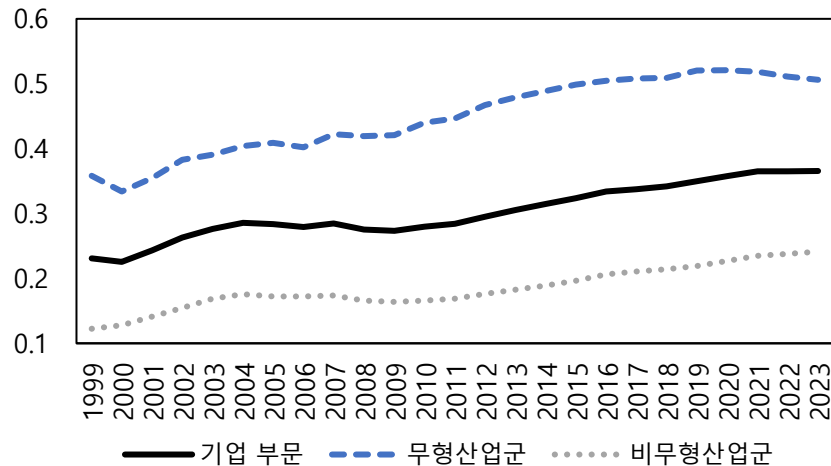


주 : 1) 외감기업 부문 자본스톡(유형자산 + 무형자산) 대비 무형자산 비중
2) 무형자산은 지식자본과 조직자본을 포괄하는 무형자본 추정치를 적용
자료: 저자 추정

무형화의 산업 격차 - 무형자산 중심 경제로의 전환

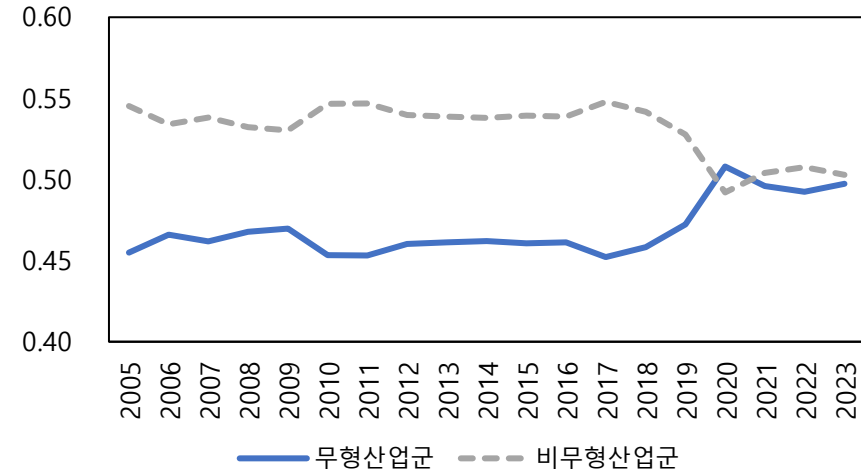
- ❖ 유형자산 대비 무형자산 의존도가 구조적으로 높은 상위 1/3 산업을 '무형산업군'으로 분류
 - 의약·컴퓨터·정밀기기 등 일부 첨단 제조업뿐 아니라 정보서비스 등 지식집약 서비스업도 일부 포함
- ❖ 무형산업군의 무형자산 집약도는 비무형산업군을 크게 상회하며, 부가가치 비중도 최근 확대
- ❖ 자산구조의 무형화가 무형산업군을 중심으로 진행되는 가운데, 이들 산업의 경제적 비중도 확대

산업군별 무형자산 집약도 추이



주 : 1) 외감기업 부문 자본스톡(유형자산 + 무형자산) 대비 무형자산 비중
 2) 무형자산은 지식자본과 조직자본을 포괄하는 무형자본 추정치를 적용
 자료: 저자 추정

산업군별 부가가치 비중 추이

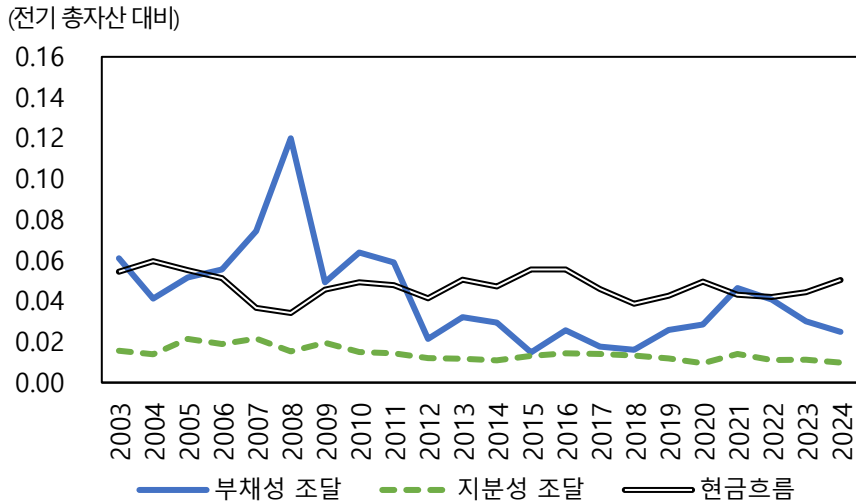


주 : ISTANS 산업연관표 기준 산업별 부가가치 비중을 무형산업군과 비무형산업군으로 구분하여 산출
 자료: ISTANS, 저자 계산

기업 외부자금조달의 평균 추이와 구성

- ❖ 부채성 조달은 연도별 변동성이 상대적으로 큼
- ❖ 다만 분석기간 전반에 걸쳐 외부자금조달은 부채성 조달 중심
- ❖ 지난 20여 년간 외부자금조달 구성에서 뚜렷한 구조적 변화는 미관측

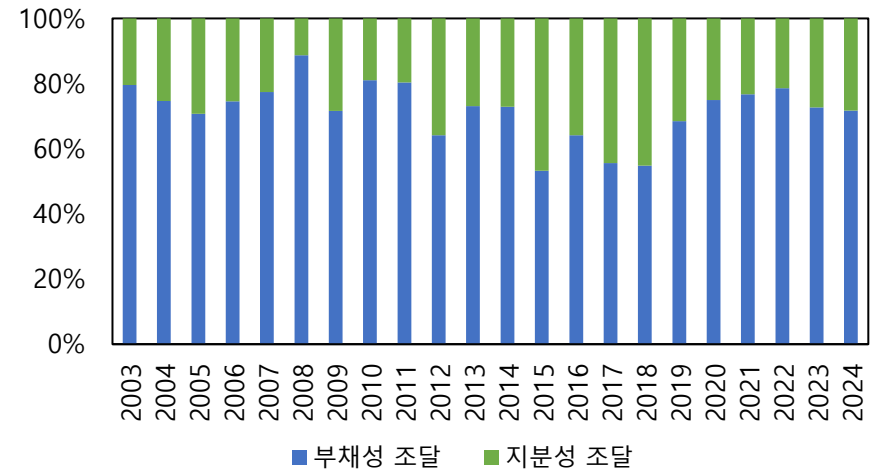
자금조달 유형별 추이



주 : 외감기업(금융업·유틸리티 제외) 표본의 연도별 단순 평균이며, 기업 규모에 따른 차이를 조정하기 위해 각 변수는 전기 총자산 대비 비율로 나타냄

자료: 저자 추정

외부자금조달 구성비 추이



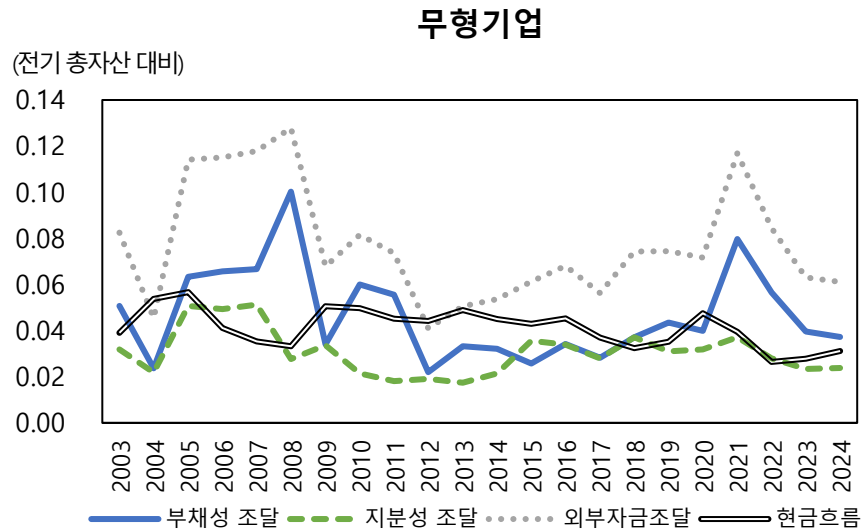
주 : 외감기업(금융업·유틸리티 제외) 표본의 단순 평균이며, 외부자금조달은 부채성 조달과 지분성 조달의 합으로 정의함

자료: 저자 추정

기업 유형별 외부자금조달 비교: 무형기업 vs 비무형기업

- ❖ 무형기업은 비무형기업보다 자산규모 대비 외부자금조달 규모가 크며, 지분성 조달에서 차이가 뚜렷
 - (지분성 조달) 무형기업은 비무형기업에 비해 모든 연도에서 자산규모 대비 지분성 조달 비율이 더 높음
 - (외부자금조달) 표본 후반기를 중심으로 자산규모 대비 외부자금조달도 무형기업에서 더 높게 나타남
- ❖ 무형기업에서 지분성 조달을 중심으로 외부자금조달의 필요성이 더 높을 가능성을 시사

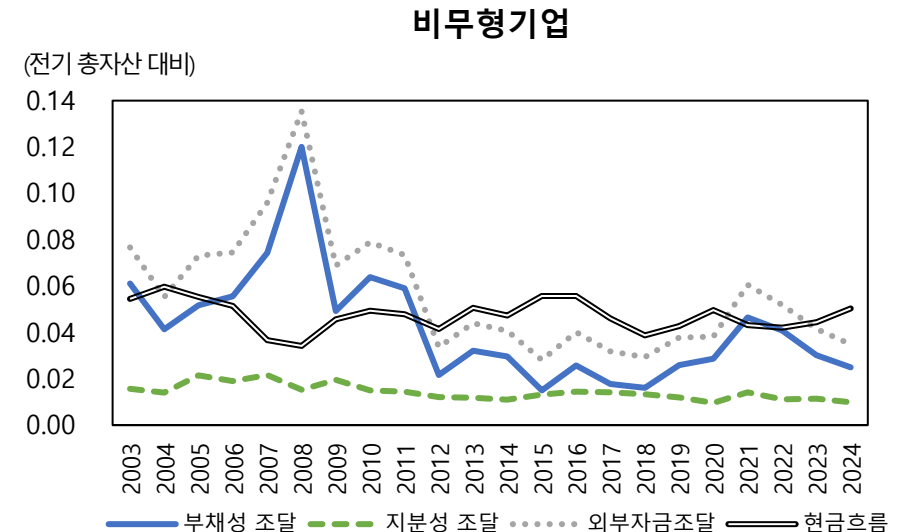
기업 유형별 자금조달 추이



주 : 1) 기업 유형별 단순 평균이며, 모든 변수는 전기 총자산 대비 비율임

2) 무형기업은 무형산업군에 속하는 기업으로 정의

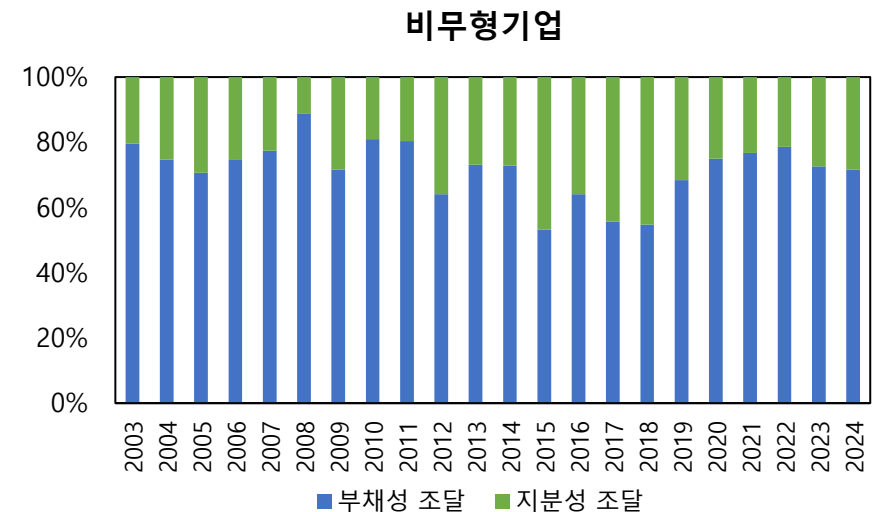
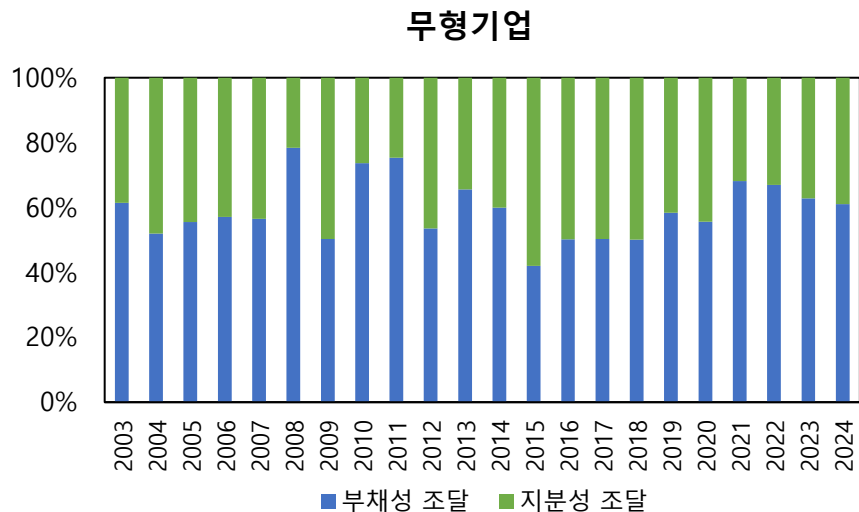
자료: 저자 추정



기업 유형별 외부자금조달 구성: 무형기업 vs 비무형기업

- ❖ 무형기업은 비무형기업보다 외부자금조달 중 지분성 조달 비중이 모든 연도에서 더 높음
 - 무형자산 집약 기업에서 지분성 조달의 상대적 중요성이 높을 수 있다는 이론적 예측과 일관
- ❖ 다만 무형기업에서도 부채성 조달이 여전히 주된 외부자금조달 수단
- ❖ 무형자산 집약도의 뚜렷한 상승과 달리, 외부자금조달 구조의 뚜렷한 변화는 미관측

기업 유형별 외부자금조달 구성비 추이



주 : 1) 기업 유형별 단순 평균이며, 외부자금조달은 부채성 조달과 지분성 조달의 합으로 정의함

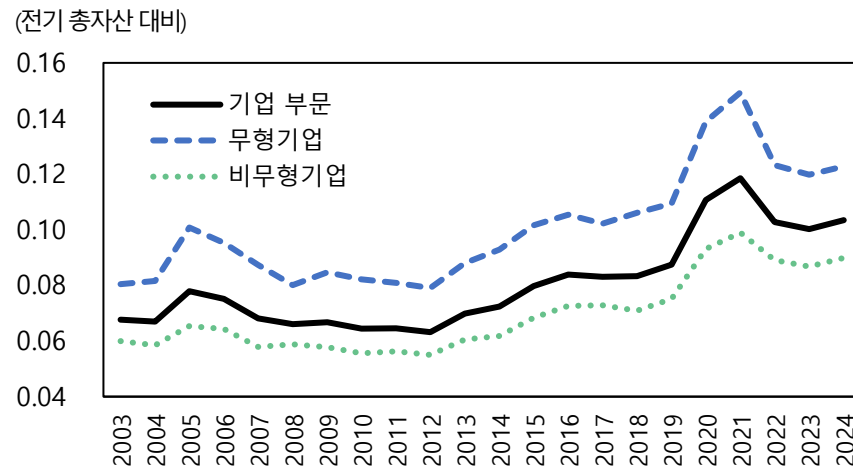
2) 무형기업은 무형산업군에 속하는 기업으로 정의

자료: 저자 추정

기업의 현금보유 추이

- ❖ 앞서 살펴본 자금조달 구조에서는 뚜렷한 변화가 관찰되지 않음
- ❖ 반면, 자산규모 대비 현금보유 비율은 장기적으로 상승하는 모습을 보임
- ❖ 기업 유형별로 보면 두 유형 모두 현금보유가 확대되었으나, 무형기업의 현금보유 비율이 모든 연도에 더 높고 장기적인 증가폭도 더 크게 나타남
 - 무형자산 집약 기업에서 예비적 현금보유 유인이 상대적으로 클 수 있다는 가설과 일관된 결과

기업 유형별 현금보유 비율 추이



주 : 1) 기업 유형별 단순 평균이며, 현금보유 비율은 현금 및 현금성자산을 전기 총자산으로 나눈 값임

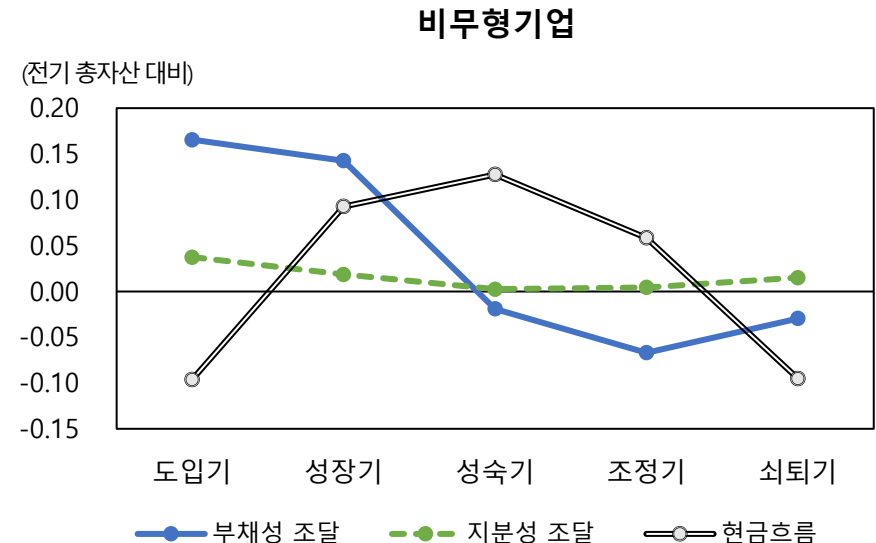
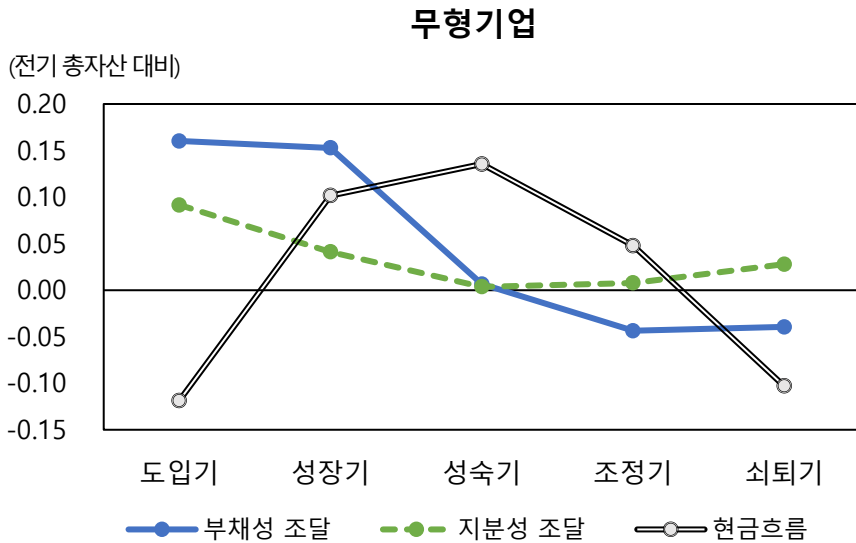
2) 무형기업은 무형산업군에 속하는 기업으로 정의

자료: 저자 추정

기업 생애주기 단계별 재무행태: 자금조달

- ❖ 두 기업유형 모두 도입기 · 성장기에서 부채성 조달을 중심으로 자산규모 대비 외부자금조달이 높음
- ❖ 무형기업은 비무형기업보다 지분성 조달이 도입기 · 성장기를 중심으로 더 높게 나타남
 - 성장 초기 단계의 무형기업에서 지분성 자금 활용이 상대적으로 두드러짐

생애주기 단계별 자금조달 패턴



주 : 1) 기업유형생애주기 단계별 단순 평균이며, 모든 변수는 전기 총자산 대비 비율임

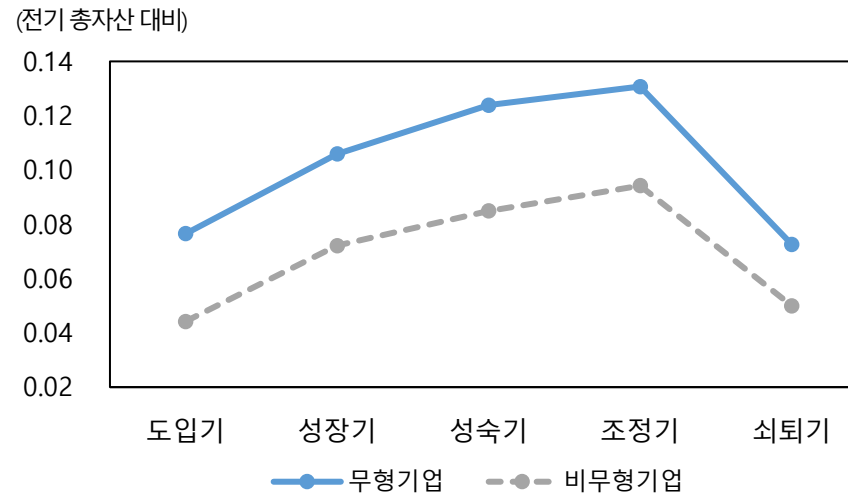
2) 생애주기 단계는 Dickinson(2011)의 현금흐름 양상 기반 분류에 따라 도입기 · 성장기 · 성숙기 · 조정기 · 쇠퇴기로 구분

자료: 저자 추정

생애주기 단계별 재무행태: 현금보유

- ❖ 두 기업유형 모두 성숙기·조정기에서 자산규모 대비 현금보유 비율이 상대적으로 높음
- ❖ 무형기업은 비무형기업보다 모든 생애주기 단계에서 높은 현금보유 비율을 보임
 - 무형자산 집약 기업이 생애주기 전반에 걸쳐 유동성 수요가 더 클 가능성 시사

기업유형·생애주기 단계별 현금보유 비율

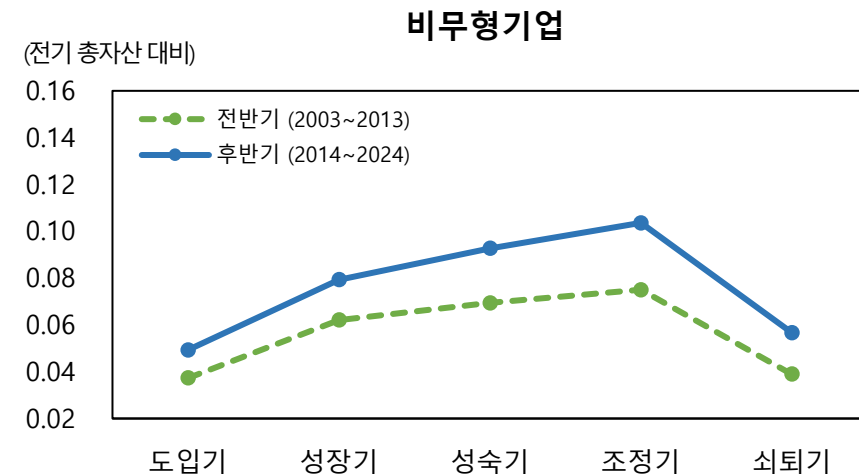
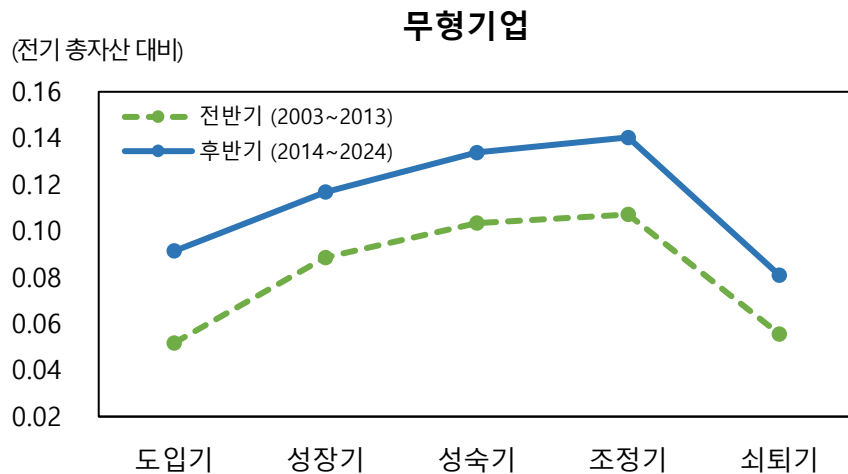


주 : 1) 기업유형생애주기 단계별 단순 평균이며, 현금보유 비율은 현금 및 현금성자산을 전기 총자산으로 나눈 값임
2) 생애주기 단계는 Dickinson(2011)의 현금흐름 양상 기반 분류에 따라 도입기·성장기·성숙기·조정기·쇠퇴기로 구분
자료: 저자 추정

생애주기 단계별 재무행태: 시기별 비교

- ❖ 기간을 전반기('03~'13년)와 후반기('14~'24년)로 구분하여 생애주기별 재무행태를 비교
 - 외부자금조달 패턴에서는 전·후반기 간 큰 변화 미관찰
 - 반면 현금보유 비율은 후반기에 두 기업유형 모두 모든 생애주기 단계에서 높아짐
 - 증가 양상에는 기업유형별 차이: 비무형기업은 성숙기·조정기 중심, 무형기업은 도입기·성장기에서도 뚜렷한 증가
- ❖ 성장자금 수요가 상대적으로 큰 도입기·성장기에서 현금보유의 증가는 예비적 현금보유 가설과 일관

생애주기 단계별 현금보유 비율: 시기별 비교



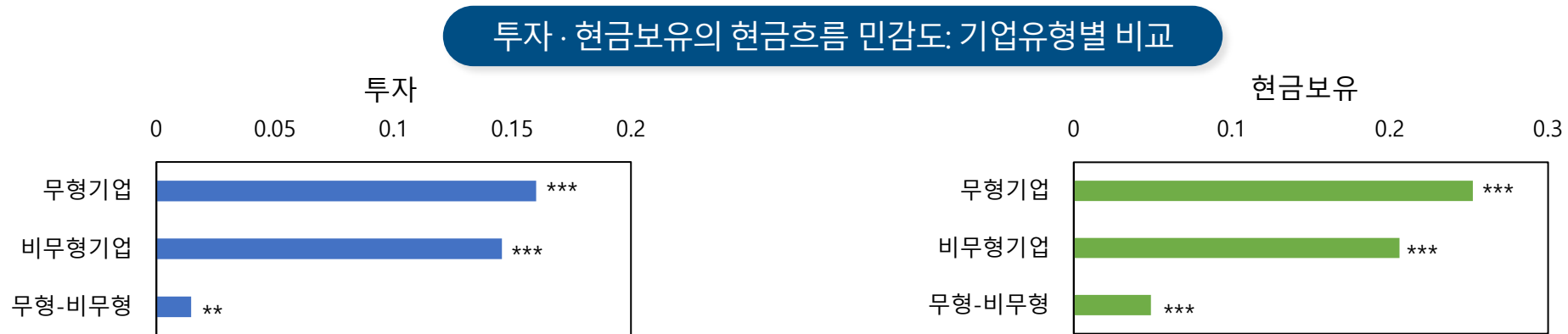
주 : 1) 기업유형표본기간생애주기 단계별 단순 평균이며, 현금보유 비율은 현금 및 현금성자산을 전기 총자산으로 나눈 값임

2) 생애주기 단계는 Dickinson(2011)의 현금흐름 양상 기반 분류에 따라 도입기·성장기·성숙기·조정기·쇠퇴기로 구분

자료: 저자 추정

기업 자금조달 제약도 분석: 무형기업 vs 비무형기업

- ❖ 전통적 재무이론에 따르면, 외부자금조달 제약이 큰 기업일수록 투자·현금보유가 내부 현금흐름에 더 민감하게 반응
 - 외부자금 확보가 어려울수록 투자 재원으로 내부 현금흐름에 더 크게 의존 (Fazzari et al., 1988)
 - 향후 투자재원 확보를 위한 예비적 현금축적 유인 강화 (Almeida et al., 2004)
- ❖ 분석 결과, 기업 특성의 차이 등을 통제한 이후에도 무형기업은 투자·현금보유 모두 현금흐름에 더 민감하게 반응
 - 무형기업이 상대적으로 더 큰 외부자금조달 제약에 직면함을 시사



주 : 1) '무형기업'과 '비무형기업'은 각 기업유형의 현금흐름 민감도 추정치를, '무형-비무형'은 전체 표본 회귀분석에서 추정한 두 기업유형 간 현금흐름 민감도의 차이를 나타냄

2) 기업 특성변수와 기업 고정효과 및 산업×연도 고정효과를 통제

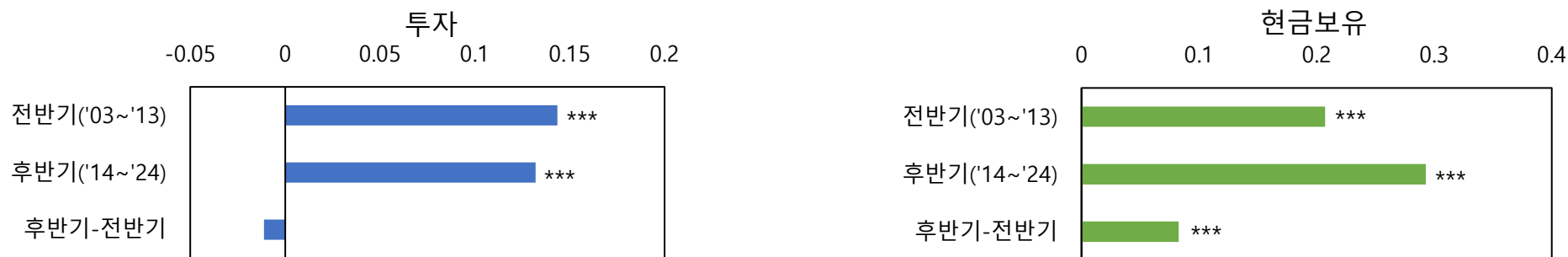
3) ***, **, *는 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 통계적으로 유의함을 의미

자료: 저자 추정

무형기업의 자금조달 제약도 시기별 변화 분석

- ❖ 무형기업의 자금조달 제약이 완화되어 왔다면, 투자·현금보유의 현금흐름 민감도가 과거 대비 감소했을 것으로 예상
 - － 분석 결과, 투자-현금흐름 민감도의 감소는 통계적으로 유의하지 않음
 - － 반면, 현금보유-현금흐름 민감도는 오히려 통계적으로 유의하게 증가
- ❖ 종합하면, 무형기업의 자금조달 제약이 완화되었다는 증거는 확인되지 않음
 - － 오히려 예비적 현금보유 유인은 강화되었을 가능성을 시사

투자·현금보유의 현금흐름 민감도: 무형기업의 시기별 비교



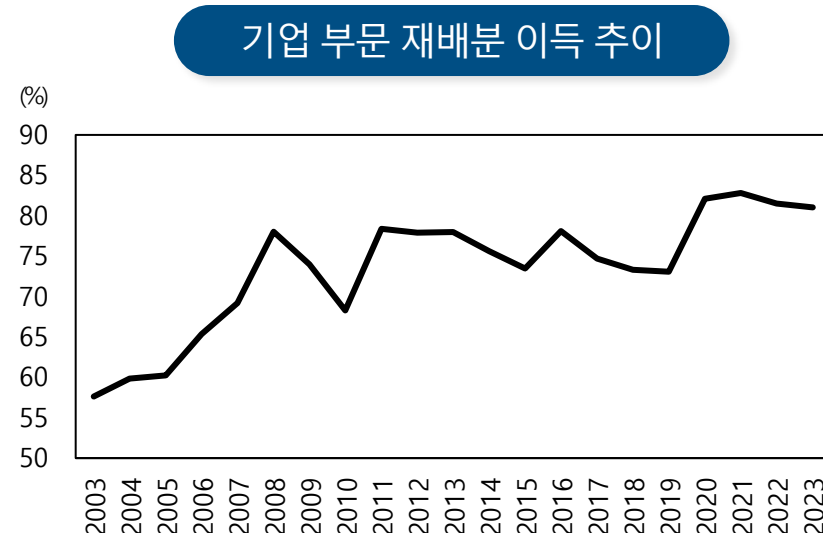
주 : 1) '전반기('03~'13)'와 '후반기('14~'24)'는 무형기업의 각 시기 현금흐름 민감도 추정치를, '후반기-전반기'는 무형기업 전체 표본에서 추정한 두 시기 간 현금흐름 민감도의 차이를 나타냄
2) 기업 특성변수와 기업 고정효과 및 산업×연도 고정효과를 통제
3) ***, **, *는 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 통계적으로 유의함을 의미
자료: 저자 추정

3

기업 부문의 자원배분 효율성

기업 부문의 자원배분 효율성 분석

- ❖ 자원의 비효율적 배분을 완전히 제거할 경우 생산성 증가분인 '재배분 이득'을 추정
 - 비효율성이 클수록 재배분을 통한 생산성 이득도 커질 것이므로, 비효율성의 크기를 반영
- ❖ 재배분 이득은 전반기에 크게 증가한 뒤 후반기에 높은 수준을 지속, 자원배분 효율성이 장기적으로 저하된 것으로 분석
 - 이러한 배분효율성 저하는 해당 기간 우리 경제의 연평균 성장률을 약 0.7%p 낮춘 것으로 추정

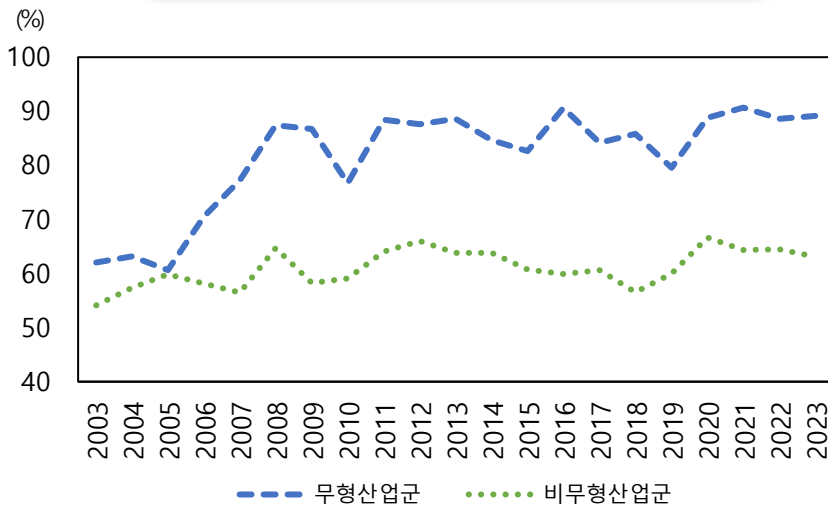


주 : 기업 부문의 재배분 이득은 각 산업의 비효율적 자원배분이 제거될 경우 발생하는 기업 부문 전체의 TFP 상승을 의미함
자료: 저자 추정

산업군별 자원배분 비효율성과 생산성 영향

- ❖ 무형산업군의 자원배분 비효율성은 모든 연도에서 비무형산업군보다 크고, 그 격차도 장기적으로 확대
- ❖ 무형산업군의 비효율 제거 시 기업 부문 전체의 생산성 상승 효과는 크게 확대
 - 전체 재배분 이득 중 무형산업군 기인 비중: '03년 약 42% → '23년 약 70%
- ❖ 우리 경제의 자원배분 효율성 저하는 주로 무형산업군의 비효율성에 기인함을 시사

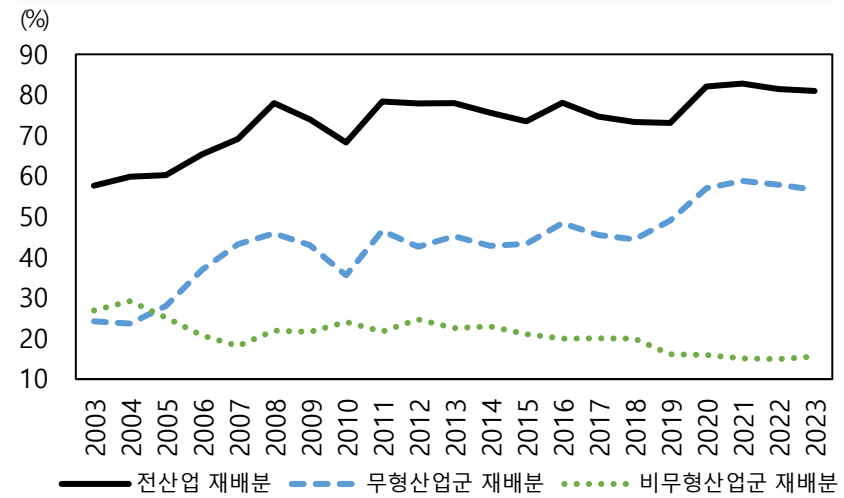
산업군별 자원배분 비효율성 추이



주 : 각 산업군을 기업부문 전체로 간주하고, 산업군 내부의 비효율적 자원배분을 제거할 경우의 TFP 상승분을 나타냄

자료: 저자 추정

산업군별 재배분에 따른 기업 부문 TFP 상승 추이



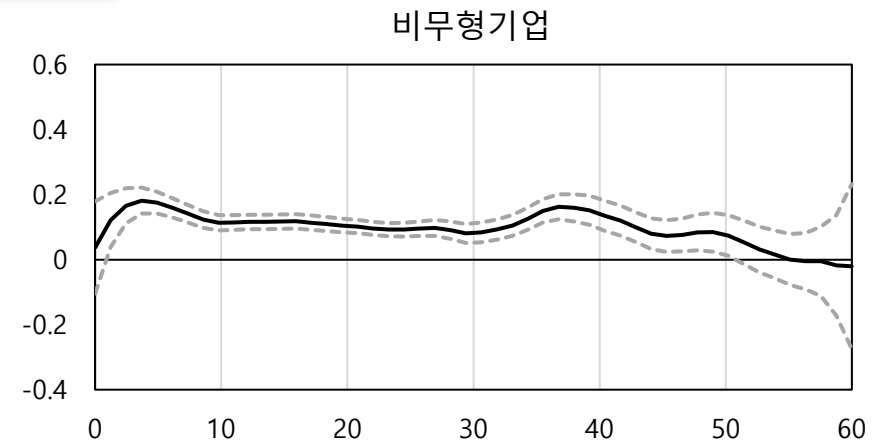
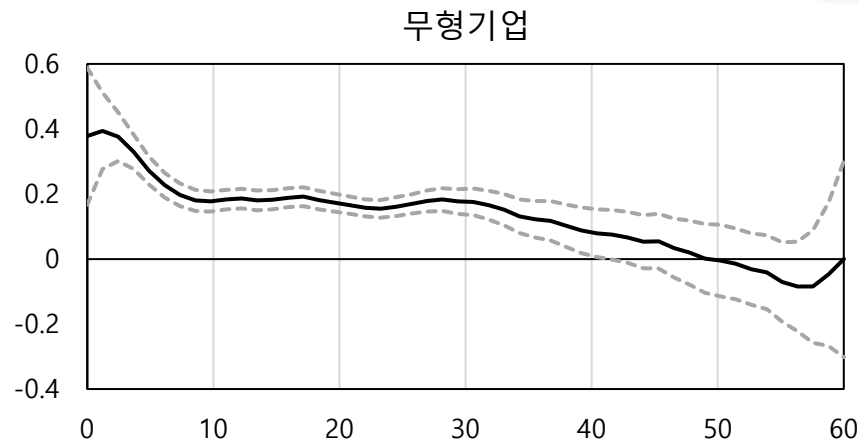
주 : 다른 산업군의 자원배분은 일정하게 유지한 상태에서, 각 산업군 내부의 비효율적 자원배분이 제거되도록 자원이 재배분될 경우 발생하는 기업부문 전체의 TFP 상승분을 나타냄

자료: 저자 추정

자원배분 비효율성의 주요 요인: 저업력 무형기업의 성장 제약

- ❖ 자금조달 제약이 비효율성의 주요 원인이라면, 담보·신용이력이 부족한 저업력 기업들에서 자원이 과소 배분될 것으로 예상
- ❖ 무형기업에서는 저업력 기업의 성장 제약이 큰 경향이 관측된 반면, 비무형기업에서는 이러한 경향이 관찰되지 않음
- ❖ 저업력 무형기업이 성장에 필요한 자원을 충분히 확보하지 못하면서 생산적 자원배분이 제약될 가능성

기업 업력과 TFPR



주 : 1) 2023년 기준 기업 업력과 TFPR(산업 평균 대비, 로그 변환) 간의 관계를 국소다항회귀로 추정한 결과임

2) 검은 실선은 국소다항회귀 추정치를, 회색 점선은 95% 신뢰구간을 나타냄

자료: 저자 추정

4

결론 및 시사점

요약 및 결론

- ❖ 기업 부문의 무형화 진전에 비해 금융시스템의 적응은 충분치 않았던 것으로 분석
 - 외부자금조달의 구조적 변화는 제한적인 반면, 현금보유는 장기적으로 증가
 - 무형기업은 비무형기업보다 더 높은 자금조달 제약에 직면
 - 최근에도 제약이 완화되었다는 뚜렷한 증거는 확인되지 않았고, 오히려 예비적 현금보유 성향은 강화
- ❖ 기업 부문의 자원배분 효율성도 장기적으로 저하되었으며, 특히 무형산업군에서 비효율성이 확대
 - 저업력 무형기업으로의 자원배분이 충분히 이루어지지 않는 것으로 분석
- ❖ 종합하면, 경제의 무형화 진전에 부합하는 효율적인 자원배분 체계가 충분히 형성되지 못했음을 시사
 - 기업의 무형가치와 성장잠재력을 금융으로 연결하고, 생산적 자원배분을 지원하는 금융중개 기능의 강화가 필요

향후 과제



기업의 무형자산 가치 · 성장 가능성을 정교하게 평가 · 활용하는 금융중개 역량 강화

- TCB · TDB 등 기술평가 · 정보 인프라의 질적 고도화와 금융 활용도 제고 노력 지속
- IP 가치평가의 신뢰성 제고 및 IP의 거래 · 회수 · 수익화 기반 확충



무형투자의 특성에 부합하는 장기 위험자본 공급 기반 강화

- 민간 모험자본 유입을 위한 관련 규제 · 제도체계 정비 지속
- M&A · 세컨더리 등 회수경로를 다변화하여 투자-회수-재투자의 선순환 강화



무형자산 관련 정보 비대칭 완화를 위한 정보환경 조성

- 무형자산 관련 회계 · 공시의 정보유용성 제고 방안 지속 검토
- IP 등 주요 무형자산 관련 비재무정보 공시의 내실화

Thank you

본 자료의 견해와 주장은 필자 개인의 것으로 자본시장연구원의 공식적인 견해가 아님을 밝힙니다.
또한 사전동의 없는 자료 복제 및 배포, 개작 행위를 금지합니다.