

OPINION

선임연구위원
강현주

달러화 강세 장기화에 따른 원달러 환율 변동 및 시사점*

원달러 환율이 지난 4월 장중 1,400원을 넘어서는 등 변동성이 크게 확대됨에 따라 대외 부문에 대한 불안심리가 발생하고 있다. 글로벌 금융위기 이후 원달러 환율의 움직임을 살펴보면 통화정책 경로의 차이로 인해 달러화가 유로화 및 엔화에 대해 강세를 보임에 따라 두 차례에 걸쳐 큰 폭으로 상승하였다. 특히, 2022년 미 연준의 가파른 기준금리 인상 이후 원달러 환율과 달러화 지수의 상관관계가 크게 강화되면서 수출 확대, 외국인 자금 순유입 및 안정적 대외신인도 등에도 불구하고 원달러 환율이 1,300원대를 상회하고 있다. 미국의 통화정책 전환이 현실화될 경우 원달러 환율이 일정 부분 하향 조정될 수 있겠으나, 채권시장이 평가하는 미국의 명목균형금리가 유로지역이나 일본에 비해 높은 만큼 달러화 지수의 구조적 강세는 상당 기간 지속될 가능성이 크다. 이러한 여건을 감안할 때 외환당국은 무리하게 특정 수준을 고수하기보다는 변동성 완화를 통해 경제주체들이 환율 상승에 점진적으로 익숙해질 수 있도록 유도하는 것이 바람직하다.

원달러 환율은 연초부터 미국의 통화정책 전환 기대감 약화로 1,300원대 중반에서 횡보하다가 4월 들어 미국의 금리인하 시점이 지연되고 지정학적 긴장이 고조됨에 따라 1,300원대 후반 수준까지 상승하였다. 특히, 4월 16일 장중 원달러 환율이 1,400원을 넘어서자 외환당국이 구두개입에 나섰으며, 4월중 달러화 매도 개입 또한 단행된 것으로 알려졌다.¹⁾ 1997년 외환위기, 2008년 글로벌 금융위기 그리고 2022년 9월 미 연준의 가파른 금리인상 충격을 제외하면 원달러 환율이 1,400원 수준을 넘어선 사례가 없었다는 점에서 왜 환율이 이렇게 까지 상승했는가에 대한 의문이 제기되고 있다.

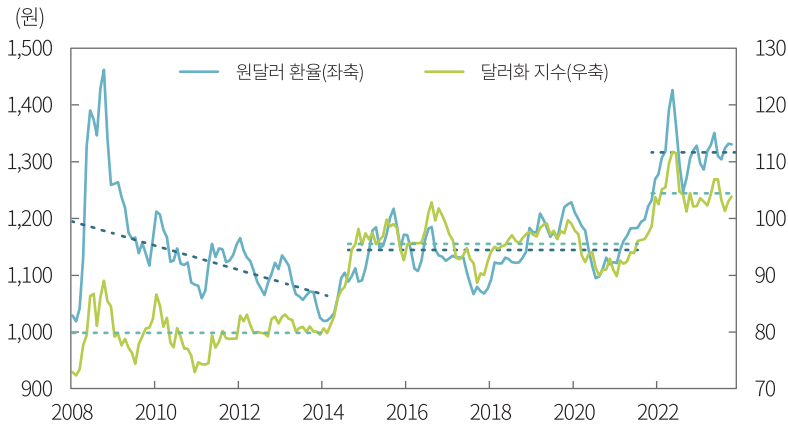
글로벌 금융위기 이후 달러화 지수 및 원달러 환율의 추이

시계를 넓혀 글로벌 금융위기 이후의 원달러 환율 및 달러화 지수(U.S. Dollar Index) 추이를 살펴보면 크게 세 구간으로 구별된다(〈그림 1〉 참조). 2008년부터 2014년까지의 첫 번째 기간, 2015년부터 2021년까지의 두 번째 기간, 2022년부터 최근까지의 마지막 기간이 이에 해당한다. 결론부터 말하자면 미국의 통화정책 긴축 기조가 유로지역 및 일본에 비해 가파르게 강화됨에 따라 달러화 강세에 따른 원달러 환율의 단계적 상승이 발생했다.

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

1) 한국은행은 '2024년 4월말 외환보유액' 보도자료에서 외환보유액이 전월말 대비 60억달러 감소한 원인으로 시장안정화 노력을 언급하고 있다.

〈그림 1〉 원달러 환율 및 달러화 지수 추이



주 : 월평균 환율. 점선은 기간중 추세선으로 첫 번째 기간은 2008년 6월~2014년 6월, 두 번째 기간은 2015년 1월~2021년 12월, 세 번째 기간은 2022년 4월 이후에 해당한다.

자료: Refinitiv, 한국은행 ECOS

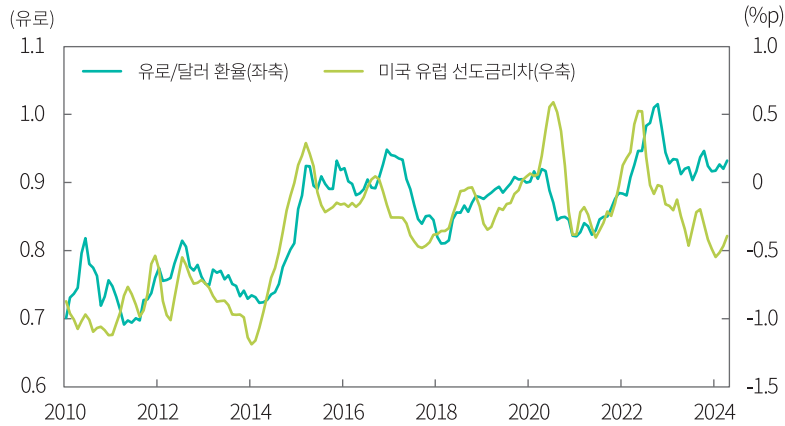
우선, 2008년 이후 2014년 초까지 원달러 환율은 금융위기 기간중 큰 폭으로 상승했다가 점차 하향 안정(원화 강세)화되어 2014년 6월에는 1,000원 초반 수준으로 하락하였다. 반면, 같은 기간 동안 달러화 지수는 대체로 80 수준에서 등락을 거듭했다. 2014년 6월부터 이러한 추세에 변화가 발생하여 달러화 지수가 2015년 초반 90대 후반까지 상승하였다. 이처럼 달러화 지수가 큰 폭으로 상승한 이유는 미 연준이 2014년 들어 자산매입 규모를 축소한 반면 유럽중앙은행은 6월부터 마이너스 금리 정책을 도입하는 등 미국과 유로지역의 통화정책이 차별화됨에 따라 달러화 지수의 6개 구성 통화중 비중이 가장 큰 유로화가 큰 폭으로 절하되었기 때문이다.²⁾ 〈그림 2〉는 선도금리의 차이를 통해 채권 시장에서 예상한 두 지역의 통화정책 경로의 차이가 유로화 환율의 움직임과 밀접한 관련이 있음을 제시하고 있다. 이후 2015년부터 2021년까지 달러화 지수는 평균 95를 중심으로 2015년 중국의 금융 불안³⁾, 2017년 미국의 금리인상 기대감 약화⁴⁾, 2018년 미중 무역분쟁, 2020년 코로나19 감염확산에 따른 연준의 양적완화 등 주요 이벤트에 따라 등락하는 모습을 나타냈다. 같은 기간 원달러 환율 역시 1,150원을 중심으로 달러화 지수와 유사한 흐름을 보였다.

2) 달러화 지수의 통화별 가중치는 유로화 57.6%, 일본 엔화 13.6%, 영국 파운드화 11.9%, 캐나다 달러화 9.1%, 스웨덴 크로나화 4.2%, 스위스 프랑화 3.6%이다.

3) 중국의 제조업 경기에 대한 악화 우려로 상해종합지수가 2015년 6월 15일부터 저점인 7월 8일까지 32.1% 급락한 데 이어 8월 11일 인민은행이 기준환율의 산정방식을 변경하면서 위안화 가치가 크게 절하되었다. 이에 따라 투자자들의 위험회피 성향이 강화되면서 안전통화인 엔화의 가치가 상승하고 달러화 지수가 하락하였다.

4) 미국의 인플레이션이 2016년 들어 상승하였으나 여전히 연준의 목표수준을 하회한 데다, 2017년 2월 이후에는 오히려 둔화됨에 따라 금리인상 필요성이 크게 줄어들었다. 또한, 2017년은 트럼프 행정부의 임기가 시작된 해로, 세계 개혁, 인프라 투자, 무역 정책 등 주요 정책 현안에 대한 불확실성이 높았다. 〈그림 2〉를 살펴보면 2017년초부터 선도금리차가 먼저 하락하여 미국의 통화긴축 강도가 약화될 것으로 예상됨에 따라 약간의 시차를 두고 유로화가 강세로 전환되는 것을 확인할 수 있다.

〈그림 2〉 유로달러 환율 및 통화정책 기대차 추이



주 : 유로달러 환율은 통상적인 표기방식인 1 유로와 교환되는 미 달러화(USD/EUR)가 아닌, 1 달러와 교환되는 유로화(EUR/USD)로 나타내고 있다. 따라서, 좌축의 환율 상승은 달러화 가치의 상승(유로화 가치의 하락)을 의미한다. 한편, 선도금리차는 1년후 1년 선도금리에서 1년 금리를 차감한 값의 미국과 유로지역간 차이(3개월 이동평균)를 나타낸다. 즉, 현재 수준과 비교하여 미래의 통화정책 긴축 정도를 국가 간 비교한 것으로 선도금리차가 커질수록 미국이 유럽에 비해 상대적으로 긴축적일 것으로 예상됨을 의미한다.

자료: Refinitiv, 저자 추정

이러한 흐름은 코로나19 감염확산 이후 인플레이션이 가파르게 상승함에 따라 미 연준이 기준금리를 큰 폭으로 인상한 2022년부터 다시 변화되기 시작하였다. 세 번째 기간에서 절하폭이 두드러진 것은 일본 엔화이다. 2022년 1월 대비 2022년 10월까지 달러화 지수가 14.7% 상승하는 동안 유로화 역시 전체 지수 상승폭과 유사하게 달러화에 대해 13.4% 절하되었으나 엔화는 25.1% 절하되었다. 미 연준이 2022년 3월을 시작으로 2023년 8월까지 기준금리를 525bp 인상하는 동안 일본은행은 2024년 3월까지 마이너스 금리정책을 유지했다. 이에 따라 2022년 이후 엔화 가치는 미일 간 금리차에 크게 연동되었다. 특히, 2024년 3월 마이너스 금리정책 종료 이후에도 일본의 시장금리에 큰 변화가 없는 가운데 미 연준의 고금리 장기화 전망으로 미국의 장기금리는 상승하면서 오히려 엔화 가치가 더욱 하락하였다.

〈표 1〉 최근 CDS 프리미엄, 수출 및 외국인 자금 추이

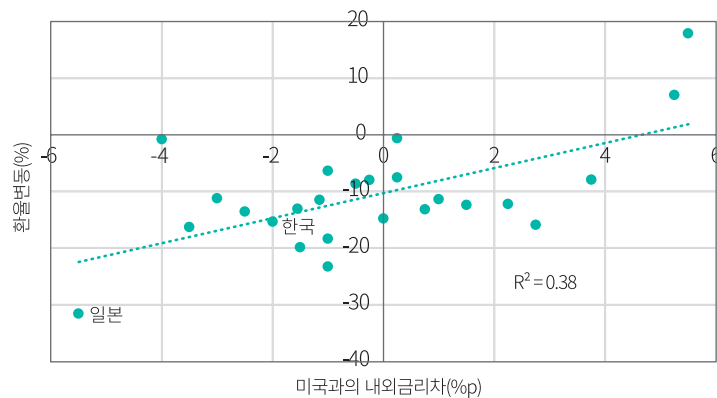
	2022년	2023년	2024년			
			4/4분기	3월	4월	
CDS 프리미엄(5년물, bp) ¹⁾	42.2	37.5	33.8	33.6	34.7	38.7
통관수출(%) ²⁾	6.1	-7.5	5.7	9.6	3.1	13.8
외국인 증권투자자금(억달러) ³⁾	56.3	188.7	33.4	169.8	4.4	40.3

주 : 1) 기간중 평균, 2) 전년동기대비, 3) 기간중

자료: Refinitiv, 한국은행

2022년 이후 최근까지 달러화 지수가 평균 105 수준에서 등락을 거듭하는 가운데 원달러 환율은 1,315원을 중심으로 변동하고 있다. 특히 2022년 이후 두드러진 현상은 원달러 환율과 달러화 지수 간 상관관계가 크게 강화되었다는 점이다. 국가신용등급이나 신용부도스왑(CDS) 스프레드가 안정적으로 유지되는 가운데 수출이 회복되고 외국인의 증권투자자금이 순유입되고 있음에도 불구하고 최근 원달러 환율이 상승하는 것은 대내 요인보다 달러화 강세에 의한 현상으로 이해할 수 있다(〈표 1〉 참조). 〈그림 3〉은 원화를 포함한 25개 통화의 2022년 이후 미 달러화 환율 변동과 미국과의 기준금리차 관계를 보여주고 있는데, 원화는 비교대상 통화들의 평균보다 더 절하되었으나 표본대상국들의 환율과 내외금리차 간 관계에 부합하는 수준인 것으로 나타났다.

〈그림 3〉 주요국의 환율변동 및 내외금리차 관계



주 : 한국 원화, 일본 엔화, 유로화 등 25개 통화를 대상으로 세로축은 2022년 1월~2024년 4월중 미 달러화 환율의 변동을, 가로축은 2024년 4월 기준 미국과의 기준금리차를 의미한다.

자료: Refinitiv

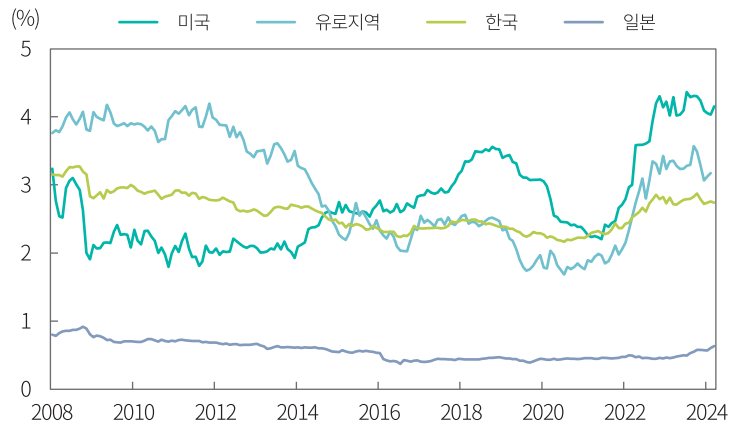
명목균형금리와 환율

2022년 이후 연준의 고금리 정책에 따른 달러화의 강세가 원달러 환율 상승의 주된 원인이라면 향후 미국의 통화정책 전환으로 원달러 환율은 하향 안정화될까? 세계경제의 안정적인 성장세를 감안하면 각국의 통화정책이 경기침체에 대응하여 큰 폭으로 둔화될 가능성은 제한적인 만큼 향후 균형 수준에 수렴할 것으로 예상된다. 각국의 국채 수익률 곡선에 반영된 명목균형금리⁵⁾ 수준을 추정해 보면 〈그림 4〉와 같다. 미국의 균형금리 수준에 대해 채권시장은 4%에 근접한 것으로 평가하는 반면, 유로 지역은 3%, 한국은 2% 중반, 일본은 1% 미만으로 판단하고 있다. 이러한 채권시장의 판단이 맞다면

5) 국채 수익률 곡선에 반영된 명목균형금리는 순환적 충격이 사라지고 경제가 안정상태에 진입했을 때 유지될 수 있는 단기금리 수준으로 볼 수 있다(강현주·백인석, 2024). 이를 위해 본 고에서는 현재 시점에서 예상되는 5년 후부터 5년간 단기금리의 평균을 추정하였다.

유로화 및 엔화 대비 큰 폭의 금리차가 유지되면서 달러화 지수의 구조적인 강세가 지속될 수 있다.⁶⁾ 미국의 통화정책 전환이 현실화되거나 미국 대선 결과⁷⁾에 따라 원달러 환율이 일정 부분 하향 조정될 수 있겠으나, 달러화에 비해 기준금리가 낮은 원화가 달러화 지수의 움직임에 좌우되는 현재와 같은 흐름에서 크게 벗어나기 어려울 것으로 판단된다.

〈그림 4〉 시장평가 명목균형금리 추이



주: 기간 프리미엄을 제외한 5년 후 5년 선도금리 추정치. 한국과 미국은 강현주·백인석(2024), 유로지역은 Berardi(2023)의 추정 결과를 참조하였으며, 일본은 Bloomberg 데이터를 이용하여 Joslin et al.(2011)의 방법론으로 자체 추정된 결과

결론 및 시사점

Summers 전 미국 재무장관이 밝힌 바와 같이 글로벌 자본시장 규모가 비대해진 상황에서는 일본 은행과 같이 국제적으로 통용되는 통화를 발행하는 중앙은행이라고 할지라도 환율 수준에 영향을 미치는 데는 한계가 뚜렷한 상황이다(Bloomberg, 2024). 원달러 환율이 1,300원대 중반에서 움직이는 가운데 외부 충격 등으로 3~4%만 움직여도 1,400원에 근접할 수 있는 만큼 국내 외환당국 또한 무리하게 특정 수준을 고수하기 보다는 환율의 급변동을 완화하는 데 주력할 필요가 있다. 균형금리를 통해 드러난 바와 같이 미국과 여타 선진국들간의 기초경제여건 차이를 반영하여 높아진 환율 수준이 상당 기간 지속될 가능성에 대비하여 국내 외환정책의 목표는 환율 변동성 완화를 통해 경제주체들이 환율 및 외자조달비용 상승에 점진적으로 익숙해질 수 있도록 유도하는 것이 바람직하다.

6) 최근 미 의회예산처(CBO, 2024)의 분석처럼 이민유입 확대 등 다양한 요인들로 인해 미국 경제가 주요국에 비해 높은 성장세를 나타낼 것이라는 기대가 반영된 결과로 해석할 수 있다.

7) 트럼프 전 대통령은 재임 당시부터 달러화 약세와 저금리를 선호했으며 최근 엔화에 대한 달러화의 강세에 대해서도 미국 제조업에 재앙이라고 평가한 바 있다.

참고문헌

강현주·백인석, 2024, 『통화정책 전환에 따른 저금리 회귀 가능성 평가』, 자본시장연구원 이슈보고서 24-07.

Berardi, A., 2023, Term premia and short-rate expectations in the euro area, *Journal of Empirical Finance* 74, 101424.

Bloomberg, 2024. 5. 4, Summers says currency interventions fail even at Japan's scale.

Congressional Budget Office, 2024, *The Budget and Economic Outlook: 2024 to 2034*.

Joslin, S., Singleton, K.J., Zhu, H., 2011, A new perspective on Gaussian dynamic term structure models, *Review of Financial Studies* 24(3), 926-970.

OPINION

연구위원
정수민

저작권 투자 시장의 성장과 위험 요소*

케이팝의 인기와 대체 투자 자산에 대한 관심이 증가하면서 국내에서도 음악 저작권 투자가 주목받고 있다. 특히 음악 저작권 수익증권의 발행으로 저작권에 투자의 접근성이 크게 높아졌고, 토건증권에 대한 규제 개편은 향후 관련 시장이 확대될 수 있다는 기대를 가져왔다.

1997년 보위본드(Bowie Bond)로 시작된 저작권 투자는 금융위기 이후 사라졌다. 그러나 스트리밍 서비스로 음원 유통시장이 재편되면서 저작권 투자는 다시금 주목받기 시작했다. 스트리밍 서비스는 음악 저작권료 징수 및 저작권의 가치평가를 용이하게 해 기초자산으로써의 음악 저작권의 매력을 크게 상승시켰다. 전 세계 저작권 투자 시장은 2015년 2억 달러에서 2021년 120억 달러로 60배 성장했다. 국내에서도 비온드뮤직과 뮤직카우와 같은 저작권 투자 회사가 등장하며 시장이 확대되고 있다.

저작권 투자는 창작자에게는 빠른 자금 회수 기회를, 투자자에게는 새로운 투자 기회를 제공한다. 하지만 저작권 투자에는 권리의 유효기간 및 저작권 효율의 불확실성이 존재하고, 현금흐름을 지속하기 위해서는 저작권의 지속적인 관리가 필요하다는 단점이 존재한다. 이러한 위험요소는 전통적인 금융 상품에는 존재하지 않았던 새로운 요소로, 금융당국은 투자자 보호 방안 마련 시 이러한 위험요소를 고려할 필요가 있다. 또한 음악 외 다른 분야에서도 저작권 투자가 활성화되기 위해서는 저작권료 징수 분야의 정비와 가치평가를 위한 데이터 구축 등의 노력이 요구된다.

케이팝(Kpop)의 약진과 미술품, 부동산 등의 대체 투자 자산에 대한 관심이 더해져, 국내에서 음악 저작권 투자에 대한 관심이 증가했다. 음악 저작권 수익증권의 발행으로 저작권에 투자의 문턱이 낮아지면서, 소액 투자자들도 짧은 시간동안 크게 증가하였다. 본고에서는 음악 저작권 투자 시장의 현황을 살펴보고, 대체 투자 자산으로써 저작권 투자의 장점과 위험요소를 짚어보겠다.

저작권이란?

저작권은 저작권법에 의해 인정된 무형의 저작물에 대해 창작자가 갖는 권리로, 창작자(저작권자)에게 일신전속되는 저작인격권과 양도가 가능한 저작재산권으로 구성된다. 저작권을 기반으로 한 금융상품들은 창작자가 양도한 저작재산권에서 창출되는 현금흐름을 기초자산으로 하여 설계된다. 저작

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

물의 창작에는 창작자 이외의 다른 사람들과의 협업이 필요한 경우가 많은데, 이들의 권리가 저작인접권(neighboring right)이다. 음악의 경우 가수와 연주자, 음반 제작사 등이 저작인접권을 갖게 된다. 저작인접권 또한 인격권과 재산권으로 구성되는데, 저작인접권의 재산권 또한 금융상품의 기초자산으로 이용된다.

저작권은 무형의 자산에 대한 권리로, 미술품 등 유형의 자산에 대한 소유권과는 그 성격이 다르다. 미술품의 경우 유형 자산으로써 영속적인 소유권이 인정되기 때문에, 그에 기반한 사용료와 가격 등의 현금흐름이 영구적으로 창출될 수 있다. 이에 반해, 저작권은 창작자 사후 70년까지, 저작인접권은 저작물이 공표된 시점부터 70년 동안만 보호되기 때문에 유한한 기간동안만 현금흐름이 창출될 수 있다. 또한 미술품의 가격 및 전시 사용료가 협상을 통해 결정되는데 반해, 음악의 사용 가격인 저작권료는 저작권을 집중 관리하는 신탁관리업자가 문화체육관광부 장관의 승인을 받아 결정된다. 따라서 음악 별로 저작권료의 차이가 없으며, 료의 변화도 시장의 변화에 즉각적으로 대응하여 이루어지지 않는다.¹⁾

음악 저작권 투자 시장의 성장

음악 저작권을 기반으로 한 금융상품은 1997년 보위본드(Bowie bond)의 발행으로 시작되었다. 미국의 인기가수인 데이비드 보위(David Bowie)는 자신이 발표한 노래 약 300곡이 수록된 25개 음반에서 발생하는 저작권을 기초로 5,500만 달러의 채권을 발행하였다. 이후, 1998년에는 Motown Record가, 1999년에는 가수 James Brown과 가수 Isley Brothers가 저작권을 담보로 한 채권을 발행하였다. 저작권을 기반으로 한 채권의 발행은 글로벌 금융위기 이후 위축되었으나 최근 음반산업이 스트리밍 위주로 재편되면서 다시금 부활하고 있다.

2023년 기준 스트리밍 서비스의 수입은 전 세계 음반 산업의 유통 수입의 67.3%를 차지한다.²⁾ 스트리밍을 통한 음원의 유통은 음원 유통시장의 성장을 견인하였을 뿐 아니라,³⁾ 유통 과정이 투명해 저작권료의 징수를 용이하게 한다. 뿐만 아니라 모든 음악의 사용이 데이터로 기록되기 때문에, 각각의 저작물에 대한 가치평가 기술이 크게 발달할 수 있게 되었다. 마지막으로 CD, Vinyl 등 기존의 저장장치를 통한 음원의 유통이 주류이던 시절 저작권료 수입은 음반 발매 직후 급감하였는데, 스트리밍을 통한 음원의 유통은 저작권료의 발생을 장기간 지속적으로 유지하는 효과가 있다.⁴⁾ 시장의 성장, 가치평가 기술의 발달, 꾸준한 현금흐름은 저작권료를 기초자산으로 한 금융상품의 개발과 유통에 기반이 되었다.

1) 미국은 Copyright royalty board에서 저작권 료를 결정한다.

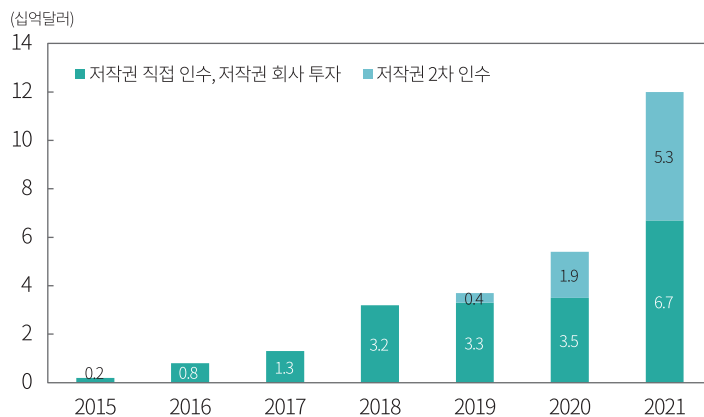
2) IFPI, 2024, *Global Music Report*.

3) 음원 유통시장은 9년 연속 성장하였으며, 2023년에도 10.2%의 성장률을 보였다(IFPI, 2024).

4) Miller, L., 2022. *How Streaming has Impacted the Value of Music, Musonomics*.

세계 음악 저작권 투자 규모는 2015년 2억 달러에서 2021년 120억 달러로 급성장했다(〈그림 1〉참고). 특히 저작권자로부터 저작권을 최초로 인수하거나, 저작권 회사에 투자하는 시장 이외에 기존에 인수된 저작권을 거래하는 2차 시장의 규모도 2019년 4억 달러 규모에서 2021년 53억 달러 규모로 13배 이상 증가했다. 저작권에 투자하는 대표적인 회사로는 영국의 Hipgnosis Song Fund가 있다. HSF는 저작권을 인수하여 음악 카탈로그(Catalog)를 만들고, 카탈로그 단위의 적극적인 홍보를 통해 해당 저작권의 가치를 높인다. HSF는 2018년 7월 런던 증권거래소에 상장되었으며, 2024년 기준 4만 여 곡의 저작권을 보유 중이다.⁵⁾ 국내에서는 비욘드뮤직이 비슷한 형태의 사업모델을 갖고 있는데, 2022년 기준 국내외 2만 7천 곡의 저작권을 보유하고 있으며, 2022년 12월 말 기준 매출액 150억 원, 영업이익 52억 원을 기록하였다.⁶⁾ 저작권 2차 유통시장 규모의 성장은, 저작권 거래 플랫폼 시장의 성장과 함께 나타났다. 대표적으로 미국의 Royalty Exchange는 저작권을 카탈로그 단위로 구성하여 판매한다. Royalty Exchange에 따르면 2024년까지 1억 7천만 달러 이상의 거래가 이루어졌으며, 평균 수익률은 13.3%이다. 국내에서는 뮤직카우가 저작권을 인수 후 수익증권을 시장에 발행하는 저작권 옥션과 저작권 수익증권 거래를 중개하는 형태로 저작권 조각투자 서비스를 시작했는데, 2022년 2월 누적 회원 수 100만명, 누적 거래액 3천 399억 원을 달성했다. 뮤직카우는 2022년 3월 금융위원회는 뮤직카우의 상품을 투자계약증권으로 판단하면서 사업이 중단될 위기를 맞이하였으나, 투자자 보호조치를 마련하고, 혁신금융서비스 사업자로 지정되면서 사업을 지속할 수 있었다. 2023년 말 기준 매출액 134억 원 영업이익은 -238억 원을 기록 중이다.⁷⁾

〈그림 1〉 세계 음악 저작권 투자규모 추이



자료: Miller(2022)

5) HSF는 저작권 수익 계산 오류로 예정된 중간배당을 철회하면서, 2023년 10월 주주총회에서 주주들이 해당 방식의 사업 지속에 반대 의견을 표명하였다. 이에 2024년 4월 Blackstone에 16억 달러에 인수가 결정 되었다(The Guardian, 2024. 4. 29, Hipgnosis backs £1.3bn private equity takeover by Blackstone)

6) 비욘드뮤직, 2022년 감사보고서

7) 뮤직카우, 2022년 감사보고서

음악을 만드는 창작자에게 저작권 투자 시장의 성장은 곧 자금조달 비용 감소를 의미한다. 기존의 저작권자들은 음악 발매 후 발생하는 현금흐름을 기다려야 했다. 그러나 현금흐름을 현재 가치로 환산하여 저작권을 양도함으로써, 저작권자는 빠른 시일내에 저작권으로부터 발생하는 이익을 회수할 수 있게 되었다. 기존의 저작권을 담보로 한 대출의 경우 저작권자의 신용도가 대출 규모 및 이자율 결정에 중요한 요소로 작용해, 신용도가 낮은 창작자들의 자금 조달에 어려움이 존재했다. 이와 달리 저작권을 양도하는 경우에는 저작물의 가치가 저작권자의 신용과 별도로 평가되기 때문에 신용도가 낮은 창작자에게는 큰 금액의 자금을 조달할 수 있는 기회가 된다.

특히 국내 음악 저작권 투자 시장은 앞으로 성장할 것으로 예상된다. 2024년 1월 개정된 자산유동화법은 지식재산권을 유동화 대상 자산으로 명시하였다. 이에 따라 지식재산권의 일종인 저작권을 기초자산으로 한 자산 유동화가 용이해졌다. 또한 금융위원회는 자본시장 내에서 토큰증권(Security Token: ST)의 발행 및 유통이 가능하도록 규제 정비를 추진 중이다.⁸⁾ 토큰증권은 음악 저작권과 같은 비정형 자산과 소액투자를 주 대상으로 하여 규제가 설계될 예정으로, 정형 자산에 비해 공모 규제 및 공시 부담이 완화될 것으로 기대된다.⁹⁾ 또한 분산원장을 통해 권리가 관리되고 스마트 계약을 통해 매매가 가능해지면서, 제 3기관의 개입이 없이도 거래의 신뢰성을 높이고 거래 비용을 낮추는 것이 가능해진다.

음악 저작권 투자의 기회와 위험요소

저작권은 다른 지식재산권에 비해 현금흐름 창출이 용이하다. 특허와 같은 지식재산권의 경우 해당 특허를 이용한 상품이 개발되고 판매되는데 많은 시간이 소요되지만, 저작권의 경우 저작물이 최종재로서 유통되기 때문에 즉각적인 현금흐름 창출이 가능하다. 여타 지식재산권에 대한 투자에 비해 빠른 자금 회수가 가능하다는 것은 저작권 투자의 장점이다.

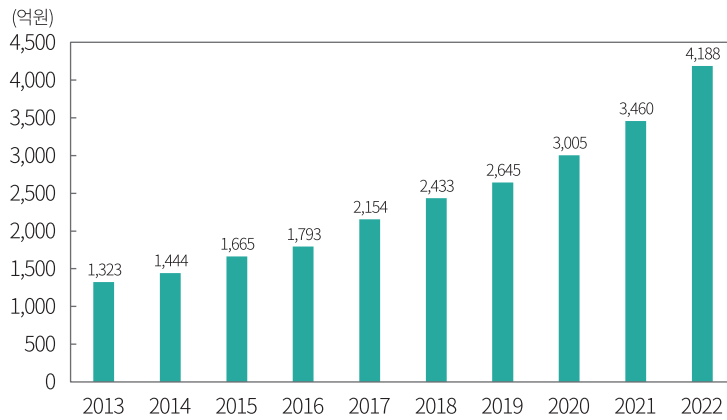
또한 음악 스트리밍 서비스 이용자가 늘고, 불법 음원의 유통이 줄면서 징수되는 저작권료의 규모가 점차 증가하고 있다. 특히, 전 세계적으로 케이팝이 인기를 끌면서 국내 음악에 대한 저작권료 징수 총액이 지속적으로 증가하고 있다. 국내 저작권 신탁 단체¹⁰⁾가 징수하는 음악 저작권료는 2013년 1,323억 원에서 2022년 4,188억 원으로 3배 이상 증가했다.

8) 토큰증권 발행과 유통을 위한 자본시장법과 전자증권법 개정안은 2023년 7월 발의되었다.

9) 금융위원회, 2023. 2. 6. 토큰 증권(Security Token) 발행·유통 규율체계 정비방안, 보도자료.

10) 한국음악저작권협회, 한국음반산업협회, 한국음악실연자연합회, 함께하는음악저작권협회

〈그림 2〉 국내 음악 저작권료 징수 총액



자료: 저작권 위원회

그러나 저작권 투자에 위험 요인도 존재한다. 음악 저작권은 창작자 사후 70년까지 보호되는 권리이기 때문에, 권리의 종료 시점이 불분명하다. 또한 저작인접권자의 권리는 저작물의 공표 시점부터 70년까지 보호되는 권리이기 때문에 투자 시 해당 권리가 저작자의 권리인지 인접권자의 권리인지 확인이 필요하다.

다음으로 저작권 사용 효율 변화에 대한 불확실성이 있다. 음악 저작권 사용료는 스트리밍 서비스 기준 2002년 매출액의 42.5%에서 2019년 이후 65%로 꾸준히 증가하는 추세이다. OTT에 사용되는 음악 저작권료도 2021년 1.5%에서 2026년까지 1.9995%로 인상될 예정이다. 그러나 OTT 사업자들은 음악 저작권료를 낮춰달라는 주장을 꾸준히 제기하고 있다.¹¹⁾ 또한 유튜브와 같이 영상과 음악을 함께 제공하는 사업자는 스트리밍 서비스 업자들과 비슷한 서비스를 제공함에도 불구하고 결합상품 판매자로 분류되어 낮은 저작권료를 지불하는 것으로 알려져 있다.¹²⁾ 저작권 효율 변화와 음원 유통 산업 구조의 변화에 즉각적으로 대응하지 못하는 규제 공백은 저작권 투자의 기초 자산이 되는 저작권료 현금흐름에 직접적인 영향을 미치는 위험 요인이다.

또한 저작권에서 발생하는 현금 흐름은 해당 저작물이 사용될 때에만 발생한다. 예를 들어 주식의 경우 주식을 발행한 회사의 이익이 증가함에 따라 배당 및 주가 상승을 기대할 수 있다. 그러나 저작물의 경우 음악A에 대한 저작권을 판매한 창작자가 새로운 음악B를 발매해 큰 인기를 얻게 되더라도, 음악B에 대한 저작권료는 음악A의 저작권에 투자한 투자자에게 귀속되지 않는다. 해당 창작자의 인기 상승에 따른 간접적 효과만 기대할 수 있을 뿐이며, 저작권료 수입의 직접적인 향상을 위해서는 구입

11) 2021년 OTT음악저작권대책협의체는 문화체육관광부를 상대로 한국음악저작권협회에 지불하는 음악 저작권 효율이 과도하다며 소를 제기하였고, 2024년 1월 대법원은 문체부의 저작권료 승인 과정에 절차상의 하자가 없다며 상고 기각 판결하였다(대법원, 2024. 1. 25)

12) 뉴스1, 2023. 10. 2, 급성장한 '유튜브뮤직'...“저작권료는 잘 냅까?”

한 음악A에 대한 지속적인 마케팅이 필요하다. HSF와 비온드 뮤직이 저작권을 구입한 음악에 대해 지속적인 마케팅을 하는 것은 이러한 이유에서 기인한다.

결론

저작권 투자는 창작자에게는 자금 조달 비용을 감소시키고, 투자자에게는 대체 투자의 기회를 제공한다는 의미가 있다. 자산 유동화법의 개정과 향후 토큰증권 시장의 설립은 국내의 음악 저작권 투자의 활성화의 계기가 될 것으로 예상된다. 특히 Kpop에 대한 전 세계적 인기는 국내 음악 저작권에 대한 높은 수익률을 기대하게 한다.

그러나 저작권 투자는 현금흐름의 종료시점에 대한 불확실성, 저작권료 요율 변화와 유통 구조 변화 등 외부적인 요인에 수익성이 크게 영향을 받는다는 점, 저작물에 대한 지속적인 마케팅이 요구된다는 점 등의 위험요인을 갖고 있다. 특히 이러한 위험요인은 전통적인 투자 자산에는 존재하지 않았던 것이다. 따라서 투자자들은 저작권 투자 시 이러한 점을 살펴보아야 하며, 금융당국은 투자자 보호방안 마련시 해당 위험요소를 고려해야 한다. 특히 조각투자의 경우 투자자들에게 저작권의 보호기간, 혹은 투자자들이 보호기간을 예상할 수 있는 정보가 함께 공개되는지 확인이 필요하다.

현재 저작권 투자는 음악 저작권 분야에 집중되어 있다. 어문, 영상 등 음악 외 저작물은 주요 신탁 관리 단체 외에도 다수의 대리중개단체를 통해 관리되고 있다. 또한 음악 스트리밍 서비스와 같이 저작물 이용 데이터의 축적이 용이한 형태로 유통되지 않고 있어, 가치평가를 위한 데이터가 구축되기 어려운 구조이다. 또한 OTT 서비스 등 새로운 미디어를 통한 저작물의 유통의 비중이 크게 증가하였음에도 불구하고 새로운 미디어에서의 저작권료 징수는 규제 미비 등의 이유로 충분히 이루어지지 않고 있다. 음악 외 분야에서도 저작권 투자가 활성화되기 위해서는 규제 정비를 통한 저작권료 징수 분야 확충과 가치평가를 위한 데이터 구축 등의 노력이 선행되어야 할 것이다.

ZOOM
-IN

아시아 주요국의 금융경쟁력 강화를 위한 노력

- 최근 발표된 전세계 주요 도시의 금융경쟁력 평가에서, 싱가포르가 지난해에 이어 아시아 최고의 금융중심지로 선정되었고, 홍콩은 정치적 불확실성 확대로 그동안 유지해오던 글로벌 금융 중심지 경쟁력에 타격을 받음
- 그럼에도 불구하고 글로벌 금융센터인 홍콩은 지위 강화를 위한 노력을 지속하고 있으며, 중국도 이를 지원
- 홍콩의 금융중심지 기능 위축으로 홍콩과 지리적으로 인접하며 이미 글로벌 금융중심지의 기능을 수행하던 싱가포르가 대체지로 부상
- 일본은 정부의 자본시장 경쟁력 강화를 위한 기업지배구조 개선 정책이 최근 성과를 내고 있으며 이를 계기로 국내외 자금을 일본 증시로 유입시키기 위한 금융경쟁력 강화 방안을 검토 중임
- 우리나라는 2000년 중반부터 자산운용 특화 금융중심지를 목표로 관련 정책을 꾸준히 추진 중이며 금년 초 정부는 자본시장 선진화 추진 방안을 발표하여 자본시장 경쟁력 강화에 힘씀
- 기존 금융중심지 위상 변화를 계기로 우리나라도 차별화된 경쟁력을 가지기 위한 노력을 지속할 필요

- 최근 발표된 전세계 주요 도시의 금융경쟁력 평가에서, 싱가포르가 지난해에 이어 아시아 최고의 금융중심지로 선정되었고, 홍콩은 정치적 불확실성 확대로 그동안 유지해오던 글로벌 금융중심지 경쟁력에 타격을 받음

- 2007년부터 발표된 금융중심지 경쟁력 평가 지수인 GFCI(Global Financial Centres Index)¹⁾에서 줄곧 홍콩에 뒤지던 싱가포르가 지난해부터 홍콩을 앞섬
 - 싱가포르는 전세계 국제금융센터 경쟁력 평가 순위에서 2023년 3월(GFCI 33)부터 홍콩을 제치고 뉴욕, 런던에 이어 3위를 기록
 - 지수를 구성하는 분야별로 살펴보면, 사업환경 부분에서 2위(홍콩 6위), 인적자원 부분 4위(홍콩 6위), 인프라 3위(홍콩 6위), 금융 제반산업 발전 정도 2위(홍콩 8위), 명성 3위(홍콩 7위)를 기록

1) 영국 컨설팅 회사 Z-Yen과 중국종합개발연구원(CDI)이 공동으로 매년 3월과 9월 2차례 발표하는 국제금융센터 지수, 평가 항목별로 관련 외부기관의 정량적 평가와 금융종사자들을 대상으로 한 설문조사를 종합하여 점수를 산출함

- 홍콩은 2020년 국가보안법 통과 이후 중국과 정치적으로 긴밀해지며 금융중심지의 핵심 요소로 평가받는 법·규제 환경이 포함된 사업환경 부분, 인적자원, 명성 등에서 홍콩의 글로벌 금융중심지로서의 경쟁력이 이전보다 크게 하락²⁾
 - 2020년 7월 국가보안법 시행 이후 홍콩의 불확실성 확대로 자금이탈이 가속화
 - 반중국 시위로 인한 개인 안전 위협, 중국식 코로나19 방역 등으로 외국 금융인력 이탈
 - 2023년 미국은 그동안 홍콩에 부여한 특별지위(관세 면제, 대중국 금융규제 적용 예외)를 박탈하는 등 미·중 관계 악화로 일부 외국 기업 철수

<표 1> 금융중심지 지수 분야별 경쟁력 순위

순위	사업환경		인적자원		인프라		금융산업 발전		명성	
	2018년	2023년	2018년	2023년	2018년	2023년	2018년	2023년	2018년	2023년
1	런던	뉴욕	홍콩	뉴욕	런던	뉴욕	뉴욕	뉴욕	런던	뉴욕
2	뉴욕	싱가포르	런던	런던	뉴욕	런던	런던	싱가포르	뉴욕	런던
3	홍콩	런던	뉴욕	룩셈부르크	홍콩	싱가포르	홍콩	런던	홍콩	싱가포르
4	싱가포르	베이징	싱가포르	싱가포르	싱가포르	선전	워싱턴	샌프란시스코	싱가포르	베이징
5	시카고	상하이	도쿄	L.A.	상하이	룩셈부르크	샌프란시스코	L.A.	샌프란시스코	샌프란시스코

주 : 해당년 3월 발간 보고서 기준

자료: Z/Yen(www.zyen.com)

□ 그럼에도 불구하고 글로벌 금융센터인 홍콩은 지위 강화를 위한 노력을 지속하고 있으며, 중국도 이를 지원

- 금년 4월, 중국 당국은 중국 본토화 홍콩의 자본시장 간 협력 강화를 통해 홍콩의 글로벌 금융중심지 위상 강화를 위한 지원 조치를 발표³⁾
 - 중국 증권감독관리위원회는 홍콩 내 주요 중국 기업의 기업공개(IPO)를 지원하고 홍콩과 본토 거래소 간 주식연결 거래에 대한 규정을 완화할 것을 밝힘
 - 이번 조치로 선강통(선전-홍콩증시 교차거래), 후강통(상하이-홍콩증시 교차거래)을 통한 적격 상장지수펀드(ETF) 대상이 확대되고, REITs도 교차거래 대상에 포함
 - 중국 투자자들의 편의 제고를 위해 홍콩증시에 위안화표시 주식을 포함하는 것을 지원
 - 또한 선강통, 후강통을 통해 매입한 홍콩주식 배당금에 대해 면세하는 방안을 검토 중

2) 이치훈, 2020. 7. 14, 미중 분쟁과 홍콩의 금융허브 진단, KIEP 중국전문가포럼 전문가오피니언.

3) 서울경제, 2024. 4. 20, 홍콩 증시 활성화 지원 나서서 중국... '아시아 금융허브' 아성 지킬까, 서울경제 인터넷판(www.sedaily.com/)

- 홍콩 특구 또한 홍콩의 글로벌 금융중심지로서 경쟁력 강화를 위해, 별도 예산을 편성하는 등 더 많은 기업 및 자금의 홍콩 유치를 위해 다방면으로 노력 중⁴⁾
 - IPO 메커니즘 개선, 시장인프라 현대화 등을 통해 더 많은 기업과 자금 유치를 위한 업무 추진
 - 글로벌 패밀리오피스와 자산가 유치를 위한 신규 투자 이민제도(New Capital Investment Entrant Scheme: New CIES)를 3월부터 도입
 - 홍콩거래소는 아시아 최초로 비트코인과 이더리움 현물 ETF를 승인

□ 홍콩의 금융중심지 기능 위축으로 홍콩과 지리적으로 인접하며 이미 글로벌 금융중심지의 기능을 수행하던 싱가포르가 대체지로 부상

- 그동안 자산운용 산업 및 관련 제도를 지속적으로 발전시켰던 싱가포르는 2020년 VCC 제도를 도입하였고, 이는 홍콩을 이탈한 외국 자금의 상당 부분을 싱가포르로 유치하는 데 큰 영향⁵⁾
 - VCC(Variable Capital Company, 가변자본기업)란 집합투자기구를 투자신탁이 아닌 투자 회사 형태로 설립하는 것으로, VCC형태의 펀드는 자본금(펀드운용자산)의 변경(증가·감자)이 자유로우며, 법인세·소득세 면제, 재무제표·주주명부 공시의무 면제 등의 혜택이 주어짐
 - 케이만제도, 버진아일랜드 등의 조세회피처로 불리는 글로벌 자산운용사, 사모펀드 및 개인 고액 자산관리회사(Single Family Office: SFO) 자금을 싱가포르로 유치하기 위해 도입
- 기존 금융중심지로서의 안정적인 위상을 바탕으로 새로운 금융서비스 도입에 개방적이면서 동시에 투자자보호, 금융범죄 예방, 불법자금 등 금융안정성을 저해하는 행위에는 적극 대응
 - 2023년 4월, 싱가포르 의회는 금융사기 범죄 예방을 위한 법안을 제출
 - 2023년 8월, 싱가포르 역사상 최대인 22억달러 규모의 자금세탁 조사를 강도 높게 진행
 - 2024년 4월, 결제 서비스법을 개정하여 디지털 자산 관련 규제를 명확히 함
- 최근, 싱가포르 정부는 싱가포르의 정치적 중립성을 강조하고, 신뢰할 수 있는 안전한 금융중심지로서의 확신을 주려는 노력을 강화
 - 2024년 4월, 싱가포르 총리 Lee Hsien Loong는 미·중 갈등이 지속되는 상황에서 대규모의 중국 자금 및 인력의 유입으로 싱가포르의 정치적 중립성에 대한 의문이 대두되자, 글로벌 금융중심지로서 중립성 강화를 강조하는 회의를 개최⁶⁾

□ 일본은 정부의 자본시장 경쟁력 강화를 위한 기업지배구조 개선 정책이 최근 성과를 내고 있으며 이를 계기로 국내외 자금을 일본 증시로 유입시키기 위한 금융경쟁력 강화 방안을 검토 중임

- 전통적으로 불투명한 지배구조, 낮은 배당성향 등의 문제를 가진 일본 기업의 체질 개선을 위해 일본 정부는 스투어드십코드(2014년), 기업지배구조 모범규준(2015년)을 연달아 도입하여 주주가치 제고와 기업가치 개선을 동시에 개선하고자 함

4) KOTRA, 2024. 3. 19, 홍콩 2024/25 재정 예산안 둘러보기, KOTRA 해외시장뉴스.

5) MAS, 2020. 1. 15, MAS and ACRA launch variable capital companies framework, MAS Media Release.

6) FT, 2024. 4. 21, Singapore gives top-level briefings to reassure foreign banks on stability.

- 도입 이후 모범규정의 실효성을 보완하기 위한 주기적 평가 및 개선논의를 통해 기업지배구조 모범규정을 두 차례(2018년, 2021년) 개정⁷⁾
- 도쿄증권거래소는 정부 정책 발표 이후 2015년 기업지배구조 공시를 의무화하였고, 이후 기업 가치 제고를 위한 공시 요건을 강화하는 등 실질적으로 기업에 지배구조 개선을 요청
 - 2022년, 시장을 재편⁸⁾하여 주요 대기업이 편입되는 프라임(Prime) 시장에는 해외 투자자가 요구하는 수준의 정보 공시 기업 및 요건을 의무화
 - 2023년, PBR이 1 이하인 프라임과 스탠다드 시장의 상장기업들을 대상으로 자본수익성과 성장성을 높이기 위한 ‘자본비용과 주가를 의식한 경영’ 프로그램을 도입하여 구체적인 이행 목표를 매년 공개하도록 요구
 - 2024년, 개별 상장기업의 기업지배구조 보고서 등에 구체적인 기업가치 제고 노력을 기재한 기업의 명단을 매월 공표하기로 결정
- 2014년 일본 공적연금은 스튜어드십코드를 도입하였고, 모든 투자자산에 대해 ESG 요소를 반영할 것을 투자운용원칙에 포함시켰으며, 위탁운용기관 선정 과정에 스튜어드십코드 도입 여부 및 활동 성과 등을 반영
- 십여년의 기업지배구조 개선 노력이 어느 정도 성과를 보이자, 지난해 일본 정부는 중장기적으로 자산운용산업 육성 및 국민의 투자소득 증대에 중점을 둔 정책을 발표하였고, 여기에 해외 자산운용사 유치 및 금융특구 등 금융중심지 경쟁력 강화 요소가 포함
 - 전통적으로 경제규모에 비해 자본시장 경쟁력이 약했던 일본은 2000조엔에 달하는 막대한 가계 자산을 NISA 등을 통해 증시로 유입시키기 위한 “자산운용입국” 정책을 추진
 - 상대적으로 경쟁력이 떨어지는 일본 운용사의 한계를 극복하기 위해, 정부 차원에서 해외 자산운용사 유치를 위한 노력; 금융 및 자산운용 서비스가 집적된 자산운용특구를 신설을 발표, 규제 개혁, 비즈니스 환경 및 외국인 생활환경 정비 등을 중점적으로 추진

□ 우리나라는 2000년 중반부터 자산운용 특화 금융중심지를 목표로 관련 정책을 꾸준히 추진 중이며 금년 초 정부는 자본시장 선진화 추진 방안을 발표하여 자본시장 경쟁력 강화 노력을 지속

- 꾸준한 정책 추진 노력으로 서울은 비즈니스 환경, 법규제 정비, 인프라 등 제반 환경 및 금융시장 양적 성장 등 일정 수준 이상의 금융경쟁력을 보유하여 금년 초 발표된 GFCI 평가에서 서울은 10위를 기록
 - 2019년 36위로 하락 후 2020년 33위 → 2021년 16위 → 2022년 12위 → 2023년 10위 → 2024년 10위로 꾸준히 상승
 - 서울은 금번 GFCI 35에서 향후 2년 내 중요도가 높아질 금융센터를 묻는 응답 질문에서 15개 도시 중 1위를 기록하는 등 향후 발전 가능성이 높아 보임⁹⁾

7) 안유미, 2024, 국내외 기업지배구조 모범규준 운영 현황과 과제, 자본시장연구원 『자본시장포커스』 2024-08호.

8) 대기업 중심의 프라임(Prime) 시장, 중견기업 중심의 스탠다드(Standard) 시장, 자금조달 목적의 신흥 기업이 중심이 된 그로스(Growth) 시장으로 시장을 재편

9) 2024년 3월 발표된 GFCI 35 보고서에서 전세계 금융업 종사자 응답자 중 대다수가 서울(177명)을 언급하였으며, 싱가포르(70명),

- 금융산업별 경쟁력은 핀테크(7위)와 트레이딩(6위), 전문서비스(6위), 금융당국(10위) 등이 상위 15위 내에 포함
 - 그러나 금융경쟁력을 구성하는 가장 중요한 고려 요소 중 하나인 인적자원 보유와 부분에서는 상위 15위 내에 포함되지 못함
- 서울시는 향후 전세계 5위 금융중심지를 목표로 2023년 5월 여의도 금융특구 진흥계획을 승인하는 등 금융경쟁력 강화 노력을 지속
- 디지털금융지원센터 설립, 핀테크기업 육성, 금융중심지 브랜딩 홍보 강화, 금융교육 활성화 및 영어 친화환경 조성 등을 추진하며 5년간 600억원 가량의 예산을 편성
- 금년 초, 우리 정부는 자본시장 선진화 추진을 위한 ‘기업 밸류업 지원방안’을 발표하는 등 정부 차원에서 자본시장 경쟁력 강화를 위해 다각도의 자본시장 제도개선책을 마련 중¹⁰⁾
- 우리 자본시장이 제대로 평가받기 위해서는 상장기업 스스로 기업가치 제고 노력이 필요하다는 전제 아래, 자발적 기업가치 제고 계획 공시, 기업가치 제고를 위한 노력 사항을 스투어십 코드에 반영, 기업이익의 주주환원을 유도하기 위한 다양한 지원 등이 포함
 - 이외에도 정부는 공정하고 투명한 시장질서 확립을 위해 불공정거래에 대한 대응 강화
 - 외국인투자자 등록제 폐지, 영문공시 단계적 의무화, 통합계좌 보고의무 완화 등 외국인 투자자들의 국내 투자편의 제고 노력
 - 일반주주 보호 제도 개선, 배당절차 개선 등 주주가치 존중 기업경영 유도

□ 기존 금융중심지 위상 변화를 계기로 우리나라도 차별화된 경쟁력을 가지기 위한 노력을 지속할 필요¹¹⁾

- 최근 GFCI 33에서 서울은 향후 성장가능성이 가장 높은 도시로 지목된바, 경쟁력을 가진 핀테크 등 디지털금융을 중심으로 차별화 노력
- 상대적으로 선도적인 디지털 금융 제도의 정비, 강력한 정보통신 기술 기업군의 존재, 최근 스타트업 생태계의 성장 등에 기인
- 이를 위해 지속적인 규제완화 노력, 해외 금융사 유치에 주변 경쟁 도시들 수준의 인센티브 제공 등 정책적 노력과 서울시의 정부 제도 활용 지원노력이 동시에 이루어질 필요

선임연구원 김보영

두바이(66명) 홍콩(49명), 런던(48명), 상하이(35명), 부산(32명), 뉴욕(31명) 등의 순으로 응답하였으며, 15개 도시 중 8개가 아시아에 위치

10) 금융위원회, 2024. 2. 26, 상장기업의 자율적인 밸류업 노력을 적극 지원합니다, 보도자료.

11) 김목한 외, 2024. 1. 11, 서울시 핀테크 허브 역량진단과 발전방향, 서울연구원 연구보고서.

ZOOM
-IN투자운용업 관련 일본 금융상품거래법
개정 동향

- 일본은 자산운용의 고도화·다양화를 위해 투자운용업 관련 금융상품거래법을 개정
- 투자운용업자로부터 미들·백 오피스 업무를 수탁하는 사업자의 임의등록제도를 창설하고, 해당 등록업자에게 위탁한 경우에는 투자운용업의 등록요건을 완화
- 대량보유보고제도에서 보유비율의 합산 대상이 되는 ‘공동보유자’의 범위를 명확히 하고, 공개매수제도의 대상거래를 확대하여 시장 내 거래에도 적용
- 우리나라의 투자운용인력 현황 및 대량보유보고제도, 비상장유가증권의 거래 상황에 비추어 비교 및 시사점이 있음

- 일본은 자산운용의 고도화·다양화 및 금융시장의 투명성·공정성을 확보하기 위해 대량보유보고, 공개매수제도 등에 관한 제도를 정비하는 금융상품거래법 및 투자신탁 및 투자법인에 관한 법률을 개정(2024. 3. 15)¹⁾

— 2,115조엔에 이르는 가계의 금융자산에 대한 안정적인 자산형성을 추진해 나가기 위해서는 운용을 담당하는 자산운용회사에 의한 투자와 성장기업에 대한 자금공급을 통한 경제의 활성화로 성장의 과실이 자산 소득으로 가계에 환원되어 투자나 소비로 연결되도록 하는 인베스트먼트·체인(インベストメント・チェーン)이 매우 중요²⁾

- 지금까지도 일본 정부는 금융사업자에 의한 고객을 위한 보다 나은 대응을 촉진하기 위해 「고객 본위의 업무운영에 관한 원칙(顧客本位の業務運営に関する原則)」을 책정하고, 또한 기업의 지속적 성장을 촉진한다는 관점에서 기업지배구조 코드나 스튜어드십 코드를 책정하는 등 가계의 안정적인 자산형성과 기업의 가치창조를 위한 다양한 대응을 실시해 왔음
- 자산운용사는 국민의 미래를 위한 자금을 위탁받는 전문가로서, 국민의 안정적인 자산 형성을 위한 역할을 수행하기 위해서는 자산운용업의 고도화가 필수적이며 운용에 종사하는 우수한 인재의 집적을 통해, 운용에 관한 분석 능력의 향상이나, 특색 있는 운용 상품·수법의 다양화, 고객의 최선의 이익을 도모하기 위한 제도 개선·체제 강화 및 자산운용업에의 참가 장벽을 제거해 갈 필요가 있음

1) <https://www.fsa.go.jp/common/diet/213/index.html>, 법률안 공포로부터 기산하여 1년을 넘지 않는 범위 내에서 정령으로 정하는 날부터 시행(부칙 제1조)

2) 金融審議会, 2023. 12. 12, 市場制度ワーキング・グループ・資産運用に関するタスクフォース 報告書.

- 이번 법률 개정은 투자운용업자의 진입 촉진, 비상장유가증권 유통의 활성화, 대량보유보고제도의 대상 명확화, 공개매수제도의 대상거래 확대를 주요 내용으로 하고 있으며 이번 개정은 18년만의 공개매수제도·대량보유보고제도의 대규모 재검토를 실시하는 것임³⁾

□ 투자운용업자의 참가 촉진

- 현행 금융상품거래법에서 투자운용업을 실시하려면 금융상품거래업자로 등록이 필요하며, 투자신탁의 운용이나 투자일임계약을 받아 운용을 실시하는 경우에는 운용 부분 및 미들·백 오피스업무⁴⁾의 인재를 확보할 필요가 있어 부담이 크고 이는 투자운용업의 신규 진입을 저해하는 결과를 초래
- 투자운용업 등록시 자본금 규제(5,000만엔) 이외에도 이사회 설치 등의 조직 체제, 인적 구성 마련 등 제1종 금융상품거래업 만큼 엄격한 요건이 부과
- 현행 금융상품거래법에서 투자운용업자는 모든 운용재산에 대해 그 운용과 관련된 권한의 전부를 위탁할 수 없다(금상법 제42조의3 제2항, 투자신탁 및 투자법인에 관한 법률 제12조 제1항)고 규정하고 있기 때문에 투자운용업자는 펀드의 기획·입안이나 운용실행 모두를 실시하고 어느 한 분야만을 특화하여 위탁할 수 없음
- 외국과 비교해 봐도 GDP 대비 자산운용잔고나 회사수가 적은 편으로, 투자운용업자의 참가를 촉진해 운용업에 관한 인재의 축적과 경쟁을 통해 운용업의 고도화를 도모할 필요가 있음

〈표 1〉 각 국의 자산운용잔액과 자산운용회사수(2021년말)

	일본	미국	영국	프랑스	싱가포르	홍콩
자산운용잔고주 ¹⁾	7.2조달러	50조달러	13.5조달러	5.7조달러	4.0조달러	4.6조달러
GDP 대비	1.4배	2.1배	4.3배	1.9배	9.4배	12.5배
자산운용회사수주 ²⁾	405사	14,806사	1,100사	708사	1,108사	1,979사

주 : 1) 투자신탁과 투자일임을 합산한 잔고(2021년 12월말 시점의 수치(환율도 2021년 12월말 시점))
 2) 일본은 투자운용업(적격투자가용 투자운용업, 적격기관투자자 등 특례업무, 해외투자자 등 특례업무는 제외), 홍콩은 Type 9(Asset Management), 싱가포르는 registered/licensed fund managers, 프랑스는 등록된 사업자수, 영국은 EFAMA에 의한 추계
 자료: 금융청, 홍콩증권선물위원회(SFC), 싱가포르금융관리국(MAS), 미국투자고문업협회(IAA), 유럽펀드·에셋매니지먼트협회(EFAMA), IMF의 공표 데이터로부터 금융청 작성

- (투자운용 관계 업무 수탁업의 창설) 이번 개정으로 투자운용업자로부터 투자운용 관계 업무(미들·백 오피스 업무)를 수탁하는 사업자의 임의등록제도를 창설하고, 행위규제(선관주의의무 등)등을 적용하여 당국에 의해 직접 모니터링(금상법 제66조의71, 제66조의72 등)

3) <https://www.fsa.go.jp/common/diet/213/01/houritsuanriyuu.pdf>
 4) 미들·백 오피스 업무는 '투자운용 관계 업무'로 정의되어 있으며, '투자운용 관계 업무'란 투자운용업 등에 관하여 실시하는 이하의 업무를 말함(개정 금상법 제2조 제43항 참조). 운용대상재산을 구성하는 유가증권 기타 자산과 해당 자산에서 발생하는 이자 또는 배당금과 해당 운용대상재산의 운용과 관련된 보수 기타 수수료를 기초로 하는 해당 운용대상재산의 평가액 계산에 관한 업무, 법령 등을 준수하게 하기 위한 지도에 관한 업무가 해당

- 투자운용 관계 업무 수탁업자에게 미들·백 오피스 업무를 위탁한 경우에는 위탁한 투자운용업자의 등록요건(인적 구성)을 완화(금융법 제29조의4 제1항 제1호의2 등)하여 투자운용에만 집중할 수 있도록 함
- 투자운용업자가 금전 등의 예탁⁵⁾을 받지 않을 경우 자본금 요건을 인하(5000만엔→예를 들어 1000만엔)하고 이를 위해 투자운용업 등록시 예탁유무 기재를 의무화(금융법 제29조의2 제1항 제5호의2)
- (운용 권한의 전부 위탁) 개정 금융상품거래법에서도 ‘운용의 대상 및 방침’을 나타낼 필요가 있기 때문에, 운용의 대상 및 방침을 결정하는 권한까지는 위탁할 수 없지만, 그 이외의 운용에 관한 권한의 전부를 위탁할 수 있음(금융법 제42조의3 제2항⁶⁾, 투신법 제12조 등)

□ 성장자금의 공급과 운용대상의 다양화를 실현하기 위해 비상장유가증권 유통 활성화

- 비상장주식을 거래할 장소가 없어 보유자의 현금요구나 투자자의 투자요구에 부응하지 못하고 있어 비상장유가증권 유통 활성화를 위해 비상장유가증권의 중개업무 진입요건을 완화하고 비상장유가증권 유통을 활성화하고자 함
 - 비상장주식 거래소가 없어 일본에서는 시가총액이 적은 채로 상장하는 소립상장(小粒上場)⁷⁾이 많고, 이 경우 기관투자자의 투자대상이 되지 않고 기관투자자의 스튜어드십 활동 대상도 되지 않아 상장 후 성장이 정체되는 원인이 되고 있다는 지적도 있음
- 스타트업 등이 발행하는 비상장 유가증권의 중개업무에 신규 참가를 촉진하고, 그 유통을 활성화시키기 위해 비상장 유가증권에 대하여 프로 투자자(특정 투자자)를 대상으로 하며, 원칙적으로 금전 등의 예탁을 받지 않는 경우는 제1종 금융상품거래업의 등록요건을 완화
 - 전문투자자(특정투자자)를 대상으로 비상장유가증권의 중개업무에 특화하고 원칙적으로 유가증권이나 금전의 예탁을 받지 않는 경우에는 제1종 금융상품거래업의 등록요건 등을 완화(자본금 요건의 인하, 자기자본규제비율, 겸업규제 등)
- 사설거래시스템(Proprietary Trading System: PTS)에 대해 거래 규모가 한정적인 경우에는 인가할 필요 없이 제1종 금융상품거래업의 등록에 의해 운영가능하도록 함
 - 비상장유가증권의 전자적 거래의 장을 제공하는 경우 유동성이 낮은 비상장유가증권만을 취급하고, 거래규모가 한정적일 때에는 사설거래시스템(PTS)의 인가를 요하지 않고 제1종 금융상품거래업의 등록으로 운영 가능하게 함

5) 자산운용에 있어서는 주식이나 채권과 같은 유가증권을 증권회사 등에 맡기는 것을 예탁이라고 하며, 예탁을 받지 않는 투자운용업자에게 자본금을 인하함으로써 등록을 용이하게 함. 증권회사는 예탁한 유가증권이나 금전을 증권회사의 자산과는 분별관리하여야하며 이는 금융상품거래법(제43조의2)으로 의무화되어 있음

6) (금융상품거래법 제42조의3 제2항) 금융상품거래업자 등은, 전항의 규정에 의해 위탁을 하는 경우에 있어서는, 해당 위탁을 받는 사람에 대하여, 운용의 대상 및 방침을 나타내고, 또한, 내각부령으로 정하는 바에 따라, 운용 상황의 관리 그 외의 해당 위탁에 관한 업무의 적정한 실시를 확보하기 위한 조치를 강구하여야 한다.

7) 소립상장(小粒上場)은 시가총액이 작은 100억엔 미만의 상장으로 자본력이 있는 기관투자자의 투자대상이 되기 어렵고 주주가 개인에 치우치는 경향이 있음

- 현재의 인가에서 요구하고 있는 추가적인 자본금 요건(3억엔)을 부과하지 않는 것으로 하는 동시에, 시스템 요건(시스템의 이중화 [감독 지침 개정 사항]) 등을 완화
- 등록제 하에서 실시하는 PTS 운영업무와 관련된 업무의 내용 및 방법을 기재한 서류 중 공익 또는 투자자 보호를 위해 특히 필요한 것을 변경하는 경우는 그 변경 30일 전까지 내각총리대신에게 신고

□ 대량보유보고제도의 대상 명확화

- 대량보유보고제도는 주권등의 대량보유에 관한 정보가 경영에 대한 영향력이나 시장에서의 수급 관점에서 중요한 정보이기 때문에 해당 정보를 투자자에게 신속하게 제공하고 투자자 보호를 도모하는 것을 목적으로 대량보유자에 대해 일정한 공개를 요구하는 제도
 - 대량보유보고는 5% 이상의 보유자가 된 경우 및 5% 이상 보유 이후 1% 이상의 변동이 있을 경우에 보유 상황을 개시하여야 함
- 이번 개정에서는 기관투자자 등의 참여 촉진을 위해 대량보유보고제도에서 규제대상이 되는 보유비율의 합산 대상이 되는 ‘공동보유자’⁸⁾의 범위를 명확히 함
 - 현행 제도에서는 보유자와 공동주주로서의 의결권 기타 권리를 행사하기로 합의한 자에 대해서 예외 없이 공동보유자에 해당하는 것으로 간주
 - 상기 합의에는 묵시적 합의가 포함되어 기관투자자가 다른 투자자와 협동하여 개별 기업에 대한 협동 인계이지먼트⁹⁾에 위축을 가져옴
- 복수의 투자자가 ‘경영에 중대한 영향을 줄 수 있는 합의(중요제안행위)’를 하지 않는 한 ‘공동보유자’에 해당하지 않음을 명확히 함(금상법 제27조의23 제5항)
 - 중요제안행위는 대표이사 선·해임의 제안 등 사업활동에 중대한 영향을 미치는 행위를 목적으로 하는 경우 형태를 불문하고 해당됨
 - 기관투자자 간 공동으로 중요제안행위 등을 실시하는 것을 목적으로 하지 않으면, 주주로서의 권리를 공동으로 행사하는 경우라도 공동보유자에 해당하지 않음

□ 자본시장의 투명성·공정성 확보를 위한 공개매수제도 개정

- 공개매수제도는 회사지배권등에 영향을 미치는 주식취득의 투명성·공정성을 확보하는 관점에서 그러한 주식취득에 대해 공개매입(TOB)을 강제함으로써 사전 정보공개와 주주의 평등 취급을 요구하는 것

8) 공동보유자란, 본인에 의한 보유뿐만 아니라, 본인과 공동으로 주권 등의 매입 등을 실시하는 것을 동의하고 있는 사람이나, 부부 등 공동 보유자로 간주되는 자가 보유하는 주권 등도 합산하여 보유 비율을 결정. 공동으로 주권등을 취득하거나 양도하거나 의결권의 행사 등을 실시하는 것을 합의한 실질공동보유자(금상법 제27조의23 제5항)와 부부관계, 지배주주(50%초과 의결권을 가진 자)와 피지배회사의 관계, 실질 지배력 기준에 의한 자회사와 모회사와의 관계 등이 있는 보충공동보유자(금상법 제27조의23 제6항, 시행령 제14조의7)를 공동보유자로 정의

9) 기관투자자가 투자처와 지속적인 기업가치 향상을 목표로 복수의 투자자가 협력하여 대화하는 것으로 ESG 관련 문제를 비롯해 주주 간 공통되는 중요 과제가 증가하고 있는 최근 활발해지고 있음

- (5% 룰) 다수의 자(60일간 10명 초과)로부터 시장의 거래에 의한 매수 후의 소유비율이 5%를 초과하는 경우에는 공개매수에 의하여야 함(금상법 제27조의2 제1항)
- (3분의1 룰) 현저하게 소수의 자(60일간 10명 이내)로부터의 시장의 거래 또는 시장내 거래(입회외)에 의한 매수 후의 주식 등 소유비율이 3분의 1을 넘는 경우 공개매수에 의하여야 함(금상법 제27조의2 제2항)
- (전부 매수의무) 공개매수 후 상장폐지 등에 이르는 경우에 주주를 보호하는 관점에서 매수 후의 소유비율이 3분의 2 이상이 되는 경우에는 주식의 전부를 매수해야 함
- 시장내(입회내)¹⁰⁾ 취득은 원칙적으로 규제대상이 아니었음(시장내 거래에서 입회외 거래는 3분의1 룰 규제 대상)

〈표 2〉 공개매수제도

	5% 룰	3분의 1룰	과반수	3분의2 이상
시장외거래		5% 룰 (공개매수 필요. 단, 상한을 설정하는 공개매수 가능)	3분의 1룰	전부매수의무 (상한설정불가)
시장내거래 (立會外)				
시장내거래 (立會內)			원칙적으로 규제대상 제외였으나 개정	

자료: 金融庁, 2024. 3, 金融商品取引法及び投資信託及び投資法人に関する法律の一部を改正する法律案 説明資料

- 시장 내 거래등을 통한 비우호적 매수 사례의 증가¹¹⁾, M&A의 다양화라고 하는 환경변화를 근거로 하여 거래의 투명성·공정성 향상을 도모할 필요에 따라 이번 개정에서는 공개매수제도의 대상거래를 확대하여 시장의 거래뿐만 아니라 시장내 거래(입회내)도 ‘3분의 1 룰’ 적용 대상으로 함(금상법 제27조의2)
- 시장의 내외 거래를 불문하고 공개매수 실시가 의무화되는 의결권 소유 비율을 3분의 1에서 30%로 인하하는 것으로 개정(금상법 제27조의2 제1항 제1호)
 - 3분의 1룰에서 3분의 1 이라는 수치가 주주총회의 특별결의를 저지할 수 있는 기본적인 비율이라는 점, 해외의 경우 공개매수제도에서 공개매수가 의무화되는 기준이 의결권 소유비율 30%인 예가 많은 점, 실제 의결권 행사 비율을 감안하면 30%의 의결권을 가지고 있으면 많은

10) 입회내 거래는 증권거래소에서 행해지는 주식매매 방법의 하나로, 투자자의 주식 매매 주문은 증권회사를 통해 증권거래소 내에서 집행되는데 집행시간(입회시간)은 각 거래소마다 정해져 있고, 증권거래소에 모인 주문을 종목별, 매매별, 가격별로 집계한 후 가격 우선의 원칙으로, 다음에 시간 우선의 원칙으로 집행. 입회시간 내에 행해지는 거래(입회내 거래)외에 행해지는 거래를 입회외 거래라 하고, 주요 입회외거래로는 단일종목거래나 바스켓거래, 증가거래, 자기주식 입회외 매매거래가 있음

11) 도쿄기계제작소 사건판결(도쿄고등법원 2021년 11월 9일)에서는 아시아개발캐피탈이 시장 내 거래를 통해 단기간에 3분의 1 이상의 주식을 취득한 사안에 대하여 일반주주로부터는 투자 판단에 필요한 정보와 시간이 충분히 주어지지 않고 인수자에 의한 경영지배권의 취득에 의해 회사의 기업가치가 손상될 가능성이 있다고 생각하면 그 리스크를 회피하는 행동을 취하기 쉽고, 그만큼 일반 주주에 대한 매각에 동기 부여하거나 매각을 향한 압력(강압성)을 갖는 것으로 인정되어 비우호적 매수 사례로 봄

상장회사에서 주주총회 특별 결의를 저지하거나 보통 결의에 중대한 영향을 미칠 수 있다고 추측되는 점에 비추어 기준을 30%로 인하¹²⁾

- 공개매수설명서에 기재해야 하는 사항의 간소화를 도모하기 위해 공개매수신고서를 참조해야 하는 취지 등을 기재한 경우 공개매수설명서에 기재한 것으로 간주(금융법 제27조의9 제2항)

□ 국내 제도와 비교 및 시사점

- (대량보유보고제도의 공동보유자) 우리나라의 자본시장법상 대량보유보고제도에서 공동보유자라 함은 본인과 합의나 계약 등에 따라 주식등을 공동으로 취득하거나 처분하는 행위, 주식등을 공동 또는 단독으로 취득한 후 그 취득한 주식을 상호양도하거나 양수하는 행위, 의결권을 공동으로 행사하는 행위 중 어느 하나에 해당하는 행위를 할 것을 합의한 자를 말함(자본시장법 시행령 제141조 제1항, 제2항)
 - 여기서 합의나 계약은 반드시 계약서 등 서면에 의하여야 하는 것은 아니며 구두의사의 합치로도 충분하다는 것이 법령 해석¹³⁾
 - 단, 단순한 의견교환·토론 등의 행위는 공동보유 관계에 해당된다고 보기 어려우나, 의결권 공동행사에 대한 합의나 계약으로 간주될 수 있는 직·간접적 대화나 발언 등이 있는 경우에는 의결권 공동행사에 해당될 수 있다고 해석
 - 의결권 공동행사에 대한 명시적 또는 묵시적 합의 없이 각자의 내부적인 판단과정을 거쳐 독립적으로 의결권을 행사한 경우라면 결과적으로 동일한 방향으로 의결권이 행사되었다는 이유만으로 공동보유 관계에 해당한다 보기는 어렵다는 법령 해석이 있음
 - 자본시장법 시행령상 요건 이외에 공동보유자에 대한 범위를 명확하게 명시하고 있지 않고 법령해석에 의존하고 있는 바, 추후 일본의 정령을 통한 구체적인 공동보유자의 범위에 대한 명시된 규정이 참고사항이 될 것으로 생각됨
- (비상장유가증권 거래) 우리나라의 경우 비상장유가증권의 거래는 제도권 내 시장인 K-OTC(한국장외주식시장), 규제 특례(금융규제 샌드박스)를 부여받은 업체, 그리고 일반 증권사 등 인가를 받은 투자중개업자를 통해서만 가능
 - 인가를 받지 않고 주식거래를 중개할 경우 자본시장법 제11조(무인가 영업행위 금지)에 따라 5년 이하의 징역 또는 2억원 이하의 벌금이 부과(자본시장법 제444조)
 - 금융위는 2020년부터 ‘비상장주식 거래 플랫폼’을 운영 중인 업체에 대해 투자자 보호장치 마련을 조건으로 규제 특례 기간을 2년 연장하였고, 전문투자자 간에만 거래하는 조건으로 특례를 2024년 3월까지 추가 연장¹⁴⁾

12) 金融庁, 2023. 12. 25, 金融審議会公開買付制度・大量保有報告制度等ワーキング・グループの報告書.

13) 금융위원회, 2017. 6, 스투어드십 코드 관련 법령해석집.

14) 금융위원회, 2022. 7. 12, 금융위원회와 금융감독원은 비상장주식 거래의 안정성과 투명성 제고를 위하여 노력하고 있습니다, 보도설명자료.

- 특례 기간이 만료된 현재 금융당국은 규제 특례 없이도 비상장주식 거래 플랫폼이 사업을 이 어갈 수 있도록 법령 정비 예정¹⁵⁾
 - 금융위는 특례 없이도 플랫폼이 서비스를 제공할 수 있도록 법령 정비에 착수해 자본시장법 시행령상 비상장주식 매매 주문 접수·전달 업무 등의 영위 근거를 마련할 예정
 - 다만 정보유출 등의 사고에 대비해 허용된 범위에서만 서비스를 이용할 수 있도록 제한하고 보안대책 수립·이행의무를 부과하기로 함
 - 일본의 경우 한정적이기는 하나, 비상장유가증권 중개업자의 등록요건 완화하고, 인가할 필 요 없이 제1종 금융상품거래업의 등록에 의해 운영가능하도록 하였다는 점에서 앞으로의 법 령정비에 시사점이 될 수 있음
- (투자운용업 촉진을 위한 운용지원인력 관련) 우리나라의 경우에도 신생 운용사가 늘어나면서 백오피스(운용지원부서)의 몸값도 덩달아 높아지고 있고, 자산운용사의 메인인 운용역보다도 백오피스 인력을 더 구하기 어려워진 상황¹⁶⁾
- 운용역은 증권사, 회계법인 등 운용사 외부에서 인력이 꾸준히 유입되는 반면 백오피스 인력 들은 신규 유입도 적고 운용역 등 인력 유출이 더 심한 탓에 인력난이 심화한 것으로 보여짐
 - 투자영역이 주식과 채권 등 전통적인 자산에서 대체투자 영역으로 확대되면서 인력난이 더 심해졌고, 부동산이나 해외 시장 등을 잘 알고 있는 인력까지 필요해졌기 때문에 백오피스 업 무는 높은 업무 능숙도가 필요
 - 금융투자협회가 '전문사모운용사 백오피스' 실무 과정을 개설하며 부족한 인력을 보충하기 위해 노력하고 있으나, 늘어난 수요에 비해 공급은 현저히 적은 상황이며, 백오피스 경력을 쌓 고 운용사 프론트 영역으로 자리를 옮기는 경우가 적지 않아서 인력유출도 있는 상황
 - 이런 점에서 일본의 투자운용업자로부터 투자운용 관계 업무(미들·백 오피스 업무)를 수탁 하는 사업자의 임의등록제도와 등록업자에게 업무를 전부 위탁하는 투자운용업자의 등록요 건 완화는 추후 모니터링을 통한 참고사항이 될 수 있을 것으로 사료됨

선임연구원 신경희

15) 금융위원회, 2024. 3. 20, 비상장주식 거래 모바일 플랫폼을 제도화하기 위한 규제개선 요청 수용, 보도자료

16) 인베스트 조선, 2022. 6. 28, 우후죽순 늘어나는 신생 운용사에 백오피스 몸값 '고공행진'.