

저작자표시-비영리-변경금지 2.0 대한민국

이용자는 아래의 조건을 따르는 경우에 한하여 자유롭게

• 이 저작물을 복제, 배포, 전송, 전시, 공연 및 방송할 수 있습니다.

다음과 같은 조건을 따라야 합니다:



저작자표시. 귀하는 원저작자를 표시하여야 합니다.



비영리. 귀하는 이 저작물을 영리 목적으로 이용할 수 없습니다.



변경금지. 귀하는 이 저작물을 개작, 변형 또는 가공할 수 없습니다.

- 귀하는, 이 저작물의 재이용이나 배포의 경우, 이 저작물에 적용된 이용허락조건 을 명확하게 나타내어야 합니다.
- 저작권자로부터 별도의 허가를 받으면 이러한 조건들은 적용되지 않습니다.

저작권법에 따른 이용자의 권리는 위의 내용에 의하여 영향을 받지 않습니다.

이것은 이용허락규약(Legal Code)을 이해하기 쉽게 요약한 것입니다.

Disclaimer 🖃





미술학석사 학위논문

미술품의 연기금 투자포트폴리오 편입에 대한 경제적·법적 타당성 연구

2012 년 8월

서울대학교 대학원 서양학과 미술이론전공 이 여 진

미술품의 연기금 투자포트폴리오 편입에 대한 경제적·법적 타당성 연구

지도교수 정형민

이 논문을 미술학석사 학위논문으로 제출함 2012년 8월

서울대학교 대학원 서양화과 미술이론전공 이 여 진

이여진의 석사 학위논문을 인준함 2012 년 8월

위 원 장 <u>정영목 (인)</u> 부위원장 <u>김 상훈 (인)</u> 위 원 <u>정형민 (인)</u>

학위논문 원문제공 서비스에 대한 동의서

본인의 학위논문에 대하여 서울대학교가 아래와 같이 학위논 문 저작물을 제공하는 것에 동의합니다.

1. 동의사항

- ① 본인의 논문을 보존이나 인터넷 등을 통한 온라인 서비스 목적으로 복제할 경우 저작물의 내용을 변경하지 않는 범위 내에서의 복제를 허용합니다.
- ② 본인의 논문을 디지털화하여 인터넷 등 정보통신망을 통한 논문의 일부 또는 전부의 복제·배포 및 전송 시 무료로 제공하는 것에 동의합니다.
- 2. 개인(저작자)의 의무

본 논문의 저작권을 타인에게 양도하거나 또는 출판을 허락하는 등 동의 내용을 변경하고자 할 때는 소속대학(원)에 공개의 유보 또는 해지를 즉시 통보하겠습니다.

- 3. 서울대학교의 의무
- ① 서울대학교는 본 논문을 외부에 제공할 경우 저작권 보호장치(DRM)를 사용하여야 합니다.
- ② 서울대학교는 본 논문에 대한 공개의 유보나 해지 신청 시 즉시 처리해야 합니다.

논문제목 : 미술품의 연기금 투자 포트폴리오 편입에 대한 경제적•법적 타당성 연구

학위구분 : 석사 □박사 □

학 과: 미술대학 서양화과

학 번: 2007-21415

연 락 처 :

저작자: 이여진 (인)

제 출 일 : 2012 년 8 월 3 일

서울대학교총장 귀하

국문초록

미술품은 '21세기 신자본(new capital)'이라고 한다. 미술시장은 투자 대상이면서 동시에 그 사회의 문화적 경쟁력을 대변하기도 하 다. 최근 선진국을 중심으로 지적 재산권과 문화 산업에 대한 국가 차원의 관심이 높아지면서. 미술시장에 대한 투자 또한 높아지고 있 다. 반면, 한국의 미술 시장에 대한 정책은 미흡하다. FTA, 인터넷 발달 등으로 국제적으로 전 방위적인 무한경쟁 시대에 돌입하면서, 문화 권력에 대한 경쟁 또한 치열해지고 있다. 이러한 때 우리도 정 부적 차원에서 문화컨텐츠에 대한 투자가 강화되어야 하며, 미술 시 장에 대한 투자도 같은 맥락에서 중요성이 인정된다. 미술품에 대한 투자를 통해 세계 미술 시장에서 한국 예술을 부각시키고, 한국의 문화 권력을 구축할 수 있는 것이다. 따라서, 미술 시장 활성화 정 책의 역할은 1차적으로는 문화예술인의 보호와 국민의 문화향수권 신장이며, 2차적으로는 국가의 문화권력의 제고일 것이다. 미술품에 대한 투자는 문화정책적인 측면 외에 경제적인 측면에서도 잇점이 있다. 앞선 연구들에서 미술시장이 금융 시장과 연동하여 움직이며, 다른 금융자산에 비해 '고수익 고위험'으로 장기투자에서 유리한 자 산임을 증명하였다. 결국 국가의 미술품 투자는 국가 이미지 제고 및 문화적 외교력 증대라는 무형적인 이익에 국한되는 것이 아니라 금융 수익이라는 유형적 이익도 함께 수반하는 것이다.

따라서 본 연구에서는 공적 자금의 미술품 투자 실행의 가능성에 대해 연구하였다. 미술품 투자는 실질적인 경제적 이익이 있으며, 벤치마크에 활용할 수 있는 지수도 존재한다. 따라서 미술품 투자는 공적 자금 투자 시에 요청되는 경제적, 법적 요건에 부합할 수 있다. 연기금이 '중장기 투자'를 목표로 하는 국민 자본이라는 점에서, 연기금을 대상으로 연구를 진행하였으며, 미술품 투자는 연기금의투자 대상이 될 수 있는 조건을 갖추고 있음을 알 수 있었다.

본 연구는 공적 자금이 미술품 투자를 실행할 때 필요한 실무적 부분을 검토함으로서, 수익성을 높이면서도 문화권력 강화에 이바지 하는 새로운 정책의 가능성을 제시하는데 의의가 있다.

주요어: 미술시장, 미술품 투자, 공적 자금 투자, 미술시장 지수, 연기금 운용.

학 번: 2007-21415

목 차

제	1	ろ	ㅏ 사	론	•••••	•••••	•••••	•••••	•••••	•••••	••••••	•••••	1
	제	1	절	문제	제기	및 약	연구의	목적	•••••	••••••	•••••••	••••••	1
	제	2	절	선행	연구	•••••	•••••	•••••	•••••	•••••	•••••	•••••	3
	제	3	절	연구	의 내	용 및	연구녀	방법 •	•••••	••••••	••••••	•••••	4
제	2	る	} 연	기	급 투	사다	상으	로서	미	술품.	의		
			경	제조	타	당성	•••	•••••	•••••	•••••	• • • • • • • • • • • • • • • • • • • •	•••••	5
	제	1	절 1	미술/	시장고	가 금융	융시장	의 흐	름	••••••	••••••	•••••	5
		1	. 세	계 미	술시	장		•••••	•••••		•••••		5
		2	2. 국	내 미	술시	장	•••••				•••••		14
	제	2	절 역	연기금	금의	현재	투자다	배상과	미술	품의	비교 •	•••••	21
_11	0	7	نم ۱	11 -	, E		א ויו	1	 1	人世	۸۱		
제	3	?	5 2	!기=	<u> </u>	-사 나	상으	.도서	Ψ] •	宣告.	의		
			법	적 '	타당	성 …	••••••	•••••	•••••	•••••	••••••	•••••	33
	제	1	절 '	연금투	법상	투자	대상의	비 법적	보 요:	소	••••••	•••••	33
	제	2	절 역	연기금	금 투	자 대	상 편	입을	위한	법적	고려시	·항	44

제	4	장	결론	및	제언	······47
참.	고	문한	<u>]</u>	•••••	•••••	······49
Δ1	et.	rac	† ······	•••••	•••••	54

표 목 차

[표 1] 2011년 Mei-Moses All Art Index와 다른 금융지수와
비교8
[丑 2] Global Art Market Index: 2000-2012 9
[丑 3] Mei-Moses Annual All Art Index and S&P500
1960-2010 10
[五 4] MEI MOSES COLLECTION CATEGORY INDICES
: 2006 RESULTS 11, 29
[표 5] 세계 미술 시장에서의 국가별 거래액 비율 13
[표 6] 코스피 역대 흐름과 국내미술시장 낙찰총액 비교 15
[표 7] 세계 미술경매시장 낙찰총액과 한국 미술경매시장 낙찰
총액 비교 16
[표 8] KAPIX와 KOAPI의 지수 상승률 비교 : 1998-2010 -17
[표 9] KAPIX와 KOSPI의 연도별 상승률 비교: 1998-2009-19
[표 10] 미술품 가격지수: 1998-2008 20
[표 11] 2011년말 시가기준 예상 포트폴리오 22
[표 12] 2011년 여유자금 배분(안) 24
[표 13] 2011년 자산배분(안)의 특성치 25
[표 14] 국민연금 연평균 운용 수익률 25

[丑	15]	국민연금 연도별 운용수익률: 2007-2011 2	26
[丑	16]	국민연금 직접 투자 주식 수익률 2	27
[丑	17]	국민연금 직접 투자 채권 수익률 2	27
[丑	18]	대체투자 항목별 투자 금액 2	28
[丑	19]	미술품 투자 수익률 3	30
[丑	20]	10년 보유 시, 자산별 수익률 비교 3	31
[丑	21]	Art Market Confidence Index: 2001 - 2012 3	37
[표	22]	투자항목별 표준편차 대비 평균수익률 4	13

제 1 장 서 론

제 1 절 문제제기 및 연구의 목적

미술 작품은 그 예술적 가치 이상을 가진 '21세기 신자본(new capital)'이라고 한다. 인터넷 발달과 함께 미술시장은 유동성과 환금성이 풍부한 투자 시장으로 인식되고 있다. 동시에 미술품이 갖는고유의 문화적 이미지는 그 사회의 문화적 경쟁력을 대변하기도 하다.

최근 지적 재산권과 문화 산업에 대해 국가적 투자와 관심이 높아지고 있다. 중국 및 유럽 각국에서는 문화 예술과 지적 재산권에 대한 국민적 인식을 높이고 투자를 확산시키기 위해 노력하고 있다. 그러한 노력의 하나로 미술 시장 확대를 위한 정책들을 함께 수립하고 있다. 반면, 한국의 미술 시장에 대한 정책적 접근은 미미한수준이다. 문화 교류나 작가 복지를 위한 낮은 수준의 정책적 지원으로 일관하고 있다. 문화예술 뉴딜, 예술 창작 지원금 등 작가를위한 지원책에 중점을 두면서 정작 예술인의 자립의 바탕이 될 수있는 미술 시장에 대한 지원은 부족한 상황이다. 2005년 제정된 미술은행 제도도 직접적인 미술품 구매 기능을 가지고 있지만, 작가지원에 한정된 기금 수준에 머물러 있다. 수익구조 또한 적극적 투자보다는 작품 대여라는 소극적인 형태에 그치고 있다. 국제적 무한경쟁 시대에 돌입하고 있는 때에 한국도 다양한 방면의 문화적 컨텐츠에 힘을 실어 문화 권력을 선점할 필요가 있다. 미술 시장에 대한 정책적 투자와 전략도 이러한 관점에서 필요한 것이다. 즉, 미술

시장 활성화 정책의 목적은 1차적으로 문화예술인의 보호와 국민의 문화향수권 신장에 머무를 것이 아니라 2차적으로 국가의 문화권력 제고까지 고려한 것이어야 한다. 미술시장 정책은 문화정책의 하위 로서 미술을 통해 구축 가능한 문화적/외교적 국가 이미지의 설정 전략에 따라 이루어져야 한다. 여기서 미술품에 대한 투자는 한 수 단이 될 수 있다. 한국 미술에 대한 투자는 세계 미술 시장에서 한 국 미술품을 부각시키는 수단이 될 수 있으며, 해외 미술품에 대한 투자의 경우에도 한국의 문화권력을 구축하는 방편의 하나가 될 수 있다.

미술품에 대한 투자는 문화 정책적인 측면 외에 경제적인 측면에서도 잇점이 있다. 미술품은 실재로 수익성이 높은 자산으로 분류될수 있다. 최근 미술품 시장에 대한 경제학적·금융적 연구가 활발히진행되고 있다. 몇몇 연구들은 미술시장이 세계의 금융 시장과 연동하여 움직이며, 다른 금융자산들과 비교하여 장기투자에서 유리한자산임을 증명하였다. 미술품 가격 상승으로 인한 직접적인 수익 외에도 지적 재산권과 문화 산업을 통한 부가가치 형태의 수익 또한가능하다. 따라서 국가의 미술품 투자는 국가 이미지 제고 및 문화적 외교력 증대라는 무형적인 이익에 국한되는 것이 아니라 금융수익이라는 유형적 이익도 함께 수반하는 것이다.

이 연구에서는 국가적 차원의 미술품 투자 실행의 가능성에 대해 연구하고자 한다. 국가의 공적 자금을 통한 적극적인 투자의 실행 여부를 검토하기 위해서는 미술품 투자의 이익이 공익적인 수준에 머무르지 않고 실질적인 수익이 있음을 입증할 필요가 있다. 이를 위해 미술품 투자의 경제적 타당성을 먼저 증명할 것이다. 다음으로 미술품 투자가 공적 자금 투자 시에 요청되는 요건에 부합할 수 있 음을 논리적으로 밝히고자 한다. 특히 연기금의 투자 대상이 될 수 있는가를 중심으로 연구를 진행하였다. 연기금을 거론하는 이유는 연기금이 '중장기 투자'를 목표로 하는 국민 자본이라는 점에 있다.

따라서 본 연구에서는 미술품 투자가 수익성이 있음을 여러 미술 지수를 통해 검증하고, 미술품을 연기금의 투자 대상으로 삼는 것이 경제적 법적으로 적합함을 논리적으로 밝히고자 한다. 이를 통해 연 기금 투자의 수익성을 높이고 동시에 문화적 전략을 통한 국가의 문화권력을 강화하는 단초를 마련하고자 하는 것이 이 논문의 목표 이다.

제 2 절 선행연구

공적 자금으로 투자하기 위해서는 수익성 대한 근거와 법적인 부분에 대한 검토가 동시에 진행되어야 할 것이다. 미술품 투자를 공적 자금의 대상으로 평가하기 위한 연구는 전무하다. 특히 미술 투자에 대한 법적 검토는 전무한 실정이다.

미술 시장에 대해 경제적 시각으로 접근한 연구들은 다수 발견된다. 그러나 대부분 외국의 연구들이며, 국내 미술시장은 외국 미술시장에 비해 역사가 짧고 성립 배경의 차이로 인해 외국의 연구를 그대로 사용할 수 없는 한계가 있다. 국내에서 미술 시장을 경제적으로 접근한 연구들은 많지 않다. 소수의 선행 연구들은 크게 2 가지로 분류된다. 하나는 '미술 시장의 흐름'에 관한 연구이다. 이 경우 금융 시장과의 동조화, 세계 미술 시장과 한국 시장의 연관성, 시장 규모의 변화 등을 주제로 사회과학적으로 접근하고 있다.1) 다른 하나는 국내 미술품의 가격 결정 요인에 대한 연구이다. 이 경우보다 통계적 '계량적인 방법으로 접근하는데, 한국의 경우 통계 자

¹⁾ 관련 논문으로 심상용(2009)의 「글로벌 현대미술과 '글로벌 경제위기'의 상관성과 그 의미」, 서진수(2010)의 「한·중·일 미술 시장과 경기 변동」, 김태성(2008)「투자로서 미술품과 미술품 가격형성에 관한 연구」 등이 있다.

료가 부족하여 주로 특성 가격 모델(헤도닉 모델, Hednic Pricing Model)을 사용하는 점이 특이하다.2)

제 3 절 연구의 내용 및 연구방법

이 연구는 공적 자금을 통한 미술품 투자 실행 시 고려될 실무적 부분에 대한 검토를 선행적으로 연구하는 데 목적과 의의가 있다. 공적 자금 중에서도 특히 대규모 자금 운용을 하고 있는 대표적인 기관인 연기금을 대상으로 그 투자 포트폴리오에 '미술품 투자'를 편입하는 것이 타당한지에 대해 논의하고자 한다. 즉, 연기금에서 미술품에 대한 투자를 시행할 경우, 투자 대상이 갖추어야 할 경제 적·법적 요건들을 미술품도 갖추고 있는지를 검토하는 것을 목적으 로 한다.

경제적 타당성을 밝히기 위해서는 연기금의 현재 투자 항목별 수 익성에 비해 미술품 투자 수익성이 우수하고 안정적임이 검증되어 야 한다. 이를 위해 연기금의 운용 실적과 금융 상품별 수익성을 미 술 시장의 지수에서 드러난 수익성과 비교한다. 이 부분에서는 주로 장기 투자의 관점에서 접근하여 비교할 것이다.

다음은 미술 투자의 법적 타당성이다. 공적 자금인 연금을 통한 투자는 법적 허용이 선행되어야 한다. 이를 위해 '국민연금 운용규 정'과 '국민연금 운용시행세칙' 등에 나타난 연기금 투자 대상에 대 한 법적 규정을 검토하고 미술품 투자가 이에 적합한지 검토할 것 이다.

²⁾ 관련 논문으로 남준우(2010)의 「미술품 가격 결정 요인과 투자 수익률 분석」과 조현승, 김종호(2009)의 「미술품 경매시장에서의 가격결정요인 분석」등이 있다.

Ⅱ. 연기금투자 대상으로서 미술품의 경제적 타당성

연기금 투자 대상으로 미술품을 편입하기 위해서는 연기금 투자의 기본 목표인 수익성이 담보되어야 한다. 나아가 연기금이 현재 투자 대상으로 삼고 있는 금융상품이나 실물자산들과 비교하여 미술품 투자가 수익성 측면에서 우수한 자산임을 검토할 필요가 있다.

제 1 절 미술시장과 금융시장의 흐름

1. 세계 미술시장

미술품을 투자 대상으로 파악하고, 미술시장과 금융시장의 상관관계를 밝히려는 노력이 계속되고 있다. 미술시장의 흐름에 대한 '지수'들이 발명되면서 상관관계 분석은 더욱 가속화되고 있다. 메이-모제스 지수(Mei-Moses Art Index)³⁾를 만든 마이클 모제스 교수는

³⁾ Jianping Mei, Micheal Moses, 「Invertment and the underperformance of Masterpiece s.」, 『American Econimic Review』, December, 2002.

메이-모제스 미술지수(Mei-Moses Fine Art Index)는 마이클 모제스(Micheal Moses) 와 지안핑 메이(Jianping Mei)가 뉴욕대 경영대 교수시절인 2002년에 공동 발표한 것이다. 1) 2000년 이후 미국 경매시장에서 낙찰된 미술품 중, 이전 125년의 기간 동안 2회 이상 거래된 1만 여개의 미술품의 낙찰가격을 반복세일 회기분석을 통해 지수화 하였다. 동일 상품이 일정 기간 두 번 이상 반복적으로 거래되는 경우, 해당 가격의 변화를 통해수익률을 산출하는 방식 경매 중 2회 이상 거래를 한 작품이라는 전제로 인해 제한적인 분석이라는 비판을 받았다. 이러한 점을 보안하기 위하여 2007년부터는 유럽과 중국 시

"미술시장은 주식시장을 6개월에서 18개월의 시차를 두고 따라가는 경향이 있다"고 분석하기도 하였다.4)

미술시장의 거래규모를 바탕으로 분석하면, 미술 시장이 최근 10 여 년간 급성장하였음은 분명하다. 세계 금융 시장의 팽창과 함께 다양한 투자 기법 및 대상의 개발 과정에서, 미술품은 금융 자본의 분산 투자의 한 영역으로 인식되기 시작했다. 금융 열풍과 함께 2007년 최고조에 이른 미술 시장은 이후 2008년의 리만 브라더스 사태 등을 위시한 세계적 금융위기로 인해 동반 위기를 보인바 있다. 이후 미술시장에 대한 비관적 전망과 달리, 최근 세계 시장에서 미술품 거래 금액과 거래량은 미술시장이 빠른 회복세를 보이고 있다.

특히, 지난 10년간 미술시장 수익이 금융 시장에 비해 높았음이 증명되면서 금융계에서는 미술품을 장기 투자에 있어서 안전자산으로 분류하는 시각도 있다. 이러한 긍정적인 평가의 영향으로 2010년과 2011년에는 세계 미술시장으로의 자금 유입이 두드러지게 나타났다. 아트프라이스(Artprice)5)의 '2010년 미술시장 보고서(ART MARKET TRENDS 2010)'에 따르면 2010년 5월 뉴욕 크리스티 경매에서 피카소의 1932년 작 '누드, 녹색 잎과 상반신(Nude, Green Leaves and Bust)'이 1억640만 달러에 낙찰되어 경매 사상 최고가

장의 거래 자료도 포함시켰다. 또, 총 3만 여건의 반복 매매와 2만 여건 상당의 단일 매매 자료를 확보하였고, 연간 3천 건 내외의 자료를 보충하고 있다. Mei-Moses 지수는 '전체 미술품' 지수 이외에도 미술 장르를 7가지로 세분화하여 지수로 발표하고 있다. 카테고리는 소더비와 크리스티의 경매 카테고리에 기준하고 있다. 각 카테고리는 ① 1950년대 이전 미국작품(American before 1950), ② 19세기와 거장(19th Century and Old Master), ③ 인상주의와 모더니즘(Impressionist and Modern), ④ 전후 현대 미술(Post War and Contemporary), ⑤ 1850년이후 영국(British after 1850), ⑥ 라틴아메리카(Latin American), ⑦ 중국전통미술(Traditional Chinese Works)로, 카테고리에 따른 개별지수도 발표하고 있다.

⁴⁾ 신승헌, 「[Art Market] 최근 1년간 거래를 통해 예측한 하반기 미술시장 트렌드」, 『MK뉴스』, 2011. 09. 15.

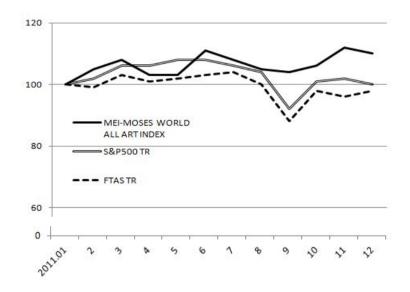
⁵⁾ 인터넷을 통한 경매와 시가 감정을 중심으로 하는 프랑스 미술품 정보회사.

를 기록하기도 하였다.6) 2010년의 낙찰 총액도 93억6000만 달러(약 10조1000억 원)로 2009년에 비해 두 배 가까운 시장 규모의 성장을 보였다. 이는 미술시장의 최대 활황기였던 2007년(낙찰 총액 93억 9000만 달러)의 수준이기도 하다. 다음 해인 '2011년 미술시장 보고서(ART MARKET TRENDS 2011)'에서는 낙찰 총액이 110억5,000만 달러로 2010년에 비해 21%의 성장을 보였으며, 이것은 앞서의 2007년의 호황기의 수준을 뛰어넘는 거래액이다. 2011년의 세계적불황과 유럽 발 금융위기를 감안하면, 미술 시장의 성장은 금융 시장의 성장을 뛰어넘는 수준으로 회복하였음을 알 수 있다.

2010년과 2011년의 세계 미술시장의 성장은 메이-모제스 지수로도 확인할 수 있다. <표 1>에서와 같이 전체 미술 시장거래를 대상으로 지수화한 2011년 메이-모제스 전체 미술시장 지수(Mei-Moses All Art Index)에 따르면 점선으로 표현된 메이-모제스 지수가 나타내는 미술시장 평균 수익률이 실선으로 표현된 주가지수 S&P 500 TR(S&P 500 TOTAL RETURN) 과 FTAS(Financial Times All Shares TR)에 비해 평균적으로 높은 수치를 나타내고 있다. 즉, 미술 시장의 수익률이 주식 시장의 수익률을 초과하고 있는 것이다. 실재, 2011년 미술 시장의 평균 수익률은 11%를 기록, S&P500 지수에 따른 주식 평균 수익률이 9%보다 2% 높은 수치를 기록했다.

⁶⁾ 홍주희, 「"6~18개월 시차로 주식시장 따라가" 국내 미술 시장도 더디지만 반등 조짐 되살 아난 세계 미술시장」, 『중앙SUNDAY』, 2011, 05, 08,

<표 1> 2011년 Mei-Moses All Art Index와 다른 금융지수와 비교7)



글로벌 미술품 가격 지수(Global Art Market Index)⁸⁾에서도 역시 같은 추세를 확인할 수 있다. <표 2>에서와 같이 2008년의 위기에 도 불구하고 2011년에는 전성기인 2007년 수준 이상을 기록하고 있 음을 확인할 수 있다.

⁷⁾ http://www.artasanasset.com

⁸⁾ Artprice(아트프라이스)사가 세계 미술품 경매시장 거래된 누적 수치 45만 여명의 예술가의 작품 2,700만 여개의 경매 낙찰가를 종합하여 Art Price Global Index를 발표하고 있다. 세계 4,500여개의 경매 하우스와 630만 여개의 작품의 동향을 수시로 파악하여 년 4회(1월, 4월 6월, 10월)에 지수를 발표한다. 글로벌 미술 가격 지수의 카테고리는 형식과시대별로 구분한다. 형식별로는 ① 회화(Painting), ② 판화(Prints), ③ 조각(Sculpture), ④ 사진(Photographs), ⑤ 드로잉(Drowing), ⑥ 기타(Other)의 6 가지로 나누고 있다. 시대별로는 ① 근대미술(Modern art), ② 전후 미술 (Post-war art), ③ 현대미술 (Contemporary art), ④ 고전 거장(Old Masters) ⑤ 19세기 작품(19th century art)의 5 가지로 나누고 있다. 이 밖에도 중국 고대와 근대 거장(the Chinese Old and Modern masters), 경매 수익 상위 작가의 순위를 나타낸 상위500 예술가(the Top 500 artists)와 경매가 상위 작품 순위인 가격 상위 작품100(the Top 100) 등도 함께 발표하고 있다.

250 200 150 100 50 2000 2001 2002 2003 2004 2005 2006 2007 2008 2009 2010 2011 2012

<표 2> Global Art Market Index : 2000-2012 9)

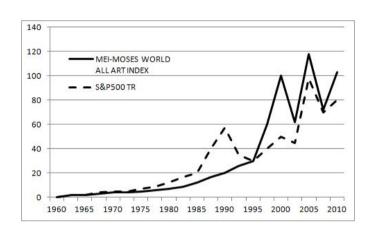
한편, 미술시장의 장기적인 성장도 <표 2>를 통해 확인할 수 있다. <표 2>에서 2000년의 미술시장 수익률을 기준인 100으로 둔 글로벌 미술시장 지수는 2011년 200 이상의 지수를 나타내며 전체적으로는 우상향의 방향성을 보이고 있다. 이를 통해 미술 시장의 수익률은 장기에서 꾸준히 증가하는 추세이며, 지난 10년간 평균 수익률이 약 200% 상승 했음을 알 수 있다.

장기의 미술시장의 성장은 메이-모제스 지수 분석을 통해서도 확인할 수 있다. <그림 3>과 같이 1953년부터 2003년까지 50년 동안의 수익률을 분석한 결과 역시 메이-모제스 지수의 상승률은 30,000%로 S&P500지수 상승률 25,000%에 비해 높은 수익률을 보였다. 특히, 메이-모제스 지수는 2001년부터 2010년까지 10년 동안의미술시장의 평균수익률은 7.8%로, 주식시장 지수인 S&P500지수의 10년 평균수익률이 2.7%인 것에 비해 주식시장에 비해 미술시장의

⁹⁾ Artprice.com, "ART MARKET TRENDS 2011", 2012.

수익률이 3배 가량 높음 나타내기도 하였다.

<班 3> Mei-Moses Annual All Art Index and S&P500 : 1960-2010¹⁰⁾



지안핑 메이(Jianping Mei)가 발표한 '한국미술품시가감정의 현황과 전망¹¹⁾'에서 제시한 자료를 통해보다 미술품과 금융상품의 수익률의 변화를 보다 구체적으로 분석할 수 있다. <표 4>은 2006년을 기준 으로 미술시장과 금융시장, 현물시장 상품들의 수익률을 보여주고 있다.

¹⁰⁾ www.artprice.com

¹¹⁾ Jianping Mei, 「Art Valuation and appraisal」, "한국미술품시가감정의 현황과 전망", (사)한국미술품감정협회 주최 국제세미나, 2010.4.28

<班 4> MEI MOSES COLLECTION CATEGORY INDICES : 2006 RESULTS 12)

(단위:%)

COMPOUND ANNUAL RETURNS										
	Ameri can before 1950	Impre ssionis t and Moder n	19th Centur y and Old Maste r	Post War and Conte mpora ry	S&P50 0 TOTAL RETUR N	U.S. TREAS URY 10 YEAR NOTE S	U.S. TREAS URY 90 DAYS BILL	GOLD		
Last 50 years	13.06	9.16	9.45		10.26	6.69	5.45	5.53		
Last 25 years	7.71	6.98	7.53	11.87	13.35	10.33	5.77	-0.84		
Last 10 years	10.53	7.28	4.25	15.23	3.36	6.87	3.62	3.01		
Last 5 years	10.54	10.71	5.47	19.06	6.08	5.5	2.08	13.77		
Last years	34.58	10.24	-0.76	45.03	15.79	2.68	3.13	18.4		
	S	RANDARI	DEVIAT	ION OF	ANNUAL	RETURN:	S			
Last 50 years	38.41	22.62	23.61	N/A	16.52	9.67	2.82	27.45		
Last 25 years	18.51	19.63	20.33	33.95	15.66	11.21	3.1	15.4		
Last 10 years	13.68	6.69	17.17	14.13	18.51	4.96	1.74	14.32		
	CORRELATION OF ANNUAL RETURNS									
Last 50 years	0.22	-0.23	0.02	N/A	1	-0.08	0.01	-0.21		
Last 25 years	0.28	-0.11	0.16	-0.21	1	0.09	0.08	-0.11		

이 자료에서 미술품의 경우, 경매시장에 거래되는 미술품을 카테고리별로 4가지로 분류하여 비교하였다. ①1950년대 이전 미국작품 (American before 1950), ②19세기와 거장(19th Century and Old Master), ③인상주의와 근대미술(Impressionist and Modern), ④전

¹²⁾ Jianping Mei, 「Art Valuation and appraisal」, "한국미술품시가감정의 현황과 전망", (사)한국미술품감정협회 주최 국제세미나, 2010.4.28

후와 현대미술(Post War and Contemporary)의 4가지로 세분화된 미술품 분야별로 수익률을 각각제시하고 있다. 금융시장에서는 주식 (S&P500 지수), 미국 국채 10년 물(U.S. TREASURY 10 YEAR NOTES), 미국 국채 3개월 물(U.S. TREASURY 90 DAYS BILLS)과 현물시장에서는 금을 선정하였다. 총 8가지 항목의 수익률을 과거 50년, 25년, 10년, 5년, 1년으로 기록하고, 투자 위험과 관련하여과거 50년, 25년, 10년의 표준편차(Standard Deviation)와 50년, 25년의 상관관계(Correlation)를 조사하였다.

미술품의 경우 카테고리별로 수익률의 차이를 보이나, 미술품의 평균수익률은 장기와 단기에서 모두 금융상품에 앞섬을 확인할 수 있다.

우선 1년의 단기간을 분석하면, <표 4>에서 2006년을 기준, 미술품의 평균 수익률이 금융시장의 수익률에 비해 높게 나타나고 있음을 알 수 있다. 이 기간 주식 시장의 평균 수익률이 15.79%, 현물인금의 평균 수익률이 18.4%인데 반해, 미술시장은 평균 수익률 20% 내외로 가장 높게 나타났다.13) 그러나, 세부 항목에서는 최고 수익률인 ④전후 현대 미술(Post War and Contemporary)의 경우45.03%, 최저 수익률인 ②19세기와 거장(19th Century and Old Master)의 경우 (-)수익률을 나타내고 있어 단기에서 미술품의 투자편차가 큼을 알 수 있다.

10년을 기준으로 분석한 경우에도 역시, 다른 금융 시장에 비해 미술품의 수익률이 높게 나타난다. 수익률의 분포가 주식시장 8.36%, 채권시장 10년물 6.87%, 3개월물 3.62%, 금 3.01%인데 반해 미술품 평균 수익률 10%대로 다른 금융상품에 비해 높은 수익률을

¹³⁾ 미술품 평균 수익률은 미술품 항목의 수익률을 합산하여 산술평균으로 구하였다.

보이고 있다. 투자 편차의 경우, 단기의 경우보다 작은 차를 보인다. 미술품의 카테고리별 수익률이 최고는 ④전후 현대 미술(Post War and Contemporary)로 15.23%를 기록, 최저인 ②19세기와 거장(19th Century and Old Master)의 수익률 4.25%로 단기 1년의 비교 결과에 비해 편차가 작음을 알 수 있다.

이러한 세계 미술시장의 급속한 팽창의 원인으로 아시아 미술시장 특히, 중국 미술시장의 성장을 빼놓을 수는 없다. 중국의 경우, 중국내 미술시장조사기관인 '야창미술시장모니터링센터(AMMA)'의 발표에 따르면, 중국내 미술품 총거래액은 2010년 10조, 2011년 17조원으로 급성장세를 보이고 있다.14) 중국내 사모펀드나 신탁기금의미술시장 진입이 급속히 이루어지고, 미술품을 대상으로 한 다양한금융 상품의 신설이 중국시장 팽창의 한 원인이라는 분석이다. 이러한 중국 미술시장의 팽창은 중국내에만 머물지 않고 세계 미술시장에도 중국의 영향력을 넓히고 있다.

<표 5> 세계 미술 시장에서의 국가별 거래액 비율15)

	미국	영국	중국	프랑스	이탈리아
2006	45.9	26.9	4.9	6.4	2.8
2007	41.7	29.7	7.3	6.4	2.4
2008	36.5	35.7	7.2	6.0	2.7
2009	27.9	21.3	17.4	13.9	3.2
2010	29.9	19.4	33.0	5.1	1.5

¹⁴⁾ 이영란, 「작년 중국미술경매시장 17조원, 한국(918억)의 185배」,『헤럴드경제』, 2012. 03. 18.

¹⁵⁾ 한국미술감정협회, "Art Market Trends", 2011

< 표 5>는 세계 미술시장에서 국가별 거래액 비율을 보여주고 있다. 2006년 4.9%에 불과하던 중국의 시장규모는 2009년 17.4%로 미국과 영국에 이어 3위였던 것이, 2010년 33%로 미국의 29.9%를 누르고 세계 1위로 집계되기에 이른다. 2011년에는 43.4%로 2위인 미국 시장의 23.6%와 격차를 넓히고 있다.

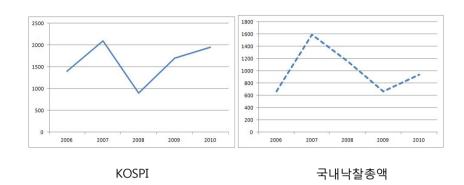
낙찰가 또한 중국 작품이 경매 최고가를 갱신하기도 한다. 아트프라이스의 '미술시장 트렌드 2011'에 따르면, 2011년에 이전 13년간세계 미술 경매시장의 낙찰 총액 1위였던 파블로 피카소(Pablo Picasso, 1881~1973)가 3위로 하락하고 대신 중국 화가들이 1위와 2위로 집계되었다. 중국 서화가 장다첸(張大千, 1899~1983)이 총 1371점, 5억5453만 달러(약 6205억원)으로 1위를 기록했다. 2위는 역시 중국 화가 치바이스(齊白石, 1864~1957)였다. 상위 10에는 쉬베이홍(徐悲鴻, 1895~1953), 우관중(吳冠中, 1919~2010)등 중국 작가가 6명이나 포함됐다. 한국 작가는 김환기(219위)와 이우환(246위) 2명만이 500위 안에 이름을 올린 것과는 대조적이다.16)

2. 국내 미술시장

국내미술시장 또한 2000년 이후 세계미술시장과 비슷한 움직임을 보이고 있다. 특히, 금융시장과 미술시장의 동조화 현상은 한국 미 술시장에서도 마찬가지로 나타나고 있다. <표 6>에서 보듯이 국내 미술시장의 낙찰 총액의 변화는 시차는 있으나 코스피와 비슷한 흐 름을 나타낸다.

¹⁶⁾ 조상인, 「[기자의 눈] 갈 길 바쁜 한국미술의 세계화」, 『서울경제』, 2012. 3. 14.

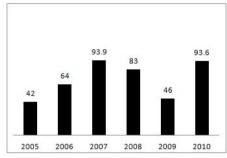
<표 6> 코스피 역대 흐름과 국내미술시장 낙찰총액 비교17)

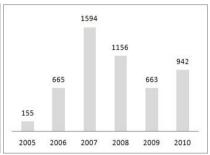


국내 미술시장은 세계 미술시장과 마찬가지로 금융시장의 팽창과함께 2007년 최고 전성기를 맞이한 이후, 2008년 금융 위기와 급속히 쇠락과 2009년부터 회복이라는 세계미술 시장의 흐름과 동일한과정을 따르고 있다. 그러나 2011년의 경우, 세계 미술시장이 호황기를 넘어서는 가파른 상승을 보이는 것과는 달리 국내 미술시장은약한 회복세를 보이고 있다. 미술시장연구소에 따르면 2010년 서울옥션 경매에서는 이중섭의 '황소'가 35억 6천만 원에 낙찰되는 등경매시장이 회복되면서 낙찰 총액이 증가하였다. 2011년 국내 미술시장 총 거래액은 약 918억 원으로 증가하였으나, 최고 호황기였던 2007년 1,926억 원에 비해 절반 정도에 불과한 수준에 머물렀다.

¹⁷⁾ 신승헌, 「Art Market, 최근 1년간 거래를 통해 예측한 하반기 미술시장 트렌드」, 『MK 뉴스』, 2011. 09. 15.

<표 7> 세계미술경매시장 낙찰총액과 한국미술경매시장 낙찰총액 비교¹⁸⁾





한국낙찰총액(억 원)

세계낙찰총액(억 달러)

세계 미술시장과 국내 미술시장의 낙찰 총액을 비교해 보면, <표 7>에서와 같이, 세계 미술시장과 국내 미술시장의 흐름은 대체로 일치하며, 2009년 이후 두 시장 모두 회복세를 나타내고 있다.

이와 같은 미술시장의 회복세는 한국아트밸류연구소의 미술시장지수(Korea Art Price Index: KAPIX)지수¹⁹⁾를 통해서도 확인할 수있다. 미술시장지수에 따르면, 2007년 지수 상승률은 61.55%로 2005년에서 2007년 사이에 급팽창했다. 그러나 2008년 글로벌 금융위기를 맞으면서 지수는 2008년 (-)28%, 2009년 (-)39%로 급속히 하락하였다.²⁰⁾ 미술품의 실재 가격 역시 2008년과 2009년 사이에 약58%가 떨어졌다. 2010년에는 국내 증시가 18% 회복하면서 미술시

¹⁸⁾ 한국미술감정협회, "Art Market Trends", 2010.

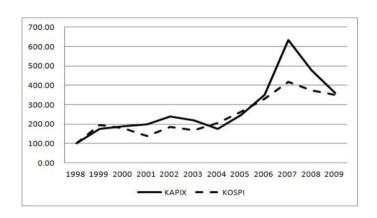
¹⁹⁾ KAPIX는 1998년에서 2008년의 11년간 서울옥션과 K옥션에서 낙찰된 낙찰가를 토대로 미술 시장 가격을 분석하여, 1998년의 거래가를 기준인 지수 100으로 삼아 상대지수로 표시하였다.

²⁰⁾ 최정표, 「2009년 상반기 그림시장 현황」, 아트밸류연구소, 2009.

장도 9% 상승하여 회복세를 보였다. 2011년에는 세계 미술시장의 2007년을 뛰어넘는 성과와는 달리, 국내증시가 5% 상승한데 반해 국내 미술시장은 2% 하락하여, 미술시장의 회복에 대한 기대감을 무산시키기도 하였다.²¹⁾ 그러나 전반적인 우상향 곡선의 형태는 깨뜨리지 않으므로, 회복의 추세는 유지되는 것으로 판단된다.

장기에서는 국내 미술시장 규모 성장과 수익률 상승을 확연히 관찰할 수 있다. 한국아트밸류연구소가 경매 낙찰가를 대상으로 1998년과 2008년의 미술품의 실거래 가격을 직접 비교한 결과, 10년간미술품 가격이 5배 가량 상승하였음을 밝히기도 하였다.

<표 8> KAPIX와 KOAPI의 지수 상승률 비교: 1998-2010 ²²⁾



또한, 한국아트밸류연구소는 한국미술가격지수(KAPIX)와 코스피

²¹⁾ 홍주희, 「6~18개월 시차로 주식시장 따라가"국내 미술 시장도 더디지만 반등 조짐 되살아난 세계 미술시장」, 『중앙SUNDAY』, 2011. 05. 08.

²²⁾ 최정표. 「올 한국미술시장 낙폭줄고 횡보세」. 『파이넨셜뉴스』. 2010. 02. 24.

지수(KOSPI)의 변화를 비교하여 주식 시장의 움직임과 미술품 시장의 움직임을 비교·분석하였다. 두 지수의 1998년 수치를 기준인 100으로 정하고, 상대적인 변화를 비교하였다. KAPIX 지수는 <표 8>에서와 같이 우상향 형태를 나타내고 있는데, 이것은 국내 미술시장규모의 팽창 및 수익률의 상승을 나타내고 있는 것이다. 구체적으로 2010년의 지수는 360으로 1998년에 비해 시장이 3.6배 성장하였으며, 동시에 10년 평균 수익률이 360%라고 해석할 수 있다. 주식 시장과의 비교하면, 2010년 KOSPI 주가지수는 349로 미술시장의 성장속도 및 수익률이 주식시장보다 약간 더 높은 것을 알 수 있다.²³⁾

1998년부터 2009년의 '<표 9> KAPIX와 KOSPI의 연도별 상승률 비교'에서는 또 1998년부터 2009년의 년도별 지수 상승률의 평균은 KAPIX 지수가 11.65%, KOSPI 지수가 11.37%로 거의 일치함을 알 수 있다. 이것은 위 <표 8>에서 10년간의 KAPIX 지수는 360, KOSPI 지수는 349로 평가된 것과 일치한다. 한편, 개별 연도에 따 른 미술 시장의 KAPIX 지수 상승률과 금융 시장의 KOSPI 지수 상승률이 일치하지 않음을 알 수 있다. 그러나 상승률의 감소나 지 수의 (-)상승을 '부정적 시장'으로 보고, 상승률 증가나 지수의(+)상 승을 '긍정적 시장'으로 추세를 중심으로 파악한다면, 2000년과 2001 년, 2004년을 제외한 나머지 해에는 두 시장의 지수 상승률의 추세 는 일치함을 알 수 있다. KOPIX 지수를 통한 분석에서는 국내 미 술 시장의 경우, 장기에서 수익률은 (+)를 나타내어 장기 투자가 유 효함을 알 수 있다. 또한 매년 11%정도의 수익률 상승도 기대된다. 금융 시장과의 관계에 대해서는 단기에서는 금융 시장 수익률과 흐 름은 일치하지만 수익률의 크기가 동조화 되어있지는 않다. 한편 장 기에서는 거의 일치하는 혹은 약간 높은 수준을 보이고 있다고 평

²³⁾ 최정표, 「2011년 한국 그림시장결산」, 한국아트벨류연구소. 2011.

가할 수 있다.

<표 9> KAPIX와 KOSPI의 연도별 상승률 비교: 1998-2009²⁴⁾

	K/	APIX	К	OSPI	
	지수	상승률	지수	상승률	
1998	100.00	-	100.00	-	
1999	176.58	56.85	196.91	67.76	
2000	189.85	7.24	180.03	-8.96	
2001	200.14	5.28	139.70	-25.36	
2002	238.40	17.49	184.93	28.05	
2003	219.32	-8.34	167.05	-10.07	
2004	174.95	-22.60	204.74	20.34	
2005	245.49	33.87	262.74	24.94	
2006	351.40	35.87	330.69	23.00	
2007	632.40	56.76	419.57	23.81	
2008	477.55	-28.08	375.41	-11.12	
2009	360.05	-28.24	349.13	-7.26	
평균		11.65		11.37	

한편, 남준우의 논문 「미술품 가격결정요인 및 투자수익률」에 제시된 미술 시장지수를 통해서도 국내 미술시장의 성장을 분석할수 있다. 남준우는 그의 논문에서 회기분석을 통한 특성 가격 모형을 통해 1998년에서 2008년 10년간 미술품 가격 지수를 설정하였다. 1998년의 가격을 지수 100으로 설정하고 상대적인 지수를 산정하고

²⁴⁾ 최정표, 「올 한국미술시장 낙폭줄고 횡보세」, 『파이덴셜뉴스』, 2010. 02. 24.

있다. 1999년 가격 지수가 208.5를 기록하여 미술품 가격이 1년사이약 2배가량 상승함을 보여주고 있다. 이후 2006년까지 꾸준한 상승을 보이다가 역시 2006년과 2007년 사이 지수가 336.4에서 670.6으로 2배 가량 폭등하여 최고치를 이룬 후, 2008년은 465.5로 하락세로 돌아서고 있다. 이것은 앞서 여러 지수에서 분석한 것과 같이 세계 금융위기의 여파로 인한 국내 금융시장 위기가 미술 시장에도 영향을 미친 것을 반영하고 있다.

<표 10> 미술품 가격지수: 1998-2008 25)

	지수	회귀계수	표준오차	유의확률
1998	100	-	-	-
1999	208.5	0.735	0.294	0.012
2000	251.2	0.921	0.284	0.001
2001	249.2	0.913	0.227	0.001
2002	269.7	0.992	0.227	0.000
2003	246.9	0.904	0.275	0.001
2004	202.4	0.705	0.276	0.011
2005	240.1	0.876	0.272	0.001
2006	336.4	1.213	0.269	0.000
2007	670.6	1.903	0.270	0.000
2008	465.5	1.538	0.271	0.000

남준우의 연구에서도 1998년 이후 2008년까지 미술품 가격의 기

²⁵⁾ 남준우, 「미술품 가격결정요인 및 투자수익률」, 2010, p.19.

복은 있었으나, 2008년은 지수 465.5로 1998년의 4.6배에 달한다. 역시 장기에서 미술품의 투자의 수익이 유효함을 나타내고 있다.

제 2 절 연기금의 현재 투자 대상과 미술품의 비교

세계시장과 해외시장에서 미술품 투자의 수익성이 유효함을 알수 있었다. 공적 자금의 투자 포트폴리오에 추가하기 위해서는 미술품 투자가 현재 기금에 편입된 다른 투자 대상들과 비교하여 위험과 수익 측면에서 투자 대상으로 타당함을 경제적 측면에서 검토할필요가 있다.

연기금은 2011년 말 기준 336조에 이르며, 이 중 운용가능한 자금은 약 64조원 규모이다. 연기금의 '기금운용계획'에서 따라 금융부문, 복지부문 및 기타부문으로 나누어 운용한다. 기금의 금융부문은 다시 국내주식, 해외주식, 국내채권, 해외채권, 대체투자 및 기타 금융상품으로 나누어 운용하는데, 복지와 기타투자에 대한 0.23% 제외한대부분을 금융 분야에 투자하고 있다. 포트폴리오 구성은 중기 목표에 따라 설정되는데, 2011년 기준 목표 국내 주식 18%, 해외 주식6.6%, 국내 채권 63.5%, 해외 채권 4.1%, 대체 투자 7.8%로 항목별구성비는 시장 상황에 따라 매년 1% 내외의 증감을 보인다. 연중위험에 대한 포트폴리오 변경은 국내 주식 5%, 해외 주식 1.5%, 국내 채권 8%, 해외 채권 1.5%, 대체 투자 2% 내외의 증감이 가능하나, 포트폴리오 구성비가 목표치에 근접하도록 해야 한다.

< 표 11> 2011년말 시가기준 예상 포트폴리오²⁶⁾

(단위: 억원, %)

 구 분		ы	2011년	말(A)	2010년	말(B)	증감
		군	금액(A)	비중	금액(B)	비중	(A-B)
토	부지	부 문	1,101	0.03	1,309	0.04	-208
E	급 융	부 문	3,357,881	99.80	3,028,273	99.90	329,608
	주	식	826,700	24.60	657,135	21.70	169,565
		국 내	605,782	18.00	502,693	16.60	103,089
		해 외	220,918	6.60	154,442	5.10	66,476
	치	l 권	2,270,371	67.50	2,177,328	71.80	93,043
		국 내	2,133,212	63.40	2,053,169	67.70	80,043
		해 외	137,159	4.10	124,159	4.10	13,000
	대	체투자	260,809	7.80	193,809	6.40	67,000
기 타 부 문		6,260	0.20	3,215	0.10	3,045	
{	총 적	립 금	3,365,242	100.00	3,032,797	100	332,445

'국민연금 운용계획'에 따르면 투자 금액별 포트폴리오를 2011년 기준 다음과 같이 밝히고 있다. 국민연금은 0.03%로 가장 작은 비중을 차지하는 복지 부문이 1,000억 원에 육박하여 거대 공적 자금이다. 이 중 운용가능한 자금은 64조원으로, 여유자금으로 분류하여투자하고 있다. 투자 결정시 고려대상은 기본적으로 중장기 운용 방안에 바탕을 두고 기금운용위원회가 결정한다.

연기금은 '중장기 기금운용방안'에서 운용 방향을 6가지로 제시하

²⁶⁾ 보건복지부, 「국민연금 운용계획」, 2010. 6.

고 있다.27)

- ① 국민경제적 측면을 고려하여 공공 및 복지 부문 투자 지속
- ② 공공 부문의 운용은 국고채 금리 및 공공자금관리기금 예탁 이자율 등을 감안하여 탄력적으로 운용
- ③ 연금급여 성격의 장기 듀레이션(Long Duration)을 활용한 장 기투자 지향
- ④ 투자 대상 다변화
- ⑤ 금융시장과 기업성장 등 국가경제발전에 기여
- ⑥ 기금운용의 투명성 강화

특히 ①에서 공공 부문에 관한 투자에 대해 사회적 효용 증가와 기금의 기회비용을 고려하여 기금 운용 위원회의 결정에 따라 투자하고, ④에서 SOC 민자 사업이나 부동산, 구조조정펀드, 벤처 등 다양한 투자 대상을 고려하고 있음을 밝히고 있다. 이에 따른 실질적은 운용 배분안은 <표 12>과 같다. 이와 같이 다양한 분야에 대한투자가 이행되고 있다. 따라서 연기금의 운용 요건에 맞는 투자 상품의 편입이 가능하며, 미술품 또한 투자 대상으로 편입될 가능성이 있다.

²⁷⁾ http://www.nps.or.kr/jsppage/intro/fund/introduction/introduction_06.jsp

<표 12> 2011년 여유자금 배분(안) 28)

(단위 : 억원)

구 분 2011년(A) 2010년(B) 증감(A-B) 주 식 123,000 215,385 △92,385 (순 증) -123,000 -118,000 -5,000 국 내 69,000 152,532 △83,532 (순 증) -69,000 -69,000 - 해 외 54,000 62,853 △8,853 (순 증) -54,000 -49,000 -5,000 채 권 445,512 445,113 399 (순 증) -93,043 -105,932 (△12,889) 국 내 420,022 411,560 8,463 (순 증) -80,043 -92,932 (△12,889) 해 외 25,490 33,554 △8,064 (순 증) -13,000 -13,000 - 다체투자 71,052 59,000 12,052 -67,000 -57,200 -9,800 SOC투자 7,200 9,000 △1,800 부동산투자 8,000 12,000 △4,000 기타 사모투자 15,852 13,000 2,852 <tr< th=""><th></th><th></th><th></th><th></th><th><u>(271 · 72)</u></th></tr<>					<u>(271 · 72)</u>
(순 증) -123,000 -118,000 -5,000 국 내 69,000 152,532 △83,532 (순 증) -69,000 -69,000 - 해 외 54,000 62,853 △8,853 (순 증) -54,000 -49,000 -5,000 채 권 445,512 445,113 399 (순 증) -93,043 -105,932 (△12,889) 국 내 420,022 411,560 8,463 (순 증) -80,043 -92,932 (△12,889) 해 외 25,490 33,554 △8,064 (순 증) -13,000 -13,000 - 대체투자 71,052 59,000 12,052 대체투자 667,000 -57,200 -9,800 SOC투자 7,200 9,000 △1,800 부동산투자 8,000 12,000 △4,000 기타 사모투자 15,852 13,000 2,852		구 분	2011년(A)	2010년(B)	증감(A-B)
국 내 69,000 152,532 △83,532 (순 증) -69,000 -69,000 -5,000		주 식	123,000	215,385	△92,385
(순 증) -69,000 -69,000 - 해 외 54,000 62,853 △8,853 (순 증) -54,000 -49,000 -5,000 채 권 445,512 445,113 399 (순 증) -93,043 -105,932 (△12,889) 국 내 420,022 411,560 8,463 (순 증) -80,043 -92,932 (△12,889) 해 외 25,490 33,554 △8,064 (순 증) -13,000 -13,000 - 대체투자 71,052 59,000 12,052 대체투자 7,200 9,000 △1,800 부동산투자 8,000 12,000 △4,000 기타 사모투자 15,852 13,000 2,852		(순 증)	-123,000	-118,000	-5,000
해외 54,000 62,853 △8,853 (순증) -54,000 -49,000 -5,000 개 권 445,512 445,113 399 (순증) -93,043 -105,932 (△12,889) 국 내 420,022 411,560 8,463 (순증) -80,043 -92,932 (△12,889) 해외 25,490 33,554 △8,064 (순증) -13,000 -13,000 -11,052 59,000 12,052 -67,000 -57,200 -9,800 SOC투자 7,200 9,000 △1,800 부동산투자 8,000 12,000 △4,000 기타 사모투자 15,852 13,000 2,852		국 내	69,000	152,532	△83,532
(순 증) -54,000 -49,000 -5,000 채 권 445,512 445,113 399 (순 증) -93,043 -105,932 (△12,889) 국 내 420,022 411,560 8,463 (순 증) -80,043 -92,932 (△12,889) 해 외 25,490 33,554 △8,064 (순 증) -13,000 -13,000 - 대체투자 71,052 59,000 12,052 -67,000 -57,200 -9,800 SOC투자 7,200 9,000 △1,800 부동산투자 8,000 12,000 △4,000 기타 사모투자 15,852 13,000 2,852		(순 증)	-69,000	-69,000	-
채 권 (순 증) -93,043 -105,932 (△12,889) 국 내 420,022 411,560 8,463 (순 증) -80,043 -92,932 (△12,889) 해 외 25,490 33,554 △8,064 (순 증) -13,000 -13,000 - 대체투자 71,052 59,000 12,052 다시투자 7,200 9,000 △1,800 부동산투자 8,000 12,000 △4,000 기타 사모투자 15,852 13,000 2,852		해 외	54,000	62,853	△8,853
(순 증) -93,043 -105,932 (△12,889) 국 내 420,022 411,560 8,463 (순 증) -80,043 -92,932 (△12,889) 해 외 25,490 33,554 △8,064 (순 증) -13,000 -13,000 - 대체투자 71,052 59,000 12,052 -67,000 -57,200 -9,800 SOC투자 7,200 9,000 △1,800 부동산투자 8,000 12,000 △4,000 기타 사모투자 15,852 13,000 2,852		(순 증)	-54,000	-49,000	-5,000
국 내 420,022 411,560 8,463 (순 증) -80,043 -92,932 (△12,889) 해 외 25,490 33,554 △8,064 (순 증) -13,000 -13,000 -14,052 59,000 12,052 -67,000 -57,200 -9,800 SOC투자 7,200 9,000 △1,800 부동산투자 8,000 12,000 △4,000 기타 사모투자 15,852 13,000 2,852		채 권	445,512	445,113	399
(순 증) -80,043 -92,932 (△12,889) 해 외 25,490 33,554 △8,064 (순 증) -13,000 -13,000 - 대체투자 71,052 59,000 12,052 -67,000 -57,200 -9,800 SOC투자 7,200 9,000 △1,800 부동산투자 8,000 12,000 △4,000 기타 사모투자 15,852 13,000 2,852		(순 증)	-93,043	-105,932	(△12,889)
해 외 (순 증) -13,000 -13,000 - 대체투자 71,052 59,000 12,052 -67,000 -57,200 -9,800		국 내	420,022	411,560	8,463
(순 증)-13,000-13,000-대체투자71,05259,00012,052-67,000-57,200-9,800SOC투자7,2009,000△1,800부동산투자8,00012,000△4,000기타 사모투자15,85213,0002,852		(순 증)	-80,043	-92,932	(△12,889)
대체투자71,052 -67,00059,000 -57,20012,052 -9,800SOC투자7,2009,000△1,800부동산투자8,00012,000△4,000기타 사모투자15,85213,0002,852		해 외	25,490	33,554	△8,064
내제투사 -67,000 -57,200 -9,800 SOC투자 7,200 9,000 △1,800 부동산투자 8,000 12,000 △4,000 기타 사모투자 15,852 13,000 2,852		(순 증)	-13,000	-13,000	-
SOC투자 7,200 9,000 △1,800 부동산투자 8,000 12,000 △4,000 기타 사모투자 15,852 13,000 2,852		rutie TL	71,052	59,000	12,052
부동산투자8,00012,000△4,000기타 사모투자15,85213,0002,852		네세구시	-67,000	-57,200	-9,800
기타 사모투자 15,852 13,000 2,852		SOC투자	7,200	9,000	△1,800
		부동산투자	8,000	12,000	△4,000
해외 대체투자 40,000 25,000 15,000		기타 사모투자	15,852	13,000	2,852
		해외 대체투자	40,000	25,000	15,000
여유자금 계 639,564 719,498 △79,934	여유자금 계		639,564	719,498	△79,934

주1) 「중기(2011~15년) 자산배분」(10.6월, 기금위 의결)에 의한 2011년도 대체투 자의 이행계획 비중은 국내 약 63%와 해외 약 37%이나, 시장 상황을 고려, 기금운용계획상 비중은 국내를 축소하고 해외를 확대 조정함

미술품을 편입하기 위해 겈토해야할 연기금의 기준 중, 수익률 기준은 어떠한가? 기금의 목표수익률은 '국민연금 운용지침'에 잘나타나있다. 기금 운용에 있어 장기 운용수익률이 '실질경제성

주2) 2011년 여유자금 63조 9,564억원은 채권 원금회수 34조 5,756억원, 위탁운용 만기도래원리금 1조 765억원(단기자금 6,714억원, 대체투자 4,051억원)을 포함

²⁸⁾ 보건복지부, 「국민연금 운용계획」, 2010. 6.

장률+소비자물가상승률±조정치'를 달성하도록 노력하여야 하며 이 에 따라 여유자금 투자를 통한 기대수익률 목표를 2011의 경우 6.3%로 하고 있다.

<표 13> 2011년 자산배분(안)의 특성치 29)

(단위:%)

기대수익률	위 험 ¹⁾	연간손실확률 ²⁾
6.3	5.9	14.4

주 : 1) 포트폴리오의 표준편차 2) 1년간 운용수익률이 (-)수익률일 가능성

실재 운용 수익은 2008년에는 (-)를, 2010년에는 2%를 기록하는 등 매년 금융 시장의 상황에 따라 차이가 있으나. 최근 3년 평균 수 익률은 7%대를 기록하고 있다.

<표 14> 국민연금 연평균 운용 수익률30)



²⁹⁾ 보건복지부, '국민연금 운용계획', 2010. 6.

³⁰⁾ http://www.nps.or.kr/jsppage/intro/fund/fund_announce/announce_06_03_01.jsp

현재 연기금의 운용 수익은 항상 (+)를 기록하고 있지는 않다. <표 15> '국민연금 연도별 운용수익률: 2007-2011'에서 보듯이 투자부문에 따라 (-) 수익률을 기록하기도 한다. 2008년과 2009년의 해외 대체 투자나 2008년과 2011년의 주식의 트지 수익률은 (-)를 기록하고 있다.

<표 15> 국민연금 연도별 운용수익률: 2007-201131)

(단위 : 억원, %)

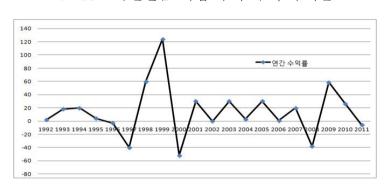
			연	도별 수익률	물 ³⁾	
	구 분	2011(잠 정)	2010	2009	2008	2007
	금융부문	2.31	10.39	10.41	(-0.19)	6.81
	주 식	(-9.46)	21.86	45.4	(-42.87)	33.66
	국내주식	(-10.34)	25.41	51	(-39.00)	37.07
	해외주식	(-6.90)	13.04	26.5	(-58.69)	3.70
	채 권	5.73	7.52	3.98	10.49	2.66
	국내채권"	5.67	7.59	4.09	10.61	2.69
	해외채권⊅	6.59	6.52	2.23	9.19	2.43
	대 체	10.22	8.66	(-0.92)	2.73	6.08
	국내대체	9.02	7.71	4.06	3.53	6.50
	해외대체	12.04	10.47	(-21.09)	(-2.86)	0.73
복지부문		(-0.55)	(-0.29)	0.53	(-0.07)	1.52
기타부문		1.39	1.18	3.02	4.20	3.81
공공부문		-	-	-	-	-
기금자산 계		2.31	10.37	10.39	-0.18	6.79
	수익금²)	76,717	301,058	262,462	-41.914	137,189

주 : 1) 단기자금의 평가금액 및 수익금 포함

- 2) 해당기간 누적 수익금
- 3) 장부가평가수익률

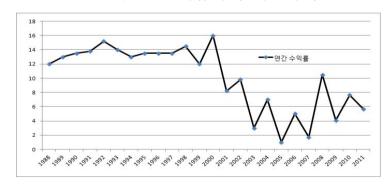
³¹⁾ 보건복지부, '2011년도 국민연금기금 결산(안)과 국민연금 의결권 행사지침 개정(안)', 2012. 7.

특히 주식 부문의 경우, 2008년 (-)42.87%에 이어 2011년 (-)9.46%를 보이는 등 금융 시장의 위기에 따라 손실을 나타내기도 하였다. 주식 부문의 연기금 직접 투자만을 대상으로 투자 수익률을 분석하면 <표 16>과 같다.



<표 16> 국민연금 직접 투자 주식 수익률32)

채권의 경우, 안정적 투자가 가능하다. 그러나 2000년을 기점으로 이전에 평균수익률이 10% 내외에서 이후 6% 내외로 낮아졌음을 알수 있다.



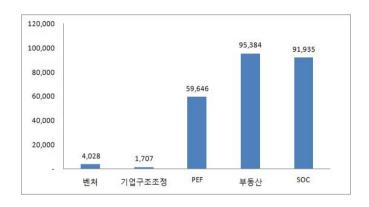
<표 17> 국민연금 직접 투자 채권 수익률33)

³²⁾ http://www.nps.or.kr/jsppage/intro/fund/fund_announce/announce_06_02_03.jsp

³³⁾ http://www.nps.or.kr/jsppage/intro/fund/fund_announce/announce_06_02_0301.jsp

대체투자의 경우는 현물 거래라는 점에서 특히 미술품 거래와 비교해 볼 필요가 있다. 현재 기금이 투자하는 대체 투자의 항목은 SOC, 부동산, 사모투자 등이며, 2011년 누적 약정 한도는 44.4조원으로 설정하였고 2011년 신규 약정금이 15조원이다. 시장여건에 따라 금액을 상호 조정하도록 하고 있는데, 부문별 투자금액은 표로비교하면 <표 18>과 같다.

<표 18> 대체투자 항목별 투자 금액



대체투자의 수익률의 경우, <표 8>에서 보듯이 2007년 6.08%, 2008년 2.73%, 2009년 (-)0.92%, 2010년 8.66%, 2011년 10.22% 등 일정하지 않은 수익률을 보이며, 산술평균치는 5%대 이다. 연기금의 낮은 투자 수익률은 역설적으로 미술품 수익률이 투자 포트폴리오에 편입되는 것이 부정적이지 않음을 보여준다. 미술품과 금융시장 상품간의 수익률과 위험에 대한 보다 자세히 비교·분석해 볼 필요가 있다. 세계 미술 시장과 금융 상품의 수익률 비교는 앞서 제시한

<표 1>의 분석을 통해 확인할 수 있다.

<= < 1> MEI MOSES COLLECTION CATEGORY INDICES : 2006 RESULTS

(단위:%)

COMPOUND ANNUAL RETURNS										
	Ameri can befor e 1950	Impre ssioni st and Mode rn	19th Centu ry and Old Maste r	Post War and Conte mpor ary	S&P5 00 TOTA L RETU RN	U.S. TREA SURY 10 YEAR NOTE S	U.S. TREA SURY 90 DAYS BILL	GOLD		
Last 50 years	13.06	9.16	9.45		10.26	6.69	5.45	5.53		
Last 25 years	7.71	6.98	7.53	11.87	13.35	10.33	5.77	-0.84		
Last 10 years	10.53	7.28	4.25	15.23	3.36	6.87	3.62	3.01		
Last 5 years	10.54	10.71	5.47	19.06	6.08	5.5	2.08	13.77		
Last years	34.58	10.24	-0.76	45.03	15.79	2.68	3.13	18.4		
Srandard deviation of annual returns										
Last 50 years	38.41	22.62	23.61	N/A	16.52	9.67	2.82	27.45		
Last 25 years	18.51	19.63	20.33	33.95	15.66	11.21	3.1	15.4		
Last 10 years	13.68	6.69	17.17	14.13	18.51	4.96	1.74	14.32		
CORRELATION OF ANNUAL RETURNS										
Last 50 years	0.22	-0.23	0.02	N/A	1	-0.08	0.01	-0.21		
Last 25 years	0.28	-0.11	0.16	-0.21	1	0.09	0.08	-0.11		

이미 앞에서 1년 기준의 단기나 10년 기준의 중장기 모두 미술품의 평균 수익률이 금융 시장의 수익률에 비해 높음을 확인하였다. 단기에서 미술품의 평균 수익률 20%대로 주식 시장의 평균 수익률 15.79%, 현물인 금의 평균 수익률 18.4% 보다 높다. 중장기 10년에 서도 역시 미술품 수익률은 평균 수익률 10%대로 주식 시장 평균수익률 8.36%, 채권 시장 10년 물 6.87%, 3개월 물 3.62%, 금 3.01%보다 역시 높음을 확인할 수 있다.

국내 미술 시장의 경우에도 미술품과 금융 상품의 수익률 양상은 세계 미술시장과 비슷한 상황이다.

<표 19> 미술품 투자 수익률³⁴⁾

(1년 보유, 명목)

	미술품 투자	국공채	회사채	KOSPI	KOSDA Q	저축성 예금	부동산 투자	소비자 물가상 승률
1999	108.50	7.60	9.35	98.69	93.45	6.90	(-1.27)	0.81
2000	20.40	8.00	7.05	(-9.00)	(-3.86)	7.01	1.80	2.26
2001	(-0.80)	5.68	6.56	(-21.98)	(-52.11)	5.43	3.94	4.07
2002	8.20	5.78	5.43	32.15	(-7.58)	4.73	16.66	2.76
2003	(-8.40)	4.55	4.73	(-10.19)	(-30.08)	4.15	9.02	3.51
2004	(-18.0)	4.11	4.68	22.52	(-13.85)	3.75	1.13	3.59
2005	18.60	4.27	5.17	28.95	33.74	3.62	0.80	2.75
2006	40.10	4.83	5.70	25.95	17.78	4.41	6.16	2.20
2007	99.40	5.23	7.02	26.64	15.51	5.07	9.02	2.54
2008	(-30.60)	5.27	5.81	(-10.68)	(-26.84)	5.71	4.02	4.68
 평균	23.74	5.57	6.15	18.29	2.62	5.08	5.13	2.92
표준 편차	46.89	1.40	1.41	34.85	40.78	1.20	5.31	1.09

³⁴⁾ 남준우, 「미술품 가격 결정 요인과 투자 수익률 분석」, 2010, p.16

《표 19>에서 미술품과 금융상품들의 수익률을 비교할 수 있다. 명목 수익률은 전년도의 가격을 기준으로 수익률을 산출하는 방식이다. 미술품의 경우, 미술품 경매가 시작된 1998년의 다음해인 1999년의 수익률이 108.5% 즉, 가격이 2배 이상 급등하였음을 의미한다. 미술 시장 호황기였던 2006년에 40.1%, 2007년에 99.4%이라는 높은 수익을 낸 반면, 금융 위기로 미술 시장 침체를 겪은 2008년에는 (-)30.6%이라는 손실을 기록하였다. 따라서, 미술품의 경우 년도별 명목 수익률의 격차가 크게 나타나고 있다. 그러나 국내 미술시장의 10년 평균 명목수익률은 23.7%로 다른 금융 상품에 비해 높은수익률을 보임을 알 수 있다. 같은 기간 주식의 경우, KOSPI 주식의 평균 수익률은 18.29%, KOSDAQ 주식의 평균 수익률은 2.62%로 미술품에 비해 매우 낮다. 현물 시장의 중 부동산의 경우, 5.13%의 매우 낮은 수익률을 보이고 있다. 이 밖에 국공채 5.57%나 회사채 6.15%에 비해서도 국내 미술시장 투자 수익률은 월등히 높은 수치를 나타내고 있다. 이를 그래프로 비교하면 <표 20>과 같다.

<표 20> 10년 보유 시. 자산별 수익률 비교



국내 금융 자산 중 주식, 채권, 저축성 예금, 부동산 투자를 비교한 결과, 미술품 투자가 가장 뛰어난 수익률을 보이고 있다. <표 20>에서와 같이 미술품의 평균 수익률은 24% 내외인데 반해 금융자산은 가장 높은 수치를 보인 주식의 평균 수익률이 18% 내외로미술품 투자의 우수성을 나타내고 있다.

미술품 투자는 해외 시장과 국내 시장에서 모두 금융 상품이나 현문 시장과 비교해 수익률 면에서 유효함을 알 있다. 1년의 단기의 경우, 년도별 격차가 크고 금융시장에 비해 매번 수익률이 높은 것은 아니지만 평균을 고려하면 높은 수익률을 나타낸다. 10년 기준의 중장기의 경우, 미술품 투자 수익이 다른 자산들에 비해 높음을 알수 있다. 수익률의 격차와 표준편차가 큰 데 반해 수익률이 높은 전형적인 '고수익 고위험' 자산으로 분류할 수 있으나, 중장기에서는 비교적 안정적 수익을 얻을 수 있다. 따라서 중장기 투자에서 미술품 투자를 연기금 포트폴리오에 편입의 수익성 측면에서 부정되지 않음을 확인할 수 있다.

Ⅲ. 연기금투자 대상으로서 미술품 투자의법적 타당성

공적 자금의 투자는 법과 법령에 의해 이루어진다. 국민연금은 '국민연금법'에 따라 제정된 '국민연금기금운용규정'과 '국민연금운용시행규칙'을 기초로 국민연금운용위원회가 정한 '국민연금운용지침'과 '국민연금운용계획'에 따라 운용한다. 따라서 국민연금에 새로운 투자 대상을 편입하기 위해서는 그 대상이 법적 타당성을 가지고 있어야 한다. 연금 투자 대상이 갖추어야 할 법적 요소를 분석하고이 요건들을 미술품이 만족하는지에 대해 우선 검토한 후, 실질적인포트폴리오 편입의 법적 가능성을 검토하는 두 단계로 접근하겠다.

제 1 절 연금법상 투자 대상의 법적 요소

국민연금운용위원회가 정한 '국민연금운용지침'과 '국민연금운용계획'은 기금 운용 전반에 관한 목표 및 포트폴리오 배분에 관한 지침을 규정하고 있다. 여기에 나타난 투자 대상에 대한 요건은 '국민연금기금운용규정'과 '국민연금운용시행규칙' 등 나머지 관련법들을 바탕으로 하고 있어, 상위법들과 일치한다. 특히 '국민연금 운용지침'에 기술한 기금 운용의 목적과 원칙을 분석함으로써 투자 대상이 갖추어야할 법적 요건을 검토할 수 있다.

기금 운용의 목적은 국민연금법 제102조에 따라 연금 재정의 장

기적 안정성 유지와 운용수익 최대화에 있으며, 이는 조성된 기금의실질가치를 유지하고 위험한도 내에서 추가적인 수익을 창출하는 것을 말한다고 명시하고 있다. 즉, 투자대상은 기본적으로 기술적인수익성과 안정성을 담보할 수 있어야하며, 이를 위해 벤치마크와 위험관리 체계를 설정할 수 있어야 한다. 기금 운용의 원칙으로는 5가지를 제시하고 있다. 1. 수익성의 원칙, 2. 안정성의 원칙, 3. 공공성의 원칙, 4. 유동성의 원칙, 5. 운용 독립성의 원칙이 그것이다.

- ① (수익성의 원칙): 가입자의 부담, 특히 미래세대의 부담 완화를 위하여 가능한 많은 수익을 추구하여야 한다.
- ② (안정성의 원칙): 기금은 투자하는 자산의 전체 수익률 변동 성과 손실위험이 허용되는 범위 안에 있도 록 안정적으로 운용하여야 한다.
- ③ (공공성의 원칙): 전국민을 대상으로 하는 제도이고, 적립규모가 국가경제에서 차지하는 비중이 크므로 국가경제 및 국내금융시장에 미치는 파급효과를 갂안하여 운용하여야 한다.
- ④ (유동성의 원칙): 기금은 연금급여의 지급이 원활하도록 유동성을 고려하여 운용하여야 하며, 특히 투자한 자산의 처분 시 국내금융시장 충격이 최소화되는 방안을 사전에 강구하여야 한다.
- ⑤ (운용 독립성의 원칙): 기금은 상기 원칙에 따라 운용하여야 하며, 다른 목적을 위하여 이러한 원칙이 훼손되어서는 안 된다.

이러한 기금 운용상의 원칙들은 기금의 투자 대상이 갖추어야 기

본적인 조건으로 해석할 수 있다. 우선, 일반적인 투자금융 운용 원칙과의 차이점으로 '③ 공공성의 원칙'을 들 수 있다. 기금의 규모는약 360억 원에 달하는 엄청난 규모이다. 기금의 대부분은 금융 자산화 되어 있기 때문에 기금의 움직임이 금융 시장에 미칠 파급효과는 엄청날 것이다. 따라서 기금 운용의 원칙은 수익성이나 유동성이외에도 공공성을 함께 고려해야 한다. 이 같은 원칙은 투자 대상 선정에도 빠질 수 없는 요소인 것이다. 즉, 연금의 투자 대상이 되기위해서는 운용상의 수익성, 안정성, 공공성, 유동성을 만족할 수 있는 상품이어야 하고, 미술품 역시 기금의 투자 대상이 되기위해서는 이 같은 조건을 만족할 수 있어야 한다. 유동성과 공공성의 경우, 해외 미술시장과 국내 미술시장의 규모를 고려하여 미술품 투자 자금 규모를 조절함으로써 달성하라 수 있는 요건들이다. 미술품투자에서 특히 문제가 될 수 있는 조건은 수익성과 위험한도 부분이다.

수익성에 있어 '국민연금 운용지침'의 '자산배분정책'에 따르면 목표수익률은 장기 수익률을 달성하도록 노력하는 것으로 명시하고 있다. 2011년의 경우, 장기수익률이 6.3%로 지정 되었는데, 미술품의 평균 수익률이 중장기에서 10% 내외임을 감안한다면, 현재의 연기금 운용의 수익성 기준에는 부합한다고 할 수 있다.

장기 운용수익률 = 실질경제성장률 + 소비자물가상승률 + 조정치

※ 조정치 : 목표수익률이 위험한도를 만족시키도록 하기 위한 것으로, 조정치의 수준은 기금운용위원회가 정한다.

한편, 수익률 목표 설정이나 평가에 있어서 벤치마크지수를 설정하도록 하고 있다. 따라서 신뢰할만한 벤치마크의 존재는 연기금 투자 대상이 갖추어야할 법적 요건이라 할 수 있다. 미술품의

경우에도 이미 개발된 지수들이 존재하므로 이 지수 중에 적합한 지수를 선택하여 벤치마크로 삼을 수 있다.

미술시장 지수들의 성격은 크게 3가지로 분류되는데, 미술품의 실 거래 가격을 대상으로 객관적 수치를 지수화 하도록 설계된 지표와 전문가 혹은 시장참여자 집단의 주관적 전망치를 합산하도록 설계 된 지표. 그리고 이 두 가지를 적절히 반영하여 종합하는 방식으로 설계된 지표가 그것이다. 세계 미술시장을 대상으로 한 지수의 경 우, 객관적 지표로는 메이-모제스 지수(Mei-Moses Fine Art Index), 글로벌 미술 가격 지수(Art Price Global Index), 주관적 지 표로는 미술시장 확신 지수 (Art Market Confidence Index), 아트택 틱 미술시장 확신 지수(The Art Tactic Market Confidence Index) 등이 대표적이다. 한국미술시장의 경우, 미술품 거래의 짧은 역사와 호당 가격제, 국내 작가의 작품과 해외 미술시장의 분리와 같은 거 래상의 특수성이 존재하기 때문에, 객관적 자료와 주관적 요소를 종 합하는 방식의 지수를 주로 개발하고 있다. 국내에서 개발된 미술시 장 지수는 미술시장지수(Korea Art Price Index : KAPIX). 한국미 술시장가격체계(Korea Art Market Price: KAMP), 미술작품가격지 수(Korea Art Price Appraise Association index : KAPAA) 등이 있다.

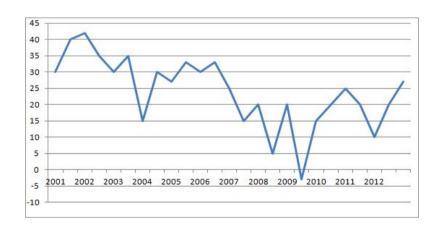
각 지수들의 특성을 간략히 살펴보면, 우선 최초의 미술시장 지표로 인식되는 메이 모제스 지수는 금융투자 수익률과 미술시장의 수익률을 비교를 위해 고안되었다. 미국의 주가지수인 S&P500-TR과영국의 주가지수인 FTAS-TR 등 거래 지역의 금융지수와 함께 표시하고 있어서 금융 지표와의 비교가 쉽다. 따라서, 주식 이외의 채권 등 다른 금융 지수와 함께 분석하는 것이 용이하므로 타 금융상품과의 포트폴리오 형성에 유리하다.

글로벌 미술 가격 지수는 45만 여명의 예술가의 작품을 대상으로

2700만 여개의 경매 낙찰가라는 방대한 자료를 대상으로 하고 있어 전문가 사이에서 가장 널리 활용되는 자료로 알려져 있다. 메이-모 제스 지수가 반복 거래된 작품만을 분석 대상 자료로 삼는 것과 달리 글로벌 미술 가격 지수는 카테고리별 미술품의 실거래 가격을 중심으로 지수를 형성한다. 1990년 6월의 카테고리별 미술품 가격을 100으로 하여 가격 변동을 상대적으로 표시하는 지수이다. 각국의화폐단위를 함께 표시하여 국가별 비교와 실거래에 유용하다.

아트프라이스사(Artprice)는 경매가격에 바탕한 글로벌 미술 가격 지수 이외에 미술시장 확신 지수도 함께 발표하고 있다.³⁵⁾





³⁵⁾ AMCI는 미술시장 참여자들의 미술시장에 대한 전망을 수치화한 지수이다. 2008년부터 발표하기 시작한 이 지수는 회원들이 3개의 선지로 이루어진 4개의 질문과 미술품 구내 의사, 현재의 금융에 대한 시각에 대한 답을 종합하는 방식으로 설계되어 있다. 세계의 130여만 명의 회원들 중 홈페이지를 방문한 회원들의 질문에 대한 답변 중 최근의 1,000 개만을 대상으로 수치화였다. 주간, 월간, 연간 AMCI 지수를 발표하고, 미래 3개월의 시장에 대한 단기 예측치를 그래프로 제시하고 있다.

³⁶⁾ http://imgpublic.artprice.com/pdf/trends2011_en.pdf

객관적 지수가 과거의 거래를 기반으로 하고 있어 현재의 추세만을 파악할 수 있다는 한계를 극복하기 위한 것이다. 실재 시장의 플레이어들이 체감하는 미술시장과 금융시장의 흐름을 지수에 반영하여 미래 시점에 대한 시장의 수요 상황을 예측하려는 시도이다. 예를 들면, <표 21>에서 2009년의 (-)의 지수를 볼 수 있는데, 이것은 2008년 금융위기에 대한 시장 참여자들의 공포가 반영된 것으로, 실재 이 기간 미술품 가격이 30% 가량 급락하는 경향을 보이기도 하였다. 그러나 이후, 2009년의 런던 FRIEZE 아트 페어와 파리 FIAC 아트 페어가 대성공을 거두어 시장참여자에게 심리적 안정감 회복을 주었을 것으로 분석된다.37) 이는 지수에 시장 참여자의 심리가 그대로 반영되고 있음을 보여주는 것이다.

이 밖에 주관적 지표로 영국의 아프택틱사(Art Tactic)가 2005년 개발한 아트택틱 시장 신뢰지수가 있다. 아트프라이스사의 미술시장확신 지수는 홈페이지에 방문하는 회원을 상대로 하는 것이라, 실재시장 거래자는 될 수 있으나, 전문가 집단은 아니라는 점에서 전문성이 문제될 수 있다. 이러한 점을 보완할 수 있는 지표로 전문가집단의 응답을 중심으로 만들어진 아트택틱 시장 신뢰지수를 이용할 수 있다.³⁸⁾

한편 국내 시장의 경우, 국내 미술시장을 대상으로 한 개별 지표가 필요함이 인식되어 왔다. 앞선 세계 미술시장을 대상으로 설계된지표들은 국내 미술시장의 동향은 반영하기 어려운 한계가 있다. 이러한 문제 인식에 바탕하여 국내에서도 국내 미술 시장 거래를 중

³⁷⁾ Artprice.com, "ART MARKET TRENDS 2011", 2012

³⁸⁾ 신장신뢰지수(AT-MCI)는 아트택틱이 선정한 160여명의 전문가들의 6개의 질문에 대한 답변을 종합하여 수치화하고 있다. 2005년 5월에 74포인트를 최초로 발표한 이후, 6개월 마다 지수를 발표하고 있다. 주로 컨템퍼러리 작품을 주로 다루고 있으며, 유럽뿐만이 아니라 인도, 중국 등에 대한 분석을 포함하고 있다.

심으로 지수들이 개발되고 있다.

미술시장지수는 한국의 아트밸류사에서 개발한 지수이다. 1998년부터 작가 47명의 2,295개 작품의 경매 낙찰가를 기본 데이터로 특성가격모형(헤도닉 모델)으로 분석한 지수이다. 1998년의 시장가를 100으로 하여 상대치를 나타내는 방식이다. 세부적으로 작가별 가격지수와 작품별 가격지수를 구분하여 발표하고 있다.39)

한국미술시장가격체계는 사단법인 한국미술품감정협회에서 설계한 지수이다. 대표작가 50명의 작품 가격을 대상으로 'KAMP50 지수'를 개발하여 전체 시장보다는 개별 작가의 작품 가격 추이와 평가가 가능하도록 하였다.40)

가장 최근에 개발된 지수로 미술작품 가격지수가 있다.41) (사)한

³⁹⁾ 작가별 가격지수의 경우, 유화, 드로잉, 수채화, 판화의 각 부문별 국내 작가 작품의 연도별·작가별 가격을 추정하고 있다. 작품별 가격지수의 경우, 가격이 1위인 작가의 호당가격을 100으로 두고 다른 작가 작품의 호당 가격을 상대 지수로 나타낸다. 예를 들어, 2009년 경매가를 기준으로한 10대 작가의 경우, 1위인 박수근의 작품가를 100으로 설정하면 이중섭은 52.72, 천경자 9.13, 도상봉 8.08, 김환기 8.00, 장욱진 7.48, 오지호 4.84, 이대원 4.60, 김흥수 4.04로 나타난다. 따라서, 작가별 지수의 경우, 지수 상승률 순위가 가격 상승률 순위로 이해될 수 있다.

^{40) 1998}년부터 2011년 6월까지 국내 미술품 경매 시장에서 거래된 미술품의 낙찰 순위와 총 거래 금액 순위를바탕으로 대표작가 52명을 선정, 각 작가별 등급을 매긴 후, 작가별 가격 추이를 헤도닉 모델을 바탕으로 계량화 한 방식이다. 52명의 작가를 S1, S2, A1, A2, B1, B2의 여섯 등급으로 분류하고, 이 작가들의 작품 6,000여 점을 대상으로, 각 작가의 작품을 소재, 시기, 재료별로 다시 AAA에서 CCC까지 9등급을 준다. 이러한 분류를 통해 각 작가의 작품 중 최고 등급인 AAA로 분류된 작품의 10호(號)당 가격을 산출하는 방식이다. 1호는 인물화 기준 가로 22.7 cm. ×세로 15.8 cm 이다.

^{41) (}사)한국미술품시가감정협회, 「미술작품 가격지수 KAPAA Index 모형개발 결과 및 내용요약」,2012. 03. 17

국내 미술품 중 한국화, 회화, 드로잉의 평면화를 대상으로, 10억 미만, 5점 이상의 거래가 있는 작가의 작품 1,189점의 거래를 바탕으로 하고 있다. '예술적 가치'의 산정은 20년 이상 경력의 전문위원 10명이 100점 만점으로 점수를 주는 방식으로 이루어진다. 각전문위원들이 ①작품성, ②독창성, ③주제 및 소재, ④스타일, ⑤제작기법의 5개 항목에 대해 평가한 주관적 점수를 그대로 반영한다. '시장정보'는 작품 종류, 바탕 재료, 낙찰가, 작가 명성정보 등 16가지 정보를 바탕으로 하고 있다. 이 중에서 '작가 명성정보'는 주관적 성격을 보이는 도특한 요소이다. 작가의 명성을 지역과 인식대상으로 나누고, 다시 지역에서 국내와 국외, 대상에서 미술인과 일반인의 총 4가지 요소로 나눈 후, 명성정도를 10에서 1까지 등급으로 평가하고 있다. KAPAA 지수의 주관적 평가 부분은 '적정 수준'이라는 전문가 집단의 주관적 기준을 반영하는 결과가 되어, 지수와 실거래가와

국미술시가감정협회가 2012년 발표한 지수로, 산정 방식은 시장정보 70%와 예술적 가치 30%를 구성 요소로 합산하는 것이다. KAPAA 지수는 객관적 지표와 주관적 지표를 한 지수 안에 동시에 구성요소로 반영하고 있다는 점에서 다른 지수와 특징적으로 구별된다.

지수를 사용하지 못할 경우에도 미술품 투자가 대체 투자로 분류될 수 있으므로 세부자산군별 벤치마크를 사용할 수 있다. 부동산이나 SOC 투자의 경우, 벤치마크로 지수가 아니라 해당자산군 전체의벤치마크 수익률을 사용하도록 하고 있다. 예를 들면, 국내 부동산과 국내 SOC의 경우, '실질 GDP 성장률 + CPI'의 10년 장기 수익률로 벤치마크를 삼도록 하고 있다. 따라서 미술품의 경우, 미술 시장 평균 수익률을 구하는 방식으로 등으로 벤치마크를 설정하는 것이 가능하다.

안정성에 있어서는 '국민연금 운용지침'의 '자산배분정책'에 명시 된 위험 한도를 검토할 필요가 있다. 내용은 다음과 같다.

의 괴리도 분석에 의의를 가질 수 있다. 이러한 평가기준에 따르면, 이중섭의 '황소', 이 우환의 '선으로부터' 등이 최고점 99점, 김환기의 '달과 항아리' 97점, 천경자의 '꽃과 나 비' 96점 등의 점수를 받았으며, 각 작가별로 가격 추이를 분석하는 지수에 반영하고 있 다.

- ① 전략적 자산배분(안)은 다음의 위험한도를 만족하여야 한다. (개) "향후 5년 동안의 Shortfall Risk < 10%"
 - ※ 5년 동안 누적 운용수익률이 같은 기간의 누적 소비자물가상승률 이하로 떨어질 가능성을 10% 이하로 함
- ② 또한, "5년 후 최저 적립금 비율", "연간손실확률" 등을 고려하여 전략적 자산배분(안)을 결정하여야 한다.
 - ※ "5년 후 최저 적립금 비율": 일정 확률 수준에서 5년 후 발생할 수 있는 최저 적립금을 평균적립금으로 나눈 비율
 - * 평균적립금은 적립금의 기대값 (expected value) 을 의미함
- ※ "연간손실확률": 연간 운용수익률이 0%에 미치지 못할 가능성

위험 한도에서 핵심은 '향후 5년 동안의 Shortfall Risk ≤ 10%' 부분인데, 측정 방법에 따라 확연한 차이가 발생할 수 있는 부분이다. 투자 RISK를 검토하기 위해 앞서 살펴본 주식과 미술품의 표준편차(standard deviation) 유추하여 보면, 미술품의 표준편자가 KOSPI와 상대적으로 크지 않음을 가만하면 미술품의 위험도도 만족할 것으로 예상된다. 또한 제시된 '향후 5년 동안의 Shortfall Risk ≤ 10%'의 조건은 포트폴리오 전체의 수익률을 의미한다. 따라서, 미술품 투자를 분산 투자 포트폴리오의 위험 분산으로 활용할 경우전체 포트폴리오를 만족시키는데 무리가 없을 것으로 보인다.

목표 수익률이나 위험 한도 등은 다른 투자 대상 자산들과 마찬 가지로 시장 상황과 전체 포트폴리오 수익률을 고려하여 결정할 수 있으므로, 이 부분에서 미술품을 투자 항목으로 설정하는데 무리는 없다. 따라서 미술품은 '국민연금 운용지침'에 제시된 요건들을 만족 한다.

한편 실질적으로 다른 금융상품들과 위험을 비교해 볼 필요가 있다. 세계 미술시장에서 미술품의 위험은 앞서 제시되었던 <표 4>의

분석을 통해 알 수 있다. 지엔핑 메이가 제시한 <표 4>에 따르면, 해외 미술시장에서 미술 작품 카테고리별 투자 수익률의 차이를 볼수 있다. 단기에서 수익률의 차가 크고 기간이 늘어날수록 그 차가 확연히 줄어든다. 단기 1년의 비교에서 ④전후와 현대미술(Post War and Contemporary) 카테고리는 45.03%, ②19세기와 거장(19th Century and Old Master) 카테고리는 (-)0. 47%로 손실을 나타내최고 수익률과 최저 수익률의 차이가 46%에 이른다. 그러나 중장기 10년의 비교에서는 최고인 ④전후 미술과 현대 미술(Post War and Contemporary)이 15.23%, 최저인 ②19세기 미술과 고전 거장(19th Century and Old Masters)가 4.25%로 모든 카테고리가 수익을 나타내며, 격차도 11% 대로 줄어들어 있다. 25년의 경우 최고 11.87%와 최저 6.98%로 격차 5%내외, 50년의 경우 최고 13.06%와 최저 9.16%로 격차 3%로 확연히 줄어든다.

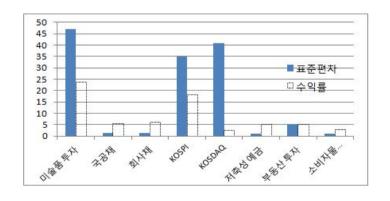
한편, 표준편차(Standard Deviation)를 통해보다 투자에 대해 기대 수익을 안정적으로 얻을 수 있는지를 평가할 수 있다. 표준편차가 클수록 개별 작품의 거래별 수익률의 차이가 크다는 것을 의미하므 로, 투자 수익률의 안정성이 낮음을 의미한다.

중장기인 10년을 기준으로 미술품의 표준편차는 항목별로 최고 17.17%과 최저 6.69%를 보이고 있다. 이것은 채권의 표준편차와 비교하면 더 높은 수치를 나타낸미국 국채 10년 물 4.96% 보다 높다. 즉, 채권보다는 위험한 자산 이다. 그러나 채권은 금융 시장에서도 가정 안정적인 상품으로 분류되므로, 채권과의 비교에서 위험성이 높다는 것은 큰 의미가 없다. 그렇다면 주식과 현물의 비교는 어떠한가? 주식의 표준편차는 18.61%를 나타내는데, 이것은 미술품 항목중 가장 높은 표준편차인 17.17%보다 높다. 즉, 세계 미술 시장에서 10년을 기준으로 투자할 경우, 미술품이 주식 보다 안전한 자산인

것이다. 금의 경우, 표준편차가 14.32%를 나타내는데, 이것은 미술품 항목별 표준편차 범위에 포함되는 수치로, 투자 위험성은 미술품 중어떤 항목을 설정, 비교하느냐에 따라 선후가 다를 수 있다. 대략적으로 미술품 항목의 표준편차의 산술 평균이 13% 내외인 것을 감안하면, 투자 위험은 미술품과 금(현물)이 유사한 수준이라 하겠다. 따라서, 세계 미술시장의 경우, 미술품 투자는 투자 위험 측면에서 주식 보다는 안전하며 현물과 비슷한 수준임을 알 수 있다.

국내시장의 경우에도 남준우의 논문에서 앞서 제시한 <표 10>의 표준편차를 통해 분석할 수 있다.

<표 22> 투자항목별 표준편차 대비 평균수익률42)



미술품의 경우, 명목 수익률을 기준으로 최고 수익률은 1999년

⁴²⁾ 남준우, 「미술품 가격 결정 요인과 투자 수익률 분석」, 2010, p.16의 그래프에서 발췌한 자료를 재구성 함.

108.5%, 최저 수익률은 2008년 (-)30.6%로 수익률 격차는 약 130% 이며, 표준편차는 46.98 이다. 이러한 미술품과 가장 유사한 흐름을 보이는 것이 주식이다. KOPSI의 경우, 최고 수익률은 1999년의 98.69%, 최저 수익률은 2001년에 (-)21.98%로 수익률의 최대 격차가 120%이며, 수익률 표준편차는 34.85 이다. 그러나 KOSPI 주식의 평균 수익률은 18.29로 미술품보다는 낮다. KOSDAQ의 경우도 최고수익률은 1999년의 93.45, 최저 수익률은 2001년에 (-)52.11로 최대수익률 격차 145%이고 수익률 표준편차는 40.78로 나타나 있다. 실재 KOSPI 주식의 경우, 연기금의 운용 대상으로 포함되어 있으며, 그에 대한 리스크 관리도 이루어지고 있다. 미술품의 경우 일반적인 금융상품과 달리 리스크 관린 부분에 번문성이 요구되는 것은 사실이다. 그러나 수치상 미술품의 리스크의 크기가 투자 대상에 부적격한 수준은 아니며, 극복하지 못할 수준은 아닌 것으로 판단된다.

해외 미술시장에서 미술품 투자가 주식 보다는 안전하며 현물과 비슷한 자산으로 평가되는 것과는 달리, 국내 미술시장의 경우 주식 보다 위험한 자산으로 분류된다. 국내 미술시장의 경우, 한정된 작 품과 시장 규모, 호가제 등의 가격 왜곡의 요인들이 작용하기 때문 일 것이다. 이러한 요인에서 발생되는 문제들은 미술품 투자의 전문 적 기관을 통해 미술품 투자 대상의 포트폴리오 조절을 통해 해결 가능한 수준으로 판단된다.

제 2 절 미술품을 연기금 투자 대상에 편입하기 위한 법적 고려 사항

기금의 투자 포트폴리오에 직접 편입하기 위해서는 어떠한 법적 요건이 필요한가?

기금의 투자 포트폴리오는 앞서 언급한 바와 같이 크게 공공부문. 금융부문, 기타 투자 대상으로 구분하는데, 법 제13조는 제1항에서 금융부문을 다시 국내/해외 채권, 국내/해외 주식, 대체투자 및 기타 금융상품 자산으로 분류하고 있다. 미술품 투자는 대체투자 항목으 로 분류 가능할 것으로 보인다. 이 경우, 법 제2항제5호에서 대체투 자의 종류로 1. 사회간접자본(Social Overhead Capital). 2. 부동산. 3. 사모투자, 4. 기업구조조정투자, 5. 벤처투자, 6. 자원개발로 한정 하고 있다. 특히 자원개발의 경우, 2010년 10월에 신설된 항목으로. 투자 항목 추가가 가능함을 알 수 있다. 따라서, 미술품 투자를 포 트폴리오에 편입할 경우, 이 조문의 개정이 함께 이루어져야 한다. 조문 개정이 없는 경우에도, 미술품 투자는 이 법에서 정하지 않은 대체투자의 영역으로 분류될 수 있다. 규정에 의하지 않은 방식의 투자 즉, 새로운 방식의 대체투자의 경우, 법 제3조제2항에서 제8조 에 의한 대체투자위원회의 결정과 시행규칙에 따라 투자할 수 있도 록 하고 있으므로, 미술품 투자의 포트폴리오 편입도 이 조항의 적 용을 통해 극복할 가능성이 있으므로 별개의 검토가 필요할 것이다.

특히 대체 투자와 관련된 제65조부터 제70조의 조문을 검토해 볼필요가 있다. 제65조는 운용원칙에 관한 것으로, 제1항에서 '대체 투자는 주식 채권 등 전통적 투자자산에 비해 고위험 고수익의 특성이 뚜렷하므로, 이를 활용하여 추가적 수익을 창출함을 목적로 한다'고 명시하고 있다. 또, 제3항에서는 '대체투자는 투자기간의 장기성, 유동성의 부족 및 투자의 비정형성 등의 높은 위험요인을 감안하여 지속적으로 관리하여야 한다.'고 하고 있다. 두 항을 연결하여보면, 이미 대체 투자의 성격이 '고수익, 고위험' 자산군으로, 장기투자 대상으로 유동성 부족이나 투자의 비정형성을 가질 수 있음을 전제하고 있다. 이어 제2항에서는 '공단은 새로운 대체 투자처의 발굴을 위하여 적극적으로 노력해야 한다'고 규정한다. 따라서, 미술품

투자도 '고수익 고위험' 자산이지만, '새로운 투자처'로 인정될 경우, 대체 투자의 형식으로 연기금 포트폴리오에 편입될 수 있는 것이다. 제66조에서도 제2조제5항과 같이 대체 투자의 투자범위를 6가지로 제시하고 있는데, 이 역시 미술품 항목 추가 시 개정이 필요할 것이다.

마지막으로 '국민연금운용시행규칙'에서는 이미 상위법에서 규정된 투자 대상들에 대해 투자 실행 시 필요한 세부 사항들을 규정하고 있다. 운용자의 자격과 관리, 각종 위원회의 설치 관리, 직원 등에 관한 사항으로 미술품 투자 포트폴리오 편입 여부에 관한 사항과는 거리가 있어 검토의 필요성이 적다.

제 4 장 결론 및 제언

미술품은 개인의 감상 대상을 넘어 투자의 대상으로 자리 잡고 있다. 미술품은 소장 자체에서 오는 이익 외에도 경제적 수익이라는 투자 가치도 실현해 보여주고 있다. 2008년 금융위기를 겪으며 침체된 미술 시장은 세계 시장의 경우 2010년과 2011년 금융위기 이전수준의 거래금액으로 회복하고 있다. 심지어 최근 2년간은 주식시장의 수익률 보다 미술시장의 수익률이 더 높다는 발표들이 잇따르고 있다. 국내 미술시장은 이에 비해 소극적이긴 하지만 회복의 기미를 보이고 있다.

미술품은 '21세기 신자본', '굴뚝 없는 공장' 등 국가적으로 중요한 자산으로 인식되고 있다. 앞으로의 지식 기반 사회에서 지적 재산의 영역의 하나인 미술품의 자산적 가치는 더욱 강조될 것이다. 나아가 미술품 거래는 개인의 안목만으로 진행되지 않는 과학화·계량화 시대가 되었다. 세계 시장을 배경으로 경매 가격을 종합한 객관적 지수인 메이-모제스 지수와 글로벌 미술 가격 지수 등과 시장참여자의 주관으로 결정되는 주관적 지수인 미술 시장 확신 지수, 아트택틱 미술시장 신뢰 지수 등이 있다. 국내에서도 각종 가격결정 요인에 대한 연구와 함께 KAPIX(Korea Art Price Index), KAPAA(Korea Art Price Appraise Index) 등 여러 지수가 개발되고 있다. 이러한 개량적 지표들을 활용하여 미술시장의 움직임을 파악하는 동시에 수익률의 벤치마크 지표로 활용할 수 있다. 이러한 미술 시장의 빠른 변화에도 불구하고 한국에는 뚜렷한 문화정책이나 미술시장에 대한 적극적 정책이 없이 대부분 대중 문화와 대중

예술. 예술인 복지에 치우쳐 있는 실정이다.43)

본 연구에서는 미술품 투자에 대한 지금까지와 다른 방식의 접근 을 시도하였다. 미술품이 계량적 수치를 통한 실질적인 금융 투자 의 대상이 될 수 있음을 분석하였다. 미술품의 경우, 10년 이상 장 기 투자에서는 주식, 채권 등 금융 시장이나 금이나 부동산의 현물 시장에 비해 높은 수익률을 보이고 있었다. 위험은 채권에 비해 높 지만, 주식이나 현물에 비교하면 비슷하거나 낮은 수준을 보였다. 전형적인 '고수익 · 고위험' 상품으로 분류되지만, 분산 투자의 대상 으로는 적절하다. 특히 연기금의 현재 투자 성과와 비교하여도 미술 품이 뒤지지 않음을 알 수 있었다. 제도적으로 공적 자금의 투자 대 상이 되기 위해서는 법적 요건들의 충족이 전제되어야 한다. 미술품 은 연기금 투자 대상이 갖추어야할 요건들, 즉 수익성, 공익성, 안정 성, 유동성, 독립성을 충족하는데 어려움이 없어 보인다. 한편. 미술 품은 연기금 투자 대상으로 편입할 경우, 대체투자 항목으로 편입될 것으로 보인다. 대체투자의 경우, 이미 '국민연금운용규정'에서 '고 수익·고위험'을 전제하고 있으며, 벤치마크 결정 등에 유연함을 주 고 있다. 현재 대체 투자 자산이 민간 SOC. 부동산, 자원 개발 등임 을 감안하며, 미술품의 투자 역시 타당성을 가질 수 있다.

본 연구는 공적 자금인 연기금의 투자대상으로 미술품을 편입하는 문제를 검토하였다. 이 부분에 대한 연구와 정책은 전무한 상황이 다. 본 연구에서는 개괄적으로 연기금의 미술품 투자의 경제적 타당 성과 법적 타당성을 검토하는 것에 의의를 두고 있다. 이를 단초로 보다 심화된 검토와 연구가 시행되는 계기가 되기를 바란다.

⁴³⁾ 박광무, 「이명박 정부의 문화정책: 정책기조와 초기 정책성과를 중심으로」, 『사회과학』, 통권 제55호, 2009.

참 고 문 헌

- Bruno S, Frey, Reiner Eichenberger, 「On the Return of Art Investment Return Analyses」, 『Journal of Cultural Economic s』, 1995.
- Heilbrun, James & Gray, Charles M. The Economics of Art and Culture, Cambrige University Press, 2001.
- Jianping Mei, Micheal Moses, 「Invertment and the underperformance of Masterpieces.」, 『American Econimic Review』, December, 2002.
- John Michael Montias, 「Quantitative Methods in the Analysis of 17th Century Dutch Inventories」, Yale University, 1996.
- Wothington, A. and H, Higgs, 「A Note on Financial Risk, Return and Asset Pricing in Australian Modern and Contemporary Art」,
 「Journal of Cultural Economics』, 2006.
- 강봉석, 「참여정부 예술정책의 성과와 과제」, 『정책&지식』, 2007.
- 남준우, 「미술품 가격결정요인과 투자 수익률 분석」, 『경제학논집』, 제59집 제1호, 2010

______, 「미술품 가격의 결정요인 분석: 호당 가격제 성립하는가?」, 『한국경제연구』, 제56집 제2호, 2008.

박일호, 「예술과 경제」, 『현대미술학 논집』, 제13호, 2009.

박광무, 「이명박 정부의 문화정책: 정책기조와 초기 정책성과를 중심으로」, 『사회과학』, 제42권 제2호, 2009.

서진수, 「한국 미술 시장과 경기변동 : 2005-2009년 미술시장을 중심으로」, 『현대미술학 논문집』, 제13호, 2009.

______, 「한·중·일 미술시장과 경기변동 : 2005~2009년 미술시장을 중심으로」, 『현대미술학 논문집』, 제14호, 2010.

심상용, 「글로벌 현대미술과 '글로벌 경제위기'의 상관성과 그 의미」,

『현대미술학 논문집』, 제13호, 2009.

- 안창남, 『미술시장 활성화 및 세제지원방안 연구』, 한국조세연구소, 2009.
- 오세권, 「미술시장, IMF 맞아 결정적 타격」, 『문화예술』, 제3호, 1997.

- 우주희, 『미술은행 발전방안 연구』, 한국문화관광연구원, 2008.
- 조성룡, 「온라인 미술품 유통관련 판매사의 마케팅 전략분석과 소비자 욕구에 관한 연구」, 『문화예술경영, 이론과 실제』, 제1권, 2008.
- 조현성, 『예술시장 조사설계 연구』, 한국문화관광정책연구원, 2005.
- 조현승, 김종호, 「미술품 경매시장에서의 가격결정요인 분석」, 『산업 조직연구』, 제17집 제4호, 2009.
- (사)한국미술품시가감정협회, 「미술작품 가격지수 KAPAA Index 모형 개발 결과 및 내용요약」, 2012.

- 단행본

데이비드 트로스비, 정제환 역, 『문화경제학』, 한욱아카데미, 2004

브루노 프레이, 주수현, 유여영, 박상현, 최성희 역, 『문화예술경제학』, 인디북, 2003

서진수, 「2009년 미술시장, 상반기 결산」, 월간미술, 2009. 08

최정표, 『그림시장과 그림투자』, manuscript, 2009.

최병식, 『미술 시장 트렌드와 투자』, 동문선, 2008, pp. 206-207.

____, 『2009년 상반기 그림시장 현황』, 한국아트밸류연구소, 2009

하계훈, 『미술시장의 발달사』, 김달진 미술연구소, 2009.

artprice.com, "ART MARKET TRENDS 2011, 2012

artprice.com, 『ART MARKET TRENDS 2010』, 2011

문화체육관광부 예술경영지원센터, 『미술시장 현황조사 및 발전방안 연구』, 문화체육관광부, 2008.

문화체육관광부 예술경영지원센터, 『2008년 미술시장실태조사』, 문화 체육관광부, 2010.

보건복지부, 『국민연금 운용계획』, 2010. 6.

보건복지부, 『국민연금 운용지침』, 2010. 6.

한국문화정책연구원, 『문화정책백서』, 문화체육관광부, 2008.

한국미술시가감정협회, 『2010작품가격』, 동문선, 2008

- 기 사

김윤섭, 「중국미술시장, 미국, 영국 이어 세계 2위 경매시장」, 『아트 넷』, 2008. 09.

미술품감정협회, 「미술품은 주식보다 부동산 가까워 5~10년 내다보는 장기투자로 적합」, 『세계일보』, 2010 .04 .28.

- 이영란, 「그림값 시가책정 왜 중요? : 시가감정協 가격지수 개발」, 『헤럴드 경제』, 2010. 01. 31.
- 이영란, 「작년 중국미술경매시장 17조원, 한국(918억)의 185배」, 『헤럴 드경제』, 2012. 03. 18.
- 신승헌, 「[Art Market] 최근 1년간 거래를 통해 예측한 하반기 미술시 장 트렌드」, 『MK뉴스』, 2011. 09. 15.
- 정승환, 「상반기 그림가격 39% 하락…유화는 덜 떨어져」, 『MK뉴 스』, 2009. 09. 30.
- 조상인, 「[기자의 눈]갈 길 바쁜 한국미술의 세계화」, 『서울경제』, 2012. 3. 14.
- 최정표, 「올 한국미술시장 낙폭줄고 횡보세」,『파이넨셜뉴스』, 2010. 02. 24.
- 홍주희, 「6~18개월 시차로 주식시장 따라가" 국내 미술 시장도 더디지 만 반등 조짐 되살아난 세계 미술시장」, 『중앙SUNDAY』, 2011. 05. 08.

- 인터넷사이트

http://www.nps.or.kr

http://web.artprice.com

www.artasanasset.com

Abstract

Study for legal and economic feasibility of art included in the pension fund's investment portfolio

Lee Yeojin

Dept. of Painting

The Graduate School

Seoul National University

Art is called 'the 21st century's new capital'. Art works is categorized the portfolio of financial investment and is sometimes represented cultural authority in the social community. Recently leading countries are interested in the intellectual property right and in cultural industries. And they increase investments in the art market at the national level. However, policy of our

government on the art market is insufficient. It is time to be internationally infinite competition due to FTA, Internet, and so on. Competition for cultural power is also becoming fierce. We are required investment in cultural content in terms of governmental, and the importance of investment in the art market are recognized in the same vein. Through investment in art, Korean art works would be in spotlights in world art market, South Korea can enjoys a dominant position in cultural power. In other words, directly the objective of the policy for the art market would be protection of life of the artists and improvement of the Cultural rights of the people, and indirectly be reinforcement of the cultural authority of the country.

The investment in art has the advantage in the economic aspect addition to aspects of cultural policy. Earlier studies proved that the art market moving in line with financial markets is the 'high-return, high-risk' asset and is advantageous in long-term investment compared to other financial assets. Therefore, a national investment in art has intangible benefits improving the image of the country and increasing cultural authority rather than tangible profits being accompanied by the financial return.

In this study, it has been studied the possibility of running the investment of public funds for art. Art investment has a substantial economic interest and indexes that can be used for benchmarks. Therefore, investment in art can be meet the economic and the legal requirements at the time of public

funding. Especially, this study has focused on the national

pension funds because it is long-term investment capital. It is

found that art investments meet these requirements of the

national pension funds.

This study would contribute to suggest the possibility of a new

cultural policy achieving both high investment returns and

culture authority of nation, as reviewing the practical requirement

needed when public funds invest in art.

keywords: art market, art investment, public funds investment,

art index, the national pension funds management.

Student Number: 2007-21415

- 56 -