

# Arts Finance



홍기훈 교수, CFA, FRM

홍익대학교 경영대학

2017. 4. 10.

# 연구 배경

현실이 된 뉴노멀 시대

중국의 성장둔화

신성장 동력 부재

유럽의 불황과 불안정



전통적 투자처인 주식과 채권은 매력이 떨어짐

체계적 위험의 증가로 대체투자자산들과 주식, 채권과의 상관관계 증가



새로운 대체투자처에 대한 갈망

# 왜 미술 시장인가?

---



# 문제점

---

낮은 유동성

높은 변동성

시장참여자들의  
금융에 대한  
이해부족

금융권의  
미술시장에 대한  
이해부족

# 발표 의뢰

---

미술품  
가격지수

미술금융  
개요

아트펀드  
운용

미술 금융  
가능성

미술 금융  
국제경쟁력

# 미술시장 구조와 참여자들

---

공급자:  
예술가

1차 시장:  
갤러리

2차 시장:  
경매사

미술품 감정:  
전문가

# 세계 미술품 시장 현황

---

총규모: 연간 80조원

2000년부터 지속적인 성장

2008, 2009: 거래 감소

2010년 부터 다시 성장

유럽의 장기불황으로 거래 중심지 이동: 중동, 중국

중국의 성장둔화로 인해 홍콩 타격

# 국내 미술품 시장 현황

---

총규모: 연간 4000억원

433개 갤러리, 314개가 2000년대에 설립

갤러리: 60%, 경매: 22%, 아트페어: 18%

2009년 이후 지속적 성장

단색화 열풍에 힘입어 미국, 아시아 시장 진출

위작 논란

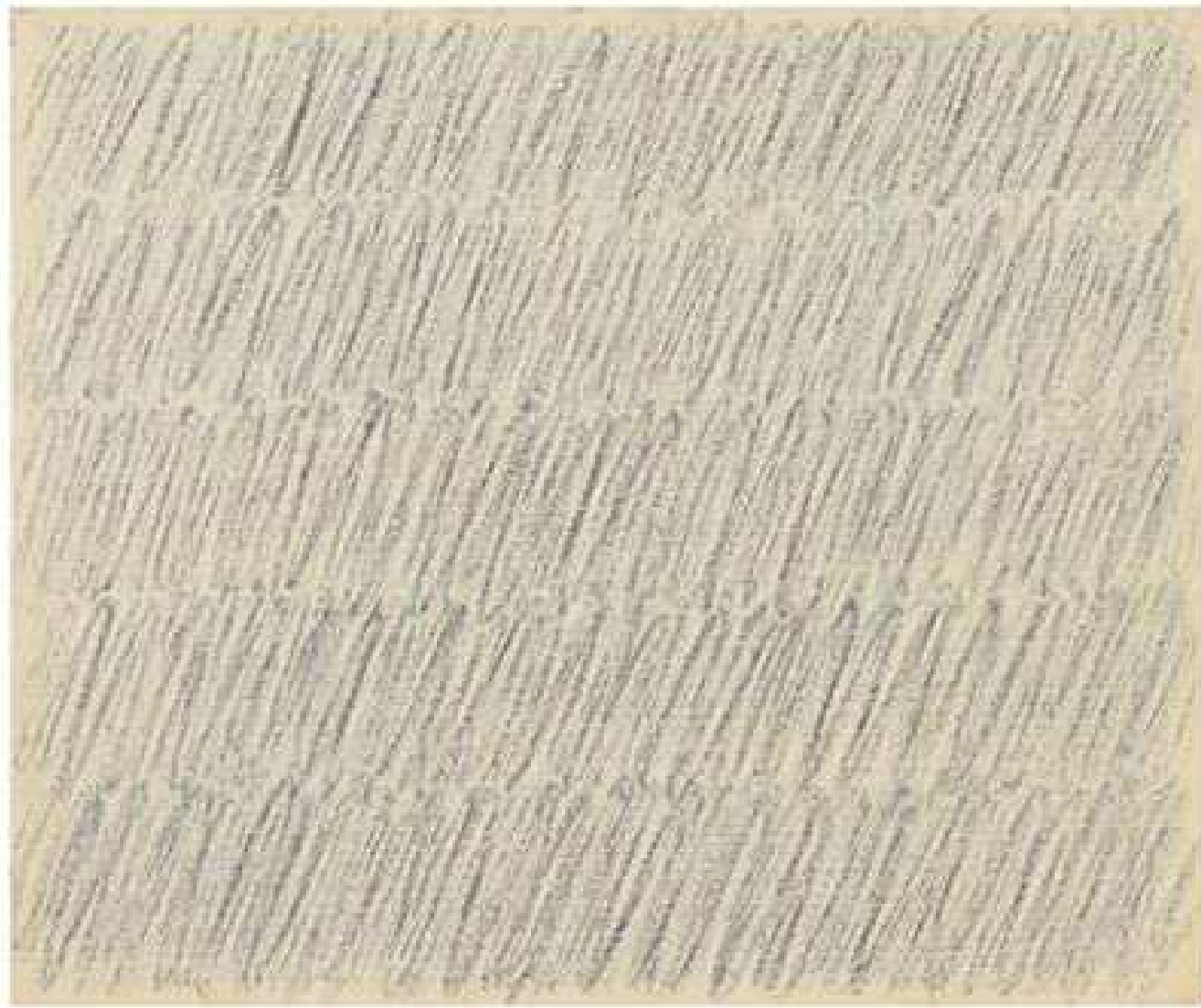


# 단색화 열풍

|                                 |                                  |   |
|---------------------------------|----------------------------------|---|
| 이일 (홍익대)<br>환원과 확산<br>이론적 토대 제공 | 미니멀리즘과 달리<br>백색 특성 사용:<br>백색모노크롬 | 조앤 기 (미시간대)<br>Contemporary<br>Korean Art |
| 박서보, 이후환,<br>권영우, 정상화,<br>윤형근   |                                  | 한국 근현대회화<br>화가들에 대한 관심<br>증가              |
| LA 브로맨도프 갤<br>러리: 박서보 단색<br>화전  |                                  | 뉴욕 단색화 5인전                                |

# 박서보 <묘법 No. 47-74>

---



# 해외진출

---

국내 갤러리들의 지속적인 해외 아트페어 참가

홍콩에서의 한국 작가들에 대한 관심 증가: 2014년 낙찰 총액 109억원

경매사들의 해외진출: K 옥션, 맨하탄에서 한국추상미술전 개최

해외 아트펀드들의 국내 작가들에 대한 관심 증가

# 미술품의 특수성

---

수요 목적의 다양성

상품 성격의 다양성

높은 작품(상품)의 이질성

낮은 거래 빈도

1차 미술시장: 거래 데이터 부재

2차 미술시장: 낮은 유동성

# 미술품 가격지수의 필요성

지수란: 일관된 기준을 가지고 측정하여 판단의 근거로 사용할 수 있도록 만든 계량화된 통계

시장 분석과 예측에 있어 매우 중요

미술시장 전체의 수요, 공급 트렌드 파악

시장현황을 파악하고 시계열적 비교가 가능

가격의 요인적 특성들에 대한 정보의 비대칭 해결

미술품 투자시장의 객관적 분석을 가능하게 함

# 국내미술품 가격지수

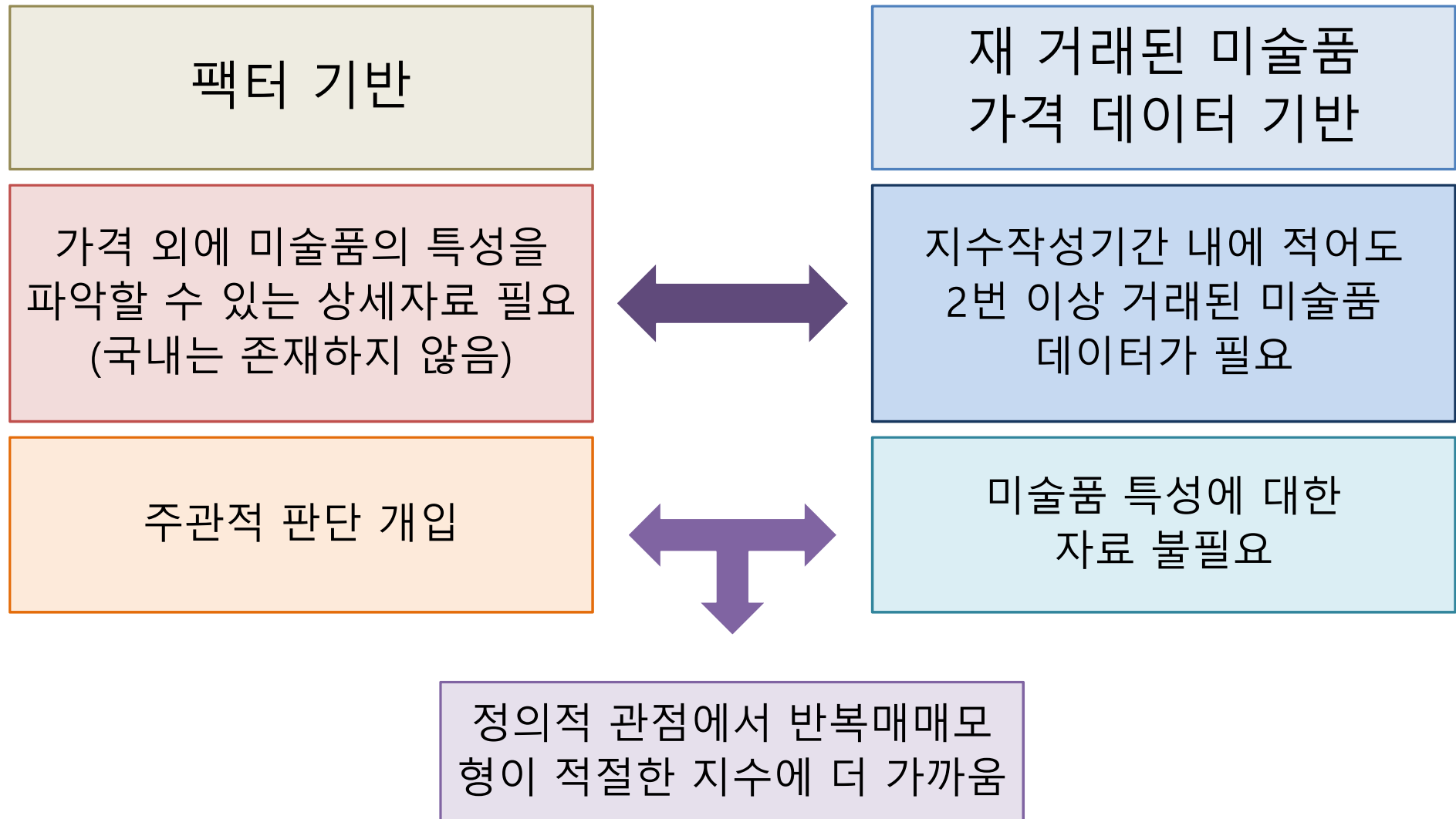
---

- Korea Art Market Price Index (KAMP)
  - 한국미술품감정협회
  - 주요 작가들의 대표작들의 추이 조사
  - 1998년 이후 여러 옥션에서 거래된 52명의 작가를 6 등급으로 나눈 뒤 각 작가의 작품을 9등급으로 나누어 가격 추이 분석
  - 52? 6? 9? ???
- KS 호당가격지수
  - 연도별로 국내 작가 100명의 경매회사 낙찰 평균 호당가격을 기호화
  - 작품의 거래가격 자료가 5점 이상 되는 작가의 보편적 크기의 작품을 무작위로 선정

# 국내미술품 가격지수

- Korea Artprice Index (KAPIX) 지수
  - 헤도닉 모형 기반이라 주장: 자세한 설명 부재
  - 헤도닉 모형이라 하더라도 단점 존재
  - Output 을 보면 많은 방법론적 의문이 생김
  - 연별로 계산되어 1998년 부터 2015년 까지 18개 데이터 밖에 없어 인덱스를 이용한 시장분석이 불가능
- Korea Art Price Appraise Association Index (KAPAA)
  - 작품가격에 영향을 미치는 ‘예술적 가치’를 정량화
  - 가격결정에 영향을 미치는 변수 16개 + 예술적 가치를 형성하는 5가지 항목을 7:3의 비율로 합산
  - 헤도닉모형 + 정성적 (Qualitative) 모형
  - (KAPIX 대비) Cross Section 데이터 설명능력이 높음
  - 시계열 데이터에 적합하지 않음

# 헤도닉 vs. 반복매매 모형





# 반복매매모형

“우리나라는 아직 경매 역사가 짧고 재거래 된 미술품수가 적기 때문에 반복매매모형을 활용하기 어렵다”

-최정표 교수-



반복매매모형이 더 정확하기는 하지만 데이터의 제약으로 인하여 현실적으로 이용이 어렵다는 인식을 보여줌

미국: Mei-Moses Fine Art Index

# 데이터

- 1998년 부터 2010년 까지 국내 미술품 경매 시장에서 거래된 모든 작품의 낙찰가격 데이터 18000 여건 중
- 1945년 이전에 그려진 작품, 작가미상의 작품, 제목이 없는 작품, 하나의 낙찰에서 두 작품이 같이 팔린 거래, 한 작품이 같은 달에 두 번 이상 거래된 경우를 제외 (후속 연구에서 개선 및 확장 필요)
- 샘플 기간 중 하나의 작품이 두 번 이상 거래된 거래: 743 건
- 420 개의 횡단면 (cross sectional) 수익률을 133개월 (1999년 11월부터 2010년 12월 까지) 계산

# 반복매매모형

- 1단계:  $r_{i,t} = h \left( \frac{P_{i,s}}{P_{i,b}} \right) = \sum_{t=b_i+1}^{s_i} r_{i,t} = \sum_{t=b_i+1}^{s_i} \mu_t + \sum_{t=b_i+1}^{s_i} e_{i,t}$

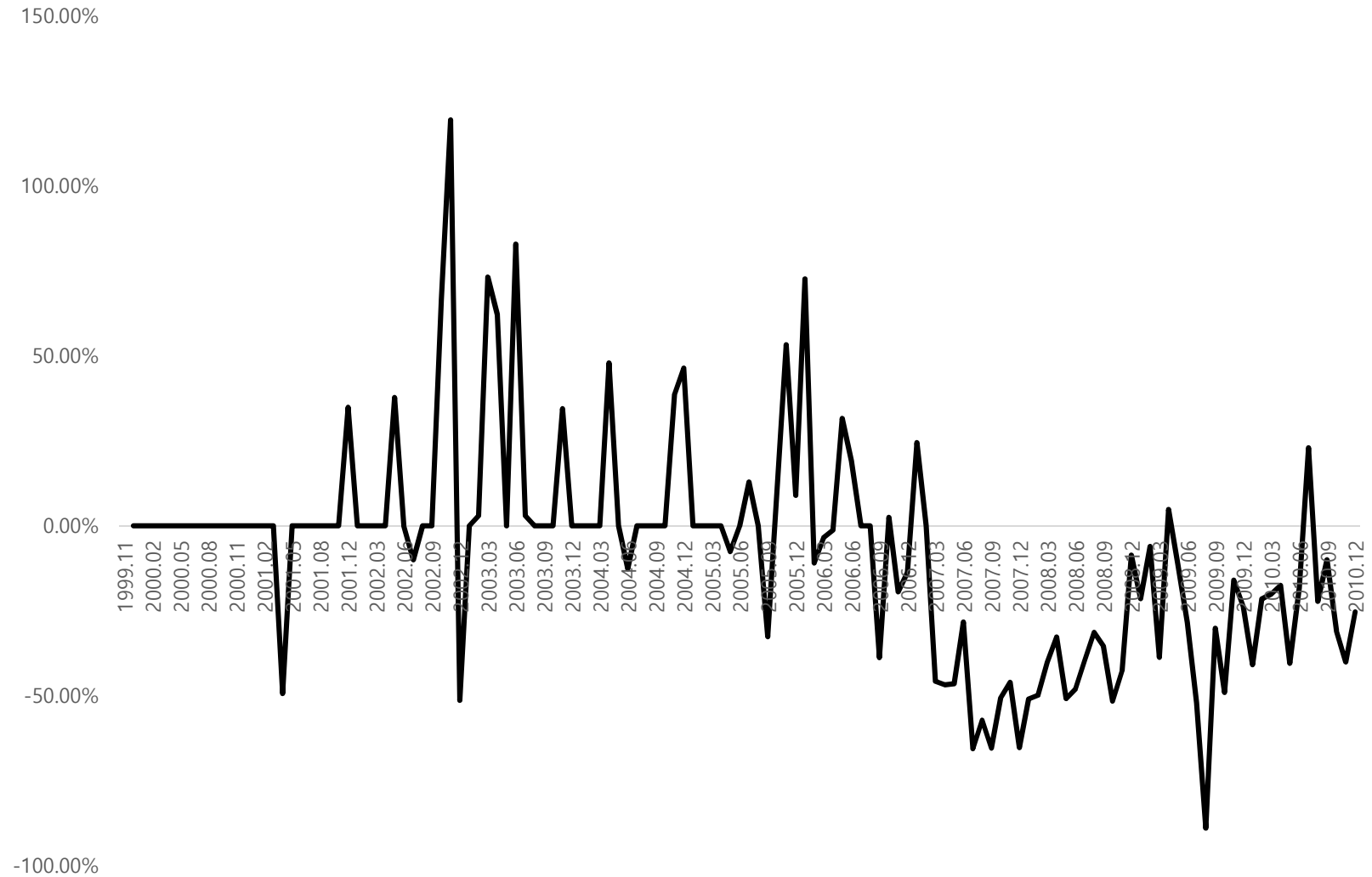
$$\Rightarrow \hat{\mu}_t = (X' \Omega^{-1} X)^{-1} X' \Omega^{-1} y$$

- 2 단계: 1단계 추정치를 이용하여 squared error 추정

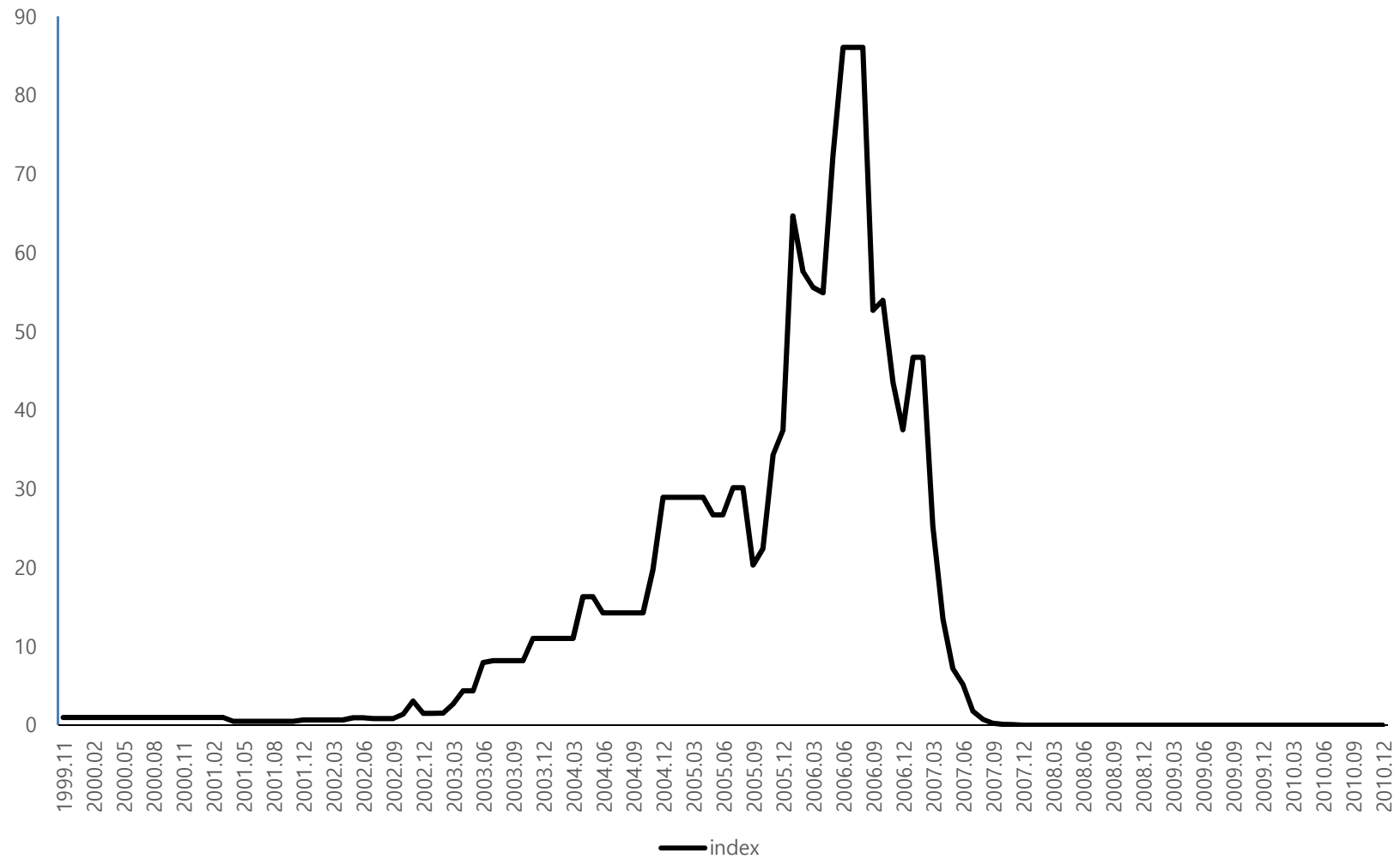
$$\Rightarrow \hat{e}_i^2 = \alpha + \beta(s_i - b_i) + \varepsilon_i$$

- 3 단계: 2단계에서 추정한 squared error 를 바탕으로 GLS 방식으로 1단계를 다시 추정

# 추정 수익률



# 가격 인덱스



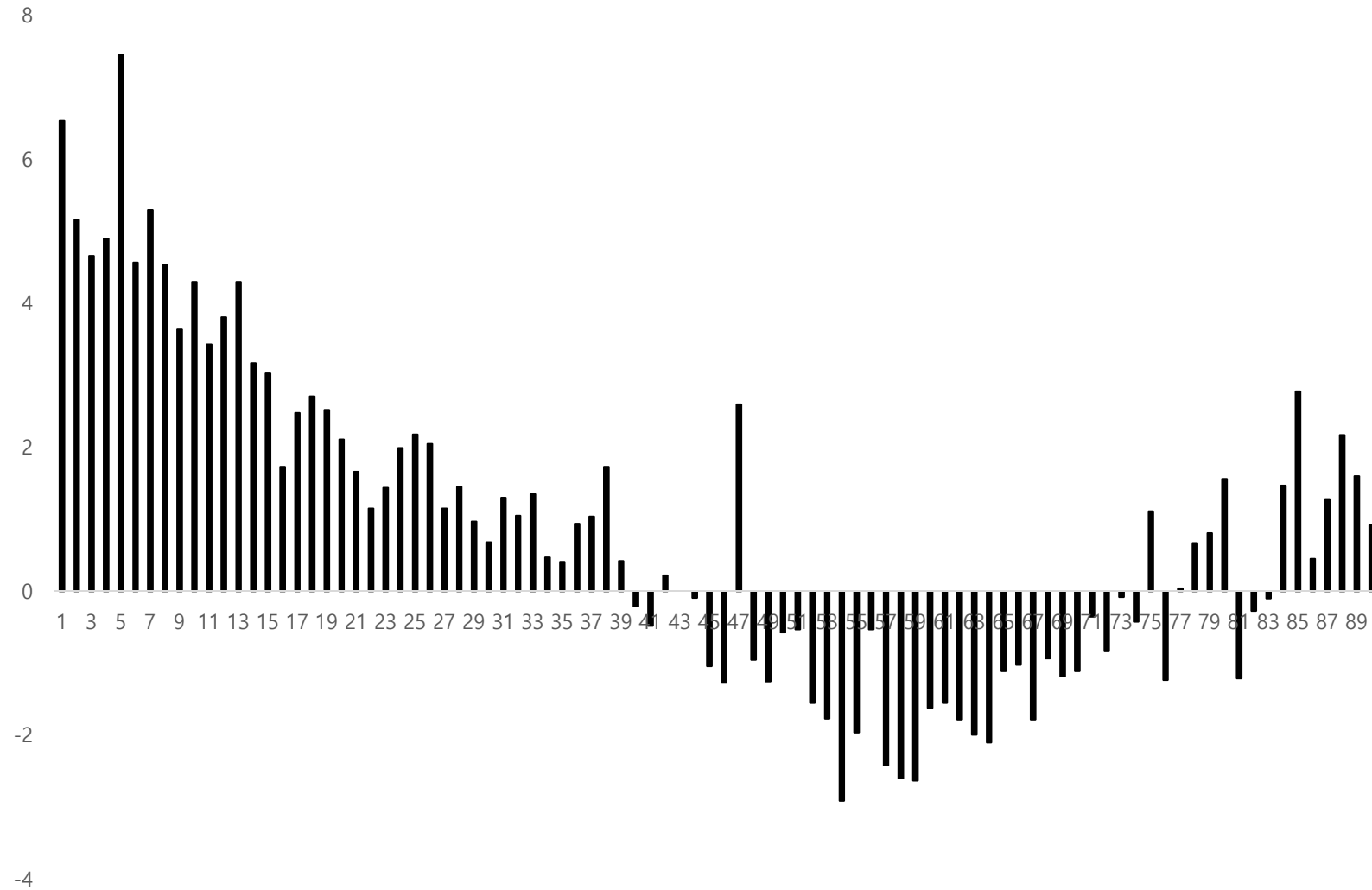
# 시계열 모멘텀

- 시계열 vs. 횡단면 모멘텀
- 시장 효율성, 수익률 예측 가능성
- Moskowitz, Ooi and Pederson (JFE, 2012)

$$\frac{r_t}{\sigma_{t-1}} = \alpha + \beta_h \left( \frac{r_{t-h}}{\sigma_{t-h-1}} \right) + \varepsilon_t$$

- 자기상관 보다는 이분산성을 제어하기 위한 GLS
- 이분산성은 반복매매 모형에서 이미 제어되었기 때문에 GLS 가 필요하지 않음

# 국내 미술시장 시계열 모멘텀



# 새로운 지수의 시사점

---

반복매매 모형의  
적용이 국내에서도  
가능함을 보여줌

기존의 지수들과는  
달리 월별 지수  
계산 가능

90년대 말부터 상승  
07년을 기점으로 폭락  
일반적 인식이 옳음



# 국내 미술시장 시계열 모멘텀

수익률의 지속성  
: 39개월  
타 자산에 비해 깊

수익률 반등기간 또한  
다른 자산에 비해 길고  
그 정도 또한 확실

시장 비효율성  
수요공급의  
비탄력성 시사

확실한 수익의 지속과  
반등은 양떼효과 시사

# 미술품 투자

|              | 작품명/작가                 | 년도    | 금액             | 투자연수<br>연평균 수익률 |
|--------------|------------------------|-------|----------------|-----------------|
| 미술투자<br>이익사례 | <파이프를 든 소년><br>파블로 피카소 | 1950년 | \$30,000       | 55              |
|              |                        | 2004년 | \$104,000,000  | 15.97%          |
|              | <정원><br>김환기            | 1978년 | ₩1,000,000     | 35              |
|              |                        | 2012년 | ₩1,103,000,000 | 22.16%          |
|              | <북해도 천로에서><br>천경자      | 2002년 | ₩36,000,000    | 5               |
|              |                        | 2006년 | ₩95,000,000    | 21.42%          |
| 미술투자<br>손해사례 | <빨래하는 여인들><br>르느아르     | 1993년 | \$4,900,000    | 13              |
|              |                        | 2005년 | \$2,900,000    | -3.95%          |
|              | <광대><br>파블로 피카소        | 1989년 | \$2,400,000    | 7               |
|              |                        | 1995년 | \$827,000      | -14.12%         |
|              | <대운하><br>모네            | 1989년 | \$12,000,000   | 17              |
|              |                        | 2005년 | \$10,800,000   | -0.62%          |

# 해외아트펀드

---

The Fine Art Fund I, II, III

BNP Paribas Fund

Fernwood Art Fund

China Fund

# British Rail Pension Fund

| 1차 석유파동  | 미술품 투자결정, 구매단계   | 포트폴리오 조정 및 보유   | 점진적 매각  |
|--|--|---|---|
| 1974   | 1980   | 1987  |   |
| <p>FT-Actuaries (주가지수) 폭락</p> <p>인플레이션: 20%</p> <p>주식, 채권<br/>유동성/수익하락</p> | <p>연간 현금흐름의 6% 까지<br/>투자 결정 (약 3백만 파운드)</p> <p>구체적 선택/구매 방안 설정</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- 균형잡힌 컬렉션 추구</li> <li>- 7가지 핵심테마 형성</li> <li>- 투명성 유지 위한 SPV</li> </ul> <p>6년간 2400점 구매</p> | <p>전략적 배분이 목표한<br/>포트폴리오 달성</p> <p>7년에 걸쳐 7가지 핵심<br/>적 수집영역에 집중</p> <p>펀드의 세부목적에<br/>맞추어 전술적 티팅</p> | <p>1980년대 말<br/>일본 투자자들<br/>미술시장 버블</p> <p>13년에 걸쳐<br/>매각</p> <p>IRR:<br/>11% ~ 21%</p> |

# BRPF 미술품 투자 비중

| 년도   | 미술품에 투자된 금액<br>(단위: 1백만 파운드) |
|------|------------------------------|
| 1974 | 0.5                          |
| 1975 | 4.8                          |
| 1976 | 7.4                          |
| 1977 | 7.6                          |
| 1978 | 8.2                          |
| 1979 | 8.1                          |
| 1980 | 3.4                          |

# BRPF 투자 특성

---

구매루트 다양화 및  
독립법인을 통한 구매:  
이해의 충돌 방지

장르와 작가의  
다양화;  
분산투자 극대화

컬렉션 주제 설정:  
심미적 효과 극대화  
금융적 수익 향상

금융인력에 의한 운용:  
자산운용 전문성 확보

# BRPF 의 컬렉션 주제

---

|               |              |                   |
|---------------|--------------|-------------------|
| 고전 거장의<br>채색화 | 고전 거장의<br>소묘 | 인상파 미술            |
| 중국<br>예술작품    |              | 중세 / 르네상스<br>예술작품 |
| 서적과 원고        |              | 골동품               |

# BRPF 판매 실적

| 판매 컬렉션        | 날짜     | 장소  | 연수익률     |
|---------------|--------|-----|----------|
| 고전 거장 채색화     | Jun 87 | 런던  | 11%      |
| 영국 은세공        | Nov 87 | 런던  | 15.7%    |
| 일본 미술품        | Dec 87 | 런던  | 구매비용의 세배 |
| 오세아니아 미술품     | Jul 88 | 런던  | 손실       |
| 서적과 원고        | Sep 88 | 런던  | 8.7%     |
| 유럽 대륙의 그림     | Oct 88 | 런던  | 11.4%    |
| 유럽 대륙의 은세공    | Nov 88 | 제네바 | 14.1%    |
| 프랑스 가구        | Nov 88 | 런던  | 11.6%    |
| 인상파 미술        | Apr 89 | 런던  | 21.3%    |
| 중국 예술품        | May 89 | 홍콩  | 15.4%    |
| 아프리카 부족 예술품   | Jul 89 | 런던  | 4.1%     |
| 초기 중국 도자기     | Dec 89 | 런던  | 15.8%    |
| 금으로 만든 예술품    | May 90 | 제네바 | 12.9%    |
| 19세기 유럽 대륙 그림 | Jun 90 | 런던  | 14.6%    |
| 19세기 빅토리아 예술품 | Jun 90 | 런던  | 17.6%    |



# BRPF 성공요인

---

- 명확한 투자 목표와 범주설정
- 전문가들의 업무영역에 대한 명확한 제한
- 잠재적 이해상충 요소 제어
- 수익달성이라는 목표에 집중
- 미술품 구매와 판매는 금융전문 인력이 결정
- 전통자산과의 분산효과를 통한 초과수익을 목표로 함

# 국내 아트펀드

서울 명품  
아트 사모  
1호 펀드

골든브릿지  
아트펀드

한국투자사모  
컨템포러리  
명품아트펀드

하이  
명품아트  
사모펀드

SH명품  
아트  
사모펀드

한국사모  
명품아트  
특별자산

대부분 펀드의 투자 만기: 3~4년  
목표수익률: 13~20%

제한된 투자 가능한 자산  
극단적으로 높은 미술품 투자비율

펀드 설정 후 극단적으로 짧은 시간 내에  
포트폴리오 완성

작품선정은 갤러리가..  
펀드운용은 운용인력이?

단순한 운용전략  
Buy and Hold

# 성공적인 아트펀드의 조건

---

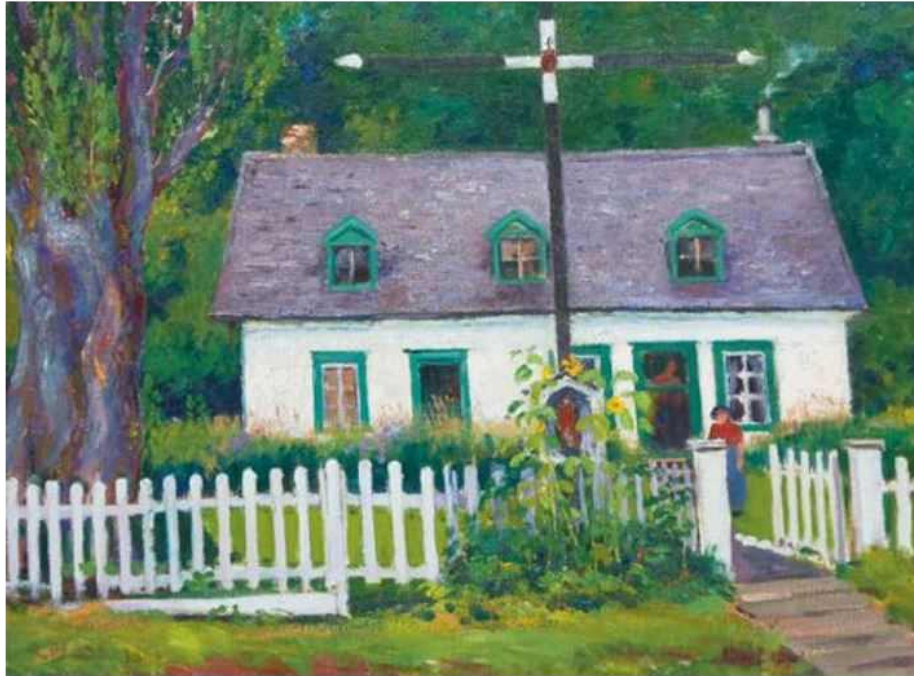
시장 정보를 수집하는 능력

펀드 자산의 가치를 높이는 능력

효율적인 위험관리 능력

미술시장 내 인맥관리 능력

# 아트펀드 위험관리



69  
ROBERT WAKEHAM PILOT

**Cottage with Cross, Newfoundland**

oil on canvas  
signed and dated 1938 lower left

18 ins x 24 ins; 45 cms x 60 cms

**Provenance**  
Private Collection, Calgary

**Literature**  
A.K. Prakash, *Impressionism in Canada: A Journey of Rediscovery*,  
Stuttgart, 2015, page 621

Born in St. John's, Newfoundland, Robert Pilot moved to Montreal soon after his widowed mother married artist Maurice Cullen in 1910, a fellow Newfoundlander. Pilot became captivated with the studio and work of his stepfather, becoming the young apprentice to the famed artist. Training as an artist in the evenings and frequently accompanying Cullen on sketching trips, Pilot's abilities began to flourish. The sixteen year-old artist's work was included in the annual spring show of the Art Association of Montreal and a year later, Pilot's one-person show at the Johnson Art Galleries in Montreal was a complete sell-out.

The artist often made sketching trips to the Laurentians, Baie St. Paul country, rural Quebec, the Maritimes, and to Newfoundland, capturing the villages and inhabited towns of these areas with their distinct appearances and charm. One of the many parallels shared between Robert Pilot and Maurice Cullen was their periodic return to the province, depicting the villages and people who shared their heritage.

\$30,000 – 40,000

변동성, 상관관계, 베타  
전통적 위험관리 척도는 모두 사후척도

카탈로그:  
경매 전 사전 추정가 범위 발표

전문가의 예상이 아닌 경매기관의 평가  
조직적으로 이루어짐

판매자의 최소 경매 가격  
공개하지 않음

추정가 vs. 거래가  
사전 예측의 일관성 존재

# 낙찰가 비율

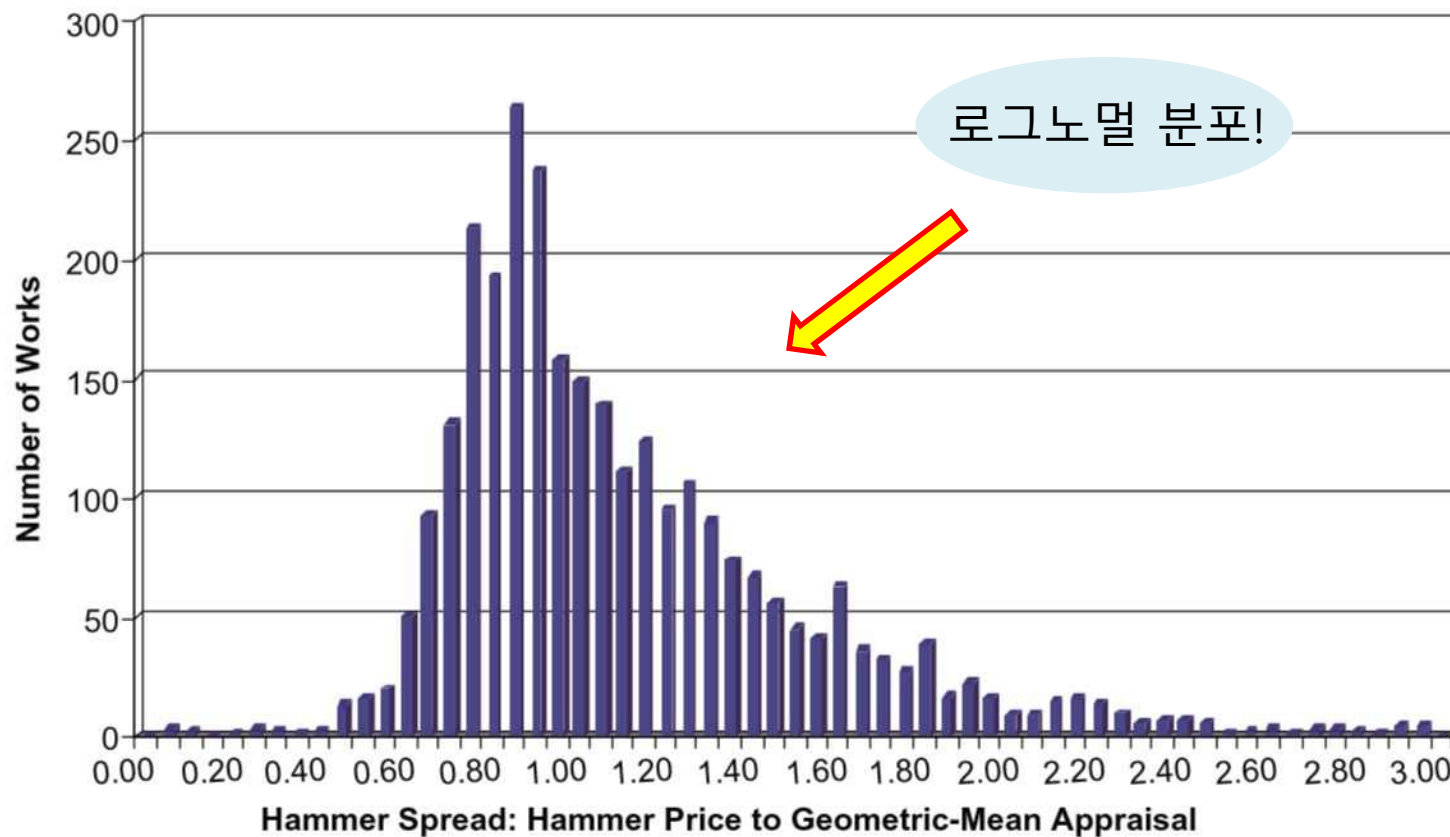
- 예술 작품의 낙찰 가격을 그들의 추정가격의 단순 평균으로 나눈 비율

$$HR = P / M$$

- P: 낙찰가격, M: 추정가의 상한과 하한의 평균
- $HR < 1$ : 매도자의 하방 위험 의미  
 $HR > 1$ : 매수자의 잠재적 하방 위험 의미
- 판매자의 최저 경매가(Reserve Price) 가 공개되지 않기 때문에 생존편향 존재

# 아트펀드 위험관리

## 프랑스 인상파 작가들의 낙찰가비율



# 현재 진행중인 연구

---

국내 미술품시장 가격지수 개발: 논문완료, 실행안 모색중

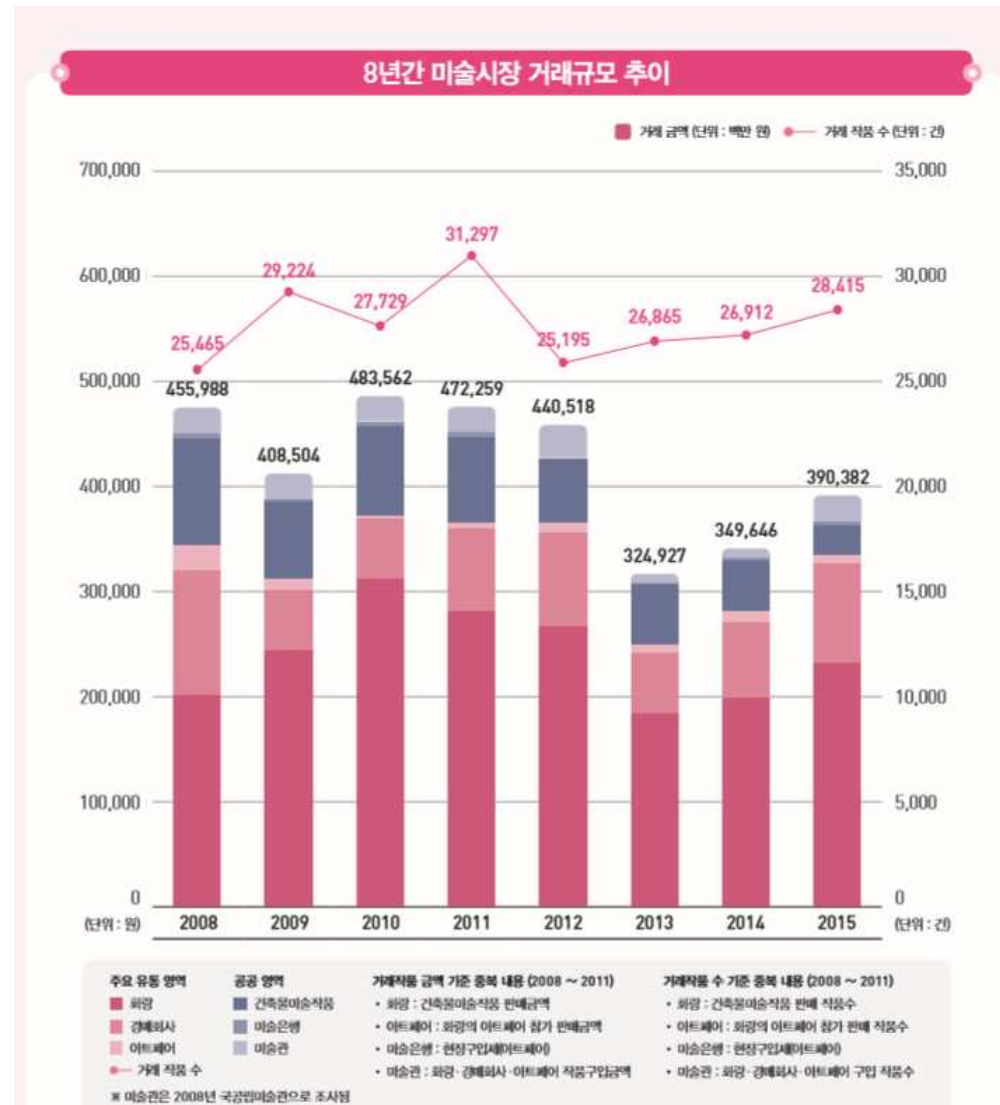
국내 예술품 담보대출 적합성 분석: 논문 진행중

예술품 회계처리 조사분석: 기획중

아트펀드 사례분석 및 운용기법 분석: 기획중

한국 미술금융의 해외진출방안: 기획중

# 국내 미술시장 규모



출처: 2016  
미술시장  
실태조사



# 국내 미술시장 규모

| 구분             |         | 2008년   | 2009년   | 2010년   | 2011년   | 2012년   | 2013년   | 2014년   | 2015년   |
|----------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 주요<br>유통<br>영역 | 화랑      | 205,495 | 254,026 | 315,959 | 289,358 | 270,789 | 188,123 | 201,518 | 233,846 |
|                | 경매회사    | 133,222 | 58,456  | 58,595  | 78,238  | 85,274  | 59,216  | 77,868  | 98,472  |
|                | 아트페어    | 9,609   | 9,137   | 5,287   | 9,832   | 10,753  | 8,407   | 9,017   | 7,932   |
|                | 계       | 348,326 | 321,619 | 379,841 | 377,428 | 366,816 | 255,746 | 288,403 | 340,250 |
| 공공<br>영역       | 건축물미술작품 | 97,537  | 66,792  | 89,564  | 83,557  | 62,051  | 58,718  | 51,017  | 34,323  |
|                | 미술은행    | 1764    | 1081    | 940     | 832     | 653     | 1,372   | 1,396   | 2,085   |
|                | 미술관     | 8,361   | 19,012  | 13,217  | 10,442  | 10,998  | 9,091   | 8,829   | 13,724  |
|                | 계       | 107,662 | 86,885  | 103,721 | 94,831  | 73,702  | 69,181  | 61,243  | 50,132  |
| 거래규모           |         | 455,988 | 408,504 | 483,562 | 472,259 | 440,518 | 324,927 | 349,646 | 390,382 |

출처: 2016 미술시장 실태조사

# 세계 미술시장 규모

표 A1-1 국가별 작품판매 비율(2015년)

| 세계 미술시장 규모 약 72.19조 원 (\$63.8B) |           |          |           |
|---------------------------------|-----------|----------|-----------|
| 세계 주요 국가                        | 시장 점유율(%) | 유럽 주요 국가 | 시장 점유율(%) |
| 1 미국                            | 43%       | 1 영국     | 64%       |
| 2 영국                            | 21%       | 2 프랑스    | 19%       |
| 3 중국                            | 19%       | 3 독일     | 5%        |
| 4 프랑스                           | 6%        | 4 이탈리아   | 3%        |
| 5 독일                            | 2%        | 5 스페인    | 2%        |
| 6 스위스                           | 2%        | 6 오스트리아  | 2%        |
| 7 이탈리아                          | 1%        | 7 스웨덴    | 1%        |
| 8 스페인                           | 1%        | 8 네덜란드   | 1%        |
| 9 기타                            | 5%        | 9 기타     | 3%        |
| 계                               | 100%      | 계        | 100%      |

주 : 미술시장은 순수미술, 공예, 고미술 포함

출처 : 테파프 미술시장 보고서 2016 (TEFAF Art Market Report 2016)

출처: 2016 미술시장 실태조사

# 특이사항

## 표 A1-2 판매 경로별 작품판매 비율(2015년)

세계 미술시장의 작품판매액은 경매가 전체의 47%임.

그 외 작품 판매경로인 갤러리, 딜러, 온라인 등은 전체의 53%로 경매시장 보다 6% 높은 점유율을 보임.

| 세계 미술시장 규모 약 72.19조 원 (\$63.8B) |                 |                     |                 |
|---------------------------------|-----------------|---------------------|-----------------|
| 미술품 경매                          | 47% (2014년 48%) | 그 외 (개인 및 온라인 판매 등) | 53% (2014년 52%) |

주: 미술시장은 순수미술, 공예, 고미술 포함

출처: 테파프 미술시장 보고서 2016 (TEFAF Art Market Report 2016)

## 표 A1-3 2015년 세계 미술시장 주요 이슈 16)

### 2015년도 세계 미술시장 주요 이슈 내용

2015년의 세계미술시장은 2011년부터 지속되었던 성장세가 약화된 것으로 평가되었으나 지난 10년간 미술시장을 볼 때 78% 성장이 있었음.

2015년의 세계미술시장의 작품판매액은 전년 대비 7% 하락한 약 72.19 조원(\$63.8B)을 기록하였음. 작품거래건수도 3천8백10만 건(70만 건 감소)으로 2011년 이후 이어오던 성장세가 둔화되었음.

2015년의 국가별 미술시장 점유율은 미국(43%), 영국(21%), 중국(19%) 순임.

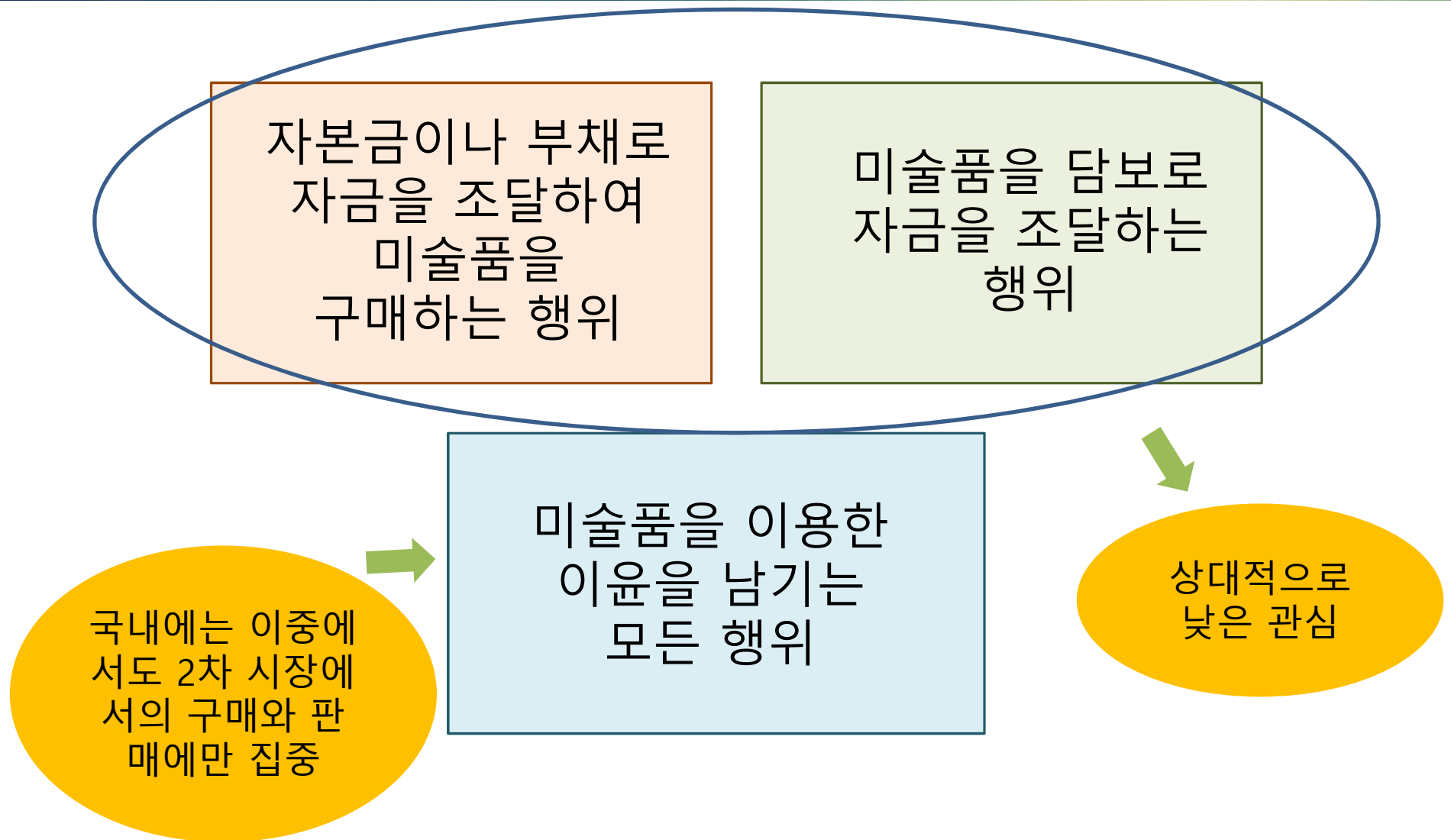
2015년의 중국 경매시장(고미술, 골동품 등 포함)은 2012년 이후 가장 축소된 해로 전년 대비 23% 감소하여 약 13.35조원(\$11.8B)을 기록하였음.

이 기록은 2009년 이후 가장 낮은 수준으로 최고점에 이르렀던 2011년 약 26.03조원(\$19.5B) 대비 절반 수준임.

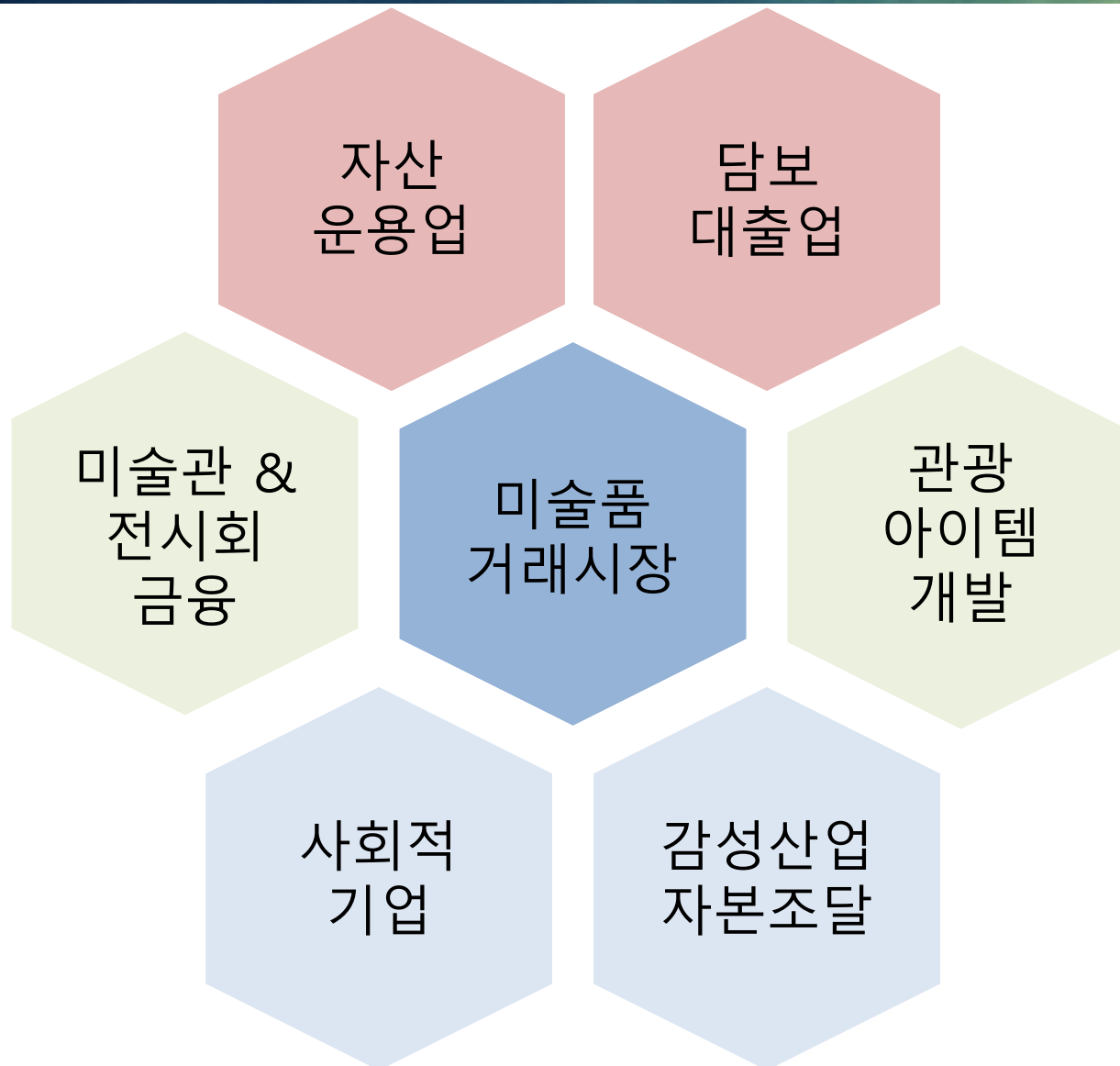
출처: 테파프 미술시장 보고서 2016 (TEFAF Art Market Report 2016)

출처: 2016  
미술시장  
실태조사

# 미술금융



# 산업으로의 미술금융



## 타 산업금융과의 차이

- 전통적인 금융업 뿐만 아닌 다양한 산업에 영향을 미침
- 문화 / 감성산업을 기반으로 한 금융
- 제조, 선박, 에너지 금융과 달리 서민의 일상과 직접적으로 연계될 수 있음
- 사회적 역할 존재
- 타 산업금융의 경우 2차 + 3차 또는 3차 + 3차, 문화산업은 기존의 분류가 없음

# 전통적인 금융업의 관점

담보대출

미술품거래

미술품투자

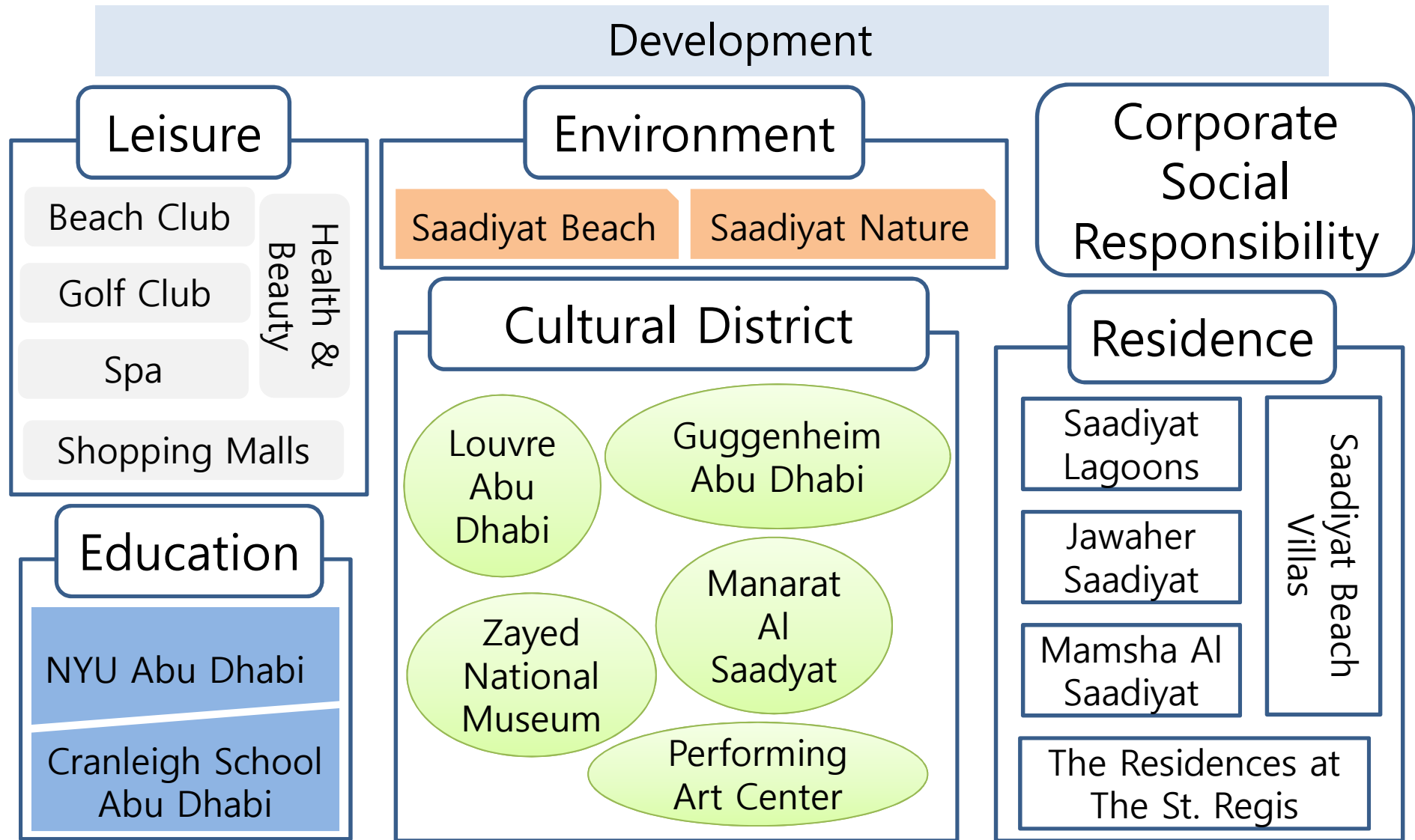


아트펀드

전시금융

미술가후원

# 케이스: 아부다비 Saadiyat Island





# Saadiyat Island





# 예술산업 + 도시개발 + 관광산업

Tourism Development & Investment Company (TDIC)

Saadiyat Cultural District 를 중심으로 세계적인 문화 관광  
중심지 개발을 목적

구겐하임 미술관: 2008 년 계약체결

- 2017년 현재 총 32개 미술품을 구겐하임으로 부터 구매

르브르 박물관: 2007 년 계약체결

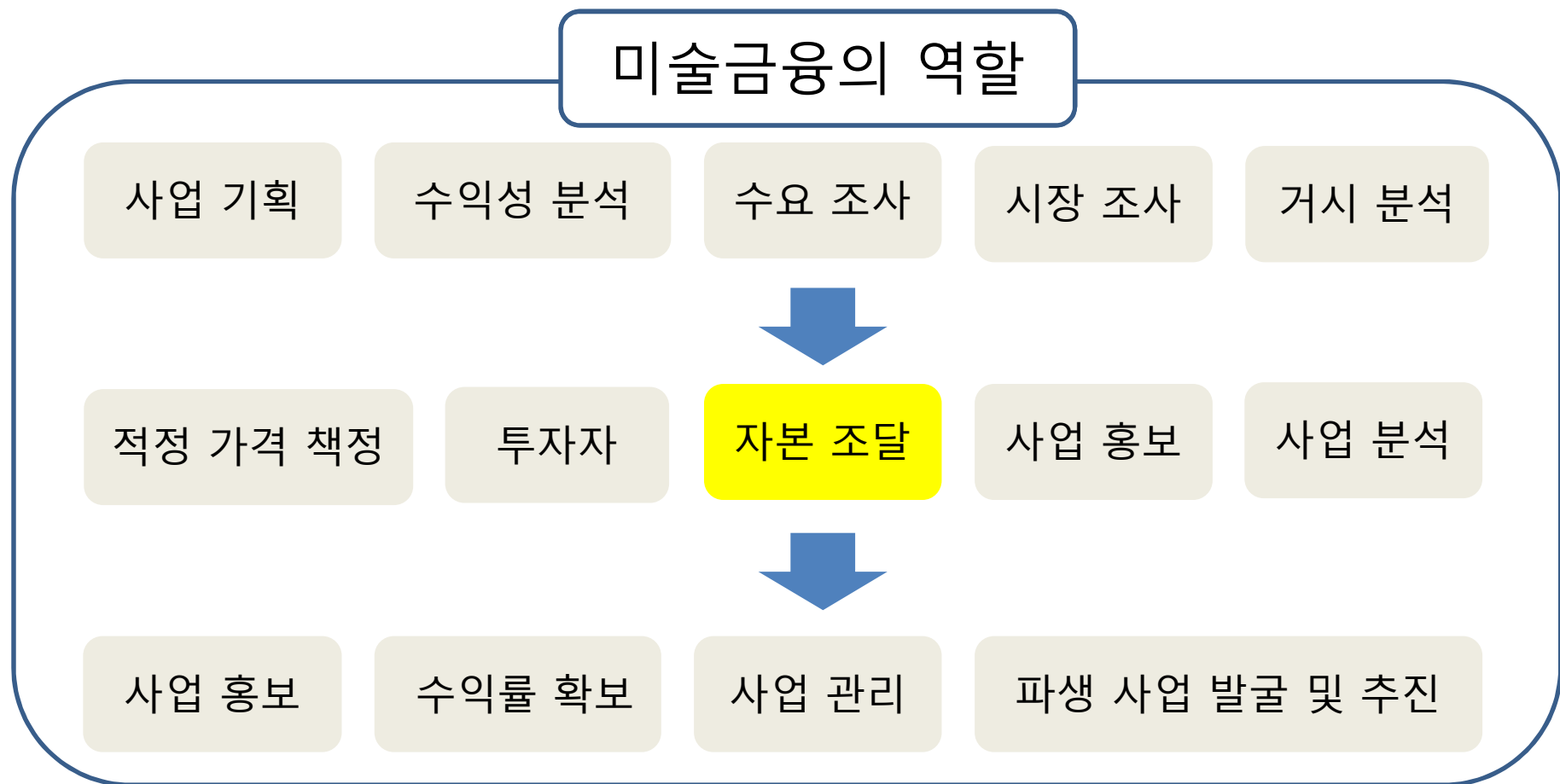
- 동서양의 문화가교 역할을하는 박물관을 목표로 함

TDIC 가 소유: 총 270억 달러 투자

Cultural District 가 Saadiyat Island 개발 및 관광 활성화를  
통해 연 15% 이상의 수익을 창출할 것이라 예상

# 신성장 동력으로의 미술(예술)금융

미술금융은 다른 산업금융과 달리 종합금융으로 접근가능



# 미술금융? 산업금융? 관광금융?

---

Cultural District 를 중심으로 한 개발  
문화 (미술) 금융이 주도하는 개발 및 관광금융

# 한국 미술시장 및 미술금융 가능성

현대미술의 활성화 (아시아 지역은 고미술품 중심의 시장)

이미 잘 작동하는 2차시장 (경매시장) 존재

잘 작동하는지는 모르겠으나 제대로 된 1차시장 (화랑) 존재

## 시장 인프라 존재

예술에 대한 높은 관심 (개인수준, 기관수준)

작품과 작가에 대한 투자 수요가 개인 및 기관 수준에 존재

## 금융 인프라 존재

# 한국 미술시장 및 미술금융 가능성

국내 작가들의 활발한 해외진출

유럽 및 미국 투자자들의 국내 작가들에 대한 관심

한류 프리미엄 (중동, 동남아, 중국, 일본, 인도 등)

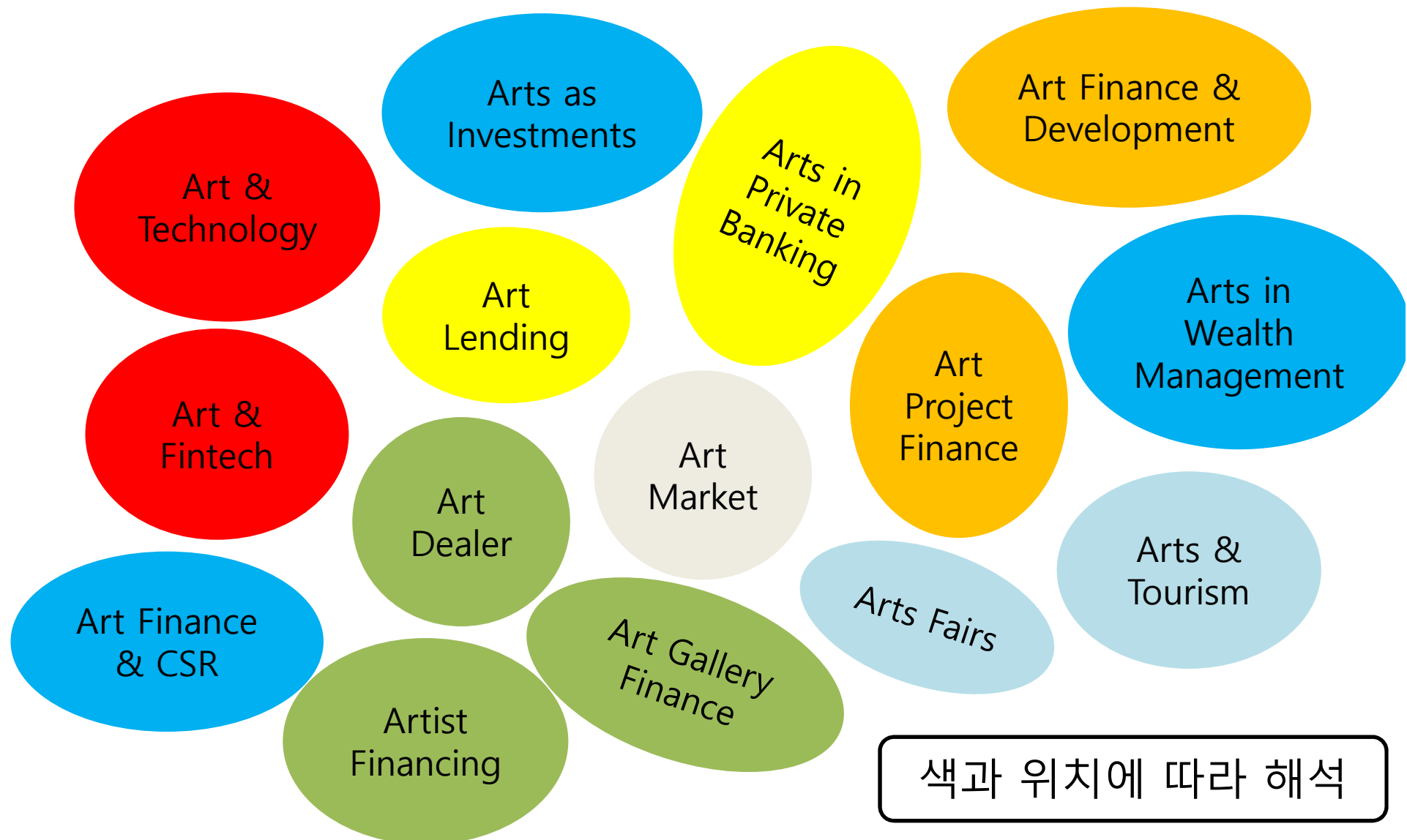
## 해외 문화시장 존재

상대적으로 높은 수익률을 찾는 투자금: 약 600조

절대 나아질 것 같지 않은 주식 (?), 채권, 파생상품 시장

## (상대적) 재무 유동성 존재

# 잠재적 주제들



# 결론

---

하고 싶은 말이 정말 많은데  
다 할 수가 없네..

---

감사합니다

