

# KIWOOM Digital Asset Issue

키움증권 리서치센터 디지털자산리서치팀  
| 디지털자산/원자재 심수빈 sb.shim@kiwoom.com  
| RA 조재환 idirection@kiwoom.com

## [#STO] 번외) 조각투자, 정체는?(2)

### • 뮤직카우의 투자 거래 대상과 투자 수익 구조

- 뮤직카우는 '음원 수익 저작권료 참여 청구권'에 투자하는 조각투자 상품을 제공. 투자자는 '옥션'과 '마켓'을 통해 이에 투자할 수 있고 투자자가 관련 상품에 투자할 경우 청구권 매매를 통한 손익이나 청구권 보유에 따라 보유 비율만큼의 음원 저작권료를 받을 수 있음

### • 조각투자 가이드라인과 뮤직카우

- 뮤직카우는 증권선물위원회가 처음으로 조각투자 상품을 투자계약증권으로 인정한 사례이며 다른 조각투자 상품에 대한 증권성 검증, 제재 가능성 발표 등의 규제 과정도 이와 유사하게 진행. 금융당국의 뮤직카우 혁신금융서비스 지정, 제재 면제로 현재 영업 중단 리스크는 해소, 추후 주목할 이슈는 토큰증권 발행 및 유통 제도화에 따라 투자계약증권의 유통이 제도권 하에서 가능해질 경우 음악 저작권 청구권에 대한 발행 및 유통 구조 변화 여부

### 뮤직카우의 투자 대상과 투자 수익 구조

지난주 자료를 통해 토큰 증권과 함께 언급되고 있는 조각투자에 대해 살펴보았다. 금융위 정의에 따르면 조각투자자와 토큰 증권은 다르나 조각투자자와 토큰 증권에 대한 규제 논의가 함께 진행되어왔고, 일부 공통점도 존재하는 만큼 이 둘을 완전히 분리하기는 어려운 것으로 보인다. 또한 토큰과 조각투자의 증권성 판단 기준이 동일하고 조각투자에 대한 증권성 검증은 이미 시행된 만큼 규제당국의 증권성 판단 사례를 확인할 수 있다는 점도 조각투자를 살펴봐야하는 이유로 볼 수 있다.

### \*음원 저작권료 참여청구권

: 음원 저작권료 수익을 청구할 수 있는 권리

조각투자 상품에 대한 가이드라인 공개 과정에서 가장 이슈가 되었던 것이 바로 뮤직카우다. 먼저 뮤직카우가 제공하는 투자 상품을 먼저 살펴보면, '음원 저작권료 참여 청구권'으로 이때 음원의 저작권은 저작권 중 현행법상 양도가 가능한 저작재산권과 저작인접권을 의미한다. 2014년 이후 스트리밍 서비스의 성장과 함께 글로벌 음반 산업의 수익이 꾸준히 증가했고, 한국음악저작권협회의 연간 저작권료 징수액도 2016년 1,474억원에서 3,554억원으로 크게 늘어났다.

### Compliance Notice

- 당사는 2월 21일 현재 보고서의 언급된 종목들의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

### 고지사항

- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 본 조사 분석자료를 무단으로 인용, 복제, 전시, 배포, 전송, 편집, 번역, 출판하는 등의 방법으로 저작권을 침해하는 경우에는 관련법에 의하여 민·형사상 책임을 지게 됩니다.

음악 산업이 빠르게 성장했던 것처럼 뮤직카우의 누적 회원 수도 빠른 증가세를 보였다. 2018년 만 명의 회원에서 2022년 3월 기준 100만 명을 넘어선 것으로 발표되었으며 이는 부동산, 미술품 등에 대한 조각투자 플랫폼 회원수에 비해 상당히 큰 규모이다.

**\*뮤직카우 '옥션'**

: 거래가 가능한 음악이 처음으로 공개되는 방식으로, 참여자는 본인이 입찰한 가격으로 낙찰

**\*뮤직카우 '마켓'**

: 고객 간 자유로운 거래가 가능한 곳

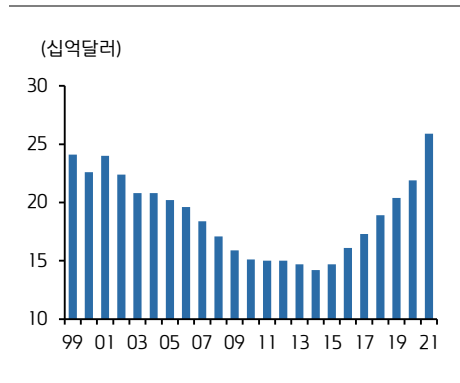
투자자는 '옥션'이나 '마켓'을 통해 관련 상품에 투자할 수 있고, 투자 시 얻을 수 있는 수익은 저작권 수익과 매매를 통한 손익으로 나누어진다. 이 중 저작권 수익은 저작권료 징수 기관이나 유통회사가 징수한 저작권료를 매월 정산해 지급받게 되는 것을 의미하며, 뮤직카우에 따르면, 올해 1월까지를 기준으로 뮤직카우의 1년 저작권료 평균 수익률은 8.96%이다.

**저작권재산권과 저작권접권 차이**

	저작권재산권	저작권접권
정의	- 창작자인 작곡가, 작사가 및 편곡자가 가지는 권리	- 완성된 저작물을 해석하고 전달하여 소비자들이 향유할 수 있도록 하는 저작권접권자(음악가의 경우 가수, 프로듀서 등)가 가지는 권리
권리유지	- 작곡가, 작가 및 편곡자	- 가수 및 프로듀서
보호기간	- 원작자 사후 70년	- 음원 발매일 다음 해 1월 1일부터 70년
매체별 저작권료 비중	- 곡 별로 상이함	- 전송매체가 많은 비중을 차지
월별 변동성	- 인접권 대비 상대적으로 큼 (곡마다 매체별 비중에 따라 월별 수익 편차 발생)	- 재산권 대비 적음 (매월 수익이 정산되는 전송 매체 비중이 높음)
기타 특이사항	- 작곡, 작사를 한 저작권자의 곡에 대한 2차 저작물작성권 포함 - 리메이크 시 해당 저작권료 추가 발생 - 개별 계약 내용에 따라 미포함될 수 있음 - 곡 정보 하단에서 포함여부 확인 가능	- 저작권재산권에 비해 정산받는 기간이 비교적 짧음 - 분기마다 받을 수 있는 보상금 존재 - 공연이나 방송의 경우, 연간 단위로 협의하여 보상금으로 지급

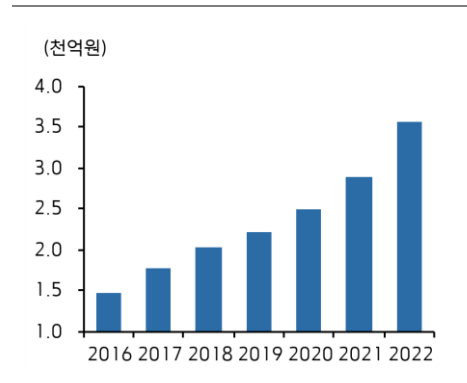
자료: 뮤직카우, 키움증권 리서치센터

**글로벌 음반산업 수익**



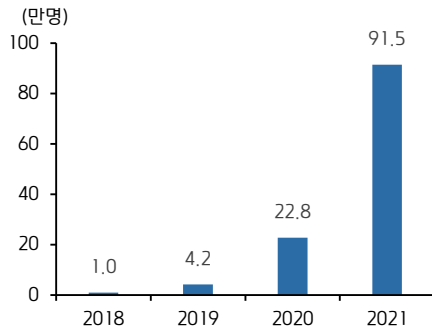
자료: IFPI, 키움증권 리서치센터

**한국음악저작권협회 연간 저작권료 징수액**



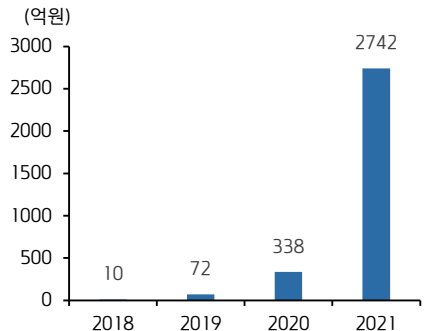
자료: 한국음악저작권협회, 키움증권 리서치센터

뮤직카우 누적 회원 수



자료: 금융위원회, 키움증권 리서치센터

뮤직카우 연간거래액



자료: 금융위원회, 키움증권 리서치센터

뮤직카우 투자에 따른 수익 구조

	저작권료(저작권료 참여 청구권)	매매손익
정산(지급) 시점	- 매월 (전월 분배된 저작권료가 다음달 첫 영업일에 정산)	- 판매 시
특징	- 다양한 매체들로부터 저작권료 징수기관 /유통회사가 징수한 저작권료를 매월 정산	- 구매한 저작권료 참여 청구권을 시장에서 판매 시 구매가와 판매가의 차액만큼 이익 혹은 손실 발생 가능(거래시 수수료 발생)
투자매력	- 하루만 보유해도 다음달 저작권료가 정산 - 매월 첫 영업일 저작권료 지급	- 희소성에 따라 가격 상승 가능 - 공연/컴백 등 아티스트 활동에 따른 이익 상승 - 리메이크/역주행 등을 통한 잠재적인 UPSIDE
리스크 요인	- 과거 저작권료 대비 미래 저작권료가 하락할 수 있음 - 아티스트의 평판에 따라 개별 곡의 저작권료가 하락할 수 있음 - 옵션은 높은 가격에 낙찰 받을수록 저작권료 수익률이 낮아짐	- 구매한 저작권료 참여 청구권의 가격하락으로 손실 발생 가능 - 개별 곡의 저작권료 하락에 의해 가격이 하락할 수 있음

자료: 뮤직카우, 키움증권 리서치센터

### 조각투자 가이드라인과 뮤직카우

뮤직카우가 조각투자 가이드라인 공개 과정에서 이슈가 되었던 이유는 증권선물위원회가 조각투자 상품에 대해 증권성을 검증하고, 제재 조치 가능성을 발표한 첫번째 사례로, 이후 금융 당국의 다른 조각투자 상품에 대한 규제가 이와 유사하게 진행되었기 때문이다. 당시 증선위 발표 내용을 살펴보면, 증선위는 뮤직카우가 제공하는 투자 대상이 특정 음원의 저작권에서 발생하는 수익을 분배받는 권리라는 점에서 투자계약증권으로 분류했다. 또한 투자상품이 증권에 해당하나 증권 신고서나 소액공모 공시 서류 등을 제출하지 않은 점을 지적하면서 제재를 받을 수 있다고 표했다 다만, 증선위는 당시 뮤직카우가 규제당국이 제시하는 사업재편 조건을 이행할 시 제재 면제를 받을 수 있다는 점도 덧붙였다.

**\*투자계약증권**

: 특정 투자자가 그 투자자와 타인(다른 투자자를 포함) 간의 공동사업에 금전 등을 투자하고 주로 타인이 수행한 공동사업의 결과에 따른 손익을 귀속받는 계약상의 권리가 표시된 것.

뮤직카우의 음악저작권료 참여 청구권이 투자계약증권에 해당하는 이유

기준	내용
공동사업	동일한 "청구권" 보유 투자자들은 저작권료 수입, 청구권 가격변동 손익을 동일하게 향유
주로 타인 수행	저작권 투자·운용·관리, 발생가치 산정, 저작권료 정산·분배, 유통시장 운영 등 일체 업무를 뮤직카우가 전적으로 수행
이익획득 목적	투자자들은 특정 곡을 사용하기 위한 목적이 아니라, 저작권료 수입 또는 매매차익을 목적으로 "청구권"을 매수

자료: 금융위원회, 키움증권 리서치센터

이후 뮤직카우는 사업 재편 계획을 제출하고, 투자자 보호를 목적으로 혁신금융서비스를 신청해 9월 혁신금융서비스 지정을 받았다. 또한 지난해 10월 증선위는 뮤직카우가 사업 재편 조건을 모두 이행한 것으로 평가하면서 최종적으로 제재 면제를 발표했으며, 이를 바탕으로 신규 발행 등이 진행될 예정이라는 점도 언급했다.

금융당국이 뮤직카우의 조각투자 상품을 증권으로 인정하면서 동사는 영업 정지 리스크에 직면했지만, 현재 이는 현재 해소된 것으로 볼 수 있다. 다만 토큰증권 가이드라인 공개에 따르면, 향후 장외거래소와 한국 거래소 내 디지털증권 시장이 개설될 예정이기에 이에 사업에 일부 변화가 생길 가능성은 남아있다. 규제 당국이 증권의 발행과 유통 분리를 강조하고 있기 때문이다. 뮤직카우는 현재 투자자 보호와 이해상충방지 및 시장감시 체계 구축을 조건으로 기존의 유통시장을 운영하고 있어 사실상 뮤직카우는 청구권의 발행과 유통이 분리되어 있지 않다. 이에 향후 투자계약증권이 유통될 수 있는 기반이 마련되는 시점에는 이러한 구조에도 변화가 발생할 것으로 보인다. 뮤직카우의 상징성을 고려하면 관련 문제를 어떻게 풀어나가게 되는지가 관련 시장의 주요 관심사가 될 수 있을 것으로 예상된다.

뮤직카우 사업재편 조건과 이행결과

사업 재편 조건	이행 결과
투자자 재산을 사업자 도산위험과 절연	신탁 수익증권 구조로 전환
투자자 예치금을 투자자 명의 계좌에 별도예치	투자자 명의 키움증권 계좌에 예치
물적설비와 전문인력 확보	전산설비 확보 등 확인
설명자료·광고 기준을 마련하고 약관 교부	공시규정·증권신고서 양식 사용, 금투업자 수준의 광고기준 등
투자자 보호를 위해 유통시장이 꼭 필요하고, 이해상충방지체계와 시장감시체계를 갖춘 경우에만 예외적으로 유통시장 운영 허용	내부통제기준·시장감시규정·이상거래탐지 시스템 마련, 사무공간 분리, 정보교류 차단 등
분쟁처리절차 및 투자자 피해 보상 체계 마련	분쟁조정위원회 구성 등
이행완료에 확인시까지 신규 모집·광고 불가	신규 모집·광고 집행 없었음

자료: 금융위원회, 키움증권 리서치센터