

한국 엔터테인먼트 기업의 부채금융 가능성 탐색 - SM엔터와 YG엔터 사례를 중심으로

Possibility of Debt Financing by Korean Entertainment Companies : Case of SM Entertainment and YG Entertainment

김대원, 김성철
고려대학교 미디어학부

Daewon Kim(egofree@gmail.com), Seongcheol Kim(hiddentrees@korea.ac.kr)

요약

본 논문은 한국 엔터테인먼트 기업의 부채금융 활용 가능성을 분석했다. 국내 엔터테인먼트 산업 내 선두 기업인 SM엔터테인먼트와 YG엔터테인먼트의 사례를 중심으로 회사채와 자산유동화증권(ABS) 발행 가능성을 탐색했다. 사례연구를 위해 자본시장의 부채금융 전문가, 엔터테인먼트 기업과 투자 운용사의 임직원 등을 대상으로 심층 인터뷰를 진행했다. 연구 결과에 따르면 두 엔터테인먼트 기업의 회사채 발행은 그 시기에 대해서는 이견이 있었지만 가능한 것으로 평가됐다. 다만 이를 위해서는 안정적인 현금흐름 확보, 매출처 다각화, 회계와 법률적 관리 측면의 투명성 제고 그리고 기업 경영능력 검증 등의 사전작업이 필요하다는 지적이 있었다. 한편 전 세계적인 인기를 얻은 싸이의 '강남 스타일' 음원은 ABS의 기초자산으로서 활용 가능성이 높다는 평가를 받았다.

■ 중심어 : | 엔터테인먼트 기업 | 부채금융 | 회사채 | 자산유동화 증권 | 사례연구 |

Abstract

The purpose of this paper is to explore the possibility for Korean entertainment companies to enter into debt financing. In particular, this study focuses on the possibility of issuing corporate bond and the asset backed securities (ABS) by two leading entertainment companies in Korea: SM Entertainment (SM) and YG Entertainment (YG). Depth interview with specialists such as investment bankers (IB), bond brokers, and financial directors and executives in entertainment companies was done. The results show that IB's opinion on issuing corporate bonds by SM and YG is positive. However, they may need to meet four requirements including maintaining stable cash-flow, diversifying sales source, enhancing accounting and legal transparencies and verifying managerial capabilities. In addition, Psy's 'Gangnam style', his global hit song, turns out to have high potential as a base asset for ABS.

■ keyword : | Entertainment Company | Debt Financing | Corporate Bond | Asset backed Securities | Case Study |

* 본 연구는 미래부가 지원한 2014년 정보통신·방송(ICT) 연구개발사업의 연구결과로 수행되었음

접수일자 : 2014년 06월 09일

심사완료일 : 2014년 08월 20일

수정일자 : 2014년 08월 12일

교신저자 : 김성철, e-mail : hiddentrees@korea.ac.kr

I. 서론

기업이 성장하려면 적시의 자금 조달은 필수적이다. 이를 위해서는 다양한 자금원 확보가 선행되어야 한다. 따라서 성장에 성공한 엔터테인먼트 기업도 부채금융 시장에 진입할 필요가 있다.

여러 엔터테인먼트 기업들이 증권시장 성장에 성공했지만 또 다른 핵심 자금원인 부채금융 부문에는 하나도 진입하지 못했다. 그 결과 우리나라 엔터테인먼트 기업들은 자금 조달이 필요할 때 부채금융을 시도하지 못하고 증자나 차입에 의존하고 있다[1].

부채금융 시장에 진입하는 것은 자본시장에서 제대로 된 기업으로 인정(認定)받았다는 의미를 갖는다.

채권으로 대표되는 부채(debt)에 대한 투자는 자본시장에서 신중한 투자자의 영역으로 분류된다. 주식이 해당 투자자산의 미래 성장 가능성에 무게를 두고 원금 손실의 위험성을 감수하는 상대적 고수익, 고위험 투자 상품이라면 채권은 손실을 최소화하는 대신 낮은 이율을 노리는 투자 상품이다. 이러한 특성 때문에 채권 투자에 대한 판단은 성장성 보다는 재무적 상태 혹은 수익 창출 능력 등 안정성을 감안하여 내려진다. 특히, 채권 투자자가 일정한 이자뿐만 아니라 원금을 회수하려면 계속기업(going concern)으로서의 지속 가능성을 신중하게 검토해야 한다. 따라서 부채금융 시장 진입에 성공한 기업은 자본시장의 다차원 평가를 통과한 것으로 간주된다.

엔터테인먼트 기업의 부채금융 가능성을 분석하는 것은 자본시장 전문가의 관점에서 엔터테인먼트 기업의 재무적 건전성과 수익성을 보수적으로 평가하는 시도라고 할 수 있다. 본 연구의 목적은 우리나라 엔터테인먼트 산업의 대표 기업인 SM엔터테인먼트(SM엔터)와 YG엔터테인먼트(YG엔터)의 부채금융 가능성을 탐색하는 것을 그 목적으로 한다.

본 논문은 구성은 다음과 같다. 제 2장에서는 이론적 논의와 연구문제를 제시하고 제 3장에서는 연구방법을 설명한다. 제 4장에서는 사례연구의 결과를 정리하고 마지막으로 제 5장에서는 본 연구의 시사점을 제시한다.

II. 이론적 논의 및 연구문제

1. 엔터테인먼트 산업에 관한 선행연구

엔터테인먼트 산업 연구는 산업 자체 보다는 연예인과 소속사 등 개별 주체를 대상으로 주로 이뤄졌다. 예를 들어, 2000년대에는 연예인과 소속사의 계약 문제가 엔터테인먼트 산업 연구에서 중요한 이슈였다. 계약 체계의 미흡함을 개선해야한다는 주장이 제기됐고[2], 관련 법제의 체계화가 필요하다는 의견이 개진됐다[3][4]. 법적 측면의 고찰을 통해 연예 산업의 근간을 체계적으로 분석해야 할 필요성이 강조됐는데 다른 산업과 달리 문화와 사람이 주체가 되는 엔터테인먼트 산업의 특수성을 고려해야 한다는 점이 함께 강조됐다[5][6].

엔터테인먼트 기업을 대상으로 한 선행연구는 경영 전략과 마케팅 차원의 접근이 대부분이었다. 경영전략 분야의 선행연구는 엔터테인먼트 산업 전반이나 형태에 대한 비교·분석에 집중됐다[7-9]. 경영전략 측면에서 우리나라에 비해 선도적인 체계를 보유한 일본의 엔터테인먼트 산업과 기업이 주된 비교대상이 됐다[10].

한류가 부상(浮上)된 이후에는 해외시장 진출전략에 대한 연구가 활발하게 전개됐다. 특히 해외시장 진출에 성공한 국내 엔터테인먼트 기업을 대상으로 한 사례연구가 다수 발표됐는데 SM엔터가 주된 연구 소재였다[11-15]. 한편 국내 엔터테인먼트 기업의 국제화 전략에 대한 학술적 평가는 긍정론[16]과 부정론[17]으로 엇갈렸다.

마케팅 연구에서는 연예인 중심의 소구 전략이 주된 연구주제였다. 예를 들면, 스타 발굴과 스타 관리 전략[18][19], 엔터테인먼트 기업과 연예인의 브랜드 간 상호작용 효과[20][21] 등에 대한 연구가 진행됐다.

한편 엔터테인먼트 기업의 가치를 결정하는 요소에 대한 분석[22]을 제외하면 엔터테인먼트 산업에 대한 선행연구 중에서 재무적인 관점의 연구는 거의 없었다. [표 1]은 엔터테인먼트 산업과 기업을 분석한 선행연구의 목록을 요약해서 보여주고 있다.

표 1. 엔터테인먼트 산업과 기업을 분석한 선행연구

대분류	중분류	저자(발행연도)
계약분쟁	소속사와 연예인 간 계약	최승수·안건형(2009)[5], 이범수(2010)[2], 김은경(2011)[23], 오석용(2013)[24]
		안지영(2005)[7], 김상경(2006)[3], 이문행(2009)[8], 김현지(2010)[6], 유진룡·최화열(2010)[25], 백승혁(2012)[10], 장재욱(2013)[4]
경영전략	엔터테인먼트 산업 전반 혹은 형태	안지영(2005)[7], 김상경(2006)[3], 이문행(2009)[8], 김현지(2010)[6], 유진룡·최화열(2010)[25], 백승혁(2012)[10], 장재욱(2013)[4]
	기업의 의사결정과 발전 전략	장원철(2001)[26], 서경(2008)[9], 정수연(2005)[15]
	해외 시장 진출 방안	윤종진(2005)[17], 유리아(2009)[16], 김미희(2009)[13], 박영은·이동기(2011)[12], 허재원(2012)[11]
마케팅	연예인 중심의 소구 전략	함규식(2004)[19], 이동주(2010)[18]
	스타시스템	이주리(2013)[14]
	기업과 연예인 브랜드 간 영향	조인희(2010)[20], 김상욱(2012)[21]
기업가치	지배구조와 기업 성과	이재혁(2009)[22], 고동원(2010)[1]

2. 엔터테인먼트 기업의 자본경영

증권시장에서 엔터테인먼트 기업이 안정적으로 자신의 영역을 확보한 때는 미국과 유럽의 재정위기로 인해 국제 금융시장이 흔들린 2011년 8월 이후다. 당시 전 세계 증시의 주가는 급락했다. 글로벌 경기(景氣) 회복이 요원했기에 국내 주식의 주가는 회복 일색이었다. 이러한 흐름과 다른 움직임을 보인 일부 주식이 있었는데 대표적인 것이 삼성전자였다. 삼성전자는 옴니아2의 실적 부진을 딛고 스마트폰 시장에서 애플에 필적할만한 경쟁사로 성장하면서 주가의 급등을 경험하게 됐다.

그런데 2011년 하반기에 삼성전자 보다 더 높은 주가 수익률을 보인 기업이 있었는데 바로 SM엔터였다. 유럽 재정 위기가 발발하기 직전인 7월 말에 2만7050원이었던 SM엔터 주가는 4개월도 채 안된 11월23일에는 6만2000원까지 상승했다. 증시에서 주가가 일반적으로 기업가치를 나타낸다는 점을 감안하면 100일 조금 넘는 기간에 증시에서 평가하는 SM엔터의 기업가치가 종전의 3배 수준으로 뛴 것이다. [그림 1]과 같이 2011년 8월1일 증가와 그 해 연말 증가 간 차이를 뜻하는 주가 수익률을 비교해 보면 SM엔터의 수익률은 71.8%로

서 삼성전자의 수익률(21.6%) 보다 상당히 높았다.

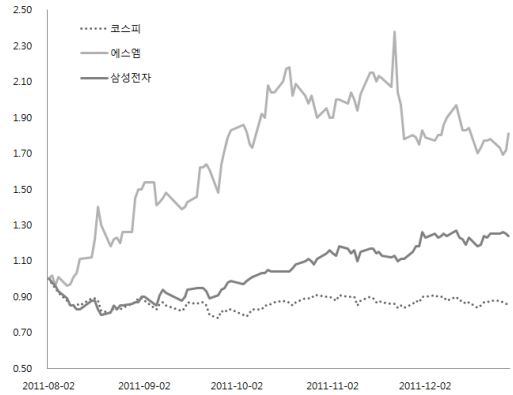


그림 설명: 증시가 급락하기 시작한 2011년 8월2일 증가를 분모로 나머지 거래일의 주가를 나눈 값의 흐름. 각 종목의 그래프 별로 2011년 8월2일의 수치가 1이다.

그림 1. 2011년 글로벌 재정위기 이후 코스피, 삼성전자, SM엔터의 주가 수익률 추이

2011년 하반기에 SM엔터의 주가가 급등한 것은 거시 경제의 더딘 회복 속에서 실적 개선 여부가 돋보이는 종목으로 평가돼 매수세가 쏠린 결과라고 볼 수 있다[27]. 이는 증시에서 연예인을 활용해 주가를 부양하는 잡주(雜株)로 평가를 받던 엔터주(株) 위상에 반전(反轉)이 생긴 것을 의미한다. SM엔터는 나름 체계화된 기업 운영 시스템 속에서 자사의 기업 가치를 끌어올리고 있는 것으로 증시에서 인정받기 시작한 것이다. 한편 2011년 하반기의 불황으로 뚜렷한 투자처를 찾지 못했던 자금들은 YG엔터로도 몰렸다. 2011년 11월에 상장한 YG엔터의 공모가는 3만4000원으로 결정됐는데 이는 청약 희망가(주당 2만2100원~2만8800원)를 훨씬 웃도는 가격이었다. YG엔터에 대한 투자 수요가 컸기에 당시 일부 기관투자자들은 수요를 예측하는 과정에서 청약 희망가의 3배에 가까운 7만6500원을 써내기도 했다[28].

이후 SM엔터는 소녀시대와 슈퍼주니어, YG엔터는 빅뱅과 싸이의 인기에 힘입어 실적과 흥행을 겸비한 투자 종목으로 증시에 자리를 잡았다. 또한 두 기업과 더불어 작곡가 겸 가수 박진영의 JYP엔터테인먼트, 배우 배용준의 키이스트, 유명 기획자인 정훈탁의 IHQ 등의

엔터테인먼트 기업이 한데 묶이면서 증시에는 엔터주(株)라는 하나의 군집이 형성됐다. 엔터주를 전담, 분석하는 애널리스트가 증권사에 생기기도 했다. 결국 자본경영 측면에서는 엔터테인먼트 기업이 안정화 단계에 올랐음을 알 수 있다.

3. 부채금융의 의미

기업의 원활한 자금 조달을 위해서는 자본경영만으로는 부족하다. 증시 자체의 불안정성이 크기 때문이다. 증시에서는 기업의 본질을 담고 있는 내재적 가치보다는 외생적 변수의 영향력이 크다[29]. 또한 경기가 좋지 않으면 투자 자산의 위험이 높아져서 증시에서 자금을 조달하는 비용이 높아진다. 이 같은 이유로 불경기 때는 자본경영 보다는 부채금융에 대한 기업들의 의존도가 높다[30]. 부채금융은 자본경영이 어려워 질 때를 대비해 기업이 확보해야 하는 또 다른 자금원인 것이다.

문제는 부채금융 시장의 진입장벽이 자본경영 시장의 그것보다 높다는 것이다. 이는 채권에 대한 투자 여부를 결정하는 채권투자 운용인력들이 보수적인 투자 전략을 갖기 때문이다. 상대적으로 고위험(high risk)을 수용하고 수익을 높이는 방향으로 투자 전략을 실행하는 주식 운용 담당자들과는 달리 채권 투자자들은 위험을 최소화하는데 집중한다.

2011년 1분기에 STX그룹 계열사의 회사채가 흥행 부진을 겪은 것은 채권투자 운용인력의 보수적 성향을 간명하게 보여주는 사례이다. 당시 STX그룹은 운영자금 등을 확보하기 위해 각 계열사 별로 회사채를 발행했다. 그러나 STX 회사채에 대한 증시의 반응은 냉담했다. 상장한 5개 계열사 시가총액의 합이 6조원을 넘을 정도로 주식 시장에서 높았던 위상은 회사채 시장에서 통용되지 않았다. 2011년 1월부터 3월까지 STX그룹 계열사 회사채가 100억 원 이상의 단위로 거래된 실적은 1월 14일에 있었던 STX조선해양 한 건(127억 원) 뿐이었다. 당시 STX그룹의 주력이었던 조선과 해운 경기의 회복은 요원한 상태였고 따라서 위험을 최소화하는 성향을 지닌 채권투자 운용인력들이 위험이 큰 STX그룹 회사채에 대한 투자를 꺼렸던 것이다[31].

STX그룹 회사채 사례에서 확인할 수 있듯이 부채금

용 시장으로 진입하는 것은 재무적 측면에서 안정된 기업이라는 사회적 공인(公認)을 받는 것과 다름없다. 이러한 측면에서 본 연구는 엔터테인먼트 기업의 재무적 안정성에 대한 검증을 시도하는 것으로 볼 수 있다. 지금까지의 논의를 토대로 본 연구는 다음과 같이 연구문제1을 도출했다.

연구문제1: SM엔터와 YG엔터의 회사채 발행이 가능한가?

본 연구에서는 SM엔터와 YG엔터의 재무적 안정성을 검증하기 위해 특정 자산을 기초로 발행하는 증권인 자산유동화증권(asset backed securities, ABS)의 발행 가능성도 탐색했다. ABS는 외환위기 때 국내에 도입된 자금조달 방식이다. ABS는 기업 자체의 신용등급이 낮더라도 보유한 자산이 양질(良質)이면 높은 평가를 받고 자금을 조달할 수 있다. ABS를 활용하면 기업 입장에서는 자체 신용등급이 낮더라도 우량 자산만으로 자금을 빌릴 수 있는 것이다. 이러한 특성 때문에 ABS 발행 여부는 기업이 보유한 사업과 자산에 대한 자본시장의 평가를 확인할 수 있는 척도가 된다.

엔터테인먼트 기업이 ABS를 발행할 수 있는 기초자산이 될 수 있는 것은 매출채권, 연예인과의 계약권 그리고 음원 등의 콘텐츠이다.

이 중 연예인과의 계약권은 엔터테인먼트 기업 매출의 기초이자 엔터테인먼트기업 고유의 자산이다. 통상적으로 스타 연예인과의 계약은 곧 매출 혹은 해당 소속사의 협상력(bargaining power) 증대로 연결된다. 이 때문에 엔터테인먼트 업계에서 스타 연예인과의 진속계약 유지 여부는 해당 엔터테인먼트 기업의 가치와 직결된다. 따라서 최근 수년간 꾸준한 인기를 구가하며 상대적으로 안정적인 성과를 낸 걸그룹(girl group) 소녀시대 그리고 국제적 스타인 싸이와의 계약은 SM엔터와 YG엔터가 ABS를 발행하는 기초자산이 될 수도 있다. 이상의 논의를 바탕으로 본 연구에서는 다음과 같이 연구문제2를 도출했다.

연구문제2: SM엔터와 YG엔터의 매출채권과 소녀시대 또는 싸이의 매니지먼트 계약을 근거로 한 ABS 발행이 가능한가?

엔터테인먼트 기업이 ABS를 발행할 수 있는 근거가 되는 또 다른 기초자산으로는 음원 등의 콘텐츠가 있다. 콘텐츠는 유형화 된 대상이어서 연예인과의 계약에 비해서는 상대적으로 불확실성이 덜하다. 대중으로부터 인기를 얻을 수 있을 지에 대해서는 단언할 수는 없더라도 일종의 상품으로서의 형태적 완결성은 확보하고 있다. 대중에게 출시 된 이후라면 시장에서의 인기를 기준삼아 화폐 가치로 가치를 추정하는 것도 가능하다. 해외에서는 음원을 기초로 ABS가 발행된 바 있는데 여러 차례 글로벌 투자은행에서 음원 기반의 ABS 작업을 시도했다. 본 연구에서는 엔터테인먼트 기업의 콘텐츠, 구체적으로는 국내뿐만 아니라 해외에서도 큰 인기를 거둔 싸이의 ‘강남 스타일’을 근거로 ABS를 발행할 가능성을 묻는 연구문제를 다음과 같이 도출했다.

연구문제3: 싸이의 ‘강남 스타일’ 음원 권리를 근거로 한 ABS 발행이 가능한가?

III. 연구방법

본 연구의 방법론으로는 사례연구를 선택했다. 대표성을 보유한 소수에 대한 사례연구는 관련된 양적 연구와 자료가 미미한 현실적 한계를 극복할 수 있기 때문이다[32][33]. 연구대상으로 선정한 SM엔터와 YG엔터는 우리나라 엔터테인먼트 산업에서 대표성을 가진 기업이다. 두 회사는 국내 엔터테인먼트 기업 중 매출액과 시가총액 면에서 각각 1위(SM엔터)와 2위(YG엔터)이다.

SM엔터와 YG엔터가 부채금융 시장에 진입할 가능성을 분석하기 위한 1차 자료는 증권사 기업금융팀(investment banking, IB)의 실무자 12명을 대상으로 진행한 심층 인터뷰를 통해 확보했다.

자본시장에서 부채금융은 IB의 실무자와 발행 희망 기업 그리고 투자자의 합의를 통해 이뤄진다. 이 과정에서의 증권사의 IB 실무자는 기업과 투자자를 잇는 매개체 역할을 한다. IB 실무자들은 발행 희망 수요와 투자 수요에 대한 예측(tapping)을 통해 중개의 안정성을

판단한다. IB 실무자들은 기업과 투자자의 입장을 모두 헤아리는 역할을 하는 것이다.

부채금융 과정에서 IB들은 발행사와 투자자를 연결하고 수수료 수익을 얻는다. 만약 인기 없는 ABS를 중개하다가 투자 수요를 못 찾으면 IB가 떠안아야 한다. 최악의 경우에 IB가 떠안은 물량은 손실로 확정되기도 한다. 중개의 위험성을 인지하고 있기 때문에 일반적으로 IB 실무자들은 손실을 피하기 위해 안정적으로 투자자들에게 중개되는 투자 상품을 맡으려고 한다. 결국 대부분의 부채금융의 성공은 실질적으로 IB 실무자들의 판단에 따라 크게 좌우된다고 볼 수 있다. 이 점을 고려하여 본 연구에서는 엔터테인먼트 기업의 부채금융 구현 가능성에 대한 가장 현실적이고 정확한 평가를 얻어내기 위해 IB 실무자들을 대상으로 인터뷰를 실시했다. 인터뷰는 IB 실무자들의 엔터기업에 대한 의견의 가변성을 고려해서 2013년 3월 중순부터 4월 초 사이에 집중적으로 진행됐다.

표 2. 인터뷰 대상자

구분	소속 회사	부서	직위
IB			
응답자 1	A증권사	DCM 부	팀장
응답자 2	B증권사	구조화금융부	부장
응답자 3	C증권사	기업금융팀	부장
응답자 4	D증권사	구조화금융 2팀	차장
응답자 5	E증권사	구조화상품팀	부장
응답자 6	F증권사	구조화금융부	대리
응답자 7	G증권사	구조화금융부	이사
응답자 8	H증권사	프로젝트금융팀	차장
응답자 9	I증권사	구조화금융 1팀	팀장
응답자 10	J증권사	구조화금융부	부장
응답자 11	K증권사	채권인수팀	팀장
응답자 12	L증권사	DCM팀	차장
엔터테인먼트 기업			
응답자 13	A사	최고경영자	대표이사
응답자 14	A사	재무담당 팀장	팀장
응답자 15	B사	재무담당 최고책임자	상무
응답자 16	B사	재무담당 팀장	팀장
응답자 17	C사	최고경영자	대표이사
응답자 18	C사	재무담당 팀장	팀장
투자운용사			
응답자 19	A운용사	최고운용책임자	상무
응답자 20	B운용사	투자운용팀장	이사

*구조화금융=Structure Financing, DCM=Debt Capital Market, 인터뷰 대상자의 소속 회사는 익명 처리하고 부서와 직위만 나타냄. 인터뷰 대상자들이 객관적이며 솔직한 답변의 전제조건으로 익명을 요구한 데 따른 조치.

IB 실무자 이외에도 엔터테인먼트 기업의 재무업무 관계자 6명, 국내 대형 운용사의 투자총괄 임원 2명 등 8명에 대한 추가 인터뷰를 실시했다. 이는 IB 실무자들을 대상으로 한 인터뷰 내용을 보완하기 위한 목적이었다. [표 2]는 본 연구의 심층인터뷰 대상자 총 20명의 프로필을 개략적으로 소개하고 있다. 인터뷰 대상자에게 공통적으로 제시된 질문 목록은 [표 3]에 정리되어 있다.

한편 사례연구를 위한 2차 자료는 국내의 엔터테인먼트 기업, 금융감독원 등 유관 정부기관, 증권가 애널리스트 그리고 신문 보도 등을 통해 확보했다.

표 3. 인터뷰 대상자에게 제시된 공통 질문 목록

<p>1) SM엔터와 YG엔터의 회사채는 언제 발행 가능할 것이라고 보는가? ① 지금 가능하다 ② 1년 이후 / ③ 2~3년 이후 / ④ 5년 이후 / ⑤ 10년 이후 ⑥ 앞으로도 불가능하다</p> <p>1-1) 회사채 발행이 가능하다고 생각한다면, 그 이유는 무엇인가? ① 이전에 비해 상대적으로 안정된 실적 ② 중견 기업 수준의 매출 수준 ③ 인기 연예인 보유를 통한 안정된 미래매출 ④ 사회적 신용도</p> <p>1-2) 회사채 발행이 불가능하다고 생각한다면, 그 이유는 무엇인가? ① 여전히 불안한 실적 구조 ② 채권 발행하기에는 부족한 매출 수준 ③ 수익 창출원인 연예인 인기의 심한 출렁임 ④ 사회에서의 부정적 시선</p> <p>2) 일부 기업들이 매출채권을 근거로 ABS를 발행하기도 한다. SM엔터와 YG엔터의 매출채권을 기초자산으로 한 ABS 발행 가능성에 대해 어떻게 생각하는가?</p> <p>3) 걸그룹 소녀시대와의 매니지먼트 계약을 근거로 한 ABS 발행 가능성에 대해 어떻게 생각하는가?</p> <p>4) 국제적 스타인 싸이와의 매니지먼트 계약을 근거로 한 ABS 발행 가능성에 대해 어떻게 생각하는가?</p> <p>5) 싸이의 강남스타일 음원 권리를 근거로 한 ABS 발행 가능성에 대해 어떻게 생각하는가?</p> <p>6) 전문가인 귀하가 보기에, 엔터테인먼트 기업의 ABS 발행을 위한 필요조건은 무엇인가?</p>
--

IV. 사례연구 결과

1. SM엔터와 YG엔터 회사채 발행

심층 인터뷰 결과에 따르면 IB 실무자들은 SM엔터와 YG엔터의 회사채 발행이 빠르면 2014년 내에도 가

능하지만 자본시장에서의 신뢰 확보 여부에 따라 해당 시점은 10년 뒤로도 늦춰질 것이라고 답했다.

답변을 세부적으로 살펴보면, “SM엔터와 YG엔터의 회사채 발행이 가능할 것이라고 보는가?”에 대한 물음에 전체 응답자 12명 중 10명(83.3%)이 “가능할 것이지만 시점의 문제”라고 답했다. “언제쯤 회사채 발행이 가능할 것으로 보는가?”라는 질문에 대해서는 조사 시점(2013년 3월~4월)으로부터 ‘5년 이후 가능하다’고 말한 응답자가 4명(33.3%)으로 가장 많았고, ‘1년 이후’가 3명(25.0%)으로 그 다음이었다. ‘10년 이후’와 ‘2~3년 이후’는 각각 2명(16.7%)과 1명(8.3%)이었다. “앞으로도 불가능하다”와 무응답은 각각 1명(8.3%)이었다. 회사채 발행 그 자체의 현실성은 높게 보지만 시점에 대해서는 의견이 갈린 것이다.

회사채 발행에 대해 낙관적인 IB 실무자들은 두 기업이 보유한 연예인의 가치를 높게 평가했고 일정 수준에 달한 매출액과 사회적으로 얻은 성공 기업으로서의 이미지가 자본시장에서 긍정적 평가를 받는 토대가 될 것으로 판단했다. 반면에 부정적인 입장을 보인 IB 실무자들은 인기의 부침(浮沈)을 근거로 연예인의 시장가치를 낮게 평가했고 엔터테인먼트 기업의 매출액과 신뢰도 역시 아직은 자본시장의 기대 수준에는 미치지 못한다는 의견을 제시했다.

2. 매출채권과 계약권 기반의 ABS 발행

IB 실무자들은 ABS 발행을 위한 기초자산으로 엔터테인먼트 기업의 매출채권과 연예인과의 계약권을 사실상 동일하게 간주했다. 핵심 연예인의 활동이 소속사의 매출을 좌우하는 엔터테인먼트 기업의 특수성을 감안 할 때 매출채권과 연예인의 계약권을 큰 틀에서 동일하게 취급할 수 있기 때문이다.

SM엔터와 YG엔터의 매출채권 기반 ABS 발행에 대해서는 응답자 12명 중 2명(16.7%)만이 “가능하다”고 답했다. 그리고 응답자 12명 중 3명(25.0%)이 소녀시대와 싸이의 매니지먼트 계약이 ABS 기초자산으로서 유의미하다고 답했다.

응답자들이 대체적으로 ABS 발행이 어렵다고 판단한 사유는 크게 네 가지로 구분된다. 일단 선례가 없다

는 점 때문에 IB 실무자들은 보수적인 태도를 견지했다. 위험회피 성향이 강한 IB 실무자들은 선례가 없는 투자 상품에 대한 중개를 꺼려하는 모습을 보였다. 인터뷰 대상자들은 수익 예측의 어려움도 ABS 발행 불가능의 사유로 꼽았다. IB 실무자들은 인기의 부침에 따라 연예인의 수익 변화가 크기 때문에 예상 매출을 추정하기 어렵다고 분석했다. 기업의 역사가 짧고 엔터테인먼트 기업에 대한 법률과 회계 상의 불투명성이 여전하다는 점도 IB 실무자들이 걸림돌로 거론한 요소였다. 또한 그들은 자금 상환용으로 활용할 수 있는 뚜렷한 자산을 갖지 못한 점도 SM엔터와 YG엔터가 ABS 발행에 어려움을 겪을 수 있는 이유가 될 수 있다고 말했다.

한편 해외 선례를 언급하며 “불가능하지만은 않다”고 답한 IB 실무자가 2명 있었다. 해외 선례란 영국의 데이빗 보위(David Bowie)의 경우를 말한다. 보위는 1970년대 초반에 등장한 글램 록(glam rock) 이란 장르의 대표 주자다. 세계적인 명성을 가진 보위는 1997년에 자신의 곡으로 거둬들이는 로열티(royalty) 수입을 담보로 삼아 미국 월스트리트에서 5500만 달러를 조달했다. 보위는 ABS 발행을 위해 무디스로부터 신용평가까지 받았다. 신용등급은 투자적격인 A3이었다. 무디스는 로열티 수입의 규모를 좌우하는 보위의 인기가 오랫동안 높게 유지 될 가능성이 크다고 분석한 것이다[34]. 보위의 ABS는 발행 6년 후인 2003년에 음반 판매 부진으로 인해 신용등급이 강등될 위기에 놓이기도 했다[35]. 반면에 2012년에 ‘포크(folk)의 전설’ 밥 딜런(Bob Dylan)이 노래의 로열티를 기반으로 ABS 발행을 계획했으나 철회된 바 있다. 미국의 음악 저작권관리업체 세삭(Stage Authors and Composers, Sesac)은 자금조달을 위해 보유한 밥 딜런과 다른 음악가들의 음원을 기초로 3억 달러 규모의 ABS를 발행하려 했다. 당시 주관사인 골드만삭스는 ABS 발행을 위해 스탠더드앤드푸어스(S&P)에게 신용평가를 의뢰했고 투자 부적격(junk) 보다 딱 한 등급 높은 BBB-를 예비등급으로 받았다. 기대보다 낮은 등급을 받는 바람에 ABS 발행은 난항을 겪었다. 특허나 저작권처럼 담보로서 기존에 잘 사용되지 않는 자산을 기반으로 한 ABS는 자본시장에서 ‘난해한(esoteric)’ ABS란 이름으로 불렸다[36].

계약권 자체가 아닌 각 연예인의 개별적 이벤트를 기반으로 한 ABS 발행을 고려해 볼 수도 있다는 의견도 있었다. 실제로 개별 수주 건을 근거로 한 ABS 발행은 건설사와 조선사 등 수주 중심의 사업을 펼치는 제조업체에서는 활발히 이뤄지고 있다.

3. 강남스타일 음원 권리를 근거로 한 ABS 발행

사이의 강남스타일 음원 기반의 ABS 발행에 대해 심층 인터뷰 대상자 12명 중 7명(58.3%)이 “가능하다”고 답했다. “불가능하다”는 3명(25.0%), “모르겠다”는 2명(16.7%)이었다. ABS의 기초자산으로서 사이의 강남스타일 음원(58.3%)은 매출채권(16.7%)이나 소녀시대와 싸이와의 계약권(25.0%)에 비해 높게 평가받은 것이다.

[표 4]에 따르면 강남스타일을 기초로 한 ABS 발행이 가능하다고 본 응답자들은 해당 음원수익을 전체 매출에서 구분할 수 있다는 점과 음원은 화폐 가치로 측정 및 추정할 수 있다는 점을 그 이유로 꼽았다. 사이의 과거 음원 매출 실적이 부채금융 진입의 결정적 장벽으로 지적되어 온 미래 매출의 불확실성 문제를 어느 정도는 해소할 수 있을 것이라고 본 것이다. 반면에 음원 가치는 매니지먼트 계약에 따라 흔들릴 수 있고 특정 가수의 특정 음원에 대한 신용평가가 쉽지 않다는 것이 부정적인 응답의 이유였다.

표 4. ‘강남스타일’ 음원 권리를 기초로 한 ABS 발행 가능성에 대한 IB 실무자들의 의견

구분	가능론	불가능론
현금흐름 추정	1. 고정적인 현금 흐름이기에 추정 가능 2. 음원 수입의 매출 내 분리 산출 가능	1. 매출 예상(판매 연속성)에 대한 판단의 어려움 2. 매니지먼트 계약에 따라 음원 권리도 유동적일 수 있음
신용등급	매출 추이를 통한 신용등급 확보 가능	신용등급 평가를 위한 구체적 기준 미비
담보 가치	지적재산권은 담보 자산으로서 가치가 있음	매출 이후 수익 회수기간이 짧으면 담보 설정을 통한 ABS 발행수요가 없을 것임

V. 결론과 시사점

본 논문에서는 국내 엔터테인먼트 산업 내 선두기업

인 SM엔터와 YG엔터의 ‘회사 그 자체’를 기준으로 한 채권 발행 가능성을 검토했다. 또한 해당 기업의 핵심 자산인 매출채권, 연예인(소녀시대와 싸이)과의 계약 그리고 음원 등의 콘텐츠(강남스타일)를 근거로 한 ABS 발행 가능성 여부를 고찰했다.

부채금융 중개 담당 IB 실무자들을 대상으로 실시한 심층 인터뷰 결과, SM엔터와 YG엔터의 회사채 발행에 대해서는 “가능하다”는 답변이 대세였다. 다만 시기에 대해서는 다양한 의견이 나왔다.

한편 매출채권과 연예인의 계약권을 기반으로 한 ABS 발행에 대한 부채금융 전문가들의 평가는 대체로 회의적이었다. 반면에 싸이의 강남스타일 음원을 기반으로 한 ABS 발행에 대해서는 긍정적인 평가가 나왔다.

향후 우리나라 엔터테인먼트 기업들이 부채금융을 전략적으로 활용하기 위해서는 IB 실무자들이 지적한 문제들을 선결하는 것이 필요할 것으로 판단된다. 즉, 안정적 현금흐름의 확보, 매출처 다각화, 회계와 법률적 관리 측면의 투명성 제고 그리고 기업 경영능력 검증 등이 해결된다면 엔터테인먼트 기업이 부채금융 시장으로 진입하는 것은 그다지 어렵지 않을 것으로 전망된다. 추가적인 인터뷰에 응했던 엔터테인먼트 기업의 관계자들은 이러한 지적에 공감하며 “대부분의 국내 대중 문화업체들이 여전히 기업으로서 틀을 갖추지 못하고 있다”고 첨언했다.

엔터테인먼트 산업은 해외에서의 우리나라 이미지 제고, 우리나라 상품 판매 그리고 한국 방문의도 제고에 견인차 역할을 하고 있다[37-39]. 따라서 엔터테인먼트 산업에 대한 연구는 학술적인 가치뿐만 아니라 실용적인 가치를 갖고 있다[40].

본 연구는 우리나라 엔터테인먼트 기업의 부채금융 가능성을 탐색함으로써 엔터테인먼트 산업에 대한 재무적인 연구를 본격화했다는 의의를 갖는다. 그럼에도 불구하고 본 연구는 두 기업에 대한 사례연구에 국한되었다는 한계에서 자유로울 수 없다. 후속연구에서는 엔터테인먼트 산업에 대한 정량적인 접근이 체계적으로 시도되기를 기대한다.

참고 문헌

- [1] 고동원, “기업의 지배구조 현금흐름에 미치는 영향: 엔터테인먼트 산업을 중심으로”, 한국콘텐츠학회논문지, 제10권, 제2호, pp.187-195, 2010.
- [2] 이범수, “엔터테인먼트 소송의 입증책임에 관한 소고. 사회과학연구”, 제26권, 제1호, pp.289-314, 2010.
- [3] 김상겸, “엔터테인먼트법의 주요 문제: 예술의 자유와 엔터테인먼트의 법적 보호”, 스포츠와 법, 제9권, 제0호, pp.9-32, 2006.
- [4] 장재욱, “K-POP시대 엔터테인먼트법제의 정비 방향”, 경영법률, 제23권, 제1호, pp.95-125, 2013.
- [5] 최승수, 안건형, “연예인 전속매니지먼트 계약의 법적 쟁점과 중재 적합성에 관한 연구”, 중재연구, 제19권, 제2호, pp.49-72, 2009.
- [6] 김현지, *엔터테인먼트사(社)의 경영 현황과 발전 방향에 관한 연구*, 단국대 경영대학원 석사학위 논문, 2010.
- [7] 안지영, *엔터테인먼트 기업의 수직통합과 다각화에 관한 연구: 한국 엔터테인먼트 기업 사례를 중심으로*, 숙명여대 대학원 경영학과 석사학위 논문, 2005.
- [8] 이문행, “국내 연예매니지먼트 회사의 사업 다각화 현황-SM엔터테인먼트, 사이더스 IHQ, 예당 엔터테인먼트를 중심으로”, 한국콘텐츠학회논문지, 제8권, 제4호, pp.208-218, 2009.
- [9] 서경, *연예 매니지먼트 산업 CEO의 특성과 경영 전략이 기업성과에 미치는 영향 분석*, 건국대 대학원 벤처기술학과 박사학위 논문, 2008.
- [10] 백승혁, “한·일 연예매니지먼트 산업의 비교 연구”, 한국엔터테인먼트산업학회논문지, 제6권, 제4호, pp.224-238, 2012.
- [11] 허재원, *문화콘텐츠 기업의 해외진출 전략: SM 엔터테인먼트 사례 중심으로*, 경북대 대학원 경영학부 석사학위 논문, 2012.
- [12] 박영은, 이동기, “SM엔터테인먼트 글로벌 엔터테인먼트를 향한 질주”, KBR, 제15권, 제2호,

- pp.65-99, 2011.
- [13] 김미희, *한국대중문화의 해외진출에 관한 연구: SM엔터테인먼트와 가수 '보아'를 중심으로*, 단국대 대중문화예술대학원 석사학위 논문, 2009.
- [14] 이주리, *국내 연예 엔터테인먼트산업의 스타 시스템과 활용 사례 분석: SM엔터테인먼트를 중심으로*, 상명대 대학원 뉴미디어음악학과 석사학위 논문, 2013.
- [15] 정수연, *동아기획과 SM엔터테인먼트의 기업분석 연구: 인적자원을 키울 수 있는 시스템, 트렌드를 주도할 수 있는 엔터테인먼트의 부채를 중심으로*, 단국대 대중문화예술대학원 석사학위 논문, 2005.
- [16] 유리아, *한국 엔터테인먼트사의 Born Global 성공요인: 대중가요 해외 진출 사례를 중심으로*, 한국외대 경영대학원 석사학위 논문, 2009.
- [17] 윤동진, "한국음악산업의 국제화 전략. 한국국제경영관리학회 학술발표대회 논문집", pp.16-22, 2005.
- [18] 이동주, *국내 엔터테인먼트 기업의 통합적 스타 마케팅 전략에 관한 연구: 엔터테인먼트 3사 스타발굴·기획·MPR을 중심으로*, 서강대 언론대학원 석사학위 논문, 2010.
- [19] 함규식, *한국 엔터테인먼트 사업과 스타마케팅의 역할에 관한 연구*, 중앙대 예술대학원 석사학위 논문, 2004.
- [20] 조인희, *엔터테인먼트 기업의 브랜드 개성이 기업의 이미지에 미치는 영향에 관한 연구: 연예기획사의 제품·비제품을 중심으로*, 경기대 서비스경영전문대학원 박사학위 논문, 2010.
- [21] 김상욱, "브랜드 콘텐츠 요소로서의 엔터테인먼트 콘텐츠 활용", *한국디자인포럼*, 제34권, pp.317-326, 2012.
- [22] 이재혁, "엔터테인먼트 기업의 지배구조와 기업 가치", *한국산학기술학회논문지*, 제10권, 제6호, 1329-1336, 2009.
- [27] <http://news.mk.co.kr/newsRead.php?year=2011&no=678941>
- [28] <http://news.mk.co.kr/newsRead.php?year=2011&no=740571>
- [29] 한원중, *국내외 거시경제변수가 주가변동에 미치는 파급효과 분석*, LG경제연구원, 2001.
- [30] Halil D. Kaya, "Business conditions and firms' financing decisions," *International Journal of business and social science*, Vol.3, No.18, pp.1-7, 2012.
- [31] <http://news.mk.co.kr/newsRead.php?year=2011&no=144340>
- [32] 이종원, "정책 사례연구 방법의 활용 현황과 발전을 위한 제언-비교사회과학 방법론의 논의를 중심으로", *한국거버넌스학회보*, 제18권, 제3호, pp.1-20, 2011.
- [33] R. K. Yin, *Case study research: Design and methods. 3rd edition*, Thousand Oaks, California: sage, 2002.
- [34] <http://newslibrary.naver.com/viewer/index.nhn?articleId=1997093000099110006&edtNo=15&printCount=1&publishDate=1997-09-30&officeId=00009&pageNo=10&printNo=9870&publishType=00010>
- [35] <http://news.naver.com/main/read.nhn?mode=LSD&mid=sec&sid1=101&oid=018&aid=0000038540>
- [36] <http://www.ft.com/intl/cms/s/0/a906f80a-f2a9-11e1-ac41-0144feabdc0.html#axzz2uUvbQUz>
- [37] 김성필, 김송죽, 이민순, "한류 이미지가 한국교육상품의 구매의도에 미치는 영향", *한국콘텐츠학회논문지*, 제13권, 제2호, pp.460-474, 2013.
- [38] 김주연, 안경모, "중국에서의 한류콘텐츠 선호가 한국상품 구매, 한국방문 및 한글학습의도에 미치는 영향", *한국콘텐츠학회논문지*, 제12권, 제5호, pp.447-458, 2012.
- [39] 김주연, 안경모, "아시아국가에서의 K-pop 이용행동과 K-pop으로 인한 국가호감도 및 한국 방문의도 변화", *한국콘텐츠학회논문지*, 제12권, 제1호, pp.516-524, 2012.

[40] 정지영, “교육적 콘텐츠로의 한국 대중가요의 활용과 필요”, 한국콘텐츠학회논문지, 제12권, 제4호, pp.174-185, 2012.

저자 소개

김 대 원(Daewon Kim)

정회원



- 2006년 2월 : 고려대학교 경영학과(학사)
 - 2011년 1월 : KDI국제정책대학원(경영학석사)
 - 2013년 3월 ~ 현재 : 고려대학교 언론학과 박사과정 재학 중
 - 2005년 9월 ~ 현재 : 매일경제신문사 기자
- <관심분야> : 미디어경영, 미디어산업, 뉴미디어, M2M(Machine to Machine)

김 성 철(Seongcheol Kim)

정회원



- 1987년 2월 : 서울대학교 경영학과(학사)
 - 1989년 2월 : 서울대학교 대학원(경영학석사)
 - 2000년 12월 : Michigan State University 석사, 박사 (Telecommunication 전공)
 - 2008년 3월 ~ 현재 : 고려대학교 미디어학부 교수
- <관심분야> : 미디어경영, 미디어 산업, 뉴미디어