

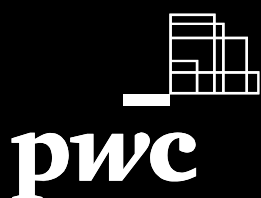
Issue

Brief

조각투자의 이해 및 STO(토큰증권 발행) 시장 전망

삼일PwC경영연구원

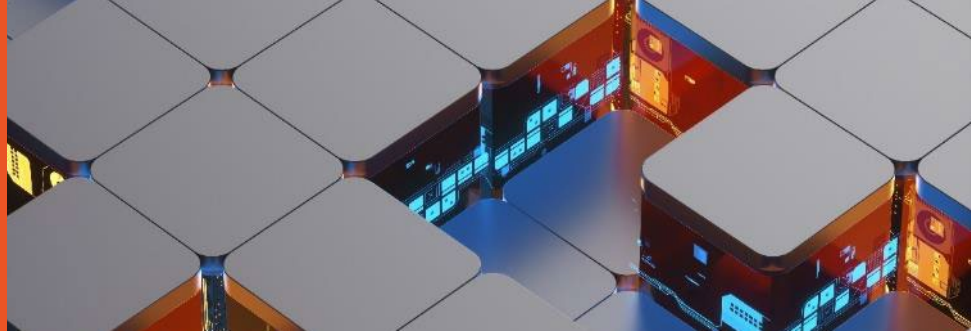
June 2024



삼일회계법인



들어가며



“창조주 아래 건물주”라는 말이 있다. 건물주가 되는 것이 쉽지 않기 때문에 나온 말이다. 그러나 이제 마냥 불가능한 것은 아니게 되었다. 압구정동 시가 500억 건물 “1/10,000 소유주” 또는 “10만원 어치 소유주”가 되는 것이 가능해 졌기 때문이다.

부유층의 산물이었던 빌딩, 명품, 명화 등이 ‘조각투자’라는 이름으로 재테크에 관심이 높은 MZ세대에게 관심을 끌면서 새로운 투자방식으로 자리잡고 있다. 물론 아직 이에 대한 우려의 목소리가 있는 것도 사실이다. 하지만 조각투자는 시대적 요구에 의한 새로운 투자 종류의 하나로서, 제도권에 자리잡아 나갈 것이다.

조각투자를 논할 때 항상 수반되는 단어가 바로 ‘토큰증권’이다. STO(토큰증권 발행, Security Token Offering)는 조각투자의 발행 형태의 하나로 디지털화(Digitalization)된 자본시장법상의 증권을 발행하는 것을 말한다. ‘디지털 자산’과 기존의 증권산업을 융합한 STO는 블록체인 기술에 기초한 수평·분권화 플랫폼으로 토큰 산업이 종전의 증권 인프라를 대체할 것이라는 전망도 있다. 또한 빅블러(Big Blur)시대에서 토큰 증권의 중요성은 더욱 커진다. 현재 30조원 수준의 글로벌 토큰증권 시장 규모가 2030년에는 5,000~6,000조원의 시장으로 급성장할 것이라는 기관들의 전망이 이를 뒷받침해주고 있다.

이렇듯 급변하는 글로벌 금융 물결에 한국 역시 대응하고 있으나 그 속도는 예상보다 느린 감이 있다. 토큰 증권 발행과 유통을 위한 개정안이 1년째 국회에 계류되어 있기 때문이다. 한국 STO 시장의 활성화를 위해서는 관련 제도와 법적 규제 환경의 완비가 필수적이다. 법제화가 선행되어야 토큰 증권 인프라 설립이 이루어질 수 있기 때문이다. 은행, 증권사, 조각 투자 사업가, 더 나아가 블록체인 인프라 기업 등 현시점 다양한 이해관계 주체가 빠르게 토큰 증권시장으로 진입하고 있지만, 제도적·법적 기반이 이를 뒷받침하지 못하고 있다. 제도의 기틀(법제화)을 마련하는 것이 가장 시급해 보인다.

조각투자와 토큰증권에 대한 전반적인 이해를 통해 금융 산업에 밀려오는 새로운 물결을 감지하고 이를 활용할 수 있는 계기가 되길 기대한다.

One-Page Brief

1. 조각투자 개괄(정의 및 사업구조)

정의	2인 이상의 투자자가 실물자산 또는 재산적 가치가 있는 권리를 분할한 청구권에 공동으로 투자해 조각처럼 쪼개 소유하고 거래하는 것
부상배경	1) 분산원장, 가상자산 관련 기술 발전, 2) MZ세대 중심 투자 수요 기반, 3) 제도정비
사업구조	

2. 국내 조각투자 분야별 시장 현황

조각투자 분야	(비금전신탁 수익증권) 부동산, 음악 (투자계약증권) 미술, 한우, 명품
---------	--

3. 조각투자 규제 및 가이드라인

업계 동향	<ul style="list-style-type: none"> 음악 조각투자 플랫폼 ‘뮤직카우’를 필두로 한우 조각투자 및 미술 조각투자의 증권성 인정에 따른 제재 결정하였으나 해당 업체들은 사업구조 재편을 진행하여 현재 제재 면제를 받고 사업 재개 중
금융위원회 가이드라인	<ul style="list-style-type: none"> 2022년 4월: 조각투자 등 신종증권 사업 관련 가이드라인-조각투자 증권성 판단 기준 및 사업자 고려사항 규정 2022년 10월: 신탁업 혁신 방안 - 비금전신탁 수익증권 발행 허용 2023년 10월: 신종증권 유통 시장 개설 금융 규제 샌드박스 지정 ~현재: 아직 상장 심사 청구 시도 없음

4. 토큰증권의 발행(STO)시장 현황 및 전망

시장 규모	<ul style="list-style-type: none"> 2030년에는 토큰증권(ST)자산이 글로벌 GDP의 10%에 달할 것으로 전망되며, 세상의 모든 실물자산과 지식재산권(IP)을 토큰증권 형태의 조각투자 상품으로 만들 수 있다고 전망 국내 조각투자 토큰 증권 시장 시가총액은 2024년 34조원(GDP 대비 1.5%)→ 2030년 367조원(14.5%)으로 연평균 성장률 약 49%로 성장 전망
현황 및 전망	<ul style="list-style-type: none"> 조각투자 시장 개화가 진행되면서, 국내 토큰 증권 시장이 투자계약증권, 비금전신탁수익증권 등 현재의 조각투자 상품을 중심으로 본격적으로 발전할 전망 이에 따라 국내 증권업계는 미래 먹거리 선점을 위해 조각투자 플랫폼 기업들과 협업을 진행하고 있으며, 적극적으로는 조각투자 업체를 인수하기도 하며 시장 내 영향력을 확대 중 금융당국의 토큰 증권 발행 전면 허용이 이루어지면서 증권사뿐만 아니라 은행 등 금융권 전반, 블록체인 관련 기업, 공공 부문에서도 토큰 증권 발행 관련 주요 사업 구체화에 돌입

5. STO시장 관련 규제 및 가이드라인

<ul style="list-style-type: none"> 금융위원회는 2022년 4월 「조각투자 등 신종증권 사업 관련 가이드라인」 발표 2023년 2월 「토큰 증권(Security Token) 발행·유통 규율체계 정비방안」을 발표하며 자본시장법 규율 내에서 STO를 허용: 1) 토큰 증권을 전자증권법 제도상 증권발행 형태로 수용하는 것, 2) 직접 토큰 증권을 등록·관리하는 발행인 계좌관리기관을 신설하는 것, 3) 투자계약증권·수익증권에 대한 장외거래중개업을 신설하는 것

6. 결론: 기대효과 및 리스크

<ul style="list-style-type: none"> 향후 STO 제도가 안정화된다면 거래비용 감소 등 긍정적 효과가 기대되나, 조각투자 시장에 참여하는 투자자 측면 리스크와 STO 제도 도입 초기 리스크 다수 존재
--

Agenda



I. 조각투자 개괄	04
- 정의, 부상 배경, 거래 형태	
II. 국내 조각투자 분야별 시장	10
- 분야별 구조, 분야별(부동산, 미술품, 한우, 명품, 음악저작권) 시장	
III. 조각투자 관련 규제 및 가이드라인	19
- 업계 동향, 금융위원회 가이드라인	
IV. 토큰증권 발행(STO) 시장 현황 및 전망	22
- (글로벌 및 국내) 조각투자 관련 STO 시장 현황 및 전망 - 국내 증권사&조각투자사 협업 사례, 국내 STO 주요 사업 현황	
V. 토큰증권 발행(STO)시장 관련 규제 및 가이드라인	27
- 국내 및 해외(미국, 일본 등) STO 규제	
VI. 결론: 기대효과 및 리스크	32
[부록] 조각투자 및 STO 관련 용어 정리	34



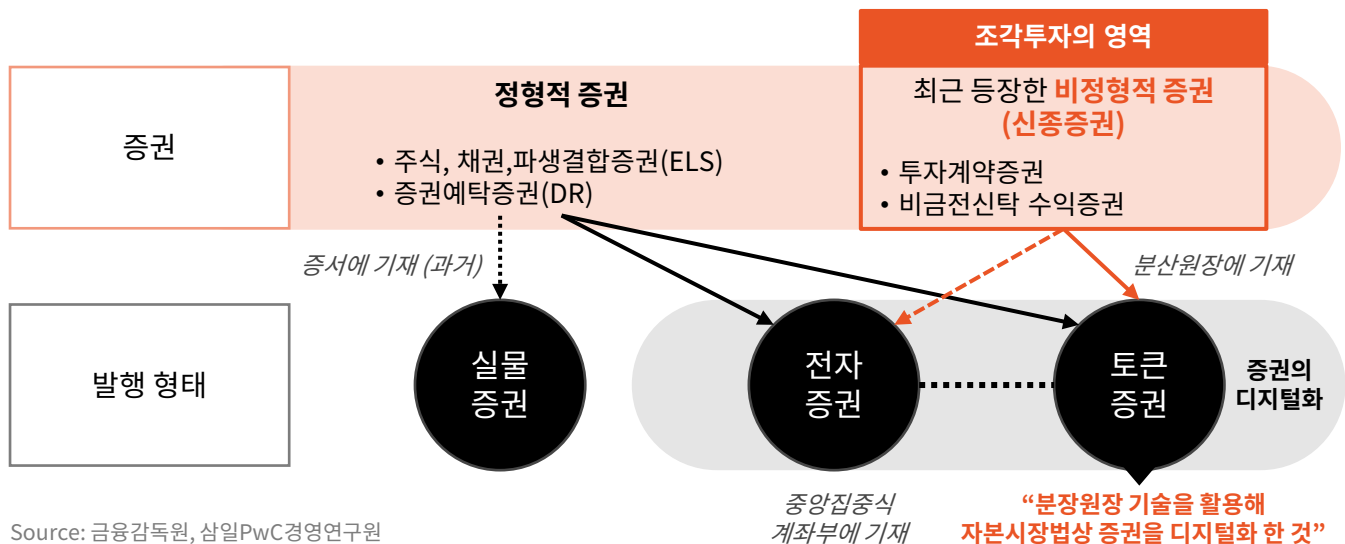
1

조각투자 개괄

조각투자란

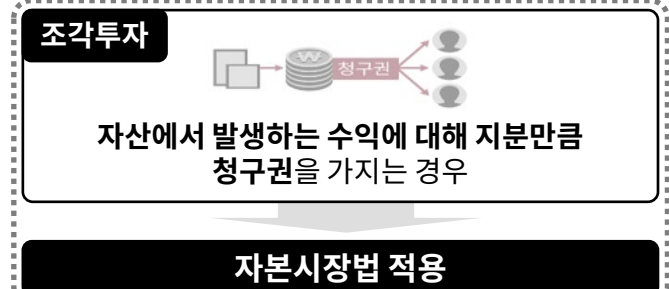
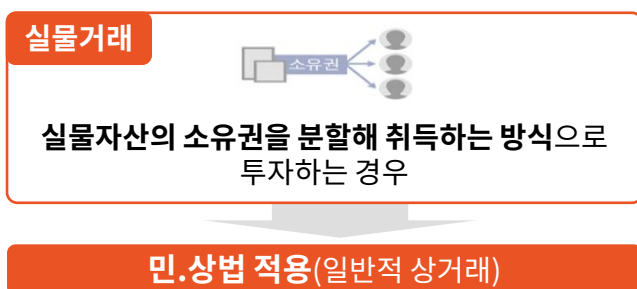
- **현재 국내 자본시장법상 증권의 종류는 6가지이며, 크게 정형적 증권(4가지)과 신종증권(2가지)으로 구성**
 - 정형적 증권은 일정한 규격으로 정형화된 투자계약 형태인 주식, 채권, 파생결합증권, 증권예탁증서이며, 신종증권은 기존의 정형화된 투자계약이 아닌 다른 형태의 비정형적 증권을 뜻함
 - **조각투자는 신종증권(비정형적 증권)의 일종으로, 2인 이상의 투자자가 실물자산 또는 재산적 가치가 있는 권리를 분할한 청구권에 공동으로 투자해 조각처럼 쪼개 소유하고 거래하는 방식(금융위원회)으로, 투자계약증권과 비금전신탁 수익증권의 대표적인 예가 바로 ‘조각투자’임**
 - **투자계약증권**이란 “특정 투자자가 그 투자자와 타인 간의 공동사업에 금전 등을 투자하고 주로 타인이 수행한 공동사업의 결과에 따른 손익을 귀속 받는 계약상의 권리가 표시된 것”으로 미술품, 명품 등의 조각투자 증권이 이에 해당
 - **비금전신탁 수익증권**은 “비금전 기반 재산을 타인에게 운용을 맡겨 수익을 받을 권리가 표시된 증권”으로서 부동산 조각투자가 대표적 예임. ’22.10월 발표된 신탁업 혁신 방안에 따라 부동산 외 기초자산으로도 발행 가능하나 아직 선례는 없음
- [투자계약증권과 비금전신탁 수익증권의 차이점] 투자계약증권과 다르게 비금전투자 수익증권은 금융규제 샌드박스 지정을 통해 발행과 유통이 모두 가능하며, 신탁을 이용한다는 점에서 안정성이 다소 높음

자본시장법상 증권의 분류와 조각투자의 위치



cf. 토큰증권(Security Token)은 신종증권의 발행 형태로, “금융상품이나 자산을 블록체인 기술의 ‘분산원장기술’을 기반으로 암호화된 토큰 형태로 디지털화 한 증권”임(자본시장법의 규율 대상은 ‘증권’으로 발행 형태는 고려하지 않음)

조각투자 등 신종증권 가이드 라인



Source: 금융감독원, 삼일PwC경영연구원

조각투자의 부상 배경

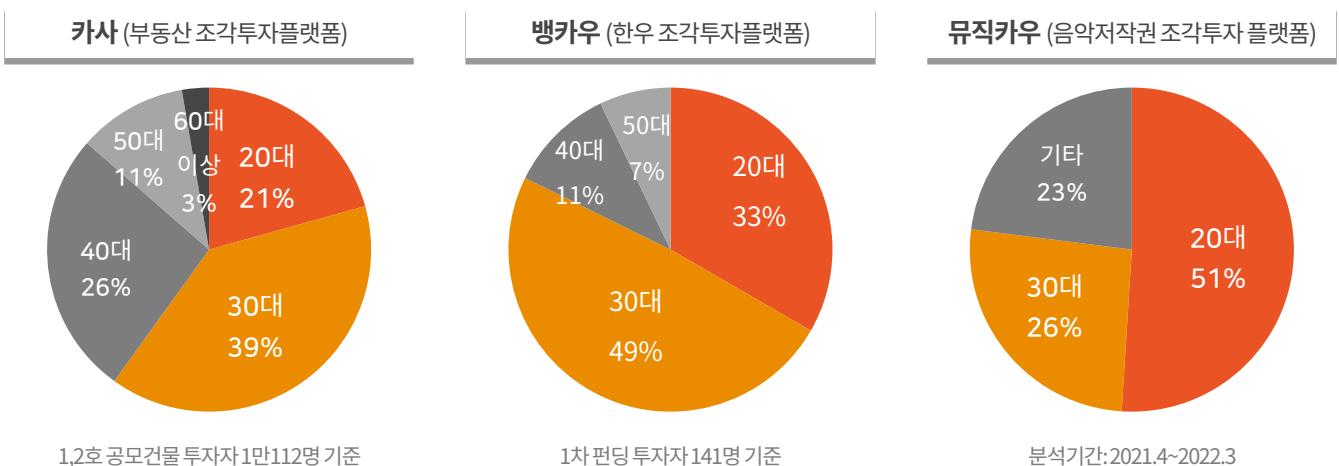
- 조각투자는 2019년말 부동산 조각투자 플랫폼 ‘카사’가 금융위원회로부터 법적 규제를 한시적으로 면제받은 ‘혁신금융서비스’로 지정 받으면서부터 관심이 고조되기 시작하였으며, 조각투자를 뒷받침하는 **1) 기술 발전 (분산원장, 가상자산 관련), 2) 수요 기반 확대(MZ세대 중심), 3) 규제정비**가 이루어지면서 더욱 부상하고 있음
 - 1) 분산원장기술*등을 기반으로 다양한 실물 자산을 분할하고, 자금 조달 과정의 비용을 절감하고 효율화 하며, 거래 투명성을 확보하는 것이 가능해지면서 조각투자에 대한 시장 참여자의 관심이 증가

*분산원장기술(DLT, Distributed Ledger Technology): 거래 정보가 기록된 원장 데이터를 중앙 서버가 아니라 분산된 네트워크에서 참여자들이 공동 기록 및 관리하는 기술로, 분산원장기술을 구현한 대표적인 예로 블록체인(Blockchain)이 있음
 - 2) MZ세대는 새로운 투자 방식(가상자산, 아트테크 등)에 대해 수용적이며, 자산과 소득은 상대적으로 적어 고액투자는 어렵지만 고위험 고수익 투자와 가치 소비에 적극적이라는 특징을 가짐. 이에 관심있는 투자를 앱을 통해 쉽게 접근할 수 있다는 점에서 MZ세대의 투자 수요 높음
- 최근에는 MZ세대 뿐만 아니라 중장년층까지 조각투자에 참여하며 대중화되고 있는 양상을 보이고 있음

조각투자 부상 배경



국내 주요 조각투자 플랫폼 이용자 연령대별 비중: MZ세대의 비중이 높은 편

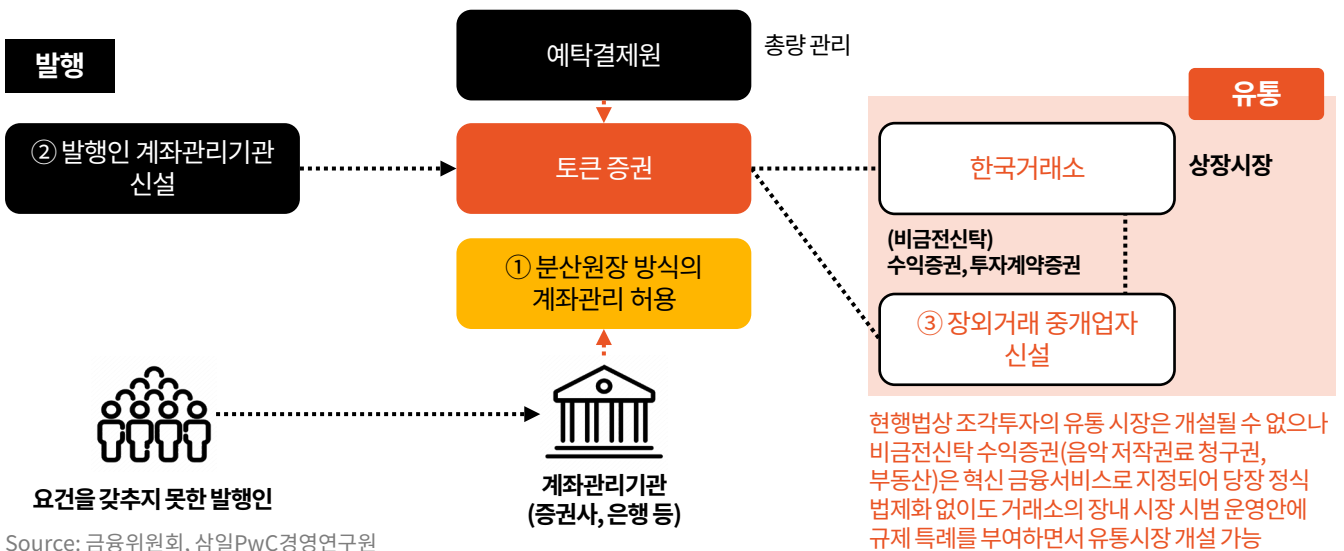


Source: 각 사, TDI, 언론보도종합, 삼일PwC경영연구원

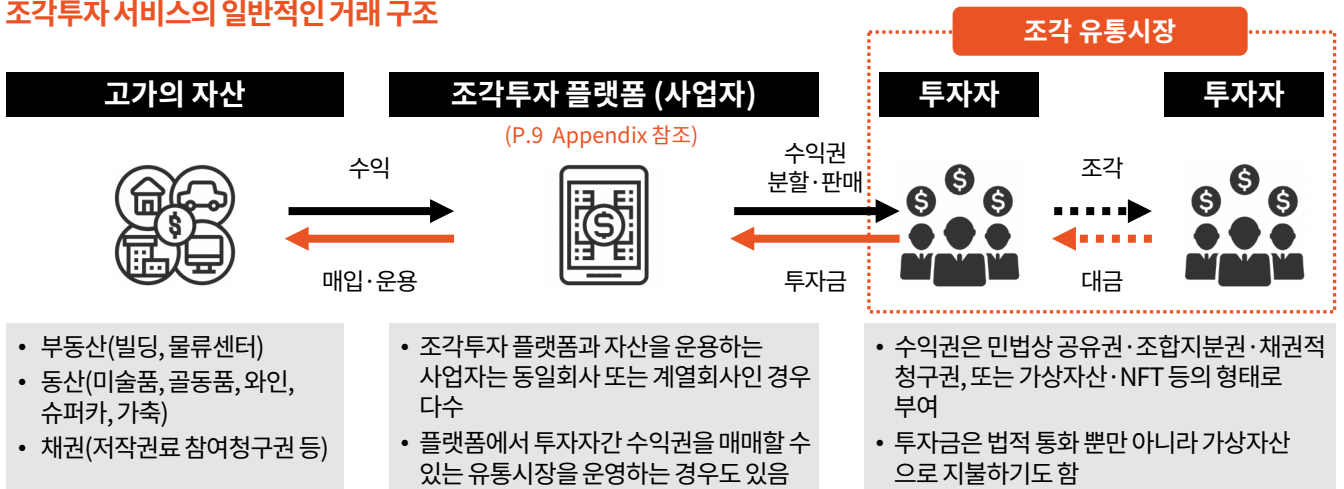
조각투자의 거래

- 조각투자는 개인이 전액 투자하기 어려운 **고가의 자산을 1천원~1만원 단위의 소액 지분으로 나누어 다수가 공동 투자하는 것을 말하는 것으로** 다음과 같은 경우를 말함
 - ‘압구정 소재 상업 빌딩 지분 5천원 어치’, ‘쿠사마야요이의 호박 작품 지분 10만원 어치’의 방식으로 투자하고 지분에 따라 수익금을 배당 받음
 - 투자 대상으로는 부동산(빌딩, 물류센터), 동산(미술품, 와인, 슈퍼카, 가축), 채권(저작권료 참여청구권) 등이 있음
- **현행법상 발행·유통 겸업 금지 원칙에 따라 발행사가 별도로 유통 시장을 열 수 없기 때문에 대부분의 조각투자 플랫폼 기업은 발행만 가능, 유통 불가**
- 그러나 **비금전신탁 수익증권의 경우 금융규제 샌드박스 지정을 통해 발행 및 유통이 모두 가능**
- 투자계약증권의 경우는 아직 유통 시장도 열리지 않았고, 비정형증권에 대한 과세 제도도 특정되지 않았다는 점에서 아직 남은 과제 산재, 그러나 제도화를 위한 법안 개정이 이루어진다면 기술적인 부분이 보장되어 수익성·안전성 확보 기대

조각투자의 거래: 토큰 증권 발행 (STO) 및 유통 체계



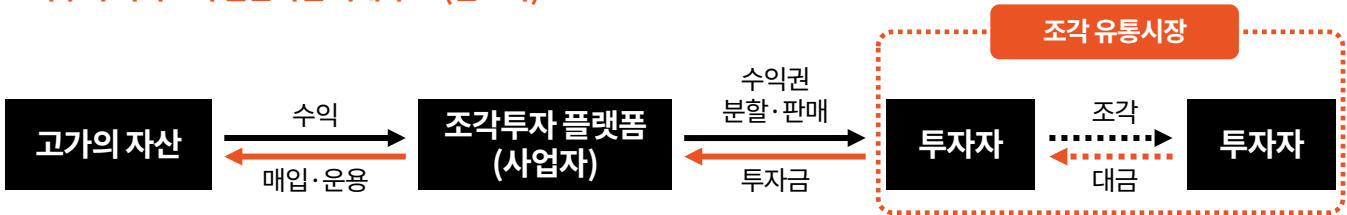
조각투자 서비스의 일반적인 거래 구조



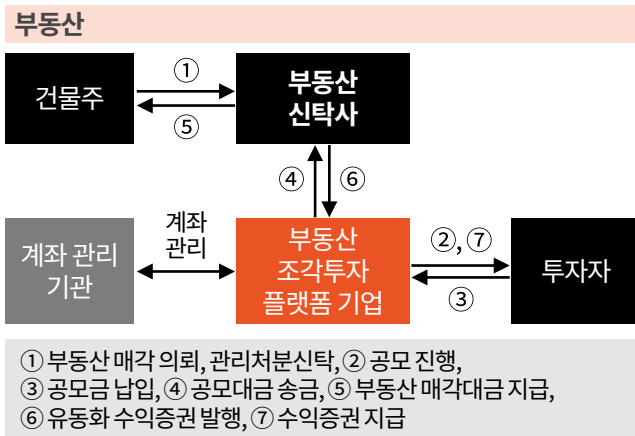
조각투자의 거래: 분야별 기본 거래 구조

- 조각투자의 기본 구조는 자산소유권자, 플랫폼, 투자자의 3개의 Player가 참여하는 구조이며, 수익증권 발행 조각투자(부동산, 음악 등)의 경우에는 신탁사가 추가된 구조이고, 투자계약증권의 경우는 플랫폼이 직접 매입 또는 위탁 매매를 하는 구조임

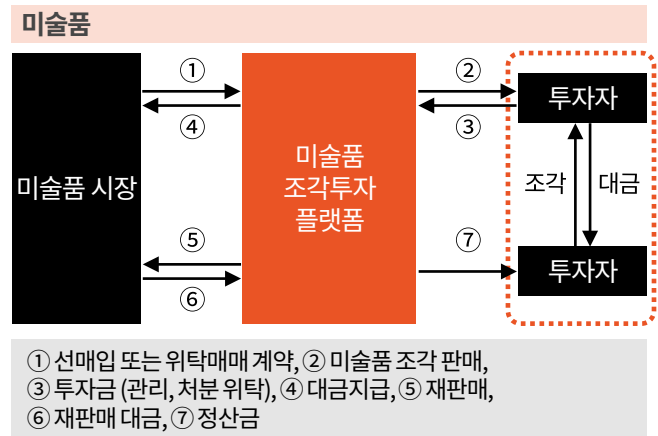
조각투자 서비스의 일반적인 거래 구조 (간소화)



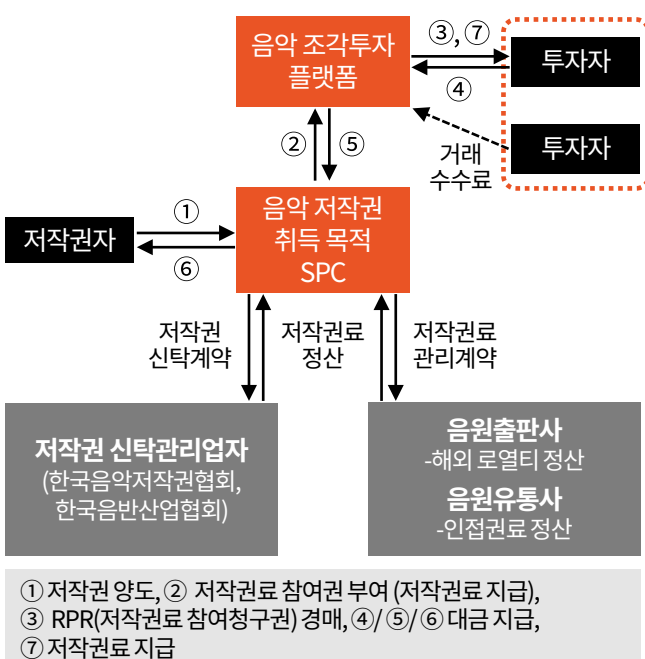
분야별 조각투자 거래 구조 (수익증권)



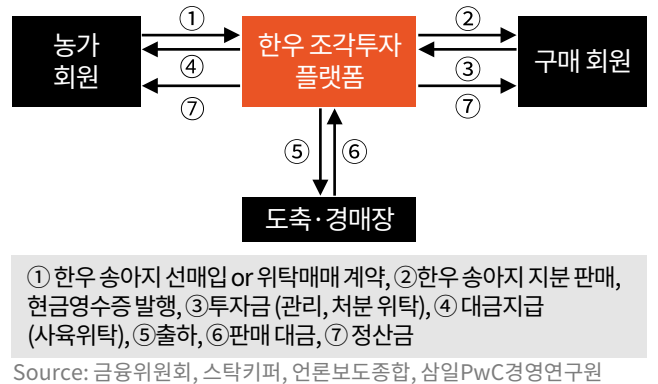
분야별 조각투자 거래 구조 (투자계약증권)



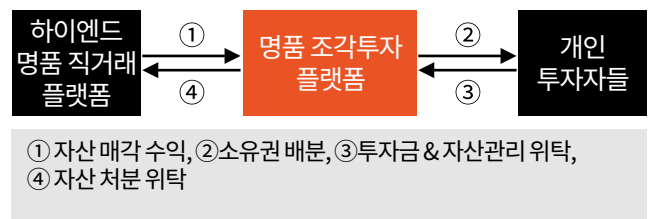
음악



한우



명품



[Appendix] 국내 주요 조각투자 플랫폼 기업들

- 국내 주요 조각투자 플랫폼 기업들은 부동산, 미술품, 고가 현물(명품, 자동차, 와인 등), 축산, 음악 등 특화된 분야에서 조각투자 플랫폼을 운영하며, 토큰 증권 발행 및 유통 등을 진행
- 국내 토큰 증권 시장의 초기 성장 단계에서는 현재 자산의 유동화 기능에 집중된 아래 조각투자 플랫폼 기업들이 주도적인 역할을 해 나갈 것으로 예상됨

국내 주요 조각투자 플랫폼 기업 요약

투자 대상	기업명	설립일	투자 라운드	내용
부동산	카사코리아	2018.05	M&A (총 투자유치 385억원)	- 상업용 부동산 간접투자 중개 플랫폼 '카사' 운영 - 도심 빌딩 등에 지분 투자하여 임대수익을 배당 받고 매각 시 시세차익 실현
	루센트블록	2018.11	Series B (323억원+)	- 블록체인 기반 부동산 수익증권 유통 플랫폼 '소유' 운영
	편블	2019.07	Series A	- 상업용 부동산 간접투자 중개 플랫폼 '편블' 운영 - 5천원부터 부동산 투자 가능, 건물의 수익권을 편블의 DAS(Digital Asset Securities, 펀드와 동등한 규제 하 관리)로 쪼개 소액 투자
	에이판다	2021.05	-	- 신한투자증권, 이지스자산운용, EQBR이 함께 설립하여, 2023년 부동산 대출채권 토큰 증권 발행 및 거래 플랫폼 '본디즈' 출시 - 부동산 직접 매입이 아닌 기관투자자들이 기존에 투자한 실물자산을 담보로 하는 대출채권을 유동화
미술품	열매컴퍼니	2016.11	Series B (262억원)	- 미술품 공동 구매한 뒤 경매를 통해 판매되면 수익 배분 - 국내 최초 미술품 공동구매 플랫폼 '아트앤가이드' 운영
	테사	2019.03	Series B (117억원+)	- 미술품 소유권 분할 거래 플랫폼 '테사' 운영 - 블록체인 기술 기반 자체 특허 활용해 소액으로 미술품 자산 포트폴리오 구성을 가능하게 해주는 온라인 아트테크 플랫폼 제공
	서울옥션블루	2016.02	Series B (220억원)	- 미술품 온라인 경매 서비스 기업으로, 2020년부터 모바일 미술품 조각투자 공동구매 플랫폼 '소투(SOTWO)'를 운영
	바이셀 스탠다드	2019.03	Pre-A (79억원+)	- 현물 자산 매입 후, 조각소유권을 판매
고가 현물 (명품, 자동차, 와인)	트레저러	2020.01	Series A (40억원)	- 희소가치가 높은 고급 수집품(시계, 와인, 아트토이 등)에 대한 분할 소유권 거래 플랫폼 '트레저러' 운영
	페어스퀘어랩	2018.09	Series A (100억원)	- 커뮤니티 기반 대체 자산(비상장, NFT, 실물자산) 투자 플랫폼 '트위그' 운영, 페라리 등 슈퍼카 조각투자 가능
축산	스탁키퍼	2020.10	Series A (80억원+)	- 한우 조각투자 플랫폼 '뱅크우' 운영 - 한우에 지분 투자하여 경매로 소가 판매되면 수익을 배분
음악	뮤직카우	2016.03	Series E (1,920억원)	- 음악 저작권 투자 플랫폼 '뮤직카우' 운영 - 음악 저작권을 주식처럼 거래하고 타인에게 매도하여 차익 실현
	핀고컴퍼니	2020.02	Series A	- 음원 조각 투자 플랫폼 '핀고' 운영
	링거스튜디오	2021.07	-	- 음악저작권 수익증권 조각투자 플랫폼 '링거스튜디오' 운영
	슈박스	2019.08	Seed	- 창작 음원관리 및 블록체인 기반 저작권 시스템 플랫폼 운영

Source: 각 사, THE VC, 언론보도종합, 삼일PwC경영연구원

*단, 열은 회색 기업은 24년 현재 금융위원회로부터 정식사업재판 승인을 받거나 별도로 혁신금융서비스 지정을 받지 못한 상태



2

국내 조각투자 분야별 시장 현황

2022년 누적 거래액 기준, 국내 조각투자 시장 규모는 음악 3,399억원(뮤직카우),
미술품 963억원 (아트앤가이드, 아트 투게더, 소투, 테사), 부동산 653억원(카사, 비브릭),
콘텐츠 167억5천만원(펀더풀), 한우 35억원(뱅크우)으로 추정
→ 2030년 300조원대 시장 전망

① 부동산 조각투자

- **정의:** 부동산 조각투자란 고가의 단일 부동산을 디지털 수익증권화 하여 다수의 투자자가 소액으로 나누어 소유하는 것으로, 투자자들은 투자 지분에 비례하여 부동산 임대수익 및 매각수익을 수취할 수 있고, 유통 플랫폼 내 유통화 수익증권 거래를 통해 매매 차익 획득이 가능함
 - 부동산의 경우 가장 보편적인 조각투자 대상으로서 초기 상품 가능성이 높은 기초자산으로 판단됨
- **거래:** 부동산 조각투자 상품은 타 분야와 달리 **비금전신탁수익증권에 해당됨**. 현행법상 비금전신탁 수익증권의 경우 **금융규제 샌드박스 지정을 통해 1)발행 및 2)유통이 모두 가능** (투자계약증권의 경우 유통 시장 개설은 불가)
 - 1) 발행: 건물주의 본인 소유 부동산 플랫폼 상장 요청 → 상장 시 매각 금액 감정 → 부동산 소유권 신탁사 이전 → 부동산 조각투자 플랫폼 기업의 투자 공모 → 신탁사의 공모 대금 수취 및 투자자에게 유통화 수익증권 발행 → 부동산 가격변동 및 임대수익에 따라 투자자의 매매 차익, 배당 및 매각 수익 수취 (P8. 부동산 조각투자 거래구조 참조)
 - 2) 유통: 발행과 유통을 겸업할 경우 시세 조작과 투자금 손실 위험이 있어 금융위원회가 요구한 투자자 보호 조건 이행 필요 (투자설명자료와 광고의 기준·절차를 마련하고 약관·계약서 교부, 투자자 예치금은 외부 금융기관에 별도 예치·신탁하고 도산시에도 투자자에 반환, 물적설비 및 전문인력 확보 등)
- **기대효과:** 부동산 조각투자는 높은 가격으로 인해 **일반인의 직접 투자가 제한적이었던 부동산 투자의 접근성을 높여줄 것으로 기대**
 - 물론 조각투자 상품 출시 이전부터 부동산에 대한 간접투자는 부동산 펀드 및 리츠를 통해 가능하긴 했으나, 국내 부동산 펀드의 공모 비중은 약 1%로 미미하고 감소 추세. 이는 부동산 펀드 및 리츠가 가지고 있는 한계 때문임
 - 부동산 조각투자는 부동산 펀드대비 환금성이 좋으며, 시세차익을 볼 수 있고, 취득세가 없다는 면에서 긍정적이며, 리츠와 비교해도 개별부동산 선택이 가능하며, 취득세가 없다는 장점이 있어 향후 성장이 예상
 - 국내 상장 리츠 비중은 6.2%(2023년 12월말 기준 상장 리츠 23개, 국내 운용 리츠 370개)로 낮아 **일반 투자자의 접근성은 여전히 제한적인 상황**으로 판단됨

부동산 조각투자 vs. 리츠 vs. 부동산 펀드

구분	부동산 조각투자	기존 부동산 간접투자상품	
		리츠(REITs)*	부동산 펀드**
투자대상	개별 부동산	부동산 및 관련 증권에 투자	펀드자산의 50%를 초과하여 부동산 및 관련 권리, 자산에 투자
법적형태	수익 지분(청구)권자	주식(지분증권)	펀드(수익증권)
투자자지위	소유주	주주	수익자
투자자수익	배당수익+매각차익	배당수익(과세)+매매차익(비과세)	배당수익(과세)
중도환매	가능 (유통플랫폼 매매로 수시 현금화 가능)	가능 (유형에 따라 다름)	불가능 (주로 3~5년 폐쇄형)
근거법률	신탁법 및 자본시장법 (금융위원회 소관)	부동산투자회사법 (국토교통부 소관)	자본시장법 (금융위원회 소관)

*REITs: Real Estate Investment Trusts, 부동산투자신탁
Source: 금융위원회, 키움증권, 삼일PwC 경영연구원

**부동산펀드: 부동산 집합투자기구

① 부동산 조각투자

- 국내 대표 부동산 조각투자 플랫폼이자 금융위원회로부터 혁신금융서비스로 지정받은 업체는 4개가 있음. 카사코리아의 ‘카사’, 루센트블록의 ‘소유’, 펀블의 ‘펀블’, 에이판다파트너스(신한투자증권)의 ‘본디즈’임
- 부동산 조각투자의 기본 구조 상에서 플랫폼 기업들은 블록체인 기술 경쟁력을 토대로 신탁사가 발행한 유동화 수익증권을 디지털화하고 투자자들에게 공모 및 유통하는 중심적인 역할을 수행
- 기초자산인 부동산 관련 전문성은 미술품 등 타 분야 플랫폼 대비 약하지만 축적된 경험과 업력은 우위

국내 주요 부동산 조각투자 기업(플랫폼): 카사코리아(카사) vs. 루센트블록(소유) vs. 펀블(펀블)

구분	카사코리아의 ‘카사’	루센트블록의 ‘소유’	펀블의 ‘펀블’
특징	국내 최초 부동산 조각투자사 물류센터 및 오피스 빌딩 위주	MZ세대 취향의 건물 위주 젠트리피케이션 방지, 소셜벤처	강남 건물 위주 투자 예술품, 선박, 항공기 확장 예정
취급 상품 (수익증권을 각 사에서 부르는 이름)	DABS (Digital Asset Backed Securities, 디지털수익증권) → 분류: 자산유동화증권(ABS)	SOU (부동산관리처분신탁 수익증권에 대한 디지털 증권) → 분류: 자산유동화증권(ABS)	DAS (디지털 수익증권) → 분류: 자산유동화증권(ABS)
주요 부동산 투자 내역	[매각완료] 역삼 런던빌 (공모금액 102억원, 매각금액 117억원) 역삼 한국기술센터 (공모금액 85억→매각금액 93억) [상장] 서초 지웰타워 여의도 익스콘벤처타워 서울 중구 부티크호텔 르잇 충남 천안 TE물류센터 압구정 커머스빌딩	[상장] 안국 다운타운 이태원 새비지가든 대전 창업스페이스 문래 공차 전주 시화연풍 수원행궁 뉴스뮤지엄 신도림 핀포인트타워	[매각완료] 롯데월드 시그니엘 레지던스 (공모가액 64.8억원→매도가액 68.4억원) [상장] 해운대 엘시티 (공모가액 28.5억원)
배당 주기	3개월	1개월	1개월
해외 진출	싱가포르	인도네시아	-
계좌관리기관	대신증권 (대신파이낸셜그룹이 카사 인수)	하나증권	SK증권
협업 증권사	대신증권 등	한국투자증권, 하나증권, 교보증권 등	키움증권, SK증권 등
운용 주체	신탁회사		
주관 부처	금융위원회		

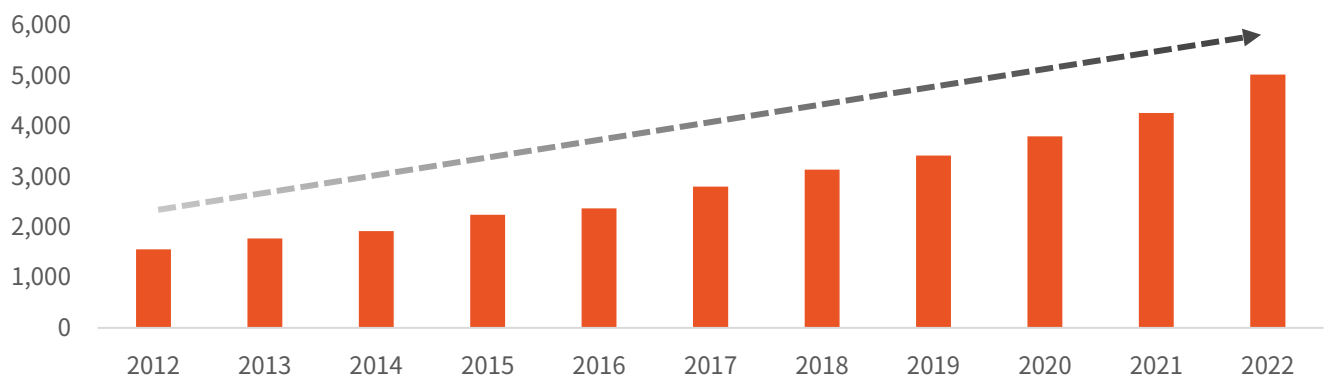
Source: 각 사, 언론보도종합, 삼일PwC경영연구원

② 음악 저작권 조각투자

- **정의:** 음악 저작권 조각투자란 음악저작권료 청구권을 쪼개서 매매하고, 매월 저작권 수익을 지분만큼 정산해주는 것을 의미하며, 국내 대표적인 음악 저작권 조각투자 플랫폼으로는 ‘뮤직카우’가 있음
 - ‘뮤직카우’에서 거래되는 조각투자 대상은 음악에 대한 저작권이 아니라, 음악 저작권자가 수취하는 저작물 이용료를 청구할 수 있는 권리(저작권료 참여청구권)임
 - 거래 플랫폼을 운영하는 것은 ‘뮤직카우’이나, 실제로 저작권을 매입 및 관리하는 주체는 특수목적법인(SPC)인 뮤직카우의 자회사 ‘뮤직카우에셋’임
- **거래:** 뮤직카우에셋은 저작권자로부터 저작재산권·인접권을 양도받아, 저작권 신탁관리업자에 해당 권리를 신탁하고 사용료 수취권을 보유하여, 이를 기초로 뮤직카우에 저작권료 분배청구권을 양도함
 - 뮤직카우는 이를 조각으로 쪼개 저작권료 참여청구권으로 명명하고 이를 투자자들이 조각 거래할 수 있는 플랫폼을 운영함 (P8. 음악저작권 조각투자 거래구조 참조)
 - 금융위원회로부터 혁신금융서비스로 지정 받은 업체는 (음원) 뮤직카우임
- **기대효과:** 각종 스트리밍 서비스 활성화 등 음원 수요가 증가하면서 음악 저작권 가치와 관련 수익도 확대
 - 글로벌 유료 구독 음원 스트리밍 매출은 '21년 +21.9% YoY, '22년 +10.3% 증가했고(IFPI), 최근 5년간 국내 저작권료 분배액은 연평균 13% 증가했음(한국음악저작권협회)
 - 음악 저작권료의 경우 중장기 채테크 수단으로도 기능하지만, 일부 음원 리메이크, 역주행 등 이벤트 발생으로 인한 저작권 수익 급등도 가능 → 음악저작권 조각투자에 대한 관심 증가 전망

국내 연간 저작권 사용료(징수) 추이

(억원)



Source: 한국저작권위원회, 삼일PwC경영연구원

② 음악 저작권 조각투자

- 뮤직카우 외에도 핀고컴퍼니의 ‘핀고’, 링거스튜디오의 ‘링거스튜디오’도 후발주자로 영업 중에 있으나 동 회사들은 금융위원회로부터 정식 사업재판 승인을 받거나 별도로 핵심금융서비스 지정을 받지 못한 상태로 영업중임.

음원 저작권 조각투자 시 투자자 수익 구조 - 뮤직카우 사례

구분	저작권료	매매손익
배당(지급) 시점	매월 (전월 분배된 저작권료가 다음달 10영업일에 배당)	판매 시
특징	다양한 매체들로부터 저작권료 징수기관/ 유통회사가 징수한 저작권료를 매월 배당	구매한 음악 수익증권을 시장에서 판매 시 구매가와 판매가의 차액만큼 손익 발생 (거래 수수료 발생)
투자 매력	하루만 보유해도 다음달에 저작권료가 배당 (일할 계산, 매월 10일마다 지급·현금화 가능)	희소성은 가격 상승 요인, 공연/컴백 등 아티스트 활동에 따른 상승, 리메이크/역주행 등을 통한 잠재적인 업사이드
리스크 요인	저작권가치 하락 가능, 아티스트의 평판에 따라 개별 곡의 저작권료 하락 가능, 경매에서는 고가에 낙찰받을수록 저작권료 수익률 하락	구매한 음악 수익증권의 가격 하락으로 손실 발생 가능. 개별 곡의 저작권료 하락에 의해 가격 하락 가능

국내 음악 저작권 조각투자 기업(플랫폼): 뮤직카우(뮤직카우), 핀고컴퍼니(핀고), 링거스튜디오(링거스튜디오)

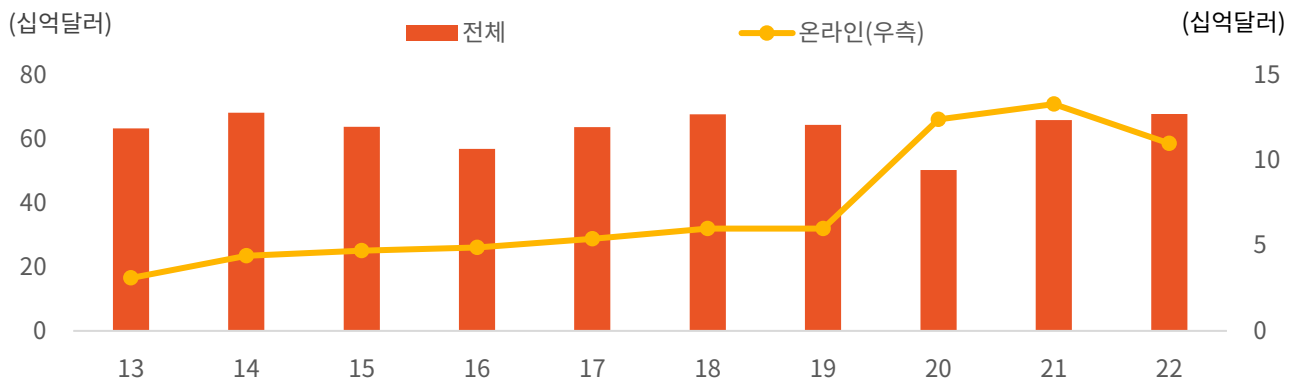
구분	뮤직카우의 ‘뮤직카우’	핀고컴퍼니의 ‘핀고’	링거스튜디오의 ‘링거스튜디오’
기업 설립	2016.03	2020.02	2021.07
회원 수	약 100만명	약 4만명	N/A
보유 저작권 수	약 2만개	약 1,300개	N/A
누적 거래액	3,399억원	100억원	N/A
투자 수익률	약 9%	약 10%	N/A
기타	투자사 하나증권, 한화자산운용 등 2022.04 Series D 투자 유치	협력사 삼성화재, 미래에셋 등	미래에셋증권 MOU 체결 신한캐피탈 Seed 투자 유치

Source: 각 사, 언론보도종합, 삼일PwC경영연구원

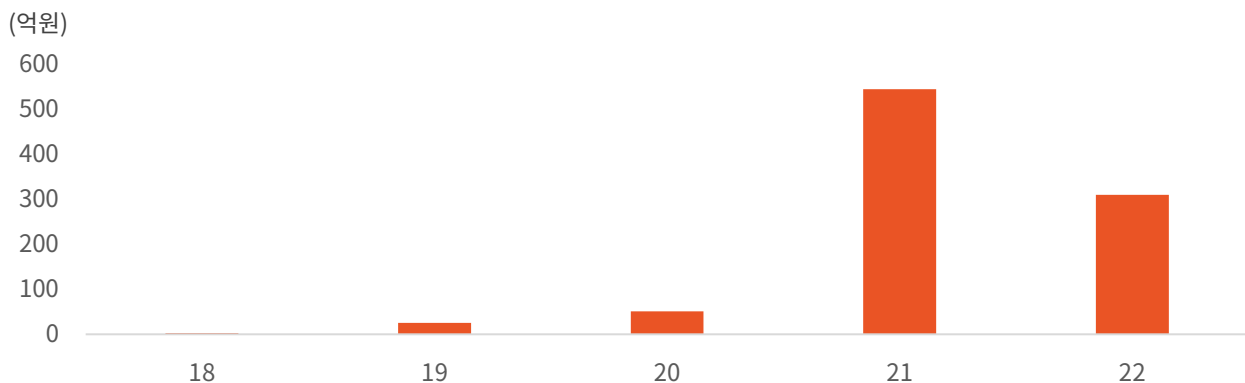
③ 미술품 조각투자

- **정의:** 미술품 조각투자란 작품 소유권을 분할하여 다수가 공동으로 투자하는 것임. 플랫폼 기업이 선매입 또는 위탁매매 계약한 작품의 소유권을 플랫폼 내 투자자들이 공동 구매하는 형식
 - 플랫폼 기업의 공모를 통해 미술품 조각을 소유하게 된 투자자들은 작품 매각 시 차익을 배분 받으나, 사전 투표에서 투자자의 51% 이상이 해당 미술품 매각에 찬성해야 매각이 가능. 매각 시기까지 보유하지 않더라도 매각 이외 서비스(보유 기간 내 미술품 대여 및 전시 등)에서 발생한 수익을 배분 받을 수도 있음 (P8. 미술품 조각투자 거래구조 참조)
- **기대효과:** 글로벌 온라인 중심 미술품 시장 성장세로 국내 미술품 조각투자 시장도 성장 가능할 것으로 보임
 - 글로벌 미술품 시장 규모는 '20년 팬데믹으로 축소된 이후 '21년 이후 회복세를 보임
 - 특히, 온라인 미술 시장의 성장세가 두드러졌는데 미술품 투자에 대한 대중의 접근성 확대 측면에서 향후 전체 미술품 시장 내 온라인 판매 비중이 확대될 것으로 전망됨. 미술품 조각투자 또한 인터넷 및 모바일 앱을 통해 투자 가능하여 긍정적 신호

글로벌 미술품 시장 규모 추이: 전체 vs. 온라인



국내 미술품 조각투자 시장 규모 추이



Source: 금융위원회, UBS, 예술경영지원센터, 언론보도종합, 삼일PwC경영연구원

③ 미술품 조각투자

- 금융위원회(증권선물위원회)로 부터 사업재편 승인 받은 업체로, 국내 주요 미술품 조각투자 기업(플랫폼)으로는 테사(테사), 서울옥션블루(소투), 투게더아트(아트투게더), 열매컴퍼니(아트앤가이드), 바이셀스탠다드(피스), 알티너스(도트)가 있음
 - 테사의 경우 앤디워홀,뱅크시 등의 해외 유명 작가 작품 위주로 조각투자를 진행해 매각 미술품 수는 타 플랫폼 대비 적은 편
 - 소투는 후발주자지만 국내 양대 미술품 경매사 서울옥션 자회사 운영 플랫폼으로 누적 거래 미술품 수가 가장 많음
 - 투게더아트는 국내 양대 미술품 경매사 케이옥션의 자회사(지분44.07%)고, 열매컴퍼니는 전 작품의 약 10%를 직접매수해 투자자들과 이익 및 리스크를 공유한다는 점이 특징적임

국내 미술품 조각투자기업(플랫폼): 테사(테사), 서울옥션블루(소투), 투게더아트(아트투게더), 열매컴퍼니(아트앤가이드)

구분	테사의 '테사'	서울옥션블루의 '소투'	투게더아트의 '아트투게더'	열매컴퍼니의 '아트앤가이드'
서비스 개시	2020.04	2021.04	2018.08	2018.10
취급 미술품 금액	321억원 (미술품 가액)	171억원 (누적 매각 금액)	95억원 (총 판매 금액)	313억원 (총 매각금액) 445억원 (총 모집금액)
평균 수익률	24.99% (미술품 평균 가치 상승률)	14.09% (평균 매각 수익률)	47.94% (매각 평균 수익률)	26% (평균 가격 상승률)
평균 보유 기간	312일	142일	378일	374일
최소 조각 금액	1,000원	10만원	1만원 (작품 별 상이)	1만원 (작품 별 상이)
투자 정보 제공	테사매거진	소투매거진	AT매거진	아트리서치
협력사	농협은행,하나은행, 키움증권	KB증권	삼성증권, NH투자증권,KB증권	신한투자증권, SK증권
기타	플랫폼 회원 수 130,263명	매각 작품 수 123점 매각 최대 규모 작품가 25.25억원	총 모집 작품 수 146점 총 매각 작품 수 37점	총 모집 횟수 177회 총 매각 수 126회 연평균가격상승률 90%

열매컴퍼니 '아트앤가이드'의 1호 미술품 조각투자 청약 신청란

야요이 쿠사마
제1호 열매컴퍼니 투자계약증권(Yayoi Kusama, Pumpkin)



27.3x22cm(3), acrylic on canvas, 2001

모집종인 청약

청약종료일: 2023. 12. 22 남은 기간: 3일

1,964,200,000
누적신청금액

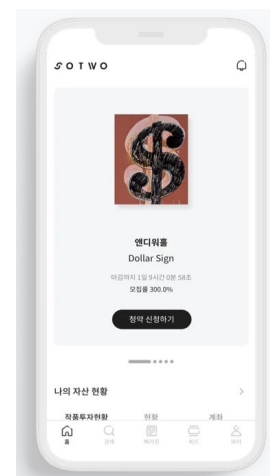
1주당금액
100,000원

총 발행금액
1,232,000,000원

청약 신청하기 >

Source: 각 사, 언론보도종합, 삼일PwC경영연구원

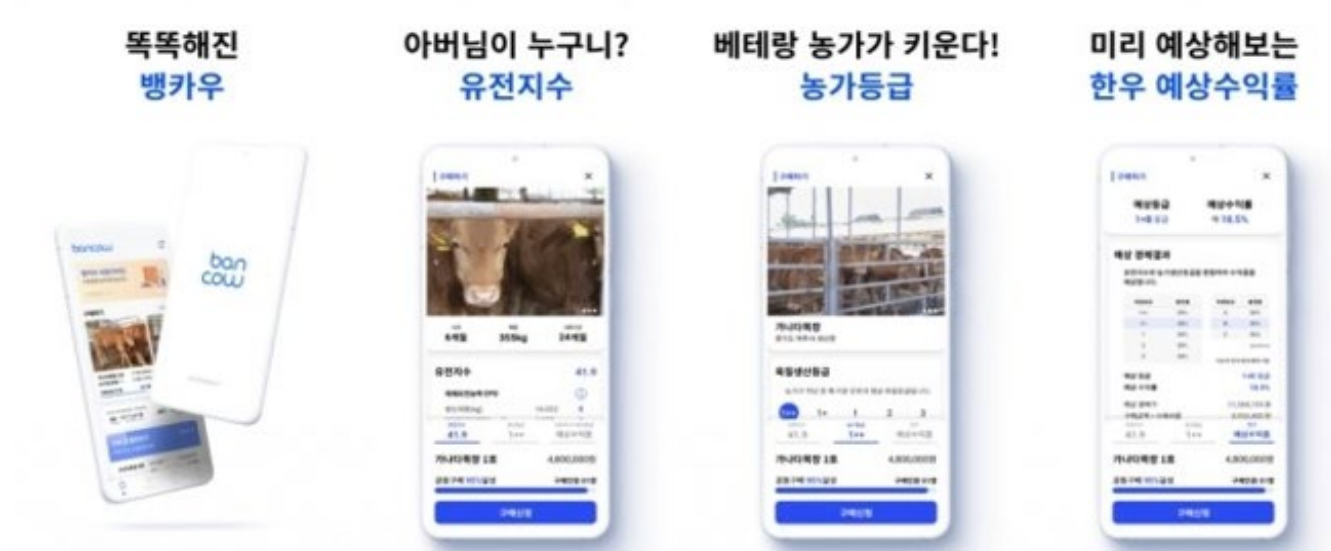
서울옥션블루 '소투'의 청약화면



④ 한우 조각투자

- **정의:** 한우 조각투자란 플랫폼을 통해 한우 송아지에 지분 투자하는 것임
 - 한우의 경우 매매 가격이 등급, 지육 중량 등에 따라 정량적으로 정해지기 때문에 금융당국이 중시하는 가격 산정 투명성 측면에서 우수한 기초자산으로 판단됨
 - 소의 생애주기 고려 시 투자 기간이 26개월 미만으로 미술품 대비 짧고, 매년 90만두 이상 거래되어 유동성이 높으며, 국내 한우 수요가 탄탄하고 경매가격 추이가 장기 우상향 추세('13년 1.3만원→'21년 2.1만원)를 보여왔다는 점도 긍정적임
- **거래:** 플랫폼 기업은 축산 농가로부터 송아지를 선매입 또는 위탁매매 계약하여 투자자들에게 지분을 판매함. 펀딩된 금액으로 소를 사육해 경매를 진행한 이후, 참여 농가와 투자자는 투입 비용에 비례하여 손익(경매매출-부대비용)을 배분함 (P8. 한우 조각투자 거래구조 참조)
 - 다만, 한우 조각투자 또한 미술품 조각투자와 마찬가지로 투자계약증권으로 분류되어 발행과 유통 경영이 허용되지 않아 기초자산 매각 이전 환금성은 낮은 편임
- **플랫폼:** 국내 한우 조각투자를 진행하는 플랫폼 기업으로는 스타키퍼가 유일하며, '뱅크우'라는 이름의 한우 조각투자 플랫폼을 운영하고 있음

스타키퍼의 한우 조각투자 플랫폼 '뱅크우'

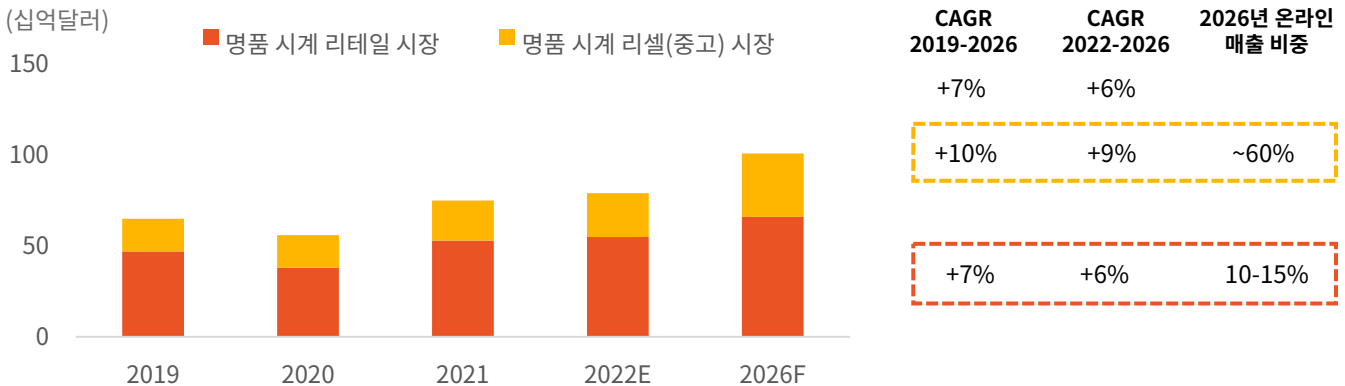


Source: 금융위원회, 스타키퍼, 언론보도종합, 삼일PwC경영연구원

⑤ 명품 조각투자

- **정의:** 명품 조각투자란 고가의 시계나 가방 등의 제품들의 투자 가치에 집중하여 다수의 투자자들이 해당 명품의 소유권을 쪼개어 갖는 것으로, 명품 조각투자 플랫폼 기업은 제품을 선매입한 후 투자자를 모집하며 일정 기간 동안 해당 현물 가격 상승 시 매각한 수익을 투자자의 지분의 비례하여 배분함
(P8. 명품 조각투자 거래구조 참조)
- **현황:** 팬데믹 이후 명품 및 명품 리셀 시장 규모 확대, 경기 침체에도 명품 리셀 시장 수요는 견조
 - 팬데믹 이후 보복소비 영향으로 국내 명품 시장 매출 성장률은 2020년 +23%YoY, 2021년 +29%YoY로 급증한 바 있음. 명품 브랜드들의 가격 인상도 지속되어 ‘샤테크’, ‘롤테크’ 등이 유행하며 명품 리셀 시장에 대한 관심도도 높아졌음. 이후 고금리와 인플레이션 등으로 명품 매출이 2022년 +12% YoY로 성장 둔화
- **기대효과:** 2023년은 YoY -12~-5%수준 감소 예상되나, 명품 리셀 시장은 견조할 것으로 보임. 더불어 명품 소비에 대한 욕구는 지속 예상되므로 명품에 대한 조각투자시장은 성장 가능할 것으로 전망됨

명품 시계 리테일 및 리셀 시장 규모 추이



- 국내 명품 조각투자 기업(플랫폼)으로는 쿠돈(지브라) 등이 있음
 - 지브라는 상대적으로 저가인 중고 명품 가방 등을 주로 취급

국내 주요 명품 조각투자 기업(플랫폼): 쿠돈(지브라)

구분	쿠돈의 ‘지브라’
서비스 개시	2023.01
최소 투자 금액	1만원
평균 수익률	6.3%
투자자 보호	0 투자금 보상
협력사	-
기타	평균 보유기간: 76일 연 환산 수익률: 38% 최단 상환 기간: 13일

Source: 각 사, 언론보도종합, 삼일PwC경영연구원



3

조각투자 관련 규제 및 가이드라인

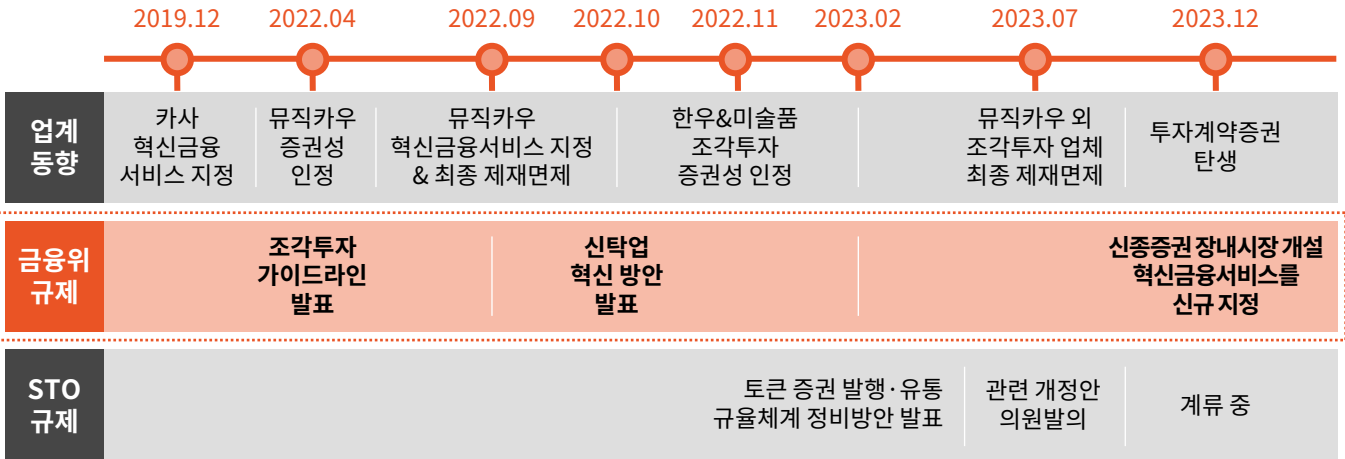
국내 조각투자 관련 업계 동향

	2019.12	2022.04	2022.09	2022.10	2022.11	2023.02	2023.07	2023.12
업계 동향	카사 혁신금융 서비스 지정	뮤직카우 증권성 인정	뮤직카우 혁신금융서비스 지정 & 최종 제재면제		한우&미술품 조각투자 증권성 인정		뮤직카우 외 조각투자 업체 최종 제재면제	투자계약증권 탄생
금융위 규제		조각투자 가이드라인 발표		신탁업 혁신 방안 발표				신종증권 장내시장 개설 혁신금융서비스를 신규 지정
STO 규제						토큰 증권 발행·유통 규율체계 정비방안 발표	관련 개정안 의원발의	계류 중

- **2019년 12월)** 부동산조각투자 플랫폼 ‘카사’가 금융위원회로부터 법적 규제를 한시적으로 면제받은 ‘혁신금융서비스’로 지정
- **2022년 4월 이전)** 조각투자는 금융법 규제없이 이루어지고 있었음
- **2022년 4월)** 금융위원회는 뮤직카우의 저작권료참여청구권을 자본시장법상 투자계약증권으로 인정하였음. 즉, 증권성이 인정되었고 이에 조건부 제재결정을 받음
- **조건부 제재를 받으면 해당 업체는 사업구조 개편을 요구 받음**
 - 사업구조 개편은 투자자의 권리 및 재산을 사업자의 도산위험과 법적으로 절연, 투자자 예치금을 외부 금융기관에 별도 예탁, 합리적인 분쟁처리절차 및 투자자 피해 보상체계 마련 등을 포함
- **2022년 9월)** 뮤직카우는 이러한 조건을 구비하여 금융위원회로부터 최종 제재면제 결정을 받고 혁신금융 서비스로 지정받아 사업을 재개
- **2022년 11월)** 한우(뱅크) 조각투자 및 미술품(테사, 아트투게더, 소투, 아트앤가이드) 조각투자의 증권 역시 인정하면서, 해당 업체들에 대하여 조건부 제재 및 사업재편 결정을 내림
- **2023년 7월)** 해당 업체들도 사업구조 재편을 진행하여 최종 제재면제 결정
- **이후** 투자계약증권 발행을 위한 증권신고서 제출을 진행하고 있으나 1호 증권신고서 신청 건이 반려되는 등 난항을 겪었음
 - 가장 먼저 증권신고서를 제출한 ‘투게더아트’의 신청건이 반려되고, 나머지 업체들도 증권신고서 제출일자를 연기하였음
 - 거절 사유는 투자대상의 가치산정 문제임. 해외의 경우 미술품 보험이 활성화되어 객관적인 기준이 있음에 비해 국내에서는 관련 사례와 전문인력이 부족하여 기초자산평가의 잣대가 불명확하다는 점이 걸림돌이 되고 있음
- **2023년 12월)** 1호, 2호 투자계약증권의 탄생
 - 투자계약증권은 2009년 2월 자본시장법 제정으로 처음 도입됐으나 발행사례는 없었음
 - 금융감독원은 7월 사업 재편 승인 후에 신고서 제출에 대비해 투자계약증권 서식을 전면 개정하였음
 - 미술품 조각투자 업체 ‘열매컴퍼니’는 투자계약증권 증권신고서 통과와 함께 ‘조각투자 1호’ 타이틀을 거머쥐었음
 - 미술품 조각투자 업체 ‘투게더아트’는 반려된 작품이 아닌 다른 작품으로 2호 미술품 투자계약증권을 발행하여 청약을 진행하였고, 청약마감 즉시 3차 신고서 제출

Source: 언론 보도 종합, 금융위원회, 삼일PwC경영연구원

국내 조각투자 금융위원회 규제흐름



- **2022년 4월)** 금융위원회는 2022년 4월 “조각투자 등 신종증권 사업 관련 가이드라인”을 발표하여 어떤 조각투자가 자본시장법상 증권에 해당될 수 있는지에 관한 지침을 제공
 - 해당 가이드라인은 **조각투자 상품의 증권성 판단 기준**과 증권에 해당하는 조각투자 상품과 관련한 **조각투자 사업자의 고려사항**으로 구성되어 있음
 - **조각투자 상품의 증권성**은 계약내용, 이용약관 등 투자·거래 관련 제반 사항을 종합적으로 감안하여 **사안별로 판단**하며, 권리를 표시하는 방법·형식·기술과 관계없이 표시하는 권리의 실질적 내용을 기준으로 하되 증권 제도의 취지를 감안하여 해석 및 적용함
 - 증권인 **조각투자 상품을 발행·유통하려는 사업자**는 자본시장법 및 관련 법령을 모두 준수해야 함. 다만, 혁신성 및 필요성이 특별히 인정되고 투자자 보호체계와 발행·유통시장 분리를 갖춘 경우, 금융규제 샌드박스를 통해 한시적으로 규제 특례를 적용 받을 수 있음
- **2022년 10월)** “신탁업 혁신방안”을 통해 비금전재산 신탁에 대해서도 혁신서비스 지정 건의 경우 신탁업자 수익증권 발행을 허용하기로 함
- **2023년 12월)** 정례회의를 통해 투자계약증권-비금전신탁 수익증권 등 거래소의 신종증권 시장 시범 개설을 혁신금융 서비스(금융 규제 샌드박스)로 신규 지정
 - 거래소는 '24년 상반기에 조각투자 상품을 주식처럼 장내에 상장시킬 수 있으며, 상장은 토큰증권이 아닌 기존 전자 증권 형태로 이루어질 예정
 - 거래소는 조각투자 회사 등이 발행한 비정형적 증권에 대해 상장 심사-승인-공시-거래체결 업무를 수행하며 증권사는 매매를 중개. 일반 투자자는 별도의 계좌를 둘 필요 없이 기존 증권사 계좌 활용
- 그러나 **2024년 4월까지 KRX(한국거래소) 신종증권시장에 상장 심사를 청구한 조각투자 업체는 없음**
 - 투자계약증권(미술품, 한우 등)은 장내 시장 상장이 현재 불가능함. 민법상 미술품과 같은 동산의 소유권을 타인에게 넘기려면 해당 동산을 인도해야 하며, 관련 민법 개정이 아직 이루어지지 않았기 때문임
 - 비금전신탁수익증권(뮤직카우 등)의 경우는 아직 상장을 확정 지은 곳조차 없음. 상장 요건이 회사 자기자본 20억원 이상, 상장하는 상품 금액 30억원 이상으로 까다롭기 때문임

Source: 금융위원회, 삼일PwC경영연구원



4

토큰증권 발행(STO) 시장 현황 및 전망

STO는 조각투자의 발행형태인 토큰증권(ST, Security Token)을 활용하여 자금을 조달하는 방법으로, 주식의 IPO(Initial Public Offering, 신규 주식 공개)와 유사 개념이다. 즉, 암호화폐 기술인 블록체인을 활용해 기업이나 개인이 보유한 자산(부동산, 그림, 고급시계, 명품, 주식, 채권, 부동산)등을 토큰화해서 자본을 조달하는 과정을 말한다.

(글로벌) STO 시장 현황 및 전망

- 2030년에는 토큰증권(ST)자산이 글로벌 GDP의 10%에 달할 것으로 전망되며, 세상의 모든 실물자산과 지식재산권(IP)를 토큰증권 형태의 조각투자 상품으로 만들 수 있다고 전망

주요기관 관련 전망

기관	내용
Citigroup	<ul style="list-style-type: none"> - 전세계의 토큰화된 디지털 증권 시장 규모는 2030년 기준 4~5조달러 규모로 성장할 것으로 전망 - 비금융 회사채/국채 187조달러 중 1.9조달러, 부동산 펀드 20조달러 중 1.5조달러, PE/VC 7조달러 중 0.7조달러, 주식/채권 42조달러 중 0.5~1조달러, 무역금융 12조달러 중 1조달러가 토큰화될 것으로 예상
Quinlan & Associates	<ul style="list-style-type: none"> - 2030년 기준 전체 증권 '발행' 금액의 27.4%가 토큰 증권으로 발행되어 토큰 증권 발행 금액이 약 4.1조달러에 도달할 것으로 추정함 - 2026년 무권화*가 이루어지고, 2030년 토큰 증권의 대중화가 실현될 것으로 예상함 - 거래금액 기준으로는, 전체 증권 '거래' 금액의 42.9%를 토큰 증권이 차지하여 2030년 162.7조달러를 기록할 것으로 전망됨 - 토큰 증권 거래 금액은 1)조각투자자로 인한 유동성 확대와 2)DMA(Direct Market Access, 거래소 회원사의 주문 대행 없이, 투자자가 직접 주문을 거래소에 전송하는 매매 방식) 적용을 통한 매일 24시간 거래를 통해 급증할 것으로 예상함
FINOA	<ul style="list-style-type: none"> - 토큰화되는 자산 범주의 경우, 기존의 금융상품인 주식, 채권, 투자신탁, 부동산, 보험증권 등 뿐만 아니라 상표 및 특허 등까지도 토큰 증권으로 발행이 가능할 것으로 전망됨

*무권화(Dematerialization): 유가증권에 대한 권리를 표시하는 실물증권을 발행하지 않고 증권에 대한 권리가 오로지 장부, 즉 발행기관 및 중앙예탁기관의 계좌 상에 전자기록 형태로 존재하도록 하여 신주발행 및 증권 유통에 따른 권리를 이전하는 것

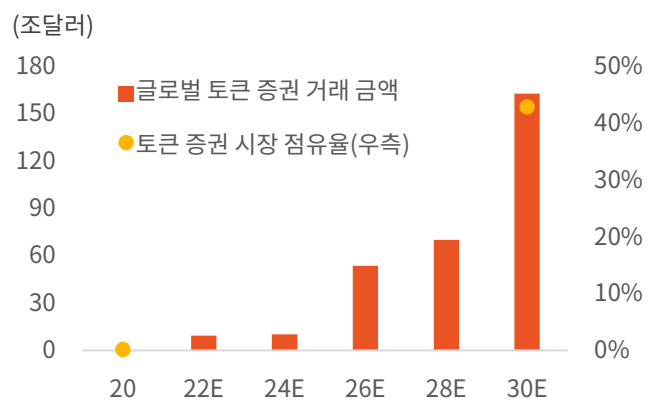
글로벌 토큰 증권 시장 규모 전망 (2030E)



글로벌 토큰 증권 '발행' 금액 및 M/S 추이 전망



글로벌 토큰 증권 '거래' 금액 및 M/S 추이 전망

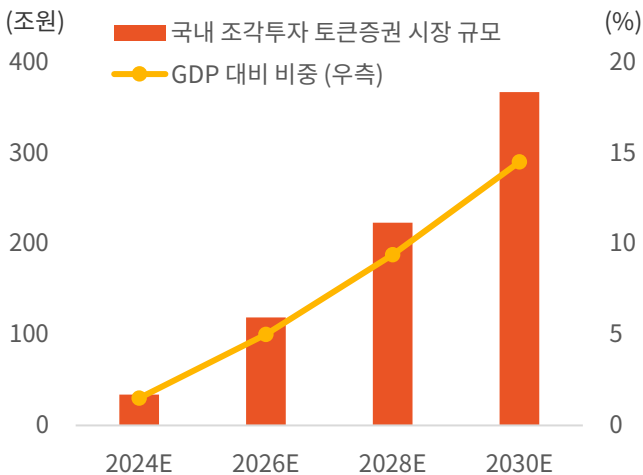


Source: Citigroup, Quinlan & Associates, FINOA, 언론보도종합, 삼일PwC경영연구원

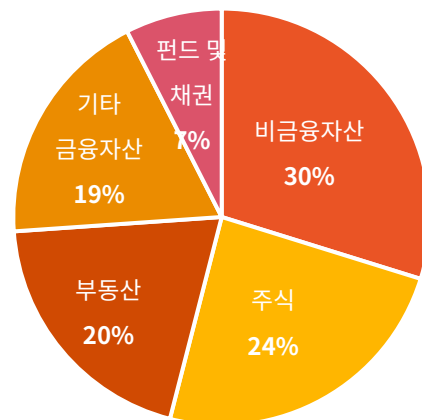
(국내) STO 시장 현황 및 전망

- (BCG) 국내 조각투자 토큰증권 시장 시가총액은 2024년 34조원(GDP 대비 1.5%)에서 2026년 119조원(5.0%), 2028년 233조원(9.4%), 2030년 367조원(14.5%)에 도달할 것으로 전망
 - 2030년 기준 국내 조각투자 시장의 주요 부문별 비중은 비금융자산 29.8%, 주식 24.2%, 부동산 19.9%, 기타 금융 자산 18.6%, 펀드 및 채권 7.5%가 될 것으로 전망됨
- 국내에서는 다른 자산보다도 부동산 분야가 STO 대중화에 빠르게 도달할 것으로 예상
 - 부동산의 경우 다른 자산 대비 밸류에이션이 가능하기 때문에 가치 산정과 실물 거래 시기가 예측 가능하고 완공된 실물 부동산을 기초자산으로 삼기 때문에 배당 안정성 및 환금성 측면에서 유리하기 때문임

국내 토큰증권 시장 규모 추이 전망



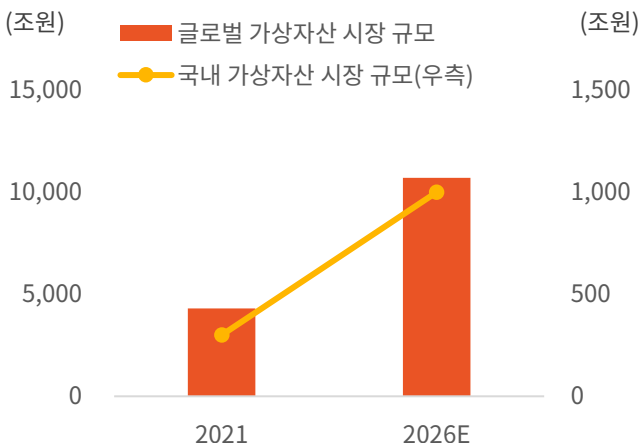
국내 토큰증권 시장 주요 부문별 비중 전망 (2030E)



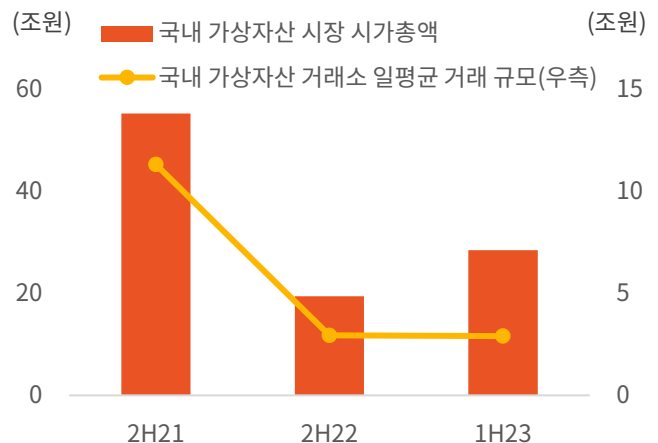
참고

- 토큰증권은 “증권형” 가상자산으로 분류되며, 비증권형 가상자산을 포함한 2021년 기준 글로벌 가상자산 시장 규모는 4,300조원 수준으로, 한국의 시장규모도 300조원을 돌파한 것으로 추정됨
- BCG에 따르면 국내 가상자산 시장은 전세계 가상자산 시장의 약 10%를 차지하고 있으며, 연평균성장률 20%를 가정한다면 2026년 기준 1,000조원 수준에 도달할 것으로 전망됨

국내 가상자산 시장 규모 전망



국내 가상자산 시장 추이



Source: BCG, 하나금융연구소, 금융정보분석원, 언론보도종합, 삼일PwC경영연구원

(국내) 증권사의 STO 시장 선점 경쟁: 조각투자사 협업

- 조각투자 시장 개화가 진행되면서, 국내 토큰 증권 시장이 투자계약증권, 비금전신탁수익증권 등 현재의 조각투자 상품을 중심으로 본격적으로 발전할 것이라는 전망이 강화되고 있음
- 이에 따라 국내 증권업계는 미래 먹거리 선점을 위해 조각투자 플랫폼 기업들과 협업을 진행하고 있으며, 보다 적극적으로는 조각투자 업체를 인수하기도 하며 시장 내 영향력을 확대하고 있음
 - 대신증권은 2023년 3월 부동산 조각투자 플랫폼 ‘카사’를 인수한 후, 2023년 9월 167억원 규모의 압구정 커머스 빌딩 공모에 성공함. 해당 공모는 대신증권이 계좌관리기관으로 참여하고, 신규 개설한 조각투자 상품계좌를 통해 진행되었음
 - 미래에셋증권은 2023년 12월 국내 1호 투자계약증권(기초자산은 쿠사마 야요이의 ‘호박’, 모집금액 12억 3,200만원)을 발행한 열매컴퍼니를 포함, 링거스튜디오, 핀고컴퍼니, 서울옥션블루 등의 조각투자 플랫폼 기업과 업무협약(MOU)을 체결
 - NH투자증권, KB증권, 신한투자증권, 키움증권, 하나증권, SK증권, 한국투자증권 등도 조각투자사들과 업무협약을 맺고 있으며, 조각투자 및 STO 시장 선점 경쟁이 진행중

국내 증권사와 조각투자 플랫폼 기업의 협업 현황

증권사명	조각투자사	내용
대신증권	카사	2023년 3월 부동산 조각투자 플랫폼 기업 ‘카사’ 인수 2023년 9월 167억원 규모 압구정 커머스 빌딩 공모 성공
미래에셋증권	열매컴퍼니	미술품 조각투자 플랫폼 ‘아트엔가이드’ 운영 기업, MOU 체결
	링거스튜디오	음원 조각투자 플랫폼 ‘링거스튜디오’ 운영 기업, MOU 체결
	핀고컴퍼니	음원 조각투자 플랫폼 ‘핀고’ 운영 기업, MOU 체결
	서울옥션블루	미술품 조각투자 플랫폼 ‘소투’ 운영 기업, MOU 체결
NH투자증권	바이셀 스탠다드	명품 시계 등의 현물 조각투자 플랫폼 ‘피스’ 운영 기업, MOU 체결
	투게더아트	미술품 조각투자기업, 전략적 투자 유치 및 투자계약증권 발행업무 MOU 체결
KB증권	바이셀 스탠다드	현물 조각투자 플랫폼 ‘피스’ 운영 기업, MOU 체결
	펀더풀	문화 콘텐츠 조각투자 플랫폼 기업, MOU 체결
	서울옥션블루	미술품 조각투자사, 계좌관리 MOU 체결
신한투자증권	바이셀 스탠다드	현물 조각투자 플랫폼 ‘피스’ 운영 기업, MOU 체결
하나증권	웹툰올	웹툰 기반 IP 수익권 디지털 거래 플랫폼 기업, 조각투자 업무협약 체결
키움증권	테사	미술품 조각투자 기업, 실명계좌 제공 서비스 도입 등 제휴
	뮤직카우	뮤직카우에서 음악 저작권료 참여청구권으로 거래되던 1084곡을 음악 수익증권으로 전환 발행, 뮤직카우 앱에서 키움증권 계좌 개설 필요
SK증권	펀블	부동산 조각투자 플랫폼 기업, 조각투자 연계 서비스 출시
한국투자증권	스탁키퍼	한우 조각투자 플랫폼 ‘뱅크우’ 운영 기업, 토큰 증권 공급 위한 MOU 체결

Source: 각 사, 언론보도종합, 삼일PwC경영연구원

(국내) STO관련 주요 사업 현황

- 금융당국의 토큰 증권 발행 전면 허용이 이루어지면서 **증권사 뿐만 아니라 은행 등 금융권 전반, 블록체인 관련 기업, 공공 부문에서도 토큰 증권 발행 관련 주요 사업 구체화에 돌입**
- 증권사들은 토큰 증권 협의체를 구성하여 조각투자 플랫폼 기업, 블록체인 기술 기업, 기초자산 실물평가사 등과 협력 체계를 구축하여 토큰 증권 사업 본격화에 속도를 내고 있음
- 국내 주요 은행들을 포괄하는 은행권 STO 컨소시엄도 구성되었으며, 한국마사회와 한국동서발전 등 공기업들도 조각투자 및 토큰 증권 관련 사업을 추진중

국내 토큰 증권 발행 관련 주요 사업 현황 요약

구분	기업	내용
증권사	미래에셋증권	토큰 증권 협의체 '넥스트 파이낸스 이니셔티브(NFI)' 결성, 동사는 기초자산 발굴과 발행, SK텔레콤은 블록체인 인프라 구축 담당, 한국토지신탁, 서울옥션블루 등과도 협업 체계 구성
	하나증권	2023년 6월 상기 넥스트 파이낸스 이니셔티브에 참여 토큰 증권 발행 플랫폼 구축을 위한 주사업자로 아이티센과 NF컨설팅 선정
	NH투자증권	토큰 증권 생태계 조성을 위한 협의체 'STO 비전그룹' 구성, 조각투자업체 투게더아트, 트레저러, 그리너리, 비상장주식중개업자 서울거래비상장, 블록체인 기술기업 블록오디세이, 파라메타, 기초자산 실물평가사 한국기업평가 등 참여
	KB증권	토큰 증권 사업 협력체 'ST 오너스' 구성, 조각투자플랫폼 기업 스타키피어, 서울옥션블루, 실물자산 기반 STO 발행유통 플랫폼 하이카이브 등 참여 기술기업으로는 SK C&C, EQBR(블록체인 기술 개발사), 하이파이브랩(분산암호기술 전문기업), 웨이브릿지(퀀트 기반 디지털자산 전문기업) 포함
	신한투자증권	민간 토큰 협의체 'STO 얼라이언스' 구성, 조각투자 플랫폼 기업인 열매컴퍼니, 바이셀 스탠다드 등 50여개 기업 참여
	한국투자증권	2023년 3월, 카카오뱅크, 토스뱅크와 함께 토큰 증권 협의체 '한국투자 ST프렌즈' 결성, 한국은행의 CBCD(중앙은행 디지털 화폐) 모의실험 사업 수행한 카카오엔터프라이즈가 분산원장 구축 기술 파트너로 합류
	유진투자증권	블록체인 솔루션 전문기업 람다256, 아이티아이즈, 델리오 등과 토큰 증권 플랫폼 구축을 위한 업무협약체결
은행	NH농협은행 SH수협은행 전북은행	'23년 4월, 조각투자기업 6개사(서울옥션블루, 테사, 갤럭시아머니트리, 스타키피어, 서울거래 등)과 JB인베스트먼트 등과 함께 토큰 증권 생태계 구축을 위한 '은행권 STO 컨소시엄' 결성
	IBK기업은행 신한은행 우리은행	상기 은행권 STO 컨소시엄에 추가 참여
	우리은행	토큰 증권 제도화 대응 및 신속한 시장 진입을 위해 삼성증권, SK증권과 업무협약 체결, 전담부서 지정, TFT 운영
	하나은행	미래에셋증권의 넥스트 파이낸스 이니셔티브에 참여
공기업	한국마사회	신사업 발굴(조각투자) 부서 구축, 경주마 조각투자 플랫폼 출시 계획
	한국동서발전	KB증권, 하이카이브와 신재생에너지 토큰 증권 사업 추진

Source: 각 사, 언론보도종합, 삼일PwC경영연구원



5

토큰증권 발행(STO) 관련 규제 및 가이드라인

국내 토큰증권 관련 규제

	2019.12	2022.04	2022.09	2022.10	2022.11	2023.02	2023.07	2023.12
업계 동향	카사 혁신금융 서비스 지정	뮤직카우 증권성 인정	뮤직카우 혁신금융서비스 지정 & 최종 제재면제	한우&미술품 조각투자 증권성 인정			뮤직카우 외 조각투자 업체 최종 제재면제	투자계약증권 탄생
금융위 규제		조각투자 가이드라인 발표		신탁업 혁신 방안 발표				신종증권 장내시장 개설 혁신금융서비스를 신규 지정
STO 규제					토큰 증권 발행·유통 규율체계 정비방안 발표		관련 개정안 의원발의	계류 중

- **2023년 02월)** 금융위원회는 “토큰증권 발행·유통 규율체계 정비방안”을 발표하여 토큰증권에 관한 제도를 개선하여 조각투자에서 토큰증권이 활용될 수 있도록 함
 - 토큰증권을 전자증권법상 전자증권 발행으로 수용하고, 발행인 계좌관리기관 신설, 소액공모 확대, 장외거래중개업 신설 등 관련 제도를 정비하기로 하여, 토큰증권을 제도권으로 편입하고자 함
- 국내 토큰증권 시장의 성장이 기대되면서 증권회사 등 금융회사는 조각투자 업체와 양해각서를 체결하는 등 토큰증권 시장에 뛰어들 준비를 하였음
 - 대신파이낸셜그룹은 시장 선점을 위해 2023년 4월 부동산 조각투자업체인 카사코리아를 인수하였고, 하나증권, 한국투자증권 등 주요 증권회사들은 조각투자 업체와 업무협약을 체결하고 컨소시엄을 출범함
- **2023년 07월)** “토큰증권 발행·유통 규율체계 정비방안”을 추진하기 위해 2023년 7월 자본시장법 개정안과 전자증권법 개정안이 의원발의되어 현재 국회 정무위원회에 계류중임
 - 자본시장법 개정안(의안번호 2123531)은 투자계약증권에 증권유통 관련 규정 적용, 장외거래관련 규정 개정 등을 포함하고 있고, 전자증권법 개정안(의안번호 2123533)은 분산원장, 발행인계좌관리기관 도입 등을 주요 내용으로 함
- **2024년 4월)** 관련 법안은 22대 국회로 넘어갈 확률이 높으며(6월 21대 국회 종료), 법제화 지연은 인프라 구축에도 걸림돌이 되고 있음

「토큰 증권(Security Token) 발행·유통 규율체계 정비방안」 주요 내용 요약

구분	내용 요약
토큰 증권 수용	<ul style="list-style-type: none"> - 전자증권법상 증권의 디지털화 방식으로 수용하며, 분산원장 안정성 확보 및 투자자 권리 보호를 위해 일정 요건 제시 - 기존 전자증권과 동일한 전자증권법상 투자자 보호 장치 적용, 예탁결제원의 발행총량 관리, 증권 외형적 요건 심사
증권성 판단 원칙	<ul style="list-style-type: none"> - 기본 원칙은 「조각투자 등 신종증권 사업 관련 가이드라인」 과 동일하나, 디지털자산 특성 고려하여 투자계약증권 요건 중 ‘공동사업의 결과에 따른 손익을 귀속 받는 계약상의 권리’ 판단 기준 추가 제시 - 발행인이 투자자에게 사업 성과에 따라 발생한 수익을 귀속시키는 경우 증권에 해당
토큰 증권 발행 및 유통 규율체계 정비	<ul style="list-style-type: none"> - 토큰 증권 발행(STO, Security Token Offering): 토큰 증권을 전자증권으로 수용, 발행인 계좌관리기관 신설, 사모 및 소액 공모 활용도 개선 - 토큰 증권 유통: 투자계약증권의 유통 제도 적용, 투자계약증권 및 수익증권의 유통 플랫폼 제도화와 대규모 거래 인프라 마련

Source: 금융위원회, 삼일PwC경영연구원

해외 STO 관련 규제 - ① 미국

- 미국의 경우 2017년 美 증권거래위원회(SEC)가 STO(Security Token Offering)의 제도권 편입을 위한 가이드라인을 발표하며 관련 시장이 가장 빠르게 안정화 및 활성화되었음
 - 실제로 전세계 STO 취급 거래소 63개 중 15개가 미국에 존재하며, 미국 대표 부동산 조각 투자 플랫폼 '리얼티(RealT)'는 중저가 주택 대상으로도 임대수익 등의 권리를 토큰 증권으로 발행해 투자자들에게 매각하는 등 사업이 활성화됨
- 미국에서는 **STO로 발행된 디지털자산이 증권에 해당된다고 판명되면 증권과 동일한 규제를 적용**
 - 증권성 판단을 위해서는 투자계약 요건 기준인 Howey Test(특정 거래가 증권거래를 통한 투자계약인지 여부를 판단하는 테스트)을 사용함
 - Howey Test의 증권성 판단 요건에는 1) 금전 투자일 것, 2) 공동사업에 대한 출자일 것, 3) 투자를 통해 이익을 얻을 수 있다는 합리적 기대가 존재할 것, 4) 투자의 성패가 제3자(기업의 경영자 등)의 노력에 의해 이루어질 것이 포함됨
- 토큰을 투자성 있는 증권(Security Token), 서비스 제공 계약(Utility Token), 지급결제용(Payment Token)으로 구분하여 관련 기업들이 선택할 수 있게 했음. 해당 사업자들은 연방법의 면제조항을 통해 증권사와 유사한 규제 하에서 사업을 진행할 수 있음
- 미국 내 토큰 증권 발행 시에 미국 연방증권법에 따라 SEC에 등록하거나, Regulation D(사모발행), Regulation A(소액 모집), Regulation CF(크라우드 펀딩)등의 등록 면제 규정을 적용 받을 수 있음
- 거래 플랫폼의 경우 대체거래소(ATS, Alternative Trading System)의 인가를 받아 SEC와 금융산업규제기구(FINRA, Financial Industry Regulatory Authority)에 브로커·딜러로 등록함. 토큰 증권 거래소는 상장된 토큰 증권 관리, 수탁 서비스, 적격 투자자 관리 등을 시행함
- 美 STO 시장에서는 상기 면제조항이 적극적으로 활용되고 있으며, 전통적인 기업 공개 등이 어려운 초기 투자 자금 조달 측면에서 주로 필요성을 인정받고 있음 (vs. 국내: 샌드박스 제한적, 자산유동화 위주)

미국 STO에 활용할 수 있는 발행공시의무 면제 조항 요약

구분	Regulation D 506(b)	Regulation D 506(c)	Regulation A Tier 1	Regulation A Tier 2	Regulation CF
증권거래위원회 제출 서류	Form D (모집 통지서)	Form D	Form 1-A (모집 신고서)	Form 1-A	Form C
발행금액 연간 한도	없음	없음	2,000만 달러	7,500만 달러	500만 달러
적격투자자 이외의 투자자	숙련된 투자자 35인까지	불허용	허용	조건부 허용 (비적격투자자의 연수입 또는 순자산에 따른 투자한도)	조건부 허용 (비적격투자자의 연수입 또는 순자산에 따른 투자한도)
일반적 청약의 권유	불허용	허용 (적격투자자에게)	허용	허용	제한적 허용
유통 제한	제한주식	제한주식	제한주식 아님	제한주식 아님	12개월 재판매 금지
SEC 등록 중개자	필요	필요	불요	불요	필요
기타 특징	SEC 심사 X 계속 공시의무 X	SEC 심사 X 계속 공시의무 X	SEC 심사 O 계속 공시의무 X	SEC 심사 O 계속 공시의무는 자금조달 후 발생	크라우드 펀딩

Source: 자본시장연구원, 한국금융연구원, 언론보도종합, 삼일PwC경영연구원

해외 STO 관련 규제 - ② 일본



- 일본의 경우 이전부터 제도 정비, 협회 설립 등 STO 관련 선제적 준비를 해왔으며, **2020년 5월 금융상품거래법 개정**을 통해 **STO가 정식으로 제도권 내로 편입되었음**
- 일본 내 토큰 증권은 금융상품거래법에 따라 유가증권에 표시되는 권리를 전자정보처리 조직을 이용하여 이전할 수 있는 재산적 가치로 표기한 것으로 정의되며, **STO에 주식 발행과 동등한 규제가 적용됨**
- 2020년 5월 일본 **자금결제법 개정**에서는 ‘가상통화’를 ‘암호자산’으로 명칭을 변경(결제수단이 아닌 ‘자산’, 분산원장기술 강조)했으며, 암호자산 교환업에 암호자산 수탁업을 포함하고, 이용자 예치금을 사용자 금전과 분리 보관 및 신탁을 의무화한 바 있음
- 일본의 토큰 증권 유통 시장은 기존 장내 거래소인 일본거래소그룹(JPX, Japan Exchange Group)의 장내 시장과 사설거래시스템(PTS, Proprietary Trading System, 일본의 대체거래시스템)의 오사카디지털거래소(ODS, Osaka Digital Exchange)가 있음. ODX의 경우 2021년 SBI홀딩스, SMFG, 노무라홀딩스, 다이와증권이 공동출자해 설립되었으며, 2023년 12월 토큰 증권 거래 서비스 제공을 시작함
- 시장에서는 국내 조각투자 및 STO 관련 규제 체계와 향후 관련 시장의 변화 양상이 **일본과 가장 유사한 방향으로 흘러갈 것으로 예상**하고 있음
 - 실제로 양국은 토큰 증권이 ‘증권’이라는 본질을 유지한다고 보아 기존 유가증권을 다루는 법률을 동일하게 토큰 증권에도 적용했으며, 장내 및 장외 유통을 동시 활성화할 계획임
 - 양국 모두 STO 시장의 중심축이 민간보다 증권사 등 제도권 하 금융기관이 될 것으로 전망되며, 정부에서 STO의 중요성을 인지하고 관련 정책 입안을 적극적으로 추진중임






조각투자 및 STO 관련 규제 비교: 한국 vs 일본

구분	한국	일본
공통점	① 토큰 증권도 ‘증권’이라는 본질은 유지된다고 법제적으로 해석 → 기존 유가증권을 다루는 법률 (韓 자본시장법, 日 금융상품법)을 원칙적으로 동일하게 토큰 증권에도 적용 ② 장내 거래소 및 장외 유통 플랫폼 동시 활성화 계획 ③ STO 시장의 중심축이 민간이 아닌 증권사 등의 제도권 하의 금융기관이 될 전망 ④ 정부에서 STO의 혁신성과 중요성을 인지하고 관련 정책 입안 등 진행중 - 韓 디지털 금융 혁신을 위한 국정과제로 토큰 증권 규제 정비 추진, 日 새로운 자본주의 정책 내 디지털 전환 추진, 웹 3.0 육성 등으로 STO 및 조각투자 활성화 효과 기대	
차이점	① 비정형적 증권의 토큰화에 대한 가이드라인 존재 ② 조각투자 등 자산유동화 측면 위주 ③ 일정 요건을 갖춘 발행인의 토큰 증권 발행 및 원장 기재를 허용하긴 했으나 아직은 증권사 등 위주로 진행중 ④ 금융위가 장외거래중개업을 신설하면서 증권사들과 한국ST거래등이 장외 시장 구축에 나선 상황이나, 전반적인 진행 속도는 일본 대비 느린 편임	① 정형적 증권인 주식, 채권에 대한 규제도 법제화 진행중 ② 조각투자 이외 자금 조달 측면에도 집중 ③ 발행과 장부 관리를 블록체인 플랫폼 기업들이 진행 가능 ④ 오사카디지털거래소(ODX, Osaka Digital Exchange, '21년 SBI홀딩스, SMFG 등이 설립한 대체거래소)가 개설되어 '23년 12월 거래 시작 등 전반적 진행 속도 빠른 편

Source: 자본시장연구원, 언론보도종합, 삼일PwC경영연구원

해외 STO 관련 규제 - ③ 기타 국가

미국, 일본 제외 기타 국가들의 STO 관련 규제 및 현황

국가	STO 관련 규제 내용
싱가포르 	<ul style="list-style-type: none"> 싱가포르는 미국과 함께 토큰 증권 시장이 가장 활성화된 국가 중 하나로, 아시아의 블록체인 허브로 불림 미국과 동일한 2017년에 싱가포르 통화청은 STO 가이드라인을 발표했으며, 토큰 증권이 증권선물법상 증권과 동일하게 취급되고 증권선물법에 따라 규제대상이 된다고 밝힘 토큰 증권의 발행자는 투자설명서 발급·등록, 자본시장서비스 라이선스 취득, 자금세탁방지·테러자금조달방지 등 관련 규제 준수 등을 수행해야 하나, 소규모 모집, 사모만을 대상으로 발행, 기관투자자·적격투자자만을 모집대상으로 하는 경우 투자설명서 발행 등의 규제가 면제 가능함 2019년 ADDX(舊 IStox)를 규제 샌드박스 기업으로 지정했고, 2020년 최초의 토큰 증권 유통 플랫폼으로 정식 인가했음. 2021년 ST 플랫폼 인베스타X를 규제 샌드박스로 지정했으며, 2022년 체계적인 ST 생태계 구축을 위한 프로그램인 '프로젝트 가디언'을 발표함
말레이시아 	<ul style="list-style-type: none"> 말레이시아 증권위원회는 2019년 자본시장과 서비스 관련 명령을 발표하며, 명령의 기준에 부합하는 디지털 토큰이 증권으로 규정되나 중앙은행이 규제하는 법정통화·지급수단은 아니라고 밝힘 2020년에는 디지털자산지침을 발표하며, 디지털 토큰 발행을 통한 자금 조성, 초기 거래 플랫폼 운영, 관련 서비스 제공 요건 등을 규정했으며 사례에 따라 예외적 규제 면제를 허용함 말레이시아의 다국적 에너지기업 에네그라는 2019년 토큰니 운영 플랫폼에서 모든 주식을 이더리움 블록체인 기반의 토큰 증권으로 전환했고, 2021년 폴리곤으로 플랫폼을 이전했고, 역대 최대 규모 발행 ST인 에네그라그룹토큰(EGX)은 그 규모가 약 22조원에 달함
스위스 	<ul style="list-style-type: none"> 스위스는 대표적인 블록체인 강국으로 관련 기술 도입이나 가상 자산에 친화적인 편임. 2016년 추크시에 가상자산 산업특구를 조성했고, 세계 최초로 비트코인을 공식 지불수단으로 인정했으며, 2018년 블록체인 기반 디지털 신분증을 발행했고, 2020년에는 비트코인 등 주요 암호화폐 납세를 허용, 2021년에는 분산원장기술법을 시행한 바 있음 스위스는 토큰 증권을 '자산 토큰'이라고 부르며, 스위스 내 가상자산 은행(Crypto Bank)는 기존의 은행 서비스를 가상자산에도 제공하는데 증권 딜러 라이선스를 획득하면 증권의 발행이나 중개 등의 서비스도 제공 가능한 것으로 보임 한국과 달리 스위스 토큰 증권 시장에서는 발행과 유통 겸업 금지 규제가 없어, 동일한 기업에서 토큰 발행 플랫폼과 유통 플랫폼을 모두 운영 가능함
프랑스 	<ul style="list-style-type: none"> 프랑스는 STO 관련 법제 마련을 가장 빠르게 진행한 국가 중 하나로, 2016년 화폐금융법, 2017년 블록체인 시행 조치, 2019년 PACTE법(기업 성장 및 전환을 위한 행동계획법) 등을 정비했음 상기 배경 하에 프랑스의 소시에테 제네랄은 1억 유로 규모의 분산원장 기반 커버드본드를 발행 또한 17개 기업이 포함된 컨소시엄이 불로뉴 비양쿠르 소재 고급 빌라를 매수 후 토큰 증권을 발행해 유통화 거래를 성사시키며, 유럽 최초 분산원장 기술 사용 건물 매매 사례로 기록됨
영국 	<ul style="list-style-type: none"> 영국 금융감독청은 2019년 암호자산 규제 가이드라인을 발표해, 구체적으로 어떤 토큰이 규제 대상에 포함되는지를 명시했음 거래 토큰(암호화폐)은 자금세탁방지 규정 준수, 이외 별도 규제는 받지 않고, 토큰 증권은 자산에 대한 권리가 주식이나 채권과 비슷하게 발행되며 지정 투자에 해당하므로 규제 대상이 된다고 밝힘 영국 또한 규제 샌드박스를 운영하며, 주식과 사채를 디지털 토큰의 형태로 발행하는 프로젝트 UK FCA Sandbox 4를 수행해 왔음
독일 	<ul style="list-style-type: none"> 독일은 2021년 시행된 전자증권법에 분산원장기술 기반 전자증권의 발행 허용을 규정했으며, 해당 증권을 암호증권이라고 명명하고 국내 계좌관리기관처럼 발행인이 암호증권등록부의 관리자를 지정할 수 있도록 함 이에 따라 독일 지멘스는 2023년 6,000만유로(약 860억원) 규모의 1년 만기 회사채를 암호증권으로 발행하고 투자자들에게 직접 판매를 완료했음

Source: 언론보도종합, 삼일PwC경영연구원



6

결론: 기대효과 및 리스크

결론: 리스크, 기대효과 및 전략적 제언

■ 국내 조각투자 참여 시 투자자 측면의 리스크가 다수 존재함

조각투자 투자자 측면 리스크

- ① 투자금 회수 소요 기간 장기화 가능성
- ② 기존 주식 거래 등 대비 유동성(거래량) 부족으로 신속한 거래 체결 제한 가능성
- ③ 일반투자자 입장에서 객관적 밸류에이션이 어려워 적정 가격을 알기 어려운 측면 존재
- ④ 상기 언급된 거래량, 가치평가 등의 문제로 가격 변동성이 클 수 있음
- ⑤ 수수료나 세금 측면으로 타 투자상품 대비 메리트가 적을 수 있음
- ⑥ 미술품 조각투자의 경우 표절이나 위작 위험

- 본질적으로 조각투자는 개념 자체가 분산투자에 반대되므로 투자 리스크 확대됨. 따라서 금융당국은 조각투자의 다양한 투자 위험성을 인지하여 조각투자를 제도권 내로 편입하고 관련 규제를 강화하고자 함
 - 다수의 투자처에 나누어 투자하여 리스크를 줄이는 분산투자 vs. 고액 자산에 다수가 투자하는 조각투자

■ STO를 제도권 내로 편입하는 과정 중 도입 초기의 위험성도 다수 존재함

STO 도입 초기 리스크

- ① 불량자산이 복잡한 구조로 토큰화되어 유통될 가능성
- ② 탈중앙화와 탈중개인화로 시장 참여자들의 신뢰와 책임이 약화될 가능성
- ③ 도입 초기 제도적 인프라 구축 지연 가능성
- ④ 관련 기술력이 적절하게 뒷받침 되지 못할 가능성
- ⑤ 시장 참여자들의 경험과 이해 부족
- ⑥ 규제 구체화 과정 중 일시적 사업 중단·지연 발생 가능성

- 상기 리스크를 감안하더라도, 향후 STO 제도가 긍정적인 방향으로 안정화된다면 기대효과는 다음과 같음

STO 도입 기대효과

- ① 거래 비용 절감 및 효율화
- ② 자금조달 및 자산유동화가 용이해지고 투자 가능 자산도 다양해짐
- ③ 투자자 기반이 전세계를 포괄할 수 있게 되고 투자 접근성도 제고될 것으로 예상됨
- ④ 신규 혁신기술과의 통합이 용이해짐
- ⑤ 궁극적으로는 유동성이 증가하고 거래 투명성이 확보되며 자동화된 규제 준수도 이루어질 것으로 기대

- 토큰증권 등장 등 글로벌 금융 환경이 급변화 속에서 한국 역시 대응하고 있으나 토큰 증권 발행과 유통을 위한 개정안이 1년째 국회에 계류되어 있어, 그 속도는 예상보다 느린 감이 있음

전략적 제언

- 한국 STO 시장의 활성화를 위해서는 토큰증권 관련 인프라 설립이 선행이 되어야 하는데, 이를 위해서는 관련 제도와 법적 규제 환경의 완비가 필수적임. 따라서 무엇보다도 제도의 기틀(법제화) 마련이 시급해 보임
- 은행, 증권사, 조각 투자 사업가, 더 나아가 블록체인 인프라 기업 등 현시점 다양한 이해관계 주체가 빠르게 토큰 증권시장으로 진입하고 있지만, 제도적·법적 기반이 이를 뒷받침하지 못하고 있는 실정이기 때문임

조각투자 및 STO 관련 용어 정리

조각투자 및 STO 관련 용어 정리 ①

용어	의미
ABS	Asset Backed Securities, 자산유동화증권 유동화자산을 기초로 하여 자산유동화 계획에 따라 발행되는 출자증권·사채·수익증권 기타의 증권
ATS	Alternative Trading System, 대체거래소 정보통신망이나 전자정보처리장치를 이용하여 동시에 다수의 자를 거래상대방 또는 각 당사자로 하여 경쟁매매 방법 등의 방식으로 증권시장에 상장된 주권, 증권예탁증권의 매매 또는 그 중개·주선이나 대리 업무를 하는 투자매매업자 또는 투자중개업자
DLT	Distributed Ledger Technology, 분산원장기술 거래정보가 기록된 원장을 특정 기관의 중앙 서버가 아닌 공유 네트워크에 분산하여 참가자가 공동으로 기록·관리하는 기술
ICO	Initial Coin Offering, 초기 코인 공개 블록체인 기술이나 블록체인 기술을 기반으로 한 프로젝트를 소셜미디어 등의 인터넷에 게시하고 자금을 모집하면서 자금공급에 대한 반대급부로 가상통화나 가상통화와 유사한 기능을 가진 토큰을 지급하는 행위
ST	Security Token, 토큰 증권 분산원장 기술을 활용해 자본시장법상 증권을 디지털화 한 것
* STO	Security Token Offering, 토큰 증권 공개 불특정 다수의 투자자에게 토큰화된 증권의 취득 및 청약을 권유하는 행위 토큰 증권의 발행·유통을 허용하여 최근 출현한 다양한 권리의 증권화를 지원하고, 분산원장 기술을 활용하여 기존 증권의 발행과 거래도 효율적이고 편리하게 개선 → 국내엔 조각투자라는 이름으로 먼저 알려지며 대중화되고 있으나, 조각투자만을 위한 수단은 아님 STO의 종류로는 증권발행형 STO(자금 조달 목적이 사업 모델 구현일 때 사용하며, 투자자들에게 수익금 배분이 가능한 실질적인 사업 모델이 존재할 것)과 자산유동화형 STO(국내 조각투자 사례 대부분이 이에 해당하며, 부동산, 미술품 등의 자산유동화 및 분산 소유를 목적으로 토큰 발행 및 공개)

STO의 ICO, IPO와의 비교

구분	STO	ICO	IPO
대상물	실제 사업 모델이나 실물자산	블록체인 기술 기반의 추상적인 프로젝트 아이디어	실제 비즈니스 모델 (회사의 실적, 자금흐름 등)
투자 자금 형태	법정통화 및 가상자산	비트코인과 같은 가상자산	법정통화
런칭 프로세스	관련된 증권법 준수 국가 금융 감독 기관의 승인 및 규제 필요	금융 당국의 승인이나 규정 준수 부재 블록체인에 스마트 계약 설정을 위한 기술적 지식과 성공적인 마케팅 필요	IPO 전 많은 의무를 이행 증권거래 규제당국의 승인 필요
발행인	명확	불분명	명확
비용	ICO 대비 높음	매우 낮음	높음
권리	연동 자산의 지분 및 수익 소유	발행되는 토큰의 구매 권한 소유	기업의 수익 지분 소유
법적 규제	적용	미적용	적용

Source: 금융감독원, 관련 법령, 한국정보통신기술협회, 자본시장연구원, 코인텔레그래프, 키움증권, 언론보도종합, 삼일PwC경영연구원

조각투자 및 STO 관련 용어 정리

조각투자 및 STO 관련 용어 정리 ②

용어	의미
계좌관리기관	투자자 소유의 주식 등의 전자등록 및 이와 관련된 업무를 수행하는 기관으로서 법에서는 자본시장법상의 금융투자업자, 한국은행, 명의개서대행회사, 은행, 농협은행, 한국산업은행, 중소기업은행, 보험회사 등을 계좌관리기관으로 정함
도산절연	파산으로부터 절연된 상태
무권화	Dematerialization, 유가증권에 대한 권리를 표시하는 실물증권을 발행하지 않고 증권에 대한 권리가 오로지 장부(발행기관 및 중앙예탁기관의 계좌계좌)상에 전자기록 형태로 존재하도록 하여 신주발행 및 증권유통에 따른 권리를 이전하는 것
발행인 계좌관리기관	직접 토큰증권을 등록 및 관리하는 역할로 일정한 요건을 갖춘 발행인은 직접 발행한 증권의 권리 내용과 권리자 등에 대한 정보를 분산원장에 기재할 수 있도록 허용
비금전신탁 수익증권	신탁 가능한 유무형 자산(부동산, 유가증권, 동산, 금전채권 등)을 기초자산으로 삼아 사업자가 자산을 신탁기관에 위탁하고 발행하게 하고, 이 자산을 활용한 사업으로 발생한 수익과 권리를 투자자에게 약속하는 수익증권
신종증권	규제 샌드박스외 장외거래중개업 제도화 같은 법령 개정 등 정부 시책에 따라 허용될 새로운 유형의 전자증권, '투자계약증권'과 '비금전신탁 수익증권'으로 구분
일반투자자	금융투자상품에 관한 전문성 및 소유자산 규모 등에 비추어 투자에 따른 위험 감수능력이 없는 투자자
장외거래중개업	한국거래소의 주식 매매 체결 기능을 대체하는 거래소로, 투자계약증권과 비금전신탁 수익증권의 거래를 체결하는 전문기관 자격
전문투자자	금융투자상품에 관한 전문성 구비 여부, 소유자산규모 등에 비추어 투자에 따른 위험감수능력이 있는 투자자로서 국가, 한국은행, 대통령령으로 정하는 금융기관, 주권상장법인 중에 어느 하나에 해당하는 자
전자증권 제도	증권을 실물로 발행하지 않고 전자등록기관의 전자등록계좌부에 증권 및 소유 관계사항을 전자등록하여 발행·양도·담보설정·권리행사 등 제반 증권 사무를 처리하는 제도
* 조각투자	2인 이상의 투자자가 실물, 그 밖에 재산적 가치가 있는 권리를 분할한 청구권에 투자·거래하는 등의 신종 투자형태 → STO를 활용한 서비스 중 하나이나, STO가 아닌 조각투자도 존재
증권	내국인 또는 외국인이 발행한 금융투자상품으로서 투자자가 취득과 동시에 지급한 금전등 외에 어떠한 명목으로든지 추가로 지급의무(투자자가 기초자산에 대한 매매를 성립시킬 수 있는 권리를 행사하게 됨으로써 부담하게 되는 지급의무를 제외)를 부담하지 아니하는 것
토큰	특정 블록체인 플랫폼에서 동작하는 응용 서비스에서만 사용하는 가상자산
투자계약증권	특정 투자자가 그 투자자와 타인(다른 투자자를 포함)간의 공동사업에 금전등을 투자하고 주로 타인이 수행한 공동사업의 결과에 따른 손익을 귀속받는 계약상의 권리가 표시된 것

Source: 관련 법령, 금융감독원, 한국예탁결제원, 금융투자협회, 한국정보통신기술협회, 언론보도종합, 삼일PwC경영연구원

Author Contacts

이은영 상무

삼일PwC경영연구원

eunyoung.lee@pwc.com

강서은 책임연구원

삼일PwC경영연구원

seo Eun.kang@pwc.com

신서윤 연구원

삼일PwC경영연구원

seoyoon.shin@pwc.com

삼일PwC 경영연구원

최재영 경영연구원장

jaeyoung.j.choi@pwc.com

Business Contacts

Technology (Hardware) Sector

Assurance		Tax	Deals
남 상 우 Partner sang-woo.nam@pwc.com	정 재 국 Partner jae-kook.jung@pwc.com	소 주 현 Partner so.juhyun@pwc.com	최 창 대 Partner chang-dae.choi@pwc.com

Platform (Software) Sector

Assurance		Tax	Deals
한 종 업 Partner jongyup.han@pwc.com	이 재 혁 Partner jae-hyuk.lee@pwc.com	김 광 수 Partner kwang.soo.kim@pwc.com	이 도 신 Partner do-shin.lee@pwc.com

Telecom Sector

Assurance		Tax	Deals
한 호 성 Partner hosung.han@pwc.com		박 기 운 Partner ki-un.park@pwc.com	홍 성 표 Partner sungpyo.hong@pwc.com

Consumer Markets Sector

Assurance		Tax	Deals
이 승 환 Partner seung-whan.lee@pwc.com	오 종 진 Partner jong-jin.oh@pwc.com	허 윤 제 Partner yun-je.heo@pwc.com	최 창 윤 Partner chang-yoon.choi@pwc.com
박 영 규 Partner young-gyu.park@pwc.com			

Retail Sector (Omni Channel)

Assurance	Tax	Deals	IFS
임 영 빈 Partner young-bin.yim@pwc.com	허 윤 제 Partner yun-je.heo@pwc.com	김 준 혁 Partner jun-hyouk.kim@pwc.com	김 동 환 Partner dong-hwan.kim@pwc.com

Banking, Card, Fintech Sector

Assurance		Tax	Deals
유 엽 Partner yeob.yu@pwc.com		박 수 연 Partner soo-yun.park@pwc.com	홍 영 관 young-kwan.hong@pwc.com

Securities, Asset Management, Capital Sector

Assurance		Tax	Deals
진 선 근 Partner sungeun.jin@pwc.com		박 태 진 Partner taejin.park@pwc.com	김 기 은 Partner gee-eun.kim@pwc.com

www.samil.com

삼일회계법인의 간행물은 일반적인 정보제공 및 지식전달을 위하여 제작된 것으로, 구체적인 회계이슈나 세무이슈 등에 대한 삼일회계법인의 의견이 아님을 유념하여 주시기 바랍니다. 본 간행물의 정보를 이용하여 문제가 발생하는 경우 삼일회계법인은 어떠한 법적 책임도 지지 아니하며, 본 간행물의 정보와 관련하여 의사결정이 필요한 경우에는, 반드시 삼일회계법인 전문가의 자문 또는 조언을 받으시기 바랍니다.

S/N: 2401W-RP-006

© 2024 Samil PricewaterhouseCoopers. All rights reserved. "PricewaterhouseCoopers" refers to Samil PricewaterhouseCoopers or, as the context requires, the PricewaterhouseCoopers global network or other member firms of the network, each of which is a separate and independent legal entity.