

대체투자팀

이경자
팀장
kyungja.lee@samsung.com

금융/소비재

정민기
Analyst
mingi1.jeong@samsung.com

▶ AT A GLANCE

뮤직카우 (비상장)

Not Rated

목표주가:

n/a

루센트블록 (비상장)

투자의견

Not Rated

목표주가:

n/a

열매컴퍼니 (비상장)

투자의견

Not Rated

목표주가:

n/a

태사 (비상장)

투자의견

Not Rated

목표주가:

n/a

STO (Security token offering)

한국형 STO, 누가 헤게모니를 질 것인가

- STO의 제도권 편입으로 토큰증권의 발행과 유통 분리, 투자계약증권의 의무 이행
- 국내 STO는 자산의 유동화인 조각투자부터 시작, 실물자산의 금융자산화 진행
- 종이증권→ 전자증권→ 토큰증권의 전환기, 단기는 발행플랫폼, 장기는 증권사 수혜

WHAT'S THE STORY?

토큰증권(Securities Token), 제도권 진입: 2월, 금융당국은 토큰증권의 가이드라인을 발표했다. 디지털자산의 증권 여부 판단원칙 예시와 토큰증권의 발행·유통 규율 체계 정비 방안 등을 포함하며 시사점은 두가지다. ① STO의 제도권 편입이다. 현재 국내는 다양한 STO 중, 자산 유동화에 초점을 맞춘 조각투자에 치중하고 있다. 이제 조각투자 플랫폼은 증권성이 인정됨에 따라 투자계약증권이 이행해야 하는 의무를 충족해야 한다. ② 금융당국은 토큰증권의 발행과 유통을 분리함으로써 가격 왜곡과 이해상충 리스크를 방지하고자 한다. 그간 발행과 유통을 겸하던 조각투자 플랫폼들은 서비스를 잠정 중단하고 사업재편에 나섰다. 단, 혁신금융서비스 4개 부동산 플랫폼과 음악저작권 플랫폼인 뮤직카우는 특례적용 기한까지는 발행과 유통이 가능한 플랫폼 지위를 유지하므로 경쟁력 강화의 기회가 될 것이다.

실물자산의 금융자산화, 새로운 대체투자처: STO는 비유동성의 할인이 불가피하던 실물자산에 유동성을 불어넣음으로써 가치 산정과 투자 기회를 창출할 것이다. STO는 금융방식의 하나로 제도권에 편입되며 부동산, 미술품, 음악저작권, 한우에 이르기까지 투자처로 인식되기 어려웠던 다양한 자산군에 자금유입의 길을 터줄 전망이다. 국내에서 조각투자는 STO의 대중화로 다양한 실물자산의 금융자산화를 촉진하는 역할이 예상되고 궁극적으로 실물자산 시장의 성장에 기여할 것이다. 무수한 조각투자 플랫폼이 난립하고 있지만 성장성 높은 STO 기초자산의 요건은 ① 상품의 이해가 쉬워야 하고, ② 지속 가능성과 가치 상승 여력이 있어야 하며, ③ 축적한 데이터와 경험으로 가치 산정의 기준이 존재해야 한다.

초기 성장은 조각투자 플랫폼이 선도: 국내 STO의 초기 성장을 주도할 주역은 발행 중심인 조각투자 플랫폼이다. 필요 역량은 ① 상품 경쟁력, ② 토큰증권의 발행과 유통, 처분까지 검증된 역량, ③ 제도권과의 긴밀한 협력을 통한 시장 안착이다. 이는 결국 플랫폼 유저 수와 공모실적으로 수치화 될 것이다. 규모의 경제를 이룰수록 자산 소싱의 기회가 늘어 안정적 투자수익의 가능성이 높아지기 때문이다. 조각투자 플랫폼들이 STO의 구체적 시행령이 확정될 2025년경까지 원활한 운영으로 STO의 성공 가능성을 제시한다면 장기적으로는 국내 STO도 해외처럼 VC/채권/파생결합증권 등 사모 중심의 금융자산이 토큰증권으로 발행되고 현재의 자산유동화 개념에서 STO의 근본 목적인 자금조달 역할에 접근할 것이다.

장기적으로 증권사 역할 확대: 증권사는 종이증권에서 디지털증권으로, 다시 토큰증권으로 전환되는 시대에 대비해야 한다. 제도가 완전히 정립되지 않은 상황이라 증권사들은 장기적 관점으로 토큰증권 비즈니스에 접근하고 있다. 향후 STO에서 증권사별 역량 차별화를 위한 핵심 과제는 ① 조각투자, 블록체인 등 전문 기업과의 효율적 협업 구축 및, ② 유의미한 수준의 유통량 확보를 위한 매력적인 상품 선정이 될 것이다. 이를 위해 증권사들이 다수의 조각투자 플랫폼과 선제적 제휴를 맺고 있는 것으로 보인다. 아직까지 모호한 제도가 확정되기 전인 향후 2년간 시장 선점을 위한 합종연횡과 치열한 경쟁이 예상되나 STO 시장이 성숙될수록 새로운 수익원 창출 측면에서 증권사는 최대 수혜가 예상된다.

REPORT

CONTENTS

01	한국형 STO 도입	3p
한국형 STO 제도 도입 토큰증권 생태계는 3개 참여자로 구성 자산 토큰화의 효용- 유동성 제고 및 거래비용 절감		
02	조각투자로 STO의 대중화	9p
조각투자의 제도권 편입 부동산 수익증권 플랫폼: 가장 보편적 토큰화 대상 음악 저작권 플랫폼: 불황에 강한 자산 미술품 플랫폼: 투자 진입장벽을 낮춘 대표 사례 블록체인 기술은 얼마나 활용될까 시사점 1) 금융과 결합하며 새로운 대체투자처 탄생 시사점 2) 초기 STO 시장은 발행플랫폼이 선도 시사점 3) 증권사의 역할은 장기적으로 확대		
03	해외 STO와 한국형 STO 비교	28p
미국 STO의 본질은 토큰 형태의 자금 조달 STO의 약점, ICO 대비 턱없이 작은 시가총액 각국의 STO 제도 정비 현황 싱가포르의 STO, 사모상품의 진입장벽 낮춰		
04	기업 분석	37p
뮤직카우 루센트블록 열매컴퍼니 테사		

한국형 STO 도입

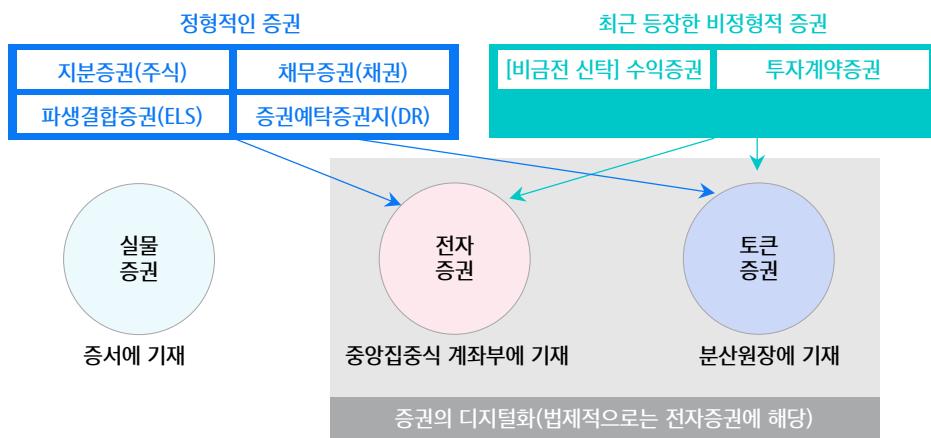
한국형 STO 제도 도입

2023년 2월 4일, 금융당국은 토큰증권(Securities Token) 관련 가이드라인을 발표하였다. 가이드라인의 주요 골자로는 1) 디지털자산의 증권 여부 판단원칙에 대한 예시 및, 2) 토큰증권의 발행·유통 규율 체계 정비 방안 등이 포함되었다.

금융당국이 정의한 토큰증권이란, 1) 분산원장 기술을 활용한, 2) 자본시장법상 증권을 디지털화한 것을 의미한다. 이는, 1) 디지털 자산 측면에서 증권이 아닌 자산(소위 가상자산)과 대비되며, 2) 증권 제도 측면에서는 기존 실물 증권과 전자 증권에 이은 증권의 새로운 발행 형태라는 점에 의의를 가진다.

현재 모든 증권은 발행 형태와 상관없이 자본시장법의 규율 대상이 된다. 이에 따라 토큰증권에는 투자자 보호와 시장질서 유지를 위한 공시, 인·허가 제도, 불공정거래 금지 등 기존 증권들에 적용되던 규제가 모두 적용되게 된다. 한편, 증권이 아닌 디지털 자산은 자본시장법이 적용되지 않고, 향후 국회에서 입법이 추진되고 있는 ‘디지털 자산 기본법’에 따라 규율 체계가 마련될 예정이다.

그림 1. 토큰증권의 개념



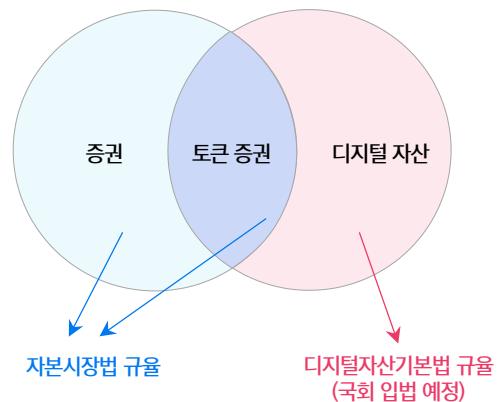
자료: 금융감독원, 삼성증권

표 1. 스위스 FINMA 가이드라인에 따른 토큰의 분류

지불형 토큰	<ul style="list-style-type: none"> 특정 재화나 서비스를 구입할 때 지급결제 수단으로 쓰임 송금 또는 가치를 이전하는 데 사용 자금세탁방지 규정 준수 요구되지 않아 증권으로 취급되지는 않음 비트코인, 이더리움 등이 해당
유저리티 토큰	<ul style="list-style-type: none"> 블록체인을 기반으로 만들어진 어플리케이션이나 서비스를 이용할 때 사용 대체로 규제 대상이 아님 발행 시점에 투자(Investment) 성격을 가지고 있다면 증권법 적용받는 자산형 토큰으로 볼 수 있음
자산형 토큰	<ul style="list-style-type: none"> 향후 이익과 미래 현금흐름에 따라 배당을 받는 등 지분증권의 성격을 갖는 토큰 또는 금과 같은 상품이나 부동산 등 실물 자산을 담보로 하는 자산형 토큰 주식의 성격을 갖는 증권형 토큰의 경우, 증권법 규제 대상

자료: FINMA, 삼성증권

그림 2. 토큰증권과 디지털 자산의 규율체계



자료: 금융감독원, 삼성증권

표 2. 디지털 자산의 증권 판단 예시

구분	내용
증권에 해당할 가능성 높은 경우	<ul style="list-style-type: none"> 사업 운영에 대한 지분권을 갖거나 사업의 운영성과에 따른 배당권 및 잔여재산에 대한 분배청구권을 갖게 되는 경우 (예: 지분증권) 일정기간 경과 후 투자금을 상환 받을 수 있는 경우 (예: 채무증권) 신탁의 수익권을 갖게 되는 경우 (예: 수익증권) 자본시장법상 기초자산의 가격변동에 연동하여 사전에 정해진 방식대로 달리지는 회수금액을 지급받는 경우 (예: 파생결합증권) 새로 발행될 증권을 청약·취득할 권리가 부여된 경우 예탁된 다른 증권에 대한 계약상 권리나 지분 관계를 가지는 경우(예: 증권예탁증권) 발행인이 투자자의 금전 등으로 사업을 수행하여 그 결과로 발생한 수익을 귀속시키는 경우. 특히 투자자 모집 시 사업을 성공시킬 수 있는 발행인의 노력·경험과 능력 등에 대한 내용이 적극적으로 제시된 경우(예: 투자계약증권) 투자자에게 지급되는 금전 등이 형식적으로는 투자자 활동의 대가 형태를 가지더라도, 해당 대가의 주된 원천이 발행인이 투자자의 금전 등으로 사업을 수행한 결과로 발생한 수익이고 해당 대가가 투자자 활동보다는 사업 성과와 비례적인 관계에 있어 실질적으로 사업 수익을 분배하는 것에 해당하는 경우. 특히 투자자 모집 시 사업 성과에 따른 수익 분배 성격이 적극적으로 제시된 경우(예: 투자계약증권)
증권에 해당할 가능성 낮은 경우	<ul style="list-style-type: none"> 발행인이 없거나, 투자가 가진 권리에 상응하는 의무를 이행해야 하는 자가 없는 경우 디지털자산에 표시된 권리가 없거나, 사업 수익에 대한 투자자의 권리가 없는 경우 현재 또는 미래의 재화 서비스의 소비 이용을 목적으로 발행되고 사용되는 경우 지급결제 또는 교환매개로 활용하기 위해 안정적인 가치유지를 목적으로 발행되고 상환을 약속하지 않는 경우 투자가 사업의 관리 운영에 일상적으로 참여하여 사업에 대한 정보비대칭성이 없는 경우 투자가 사업의 성과를 좌우하는 중요한 재화 용역을 제공하고 그 대가에 해당하는 금전 등 만을 지급받는 경우 실물 자산에 대한 공유권만을 표시한 경우로서 공유목적물의 가격 가치 상승을 위한 발행인의 역할 기여 및 이익귀속에 대한 약정이 없는 경우

자료: 금융감독원, 삼성증권

토큰증권 발행 체계의 핵심은 ‘발행인 계좌관리기관’의 도입이다. 기존 서면 및 전자증권은 증권사를 통해서만 증권을 등록할 수 있었으나, 토큰증권은 일정 요건을 갖춘 발행인이 직접 증권을 등록하는 것을 허용하게 된다. 이에 따라, 조각투자 플랫폼 등 기존 관련 사업을 영위하고 있던 업체들은 발행 사업을 위해서는 계좌관리기관 라이선스 취득이 필요할 것으로 예상된다.

한편, 토큰증권 유통 체계의 경우 기존 제도권 증권 시장에 준하는 수준의 규제 요건이 적용될 전망이다. 실제로 금융당국은 채권중개전문회사 요건 등을 감안해 유통 사업자의 인가요건을 정할 예정인데, 이에 따라 신규 사업자의 유통 사업 진출보다는, 증권사 등 인프라를 갖춘 기존 중개업자들의 라이선스 획득이 용이할 전망이다.

표 3. 발행인 계좌관리기관 (안)

내용	
분산원장	분산원장 요건을 충족할 것
자기자본·물적설비·대주주 임원요건	의견수렴을 거쳐 추후 확정 예정
인력요건	법조인, 증권사무 전문인력, 전산 전문인력 각 2인
손해배상	투자계약증권 발행량에 비례한 기금 적립
총량관리	최초 발행 발행수량 변동 일정 주기 시 암호화된 명세를 전자등록기관(KSD)에 통보 → 필요시 KSD가 비교 검증

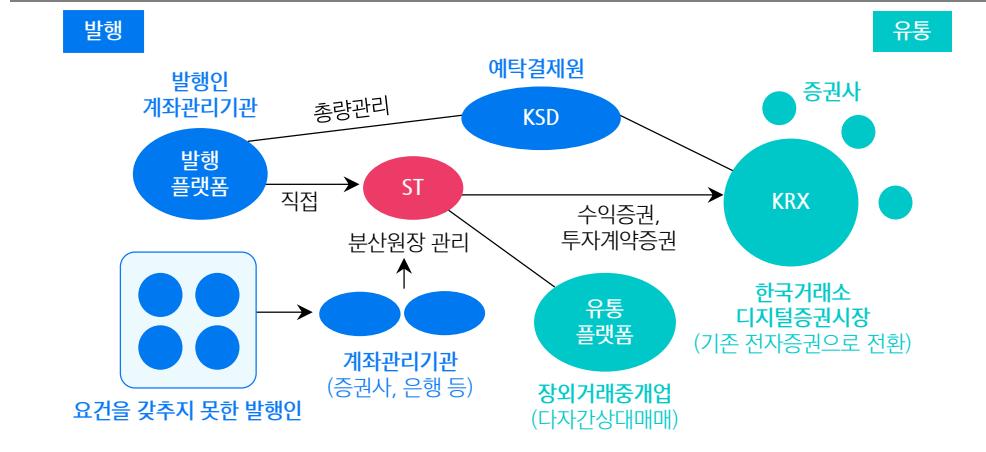
자료: 금융감독원, 삼성증권

표 4. 장외거래증개업 요건 (안)

내용	
자기자본, 물적·인적· 대주주·임원요건	채권전문중개회사 수준을 감안 의견수렴을 거쳐 추후 확정 예정 • 자기자본: 증권 유형(인가단위) 별로 자기자본 요구 예정
업무범위	증권시장 외에서 투자계약증권/수익증권 매매의 중개업무 • 동시에 다수의 자를 각 당사자로 하여 종목별로 매수호가 또는 매도호가와 그 수량을 공표 • 당사자 간의 매도호가와 매수호가가 일치하는 가격으로 매매거래를 체결
투자한도	일반투자자의 연간 투자한도 제한 • 수익증권에 비해 도산절연, 비정형성 측면에서 투자위험이 높은 투자계약증권의 투자한도를 더 낮은 수준으로 정할 예정
대상증권	공모발행 및 소액투자자(발행총량의 5% 이내 소유, 발행 인수 주선인 및 그 특수관계인 제외) 소유 투자계약증권, 수익증권
업무기준	증개신정의 방법, 증개신정의 취소 및 정정의 방법, 매매체결의 원칙 및 방법, 차오매매 정정의 방법, 매매체결내용의 통지방법, 매매계약의 이행방법, 기록의 작성 유지방법, 발행인 현황 공시방법, 불량회원 제재기준, 이상거래 적출기준 등을 정할 것
금지행위	발행 인수 주선한 증권의 매매 중개 금지, 정보 제3자 제공 누설 금지, 매매 중개업무와 다른 업무 간 결부 금지
기타	예탁금 건전성 권리 광고 등에 대해서는 증권사와 동일 규제 적용

자료: 금융감독원, 삼성증권

그림 3. 증권 토큰 발행·유통 규율체계 정비



자료: 금융감독원, 삼성증권 정리

금융당국의 가이드라인에 따르면, 토큰증권에 대한 정의 및 발행·유통 체계는 올해 상반기 중으로 법안 제출이 완료될 예정이다. 한편, 법 개정 전에도 투자계약증권의 유통 및 수익증권의 발행·유통은 혁신성이 인정될 경우 샌드박스를 통해 테스트할 수 있는데, 이에 따라 조각투자 플랫폼 등 기존 사업자들의 급격한 비즈니스 후퇴 가능성을 차단한 점이 특징이다.

표 5. 향후 증권형 토큰 법제화 타임라인

과제	요조치사항	추진일정
발행	토큰증권 수용	23년 상반기 법안제출
	발행인 계좌관리기관 도입	23년 상반기 법안제출
	전문투자자 사모	23년 상반기 법안제출
	소액공모 한도 확대	23년 내
	소액공모 II 도입	23년 상반기 법안제출
	토큰증권 공모 간주	증권의 발행 및 공시 등에 관한 규정 개정 전자증권법 개정 후속
유통	투자계약증권 유통제도 적용	23년 상반기 법안제출
	장외거래증개업 신설*	자본시장법 개정 후속
	소액투자자 매출공시 면제*	자본시장법 개정 후속
	디지털증권시장 신설*	자본시장법 개정 후속

참고: * 2023년부터 샌드박스를 통해 테스트하고, 그 결과를 시행령 개정 시 반영

자료: 금융감독원, 삼성증권

표 6. 디지털자산 증권성 판단 TF 추진일정안

구분	과제	일정(안)
증권성 판단 TF 구성	원내 TF 구성	2.10(금)
	외부전문가 TF 구성	2월중
증권성 판단 지원	질의사항 입수	2.10(금) ~
	업계(가상자산거래소 및 DAXA) 간담회 개최	2월중
	설명회 개최 및 체크리스트 제공	2월말
	사례별 증권성 검토	3월 ~

자료: 금융감독원, 삼성증권

토ken증권 생태계는 크게 3개 참여자로 구성

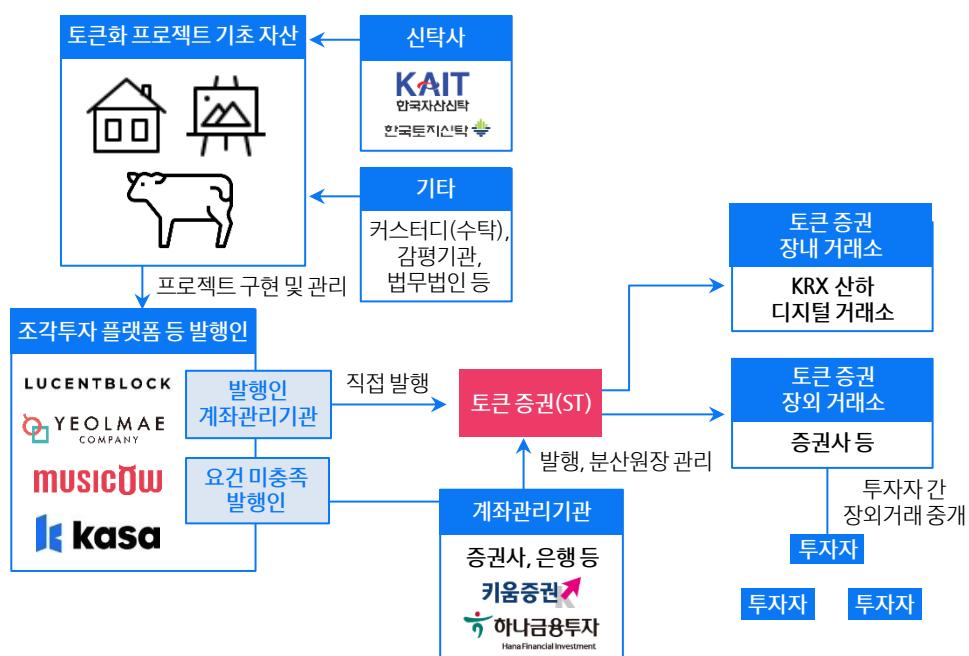
향후 관련법의 구체화 여부에 따라 세부적인 내용은 달라지겠지만, 토큰증권(ST) 생태계에는 크게 3개의 주체가 존재할 것으로 예상된다.

① **STO 기초자산**: 토큰 발행을 위한 실물자산이다. 토큰화 할 자산의 가치평가 후 증권형 토큰 발행사에 넘어간다. 부동산, 미술품, 저작권 등 실제 실물 가치를 지닌 자산에 해당되며, 특히 기존 유동화가 제한적이고, 접근성이 낮았던 자산일수록 자산 소싱 업체의 역량이 중요해질 전망이다.

② **토큰증권 발행사(Security token issuer, 발행 프로토콜)**: STO 프로토콜 플랫폼은 블록체인 기반의 네트워크(메인넷) 및 프로토콜(규칙) 등을 만들고 실제 토큰을 발행한다. 특히, 실물 기반 자산의 법적 정의가 중요한 만큼 실제 네트워크에 KYC(실명 인증), AML(자금출처 확인) 등의 기능을 담당하는 적합한 검증인(or 블록체인 노더)의 구성이 중요해질 전망이다.

③ **토큰증권 유통 플랫폼**: 발행된 증권형 토큰을 2차 시장에서 거래할 수 있는 유통 플랫폼이다. 미국의 경우 tZero, Securitize 등이 대표적인 거래소이며 생태계 내 가장 많은 수수료 수익을 취하는 주체다. 현재 국내는 물론 해외에서도 토큰증권을 유통하기 위해서는 자체로 기존 금융사에 준하는 기능이 요구된다.

그림 4. STO 생태계 참여자 예상 구조도



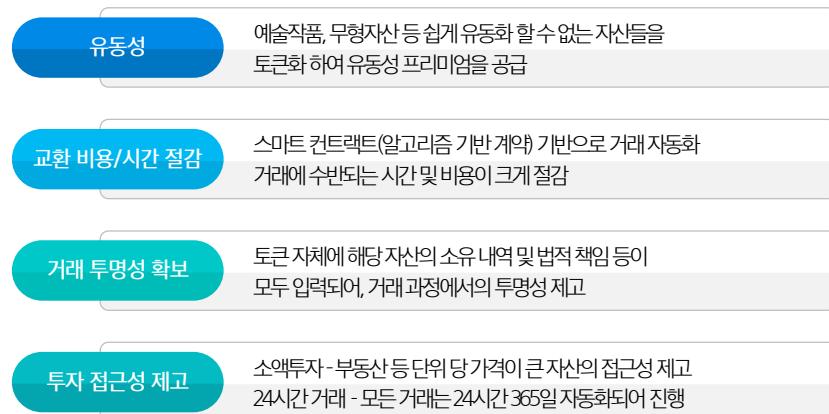
자료: 삼성증권

자산 토큰화의 효용 - 유동성 제고 및 거래비용 절감

자산 토큰화의 효용으로는 1) 유동성 확보, 2) 거래비용 효율화, 3) 거래 투명성 확보, 4) 투자 접근성 제고 등이 존재한다. 일례로 한국인이 미국의 부동산을 구매하는 상황을 가정할 경우, 구매자는 취득자금 인출 시점부터 소유권 이전 등기, 매각대금 반출 등 복잡한 과정을 거쳐야 하며 이 과정에서 발생하는 높은 중개 수수료 비용을 부담해야 한다. 자산 토큰화는 스마트 계약이라는 알고리즘 기반 계약 방식을 통해 이러한 거래 과정에서 발생하는 시간 및 비용을 획기적으로 절감해 준다.

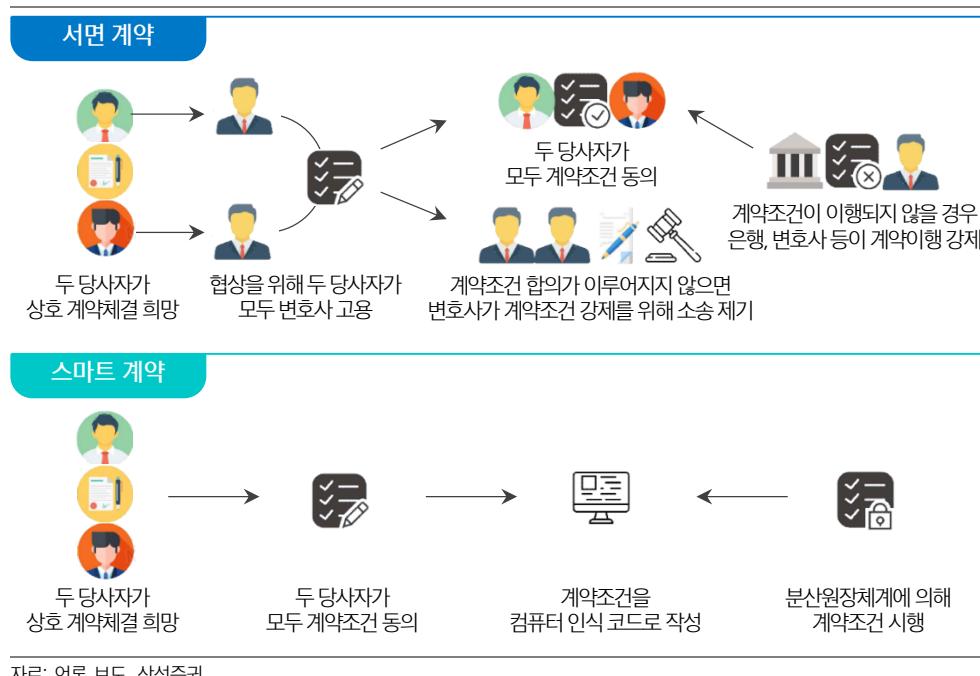
스마트 계약이란, ‘‘스스로 이행이 되는 자동화된 약정’’을 뜻한다. 블록체인 네트워크에서 미리 정해진 조건이 성취된 경우, 플랫폼은 해당 자산에 대한 계약 내용을 자동적으로 이행하게 되며, 이에 따라 계약의 체결과 이행이 필요한 거의 모든 분야(예: 증권거래소, 보험, 특허관리) 등에서 활용이 가능하다.

그림 5. 자산 토큰화의 이점



자료: 한국블록체인협회, 삼성증권 정리

그림 6. 서면 계약과 스마트 계약의 비교



자료: 언론 보도, 삼성증권

조각투자로 STO의 대중화

조각투자의 제도권 편입

2월 금융위가 발표한 토큰증권 가이드라인의 취지는 STO의 발행과 유통을 정식 허가함으로써 제도권 산업으로 육성하겠다는 것이다. 이번 가이드라인의 시사점은 다음 두 가지이며 현재 한국의 STO는 주로 조각투자 서비스에 집중돼 있기 때문에 이를 중심으로 살펴보았다.

1) STO의 제도권으로 편입이다.

금융당국은 증권성을 띤 디지털 자산, 즉 토큰증권은 암호화폐나 가상화폐로 칭하는 비트코인이나 이더리움과 같은 가상자산과 다르다고 엄격히 구분하며 토큰증권을 제도권으로 편입하겠다는 의지를 분명히 했다. 현재 조각투자 플랫폼이 발행하는 상품들이 투자계약증권으로 인정될 경우 증권신고서 제출과 공시 등 기존 증권에 부여되던 모든 의무를 이행해야 한다.

그간 STO 산업이 정식 허가되지 않아 혁신금융서비스로 지정된 부동산 중심의 조각투자 플랫폼은 시범적으로 비즈니스를 영위해 왔다. 그 외 미술품, 음악저작권, 한우, 럭셔리 등 각종 조각투자 플랫폼들은 전자상거래업, 미술품 판매업, 통신판매업 등으로 사업을 영위해 왔다. 지난 11월, 금융당국이 대부분의 조각투자에 대해 투자계약증권 판단을 내리며 관련 기업들은 공모와 유통서비스 운영을 잠정 중단하고 증권신고서 제출이나 계좌관리기관 지정을 통한 예치금 분리 등 고객 보호작업을 위한 사업 재편을 시작했다. 이어 최근 발표된 토큰증권 가이드라인으로 조각투자 플랫폼의 제도권 편입은 더욱 분명해졌다.

STO의 증권성 논란과 제도권 편입의 움직임은 2022년 4월 뮤직카우 사태에서 본격화되었다. 금융위는 뮤직카우가 판매하는 ‘저작권료 참여 청구권’이 자본시장 법상 투자계약증권에 해당한다고 결론내며 뮤직카우는 증선위의 제재 대상이 되었다. 전자상거래업과 통신판매업자로 서비스를 운영하던 뮤직카우는 금융당국이 요구하는 사업구조 개편을 추진 중이며 9월, 혁신금융서비스로 지정된 특례를 적용받게 되었다.

그림 7. 뮤직카우 제재절차 보류 조건

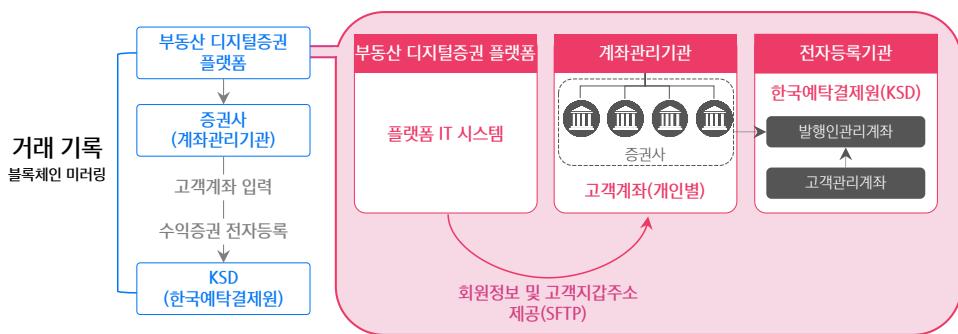
【 제재절차 보류 조건(사업구조 개편시 포함되어야 할 사항)】

- ① 투자자 권리·재산을 사업자의 도산위험과 법적으로 절연하여 안전하게 보호할 것
- ② 투자자 예치금을 외부 금융기관 투자자 명의 계좌(가상계좌 포함)에 별도 예치할 것
- ③ 투자자보호, 장애대응, 정보보안 등에 필요한 물적설비와 전문인력을 확보할 것
- ④ 청구권 구조 등에 대한 적정한 설명자료 및 광고 기준을 마련하고 약관을 교부할 것
- ⑤ 청구권 발행시장과 유통시장을 모두 운영하는 것은 원칙적으로 불가
 - 단, 투자자 보호를 위해 유통시장이 반드시 필요하고, 분리에 준하는 이해상충방지 체계 및 시장갈시체계 등을 갖추는 경우 예외적 허용
- ⑥ 합리적인 분쟁처리절차 및 사업자 과실로 인한 투자자 피해 보상 체계를 마련할 것
- ⑦ 상기 조건 이행완료에 대한 금융감독원 확인·증권선물위원회 승인시까지 신규 청구권 발행 및 신규 광고 집행은 불가
 - * 투자자보호 체계 구축을 위한 사업재편 과정에 있음을 알리는 취지의 안내문구의 배포·게시는 가능

자료: 금융위원회

조각투자 플랫폼들 중 가장 먼저 혁신금융서비스로 지정된 부동산 수익증권 플랫폼들은 2019년부터 규제 특례하에 시범적으로 서비스를 운영하고 있다. 지난 1년간 이들 기업들은 금융당국이 요구한 사항들을 실행하고 있다. 발행인 계좌관리기관 지정이 대표적이며 루센트블록은 블록체인 미러링(자체 플랫폼의 분산원장에 거래정보를 저장하는 동시에 예탁원에도 정보 저장)으로 투자상품의 안정성을 보완했다. 부동산 플랫폼들은 고객 예치금을 받기 때문에 회원별 정보와 월렛주소를 금융기관의 계좌관리 시스템에 연동하고 예탁원에 동시 등록해야 한다. 조각투자 서비스는 MTS 기반이라 대부분 증권사를 계좌관리 기관으로 지정하는 추세다. 이는 모두 STO의 제도권 진입의 과정으로 해석된다. 혁신금융서비스로 역사가 오래된 부동산 플랫폼들은 STO의 테스트베드로 역할이 중요하다.

그림 8. 부동산 수익증권 플랫폼- 블록체인 미러링, 계좌관리기관 지정 등으로 제도권 진입 준비



자료: 삼성증권

2) 토큰증권의 발행과 유통의 분리다.

금융당국은 토큰증권의 발행과 유통을 엄격히 분리하려는 의지를 보였다. 유통과 발행 주체가 분리되어야 조각투자 시장의 문제로 지적되던 정보의 비대칭 문제와 이해상충 리스크를 방지할 수 있기 때문이다. 예를 들어 미술품의 경우 단기에 유동화가 어렵고 거래량이 적어, 시장 안착 전 토큰증권이 유통된다면 가격 왜곡 현상으로 투자자 피해가 커질 수 있을 것이다. 이는 가상자산 시장에서 나타나는 문제들을 고려한 결정으로 판단된다. 금융위가 지정한 발행과 유통의 요건은 다음과 같다.

- **발행:** 요건을 갖춘 발행인에게 토큰증권의 직접 발행을 허용한다. 발행인은 직접 토큰증권을 발행하거나 증권사에게 발행을 대행할 수도 있다. 조각투자 플랫폼들은 발행 역할에 집중하게 될 것이다. 고객 확대를 피하기 위해 기존 금융권에 발행을 대행할 가능성도 높다.
- **유통:** 토큰증권의 장외거래 중개업이 신설되면 발행플랫폼들은 장외거래 거래소에 토큰을 등록하게 된다. 증권사나 장외거래인이 업체가 비상장 토큰증권의 유통 서비스에 나설 것이며 HTS, MTS로 유통시킬 수 있다. 향후 거래소는 산하의 디지털 거래소에서 상장된 토큰증권의 유통을 하겠다는 구상이다. 토큰증권이 상장하기 위해서는 아직 구체적 제도가 나오지 않았으나 비상장 토큰증권보다 까다로운 조건을 요구하게 될 전망이다.

조각투자 서비스가 제도권에 편입되면 투자계약증권으로 각종 의무가 수반되므로 운영상 단기 혼선은 불가피해졌다. 금융당국은 2022년 하반기부터 혁신금융서비스가 아닌 경우 모든 조각투자 플랫폼들의 유통 서비스를 잠정 중단할 것을 요구했다. 열매컴퍼니, 투게더아트, 테사, 서울옵션블루, 뱅카우는 투자계약증권 발행과 유통 분리를 위한 사업 재편에 나섰다. 미술품 조각투자 플랫폼인 테사가 2월 말부터 '마켓' 서비스를 종료하는 것도 이 때문이다. 뱅카우는 기존 유통시장이 없었기에 달라지는 점은 없으며 투자계약증권 발행 시 증권사와 협력할 계획이다.

그림 9. STO 플랫폼별 발행과 유통 겸업 여부

2022년 6월 이전	2022/09	2022/11
   		  

샌드박스 기업 지정으로
유통/ 발행 한시적 겸업 허용

샌드박스 외 기업으로
유통/발행 분리

자료: 삼성증권

대부분의 플랫폼들은 발행 서비스를 유지하되 금융사와 협력해 유통 채널을 마련하기 위해 준비 중이다. 주로 증권사와 유통은 물론 발행업무도 협력하려는 이유는 다음과 같다. 1) 발행 측면에서 다수의 고객을 보유한 증권사와 협력 시 공모 참여자 기반이 크게 확대된다. 2) 장외증권거래 인가 요건을 충족한 금융사 중 증권사는 기존 주식 거래 업무의 유사성으로 토큰증권의 유통서비스에 어려움이 크지 않다. 3) 주식거래 수수료 수익이 크게 낮아지고 미래 성장동력에 목마른 증권사도 새로운 수익원에 욕구가 강하다.

플랫폼들은 제도권 편입을 위한 투자자 보호에 역량을 집중함으로써 투자계약증권으로써 상품 안정성을 강화시킬 것이다. 단, 2022년 6월 이전 혁신금융서비스로 지정된 부동산 수익증권 플랫폼 4개와 9월 지정된 뮤직카우의 경우 구체적인 제도가 확정되기 전까지 발행과 유통이 모두 가능한 플랫폼 지위를 유지할 수 있다. 이는 플랫폼 경쟁력을 강화하고 미래 시장 선점에 우위를 점할 수 있는 기회다. '혁신금융서비스(금융규제 샌드박스)'의 법적 특례기간은 대체로 기본 2년+연장 2년으로 총 4년이다. 가장 먼저 특례를 적용 받은 카사의 2년 연장이 만료되는 시기는 2023년, 세종텔레콤은 2024년, 루센트블록과 펀블은 2025년이다. 즉 향후 2년간 이들이 빠르게 서비스의 운영 안정성을 검증받고 많은 유저를 확보해 성장할 경우 현재 부여받는 특례와 크게 다르지 않은 환경에서 기존 비즈니스를 확장시킬 가능성이 높다고 판단된다. 이를 성과에 따라 후발주자들의 발행 및 유통 겸업 여부가 확실히 결정될 수도 있다.

조각투자 플랫폼들이 공모하고자 하는 기초자산의 신탁 여부에 따라 수익증권과 투자계약증권으로 구분된다. 부동산 수익증권 플랫폼들은 모두 신탁사 혹은 부동산 펀드에 자산을 위탁함으로써 수익증권을 발행하고 있다. 뮤직카우는 투자계약증권으로 구분되었으나 9월 혁신금융서비스로 지정된 후 신탁기능을 활용하며 수익증권으로 발행하겠다는 계획을 밝혔다. 그 외 미술품, 한우, 럭셔리 등 다양한 자산들은 자산가치 산정의 어려움과 정기적인 현금흐름을 담보하기 어려워 신탁이 쉽지 않다. 이들은 대부분 투자계약증권으로 포섭될 것이다.

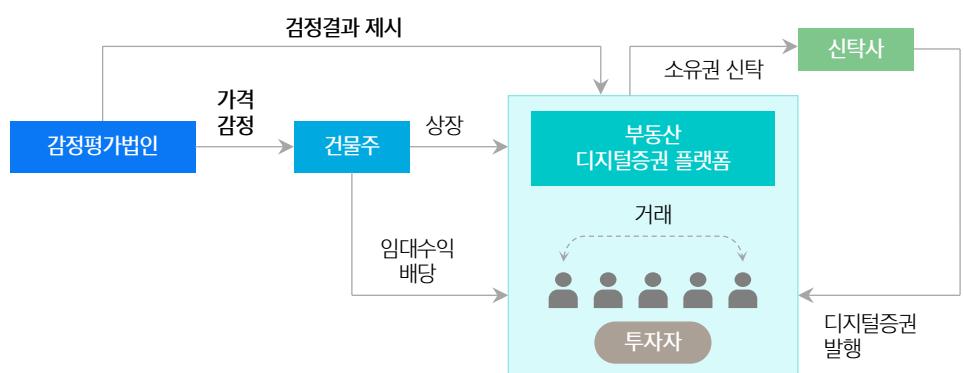
초창기인 토큰증권 시장은 아직 규모가 작아 수익을 내기까지 장시간이 소요될 것이고 미래 시장 규모도 가늠하기 어렵다. 그럼에도 다양한 업계에서 STO 시장 진출 준비를 본격화하는 이유는 그간 조각투자 플랫폼들이 단기에 보여줬던 유저 수 확보와 성공적인 공모 실적 등 새로운 투자시장으로써 잠재력 때문이다. 현재 국내 토큰증권의 발행 대상은 다양해지는 한편 무분별한 난립 우려도 있지만 우수한 상품성과 운영 역량으로 차별화되는 플랫폼도 나타나고 있다.

부동산 수익증권 플랫폼: 가장 보편적 토큰화 대상

국내 조각투자 플랫폼 중 가장 많이 혁신금융서비스 기업이 많은 분야는 부동산이다. 국내에서 부동산 군이 STO의 대중화에 빠르게 도달하고 있는 이유는 다음과 같이 분석된다.

- 1) 단일 자산군으로는 가장 큰 규모이며 일반인의 관심도 가장 높은 자산이다. 2020년 기준 국내 부동산 규모는 총 1.3조경이며 상업용 부동산은 3,919조원, 그 중 기관투자자들이 접근하는 중대형 부동산 시장은 2,899조원이다. 그 외 거래가 잘 이뤄지지 않지만 가치 상승 여력이 높은 중소 부동산 시장 규모는 300조원에 달한다. 기관에게는 작은 시장이고 개인이 단독 투자하기는 어려운 시장이라 비유동성의 할인이 부여되고 있다. 부동산 조각투자 플랫폼은 이 시장을 겨냥했다.
- 2) 타 자산 대비 밸류에이션이 가능하다. 공인된 감정평가를 거쳐 부동산 가치가 산정되고 이 가격을 기반으로 수익증권이 발행, 공모된다. 카사와 루센트블록 등은 의무사항이 아님에도 연 1회 기초자산의 감정평가를 시행하고 있다. 이는 가치 산정과 실물 거래 시기를 예측하기 어려운 타 STO 자산군과 차이이다. 또한 부동산 조각투자는 완공된 실물 부동산을 기초자산으로 삼는다는 점에서 PF 대출채권에 투자하는 P2P 대출과도 다르다. 이는 배당 안정성, 환금성 등에 차이를 보인다.

그림 10. 부동산 수익증권, 유동화 과정에서 감정평가 필수



자료: 삼성증권

2019년부터 금융위원회가 카사코리아, 루센트블록, 펀블 등 3개 기업을, 부산시와 중기부가 세종텔레콤을 혁신금융서비스로 지정하며 4개의 부동산 수익증권 플랫폼들 [표 7]과 같이 샌드박스 특례하에 서비스를 운영 중이다. 특례하에 부동산 수익증권의 공모 절차는 다음과 같다. 1) 공모발행의 주체인 플랫폼이 건물의 매입을 신탁사에 맡기고, 2) 신탁사는 부동산을 기초로 전자증권법에 따라 처분신탁 구조를 활용한 수익증권을 발행한 뒤 플랫폼에서 공모를 진행한다. 3) 신탁사는 공모대금을 활용해 건물을 매입하며 4) 투자자는 발행된 수익증권으로부터 분기배당, 2차 시장에서 수익증권 거래 시 발생하는 매매차익, 최종적으로 건물 처분수익을 처분배당으로 누리게 된다.

표 7. 부동산 수익증권 플랫폼의 혁신금융서비스 지정에 따른 법령 상 특례

대상법률	특례 내용
자본시장법 제110조 1항(수익증권에 관한 사항)	부동산을 기초로 수익증권을 발행할 수 있도록 함
자본시장법 제190조(모집 또는 매출의 신고)	매출 시, 증권시고서 제출 면제
자본시장법 제11조(무인가 영업행위 금지에 관한 사항)	투자매매업 수행 가능
자본시장법 제373조(무허가 시장개설행위 금지에 관한 사항)	자본시장법상 금융투자상품의 거래소 개설 가능
자본시장법 제21조(개인정보의 파기)	블록체인 내 정보 수정, 삭제에 대한 예외 인정

자료: 금융혁신법 제4조

부동산 수익증권 플랫폼의 수익구조는 다음과 같다. ① 매입과 발행: 부동산의 매입 시 건물가액의 약 1%, ② 2차 거래 수수료: 수익증권 거래 수수료로 거래액의 약 0.2%, ③ 배당 수수료: 배당금의 약 2%, ④ 처분: 건물 처분 시 매각차익의 약 14% 등이다. 부동산 수익증권은 개인간 거래(다자간 상대매매 방식)로 주식처럼 매매가 가능하다는 점은 상장리츠와 같다. 리츠의 기초자산은 중대형 다물 부동산 포트폴리오라, 처분이 어렵지만 부동산 수익증권은 중소형 단일 부동산을 공모하고 자산의 처분에 집중한다는 점이 특징이다. 실제 부동산 수익증권 플랫폼은 상장리츠 대비 매입/매각 수수료가 높은 편이다.

타 부동산투자기구 대비 규제는 부동산이 STO의 자산으로 성장하기 위해 해소해야 할 점이다. 대표적으로 차입이 불가하다는 점이 큰 제약이다. 자산 취득가의 100%를 공모를 통한 equity로 조달해야 하므로 레버리지 효과가 없어 타 간접투자상품 대비 배당수익률이 낮을 수밖에 없다. 그간 플랫폼들이 내놓은 공모상품의 배당수익률은 3%대이며 상장리츠 평균 배당수익률 6%대의 절반 수준이다.

표 8. 혁신금융서비스 규제 특례를 적용 받는 부동산 수익증권 플랫폼 비교

	카사	루센트블록	세종텔레콤	펀블
서비스 로고				
서비스 명칭	'카사'	'소유'	'비브릭'	'펀블'
토큰화 자산	상업용 부동산 (강남권 타겟)	상업용 부동산 (국내 전역)	부산지역 상업용 부동산	상업용 부동산 (국내 전역)
혁신금융서비스 부여 기관	금융위원회	금융위원회	중소벤처기업부	금융위원회
예탁결제원 등록 여부	X (등록 예정)	O	O	O
공모 상품	7호 출시	3호 출시 교보자산신탁 무궁화신탁	1호 출시 이지스자산운용	2호 출시 대신자산신탁 대한토지신탁 우리자산신탁 코리아신탁
컨소시움	한국자산신탁 한국토지신탁	신영부동산신탁 하나자산신탁 한투부동산신탁 KB부동산신탁	DS자산운용	
유동화 형태	처분신탁 구조	처분신탁 구조	부동산 펀드 구조 (집합투자증권)	처분신탁 구조

자료: 각 사, 삼성증권

부동산 STO의 활성화에 있어 관건은 실물자산을 블록체인과 연동하는 기술, 부동산의 소싱/운영/매각 역량, 부동산 거래와 관련된 각종 제도권 기관, 법무법인, 감정평가법인, 계좌관리기관 등과 연동하는 기술이다. 블록체인 환경에서 증권토큰을 발행하지만 실물자산의 소유권 양도, 예치금 수탁, 배당금 지급은 현실에서 발생하기 때문이다.

현재 혁신금융서비스로서 공모상품을 출시한 4사 모두 부동산 역량보다 블록체인 기반의 IT 기술, 즉 2차 유통거래를 경쟁력으로 내세우며 시장에 진입했다. 이 시장에 진출 가능성이 있는 증권사, 부동산 운용사 대비 부족한 기초자산의 소싱과 운영역량 강화가 숙제가 될 것이다. 부동산 수익증권은 가치를 디지털 형태로 표시할 뿐 본질은 실물이기 때문이다. 이는 미술품과 같이 기초자산의 전문성을 내세우며 출발한 타 플랫폼 대비 약점이기도 하다. 그럼에도 타 유형의 조각투자 플랫폼 대비 먼저 혁신금융 서비스가 되어 서비스 경험이 축적되었고, 유통 서비스를 중단해야 하는 후발 플랫폼과 달리 당분간 발행과 유통 모두 가능하다는 점은 큰 장점이다.

음악저작권 플랫폼: 불황에 강한 자산

음악저작권은 타 조각투자 대상 자산 대비, 투자자의 접근성과 유동성이 높다는 장점이 있다. 이러한 자산의 특수성에 기인해 대표적인 조각투자 자산군으로 빠르게 대중화되고 있다. 토큰증권의 논의가 시작되기도 전인 2017년, 뮤직카우가 최초로 음악저작권 조각투자 서비스를 시작했다. 이제 뮤직카우는 조각투자 플랫폼 중 유저 120만 명, 누적 거래액 4천억원을 초과하는 거대 플랫폼으로 성장했다.

STO 성공의 key는 충분한 거래량이다. 여타 대체자산군보다 음악저작권은 이에 부합하는 속성을 지닌다. 이해하기 쉽고 조각투자 대상 역시 풍부하기 때문이다. 투자자 입장에서도 문화저작권은 활동에 따른 보상체계가 투명하게 산정된다는 점에서 투자 유인이 높다.

이러한 기초자산의 속성과 대표 사업자인 뮤직카우의 경쟁력에 의해 현재 정부가 집중하는 토큰증권 제도 마련의 기준이 될 가능성이 높다. 뮤직카우는 2022년 3월, 금융당국으로부터 투자계약증권 판단을 받았고 9월 혁신금융서비스로 지정되며 제도권 편입을 위한 사업 재편 중이다. 금융당국이 ST의 제도권 편입에 있어 중시하는 최우선 요소는 소비자 보호를 위한 조치이다. 따라서 뮤직카우는 도산절연 기능을 충족하기 위해 신탁기관과 계좌관리기관을 선정하고 협력에 나섰고 증권신고서 제출은 물론 보안인프라 투자도 나섰다.

음악저작권 플랫폼은 진입장벽이 높은데 1) 음원저작권을 둘러싸고 음악저작권 협회, 창작자, 음반협회 등 이해관계자가 많아 조율 기능이 필요하고, 2) 음악저작권 가격 산정과 예측력이 중요하기 때문이다. 따라서 현재 음악저작권 조각투자 서비스를 하고 있는 곳은 뮤직카우, WIPREX 정도로 파악된다. 링거스튜디오는 아직 정식 서비스를 개시하지 않고 오픈 베타서비스만 실시하고 있다. 링거스튜디오는 NFT 기반 음악IP 거래소 플랫폼으로, 4월 진행한 ‘원피쇼 오디션’과 같은 오디션을 통해 신규 음원저작권을 확보하려 한다. 음악저작권은 타 대체자산군 대비 실제 player 수가 적고 1위와의 격차도 매우 크다.

표 9. 음악저작권 플랫폼

	뮤직카우	핀고컴퍼니	링거스튜디오
서비스 로고			
서비스 명칭	뮤직카우(조각투자)	WIPREX(조각투자)	링거스튜디오
투자 단계	시리즈 D	외부투자 없음	외부투자 없음
유저 수 (천명)	1,200	40	n/a
누적 거래액 (십억원)	390	10	n/a
보유저작권	19,000	1,300	n/a
판매증 곡	1,100	165	n/a
저작권료 수익률 (%)	8.7	8~12	n/a

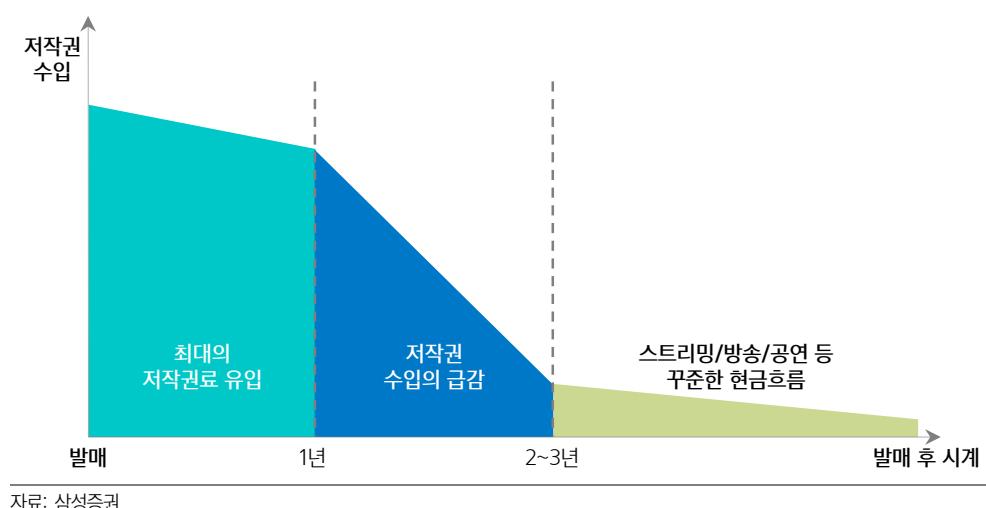
자료: 각 사, 삼성증권

국내에서 STO 자산군으로 음악저작권의 성장성이 높은 이유는 자산 고유의 특성도 있지만 기초자산인 K-POP의 우수성에 있다. 한국 음악시장은 꾸준히 성장하고 매크로 영향이 낮은 안정성을 지닌다. 뮤직 카우가 제공하는 음악 저작권 지수(MCPI)는 2021년 4월 ‘롤린’의 역주행이나 9월 일시적 과열기를 제외하고는 안정적 모습을 보였다. 음악 저작권은 패턴이 있어 통상 음원 발매 후 1년 내 최대의 저작권료가 유입되고 2~3년이 지나면 저작권 수입이 줄지만 이후 스트리밍/방송/공연 등 다양한 매체를 통해 꾸준한 현금흐름이 발생한다. 현금흐름의 예측 가능성이 높아짐에 따라 국내에서도 음악저작권은 해외와 마찬가지로 연기금, 공제회가 새로운 대체투자처로 고려하기 시작했다.

음악저작권의 조각투자는 창작자에게 재원을 제공해 작품 활동을 지원하고 또 다른 음반 홍보 방식이 될 수 있다는 점에서 음악저작권 시장의 새로운 펀딩 방식이다. STO는 금융기법의 하나로 음악저작권

시장의 대중화에 기여하는 동시에 장기적으로 아트펀드 조성 등으로 다양한 투자자금을 유입시켜 산업 성장을 촉진시키는 물꼬를 트는 역할을 할 것이다.

그림 19. 음악저작권료 수익 트렌드



미술품 플랫폼: 투자 진입장벽을 낮춘 대표 사례

현재 미술품 조각투자 플랫폼으로 테사, 서울옥션블루, 아트앤가이드(열매컴퍼니), 아트투게더 등이 활동하고 있다. 업체별 서비스는 조금씩 다르지만 대부분 미술품 공동구매 형태다. 열매컴퍼니의 '아트앤가이드'의 경우 증권성으로 해석될 부분을 최소화하기 위해 공모형태를 피하고 작품을 선매입 후 특정 시점에 공동구매 하는 형태로 서비스를 시작했다. 그러나 2022년 11월, 금융위는 미술품 조각투자 서비스는 모두 투자계약증권으로 정의했고 혁신금융서비스 신청 대상에서도 배제했다.

표 10. 미술품 조각투자 플랫폼

	테사	서울옥션블루	열매컴퍼티	아트투게더
서비스 로고				
서비스 명칭	테사	소투	아트앤가이드	아트투게더
회원 수 (천명)	130	55	100	n/a
투자 단계	시리즈 A-2	시리즈 B	시리즈 B	시리즈 A
공동구매 횟수(회)	50	200	175	146
공동구매 금액 (십억원)	33.1	26	43.2	10
평균보관기간 (개월)	10	4	10	5
평균가격 상승률 (%)	25(IRR 42)	23	29	46

자료: 각 사, 삼성증권

미술품은 거래량이 적고 가치산정 기준이 모호해 시장 정착 이전에 미술품이 유통될 경우 가격 왜곡이 발생할 수 있다는 판단이 반영된 것으로 보인다. 미술품은 최소 3년, 대체로 5~10년 이후 가치가 재상승하는데 조각투자에 참여하는 투자자 성향은 1년 미만에 투자금을 회수하기를 원하기 때문이다. 따라서 STO 시행령 확정 이전까지는 미술품 플랫폼들은 발행과 처분 서비스만 가능하다. 소비자 경험이 쌓이고 미술품 투자계약증권의 발행과 거래가 늘어나면 증권처럼 유통이 원활해질 것으로 판단된다.

미술품 플랫폼이 경쟁력을 갖추기 위해서는 가격 산정능력, 작품 소싱능력과 매각 등 기초자산에 대한 전문성이 우선이다. 다수의 매입매각 경험이 수반되어야 하며 이 경쟁력을 나타내는 지표는 결국 공모회수와 유저 수다. 축적된 경험은 미술품 딜러마켓에서 매입 경쟁력을 높이는 요인이며 구축한 네트워크로 적기 매각 역시 용이해진다. 대체로 플랫폼들의 미술품 매입부터 매각까지 주기는 10개월로 파악되며 매각된 작품 기준, 투자수익률은 10~30%로 추정된다. 매각 성사율은 20~60%로 미술품은 매각 시기를 예측하기 어렵고 유동성 낮은 자산이라는 시장의 인식보다 거래가 원활한 편이다.

2022년 9월 서울에서 열린 Frieze(세계 3대 아트페어)에서 100여개 갤러리가 참여하고 연간 거래액에서 한국이 2위를 차지할 정도로 미술품의 수요 증가가 확인되고 있다. 이는 미술품 금융시장이 형성될 경우 미술품 시장이 더욱 확대될 수 있는 잠재력을 의미한다. 예술경영지원센터에 따르면 2022년 상반기 미술품 조각투자 시장 규모는 545억원, 하반기는 900억원으로 증가한 것으로 추정된다. 하반기부터 경기 우려로 미술 시장이 침체기에 진입할 것으로 예상했지만 조각투자 시장은 오히려 성장하고 있다. 미술품 금융수단의 하나인 STO로 미술품의 대중화가 시현된다면 이를 시작으로 본격적인 미술 금융상품 시장이 열릴 것으로 기대된다. 미술품 플랫폼이 여타 조각투자 플랫폼과 다른 점은 세가지다.

- 1) 조각투자 공모에 따른 수수료 수익에만 의존하지 않는다. 열매컴퍼니의 경우 수익의 절반 이상은 미술품의 직접투자(PI, 딜링)에서 수익을 창출한다.
- 2) 타 플랫폼 대비 기초자산에 대한 전문성이 강하고 진입장벽이 높다. 미술품 거래의 결정요소는 가치산정 시스템이며 방대한 데이터와 거래 경험에 기반한다. 일례로 과거 미술품 담보대출을 실행하던 주체는 저축은행이었다. 그러나 저축은행은 담보자산의 처분 실패와 가치 하락으로 관련 대출사업을 중단한 상태다. 미술품의 전문성 결여가 주요인이며 이후 미술품 대출펀드가 나타나기도 했지만 마찬가지로 시장에서 사라졌다. 이 역할을 현재 미술품 플랫폼들이 채우기 시작했으며 향후 주요 수익원으로 부상할 전망이다.
- 3) 기초자산인 미술품은 세금 측면에서 매력적이다. 미술품은 관세가 없고 대부분 국가에서 세제혜택을 받는 국경 없는 상품으로 정의된다. 양도차익도 전부 비과세로 부동산 자산군과 대비된다.

표 11. 미술품 관련 세금 정리

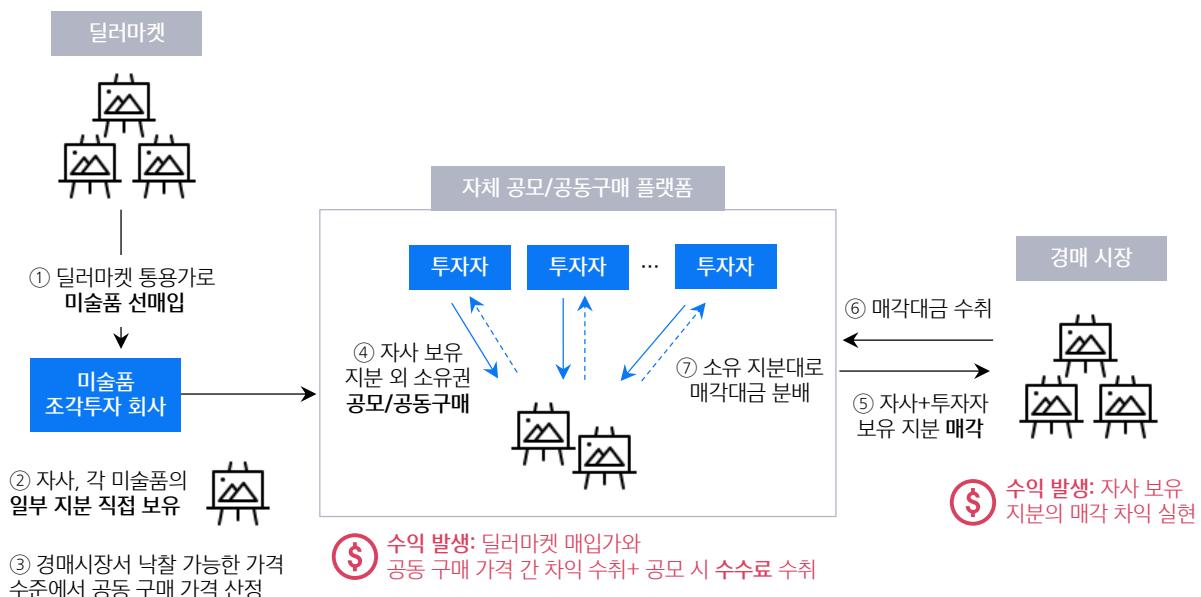
세금 종류	해당 사항	비고
관세	X	WTO 가입국
부가가치세, 취득세, 보유세	X	전부 비과세
양도차익	X	설치예술, 조각 등에서 발생한 양도차익 전부 비과세
국내 작가	X	국내 생존작가 작품은 거래가액 무관 비과세
과세 작품	필요경비 인정	6천만원~1억원까지 필요 경비 인정, 1억원 이상 80% 인정
기타소득	분리과세	20% 단일세율 기타소득 완전분리과세

자료: 아트앤라이드, 삼성증권

미술품 조각투자의 운영 구조는 다음과 같다. ① 플랫폼이 미술품을 선매입해 공모 혹은 공동구매를 실행해 고객이 청약하면 고객은 미술품의 지분을 소유하게 된다. 공모 수수료 수취가 일반적이지만 수수료를 수취하지 않는 플랫폼도 있다. ② 플랫폼에게 가장 큰 수익은 자산의 매각차익에 기반한 매각보수, 혹은 직접투자한 지분만큼 발생하는 매각차익이다. ③ 투자자가 보유기간 중 미술품 대여를 할 경우 대여료를 수취한다. 최근 국내 미술품 전시 기회가 늘고 있어 미미하던 미술품 대여 수익도 증가세다.

미술품 조각투자 플랫폼의 성장성은 미술품 가치 상승여력에서 찾을 수 있다. ① 경기에 민감하지 않아 가치 하락의 리스크가 제한적이다. 타 자산과 달리 미술품은 국경을 넘어 수요자를 찾을 수 있기 때문이다. ② 금융상품으로 성장할 가능성이 높다. 현재 가치가 절하된 엔화나 파운드화로 매입 시 환차익을 거둘 수 있고 미술품 담보대출 등 금융 수요가 증가하고 있다. 미술품 플랫폼은 초창기 단순한 호기심으로 시작했지만 최근에는 꾸준한 투자 유입이 있고 연령대도 초창기 2030세대에서 최근 50~60대 중장년층으로 확대되고 있다. 미술금융시장이 발전해야 미술품 시장도 성장이 가능하다. 유동성을 불어 넣어 주는 STO는 미술품 금융수단의 하나로서 산업 성장을 견인하는 주요인이 될 것이다.

그림 11. 미술품 조각투자 운영 구조



자료: 삼성증권

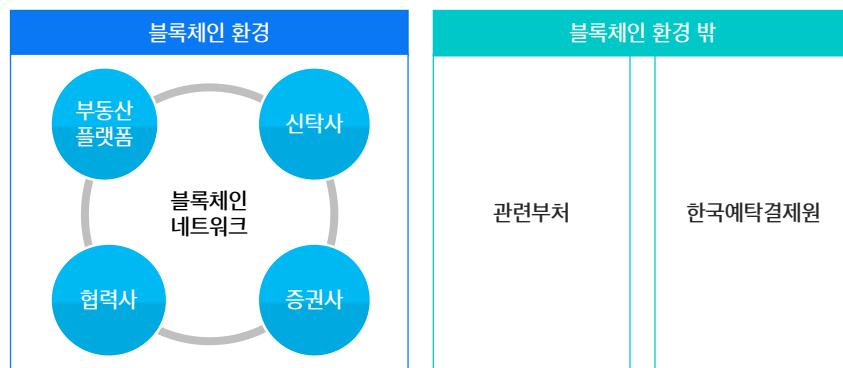
블록체인 기술은 얼마나 활용될까

STO의 본질적 목표는 블록체인 환경하에서 ‘민주적으로’ 투자자의 진입장벽을 해소하는 것이다. 현재 글로벌 STO에 공통적으로 적용되는 블록체인 기술의 핵심은 거래내역을 투명하게 관리하고 실시간 거래를 구현하는 ‘분산원장’ 기술이다. 진정한 블록체인 환경을 구현하기 위해서는 개방형(퍼블릭) 블록체인 기술이 활용되어야 한다.

초창기 블록체인은 중앙은행 없이 암호화폐를 발행, 유통하기 위한 개방형(퍼블릭) 기술로 등장했다. 퍼블릭 환경에서는 처리 속도보다 안정적 처리, 즉 ‘무결성’이라는 블록체인 본연의 목적에 집중했다. 그러나 다중간 분산화라는 퍼블릭 블록체인 방식 활용 시 대규모 원장의 분산 관리에 서비스 네트워크의 유지가 어렵고 효용 대비 과도한 비용이 야기된다.

따라서 현재 국내 조각투자 플랫폼에 활용하는 블록체인 기술은 B2B 거래 중심의 프라이빗 방식이며 블록체인 기술을 활용하지 않는 플랫폼이 더욱 많다. 완전한 퍼블릭 블록체인 환경을 추구하기에는 효용성이 낮기 때문이다. 프라이빗 환경하에서 노드는 4~5개 수준이고 네트워크 참여 승인과 거래 검증 역할은 일부 중앙 집중적인 특성, 즉 블록체인 환경 밖의 제도권을 활용한다. 발행 플랫폼, 계좌관리기관, 신탁사와 같은 파트너십을 맺은 기관 등이 노드로 연결돼 분산원장 기술을 활용한다. 반면 예탁원, 관련 부처 등은 분산원장 기술을 적용하지 않아 주기마다 데이터를 전달받는 방식으로 거래를 검증받는 형태다.

그림 12. 현재 부동산 플랫폼 비즈니스에서 블록체인 환경에 있는 참여자



자료: 삼성증권

사실상 블록체인 기술이 없이도 STO가 가능하다는 비판이 나오는 이유다. 뮤직카우를 비롯, 다수의 플랫폼들은 블록체인 기술을 활용하지 않고 조각투자 서비스를 실행해 왔다. 금융위는 혁신금융서비스를 비롯, 제도권에 포섭될 플랫폼들에게 블록체인 기술 도입을 유도하고 있다.

한국의 STO는 프라이빗 블록체인 기술을 적용하는 플랫폼과 기존 금융권, 관련기관이 협력하는 절충안적인 구조로 성장할 것이다. 비상장 토큰증권을 유통하는 장외거래의 경우 블록체인 기술을 활용해야 하나 KRX 산하 디지털거래소에서 상장된 토큰증권이 유통될 경우 블록체인 기술을 활용하지 않는다는 계획이다. 이는 방대한 토큰증권이 거래될 경우 속도와 비용 문제가 발생하기 때문이다. 플랫폼들은 제도권과 협력해 증권토큰 발행과 처분을 중앙집권식인 주식 거래처럼 안전하고 익숙하게 이뤄지도록 기술을 개발해야 한다는 숙제를 안고 있다.

시사점 1) 금융과 결합하며 새로운 대체투자처 탄생

자산시장이 성장하기 위해서는 지속적으로 자금이 유입되는 ‘금융자산화’가 이뤄져야 한다. 조각투자는 그간 개별 투자가 어려웠던 자산군을 투자 시장으로 이끌어 냈다는 점에서 흥미를 자극하기 충분하지만, 시장 규모에 있어 의구심은 잔존한다. STO가 제도권에 진입하고 효과적으로 성장할 경우 부동산뿐 아니라 미술품, 음악저작권, 한우에 이르기까지 주요 투자처로 부상하기 어려웠던 다양한 자산군이 유동화될 수 있는 기회를 부여함으로써 자금이 유입되고 시장이 성장할 수 있는 길을 터줄 것이다.

2022년 하반기, 금융당국이 조각투자의 증권성을 인정해 제도권으로 유입시키려는 움직임을 보이자 당초 플랫폼 업계는 제약이 커질 것으로 우려했다. 그러나 제도 정비와 함께 STO 산업 육성의 의지가 뚜렷해지며 조각투자 상품의 안정성이 보완되며 수요층이 확대될 것으로 기대하고 있다. 기존에는 플랫폼에서만 발행, 공모하는 구조로 규모에 한계가 있었으나 향후 막대한 고객 기반을 지닌 증권사를 비롯 각종 금융사에서 발행 및 유통되며 더욱 대규모 자금이 유입될 수 있을 것이기 때문이다. 나아가 해당 자산의 대중화로 다양한 금융기법이 도입되며 시장이 성장할 수 있다는 긍정적 효과도 기대된다. 금융 자본이 개입되며 정식 대체투자처로 부상하는 미술품과 음악저작권 시장 사례를 살펴보자.

미술품 금융시장 사례

미술품은 일부 고액자산가만이 참여하던 시장이었으나 조각투자로 대중화가 진행되며 새로운 자금이 유입되기 시작했다. 뿐만 아니라 기관과 법인자금이 미술품 금융시장에 다양한 경로로 유입돼, 미술품 시장을 활성화시킬 가능성에 주목해야 한다. 미술품이 투자자산으로 성장하려면 유동성이 부여되어야 하고 금융자산으로 개발이 필요하다. 글로벌 미술시장은 전세계적으로 미국, 영국, 중국, 프랑스, 이탈리아에 이어 한국이 6위의 시장을 형성하고 있다.

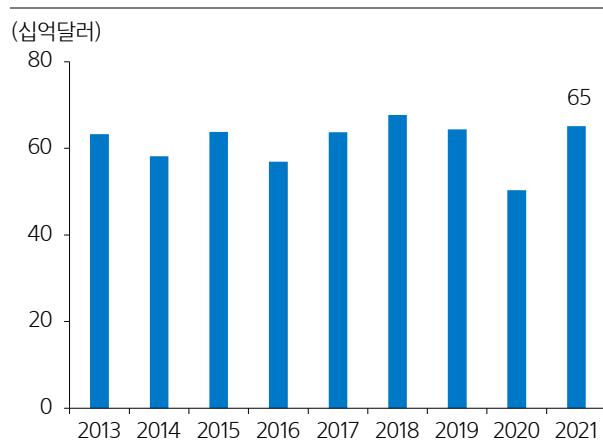
미국 시장이 약 90%를 차지하는 글로벌 미술시장 규모는 2019년 80조원에서 2022년 100조원 규모로 성장한 것으로 추정된다. 이중 미술품 파이낸싱 시장은 40%인 40조원으로 추산된다. 이러한 성장 배경에는 온라인 미술품 시장의 성장, 미술품 투자와 NFT에 대한 대중의 관심 증가, 새로운 기술과의 결합 등이 있었다. 즉, 미술품 파이낸싱에 기반해 미술품 시장이 성장한 것이다. 반면 국내 미술품 시장 규모는 1조원으로 추산되며 미술품 파이낸싱 시장은 일부 옵션이나 조각투자 플랫폼만이 담보대출 사업을 영위하며 규모도 250억원으로 추정될 정도로 작다.

그림 13. 글로벌/국내 미술품 시장 및 미술품 담보대출 시장 규모



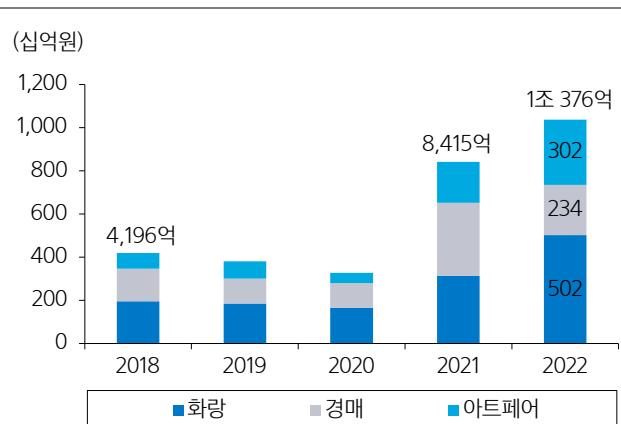
자료: Statista.com, Deloitte, 예술경영지원센터, 삼성증권

그림 14. 글로벌 미술시장 규모 추이



자료: Statista.com, 삼성증권

그림 15. 국내 미술시장 규모 추이



자료: 예술경영지원센터, 삼성증권

금융기법이 미술품과 저작권 시장에 적용되며 사모펀드와 연기금 등도 비정형적 자산 시장을 새로운 대체투자처로 고려하기 시작했다. 최근 사모펀드인 KKR과 블랙스톤, 자산운용사 블랙록과 핌코 등은 음악 로열티에 투자하는 펀드를 설립, 운용하고 있다. 음악저작권이 금융자산으로 성장한 사례를 보자.

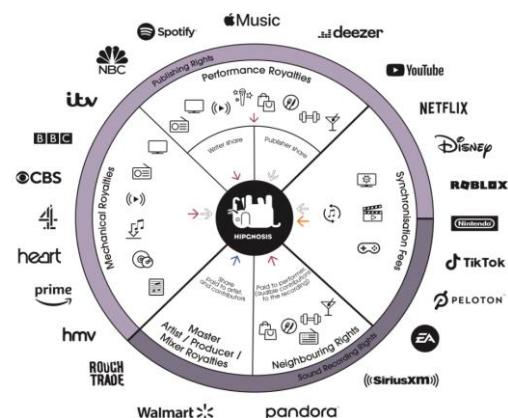
음악저작권 펀드 사례) 힙노시스

음악 저작권 펀드의 시초는 힙노시스(Hipgnosis)로 대표적인 음악저작권 금융자산으로 꼽힌다. 힙노시스는 런던증시에 상장된 펀드로 스트리밍 서비스 구독자는 2016년 9천만 명에서 2020년 4억명으로 가파르게 증가했다. Hipgnosis song management 산하에 Hipgnosis Songs Capital(HSC)과 Hipgnosis Songs Fund(HSF)라는 펀드가 운용되고 있다. HSF는 엘튼존 매니저였던 마크 머큐리아디스가 2018년 설립한 펀드이며 HSC는 2022년 블랙스톤이 10억 달러를 출자해 설립한 사모펀드다.

HSF는 2020년 FTSE 250 index에 편입될 정도로 대형화되었다. HSF는 17.5억 달러를 투자해 머라이어 캐리, 비욘세, 저스틴 비버 등의 6.5만곡 저작권 지분을 확보해 현재 27억 달러의 가치로 평가된다. 비즈니스 모델은 다음과 같다. 펀드들이 음악 저작권 매입 후 저작권 수익을 투자자에게 배당 형태로 지급한다. 대체로 작곡가 사망 70년까지 저작권이 보호되므로 평균 100년 이상의 저작권 수입이 확보되는 셈이다. 음악저작권에서 창출되는 수익은 ① 음원 발매 시 CD 판매와 같은 물리적 매출에 대한 로열티, ② 스트리밍/다운로드 등 디지털 수입에 메커니컬 로열티, ③ 방송 매체에서 아티스트의 라이브가 송출될 경우 퍼포먼스 로열티, ④ 영화, 비디오 게임 등 각종 형태의 시각매체에 곡이 사용될 때 싱크 요금 등으로 확산된다.

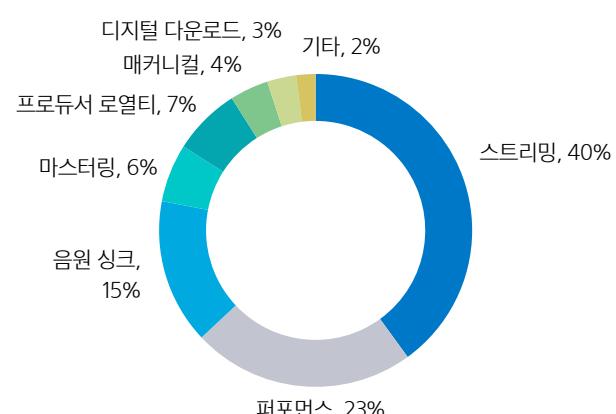
이 과정에서 음원 매니지먼트 역량이 매우 중요하다. HSF는 틱톡 등 속 플랫폼에 노출을 확대하고 업계 네트워크를 활용해 음원관리를 한다. HSF의 설립자가 엘튼존의 매니저 출신이고 자산관리자 역시 업계 출신인만큼 TV와 라디오 노출로 싱크(Sync) 수입 확보의 노하우가 있다는 점이 음악저작권 펀드로서 최대 경쟁력이다. 이에 기반해 힙노시스의 배당수익률은 1.5%로 낮지만 꾸준한 음원수입 성장에 힘입어 IPO 이후 주가는 60% 상승했다.

그림 16. 힙노시스 비즈니스 구조



자료: 힙노시스

그림 17. 포트폴리오 수익 구성

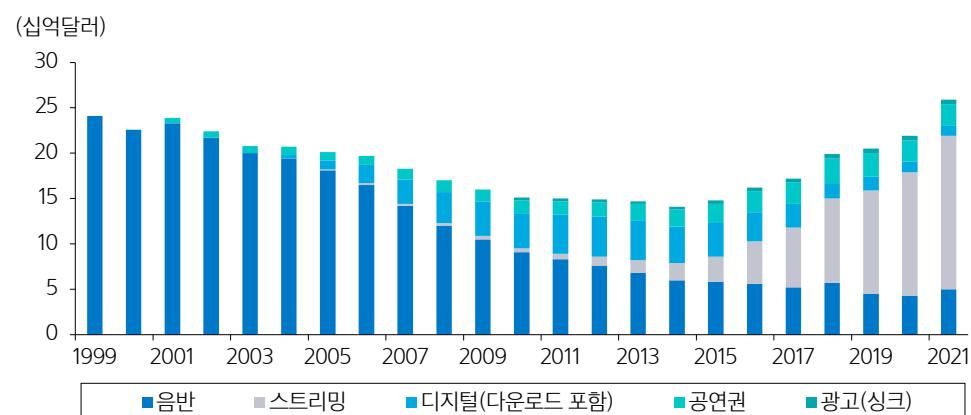


자료: 힙노시스, 삼성증권

글로벌 음악산업 매출규모는 250억 달러로 추정된다. 2014년까지 추세적으로 감소하던 음악 시장 매출이 2015년 이후부터 기존의 음반 수입 중심에서 스트리밍 수입 비중이 늘며 성장이 가속화되고 있다. 음악저작권이 창출하는 다양하고 꾸준한 수익의 견고함에 사모펀드들은 음악저작권 투자에 나서기 시작했다. 블랙스톤은 2022년, 10억 달러를 투자해 Hipgnosis song management의 소유권을 인수했다. KKR은 코발트 뮤직그룹으로부터 6만곡의 저작권을 매입하기 위해 11억 달러를 투자했다. 영국 RPMI 철도연금, 미국 미시간 연기금 등 글로벌 연기금은 사모펀드의 LP로 음악저작권의 간접 투자 사례가 확인된다.

국내 연기금과 공제회도 음악저작권 투자에 노출돼 있거나 검토 중이다. 음악저작권 플랫폼인 뮤직카우는 스틱인베스트먼트의 사모펀드 'SSF 2호'를 통해 1천억원을 유치했는데, 이 펀드는 2019년 설정 당시 국민연금이 4천억원을 수시출자(capital call)로 약정했다. 이 같은 최근 음악저작권 시장의 움직임은 무형의 음악 저작권이 금융자산으로 성장하고 있음을 나타낸다. 국내에서는 조각투자 플랫폼이 음악저작권 투자 시장 활성화의 물꼬를 트는 주체가 될 것이다.

그림 18. 글로벌 음악 산업 매출 추이- 과거 음반에서 스트리밍으로 수익원 변화



자료: IFPI, 삼성증권

시사점 2) 초기 STO 시장은 발행플랫폼이 선도

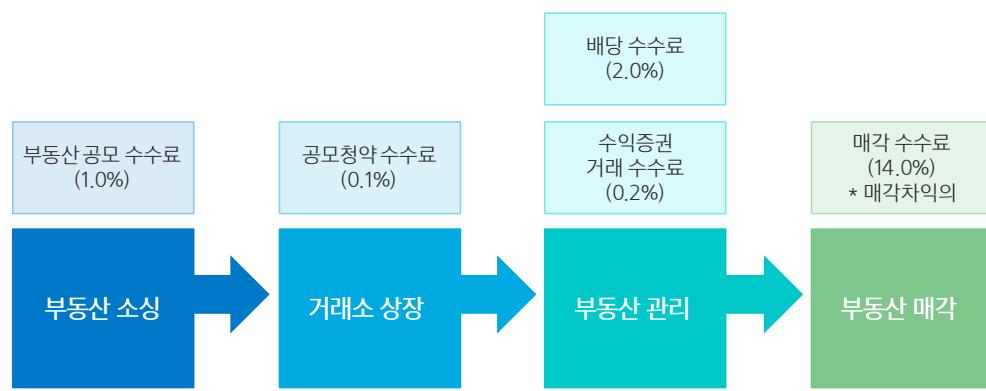
조각투자 플랫폼들은 초기 서비스로서 기대만큼 우려도 많다. 가장 큰 우려는 제도권에서 소화되지 못하는 비우량 자산이 유통될 우려이다. 이러한 리스크는 시장에서 자생적으로 혹은 적절한 규제로 해소되어야 할 것이다. 그럼에도 이들은 비효율적이고 일반인의 접근이 어려웠던 자산시장에 접근성을 높이고, 새로운 대체투자처를 생성시키는 혁신적인 주체로 부상할 가능성이 높다. 비유동성의 할인이 불가피하던 다양한 실물시장에 유동성을 불어넣음으로써 개인에게는 투자의 기회를, 자산 소유자에게는 적절한 가치 산정의 기회를, 시장에는 효율적 거래구조를 형성하는 데 기여할 것이기 때문이다.

STO 시장 초기, 시장 성장을 주도할 주역은 조각투자 발행플랫폼이 될 것이다. 현재 금융당국의 기조 하에서는 발행과 유통이 분리될 것이기에 일차적으로 우수한 토큰증권의 발행량이 늘어야 유통 시장 역시 성립되기 때문이다. 초기기 발행플랫폼에 요구되는 역량은 ① 상품 경쟁력, ② 토큰증권의 발행과 유통/처분까지 검증된 역량, ③ 기존 제도권과의 긴밀한 협력 등이다. 이는 결국 플랫폼 유저 수와 공모실적으로 수치화될 것이다. 이용자수와 공모실적이 많을수록 발행자산에 대한 공급자의 buying power를 높임으로써 더욱 양질의 자산과 투자 수익을 투자자에게 가져다줄 수 있다.

유저 수가 늘수록 실제 증권토큰의 공모에 참여할 가능성이 높고 플랫폼은 공모할 자산의 규모와 회수를 늘림으로써 플랫폼 수익을 극대화할 수 있다. 이를 부동산 수익증권 플랫폼의 사례로 추정해 보자. 수익 추정에 있어 공모 수수료는 매입가의 1%, 수익증권 거래 수수료는 0.2%, 배당 수수료는 2%, 매각 수수료는 처분이익의 14% 등 업계 평균을 가정했다.

연간 자산가액 10조원 규모의 공모 시 공모/청약 수수료 1,100억원, 연 1조원의 2차 거래 발생 시 거래 수수료 20억원, 연 3천억원의 임대수익 배당 창출 시 배당수수료 60억원, 연 1조원의 매각차익 가정 시 1,400억원의 매각수수료 등 총 2,580억원의 플랫폼 수수료 수익이 발생하는 것으로 추정된다. 발행과 유통이 분리되더라도 실제 유통 수익은 크지 않아 일차적으로 플랫폼의 성장을 위한 관건은 잣은 공모와 처분이 될 것이다. 향후 거대 플랫폼으로 성장하기 위해서는 자산 소싱과 매각까지 순조로운 운영을 보여줌으로써 타 자산군으로 확장하는 경쟁력이 필요하다고 판단된다.

그림 19. 부동산 플랫폼의 프로세스별 수수료 구조 예시



자료: 카사, 루센트블록, 삼성증권

조각투자 플랫폼들의 가치 산정 시 기존 플랫폼 밸류에이션의 기준이 되는 유저 수를 투자자 수로 적용하고, MAU당 가치를 플랫폼 기업들의 하단인 20만원으로 가정 시 [표 12]와 같이 기업가치가 산정된다. 여기서 평균 투자액은 카사의 1~3호 상품에서 파악된 평균 투자액을 기준으로 적용했다. 공모 상장한 건물 규모가 총 5천억원에 이를 경우 플랫폼 가치는 500억원, 1조원에 이를 경우 1천억원으로 환산된다. 플랫폼 유저 수가 2020년 기준 활동 주식계좌 수인 3천만 명에 이른다고 가정 시 기업가치는 조단위에 이를 것이다. 발행 플랫폼이 어떻게 시장에 정착하고 성장하느냐에 따라 MAU당 가치는 급격히 변동될 것이다.

표 12. STO 플랫폼의 밸류에이션 로직 사례

건물가액 (십억원)	평균투자액 (백만원)	투자자수 (명)	MAU 당 가치 (원)	기업가치 (십억원)	가정
10	2	5,000	200,000	1.0	최초 상품 자산 규모
500	2	250,000	200,000	50.0	소형 상장리츠 평균 AUM
1,000	2	500,000	200,000	100.0	상장리츠 평균 AUM 규모
60,000	2	30,000,000	200,000	6,000.0	투자자수(유저 수), 주식계좌 수에 근접할 경우

자료: 삼성증권

표 13. 조각투자 플랫폼 기업 현황

분류	기업	주요서비스	설립일자	최근 투자일자	투자 시리즈	투자금액 (억원)	누적 투자 (억원)	매출액 (억원)	영업이익 (억원)	유저 수 (천명)
미술품	열매컴퍼니	• 아트앤파이드 운영, 미술품 매입후 소유권의 5~10%를 자사가 확보, 나머지 90~95%를 회원에게 판매	2016	2022-06	시리즈 B	171	262	171	9	100
	테사	• 미술품 소유권 거래 플랫폼	2020	2022-12	시리즈 A	150	121	63	-4	130
	투게더아트	• '아트투게더' 운영	2018	2022-08	시리즈 A	40	43	3	n/a	40
	엑스바이블루	• NFT 디지털 아트 플랫폼, '엑스엑스블루' 운영		2022-05	시리즈 A	50	50	25.8	-11.6	n/a
	트레저리	• 명품 등 고가상품 조각투자 플랫폼	2020	2022-04	Pre-A	5	5	2.5	-8.5	n/a
	바이셀 스텠다드	• 현물 조각투자 플랫폼, '피스' 운영 • CES에서 선박 조각 투자 소개 • 현물 자산 외에 NFT, 게임 아이템 등 디지털자산을 아우르는 플랫폼 계획 • 금융사와 국내 최초 현물 소유권을 담보로 한 '피스' 담보 대출, 각종 페이 연동 서비스 제공 예정	2019	2022-07	Pre-A	30	79	8	-4.5	n/a
음악	뮤직카우	• 음악저작권 투자 플랫폼 '뮤직카우' 운영	2016	2022-08	시리즈 D	1,500	1,320	133.5	-102.3	1,200
	슈박스	• 창작 음원 관리 및 블록체인 기반 저작권 시스템 플랫폼 운영	2019	2021-05	Seed	비공개	비공개	3.5	-0.7	n/a
축산	스탁키퍼	• 이용자가 '한우' 자산에 투자할 수 있는 플랫폼, '뱅카우' 운영	2020	2021-12	Pre-A	22	22	122	0.7	15
부동산	카사코리아	• 부동산 조각투자 플랫폼 '카사' 운영	2018	2021-12	시리즈 B	190	385	2	-114	150
	루센트블록	• 부동산 주각투자 플랫폼 '소유' 운영	2018	2022-03	시리즈 A	200	173	n/a	n/a	120
	펀블	• 부동산 조각투자 플랫폼 '펀블' 운영	2019	2022-01	시리즈 A	50	50	0	-7	33
	엘리시아	• 블록체인 기반 부동산 P2P 및 공동 투자 중개 플랫폼 '엘리시아' 운영	2018	2022-01	비공개	12	12	n/a	-9	n/a
기타	블로코	• STO SaaS, '실버마인' STO를 준비하는 기업 대상의 서비스. 토큰의 전송/조회/소각/증자/감자/분할 등 다양한 가능 및 API 제공	2014	2022-07	시리즈 C	50	285	25	-6.5	780
	플라브	• NFT기반 MZ세대 대상 중고명품 중개 플랫폼 '플라브' 운영	2021	2021-06	Seed	비공개	비공개	0.1	-1.9	n/a

참고: 매출, 영업이익 2021년 기준

자료: 각 사, 삼성증권 정리.

시사점 3) 증권사의 역할은 장기적으로 확대

대부분 디지털자산의 산업구조가 그렇듯 2차 유통시장이 미래에 가장 큰 수익원이 될 것이다. 그러나 한국의 STO는 초창기인만큼 공모발행의 주체인 플랫폼들의 일차적인 수혜가 예상되며 이후 유동성이 늘고, 조각화 대상이 확대될 경우 유통 기능을 가진 거래소가 최대 수혜를 받게 될 것이다. 현재 증권사가 단기 영향은 미미할지라도 중장기적 관심을 받는 이유도 여기에 있다.

증권사 입장에서도, 향후 디지털자산 유통사업을 적극적으로 추진할 유인이 높다. 이는 증권사들이 1) 기존주식, 채권 등 전통적인 금융 중개 영역에서 경쟁 심화에 따른 수수료 수익 축소를 겪고 있으며, 2) 이에 따라 향후 자산 중개 커버리지 영역 확대를 통한 수익원 다변화를 모색해야만 하기 때문이다.

실제로, 과거 국내 주식에 국한되었던 증권사들의 중개 영역은, 펀드, ETF, 파생상품 등 다양한 Vehicle의 발전과 함께 해외주식, 원자재, 부동산, 변동성지수 등으로 확대된 상황이다. 이러한 커버리지 확대는 코로나19 이후 브로커리지를 증권사의 핵심 수익원으로 부활시키는 데 크게 기여한 바 있다.

한편, 증권사들은 IPO, 채권발행 등 기존 전통 금융상품 언더라이팅에서 노하우를 살려, 발행 사업에서의 기회 또한 적극적으로 검토할 가능성 또한 존재한다. 금융당국 가이드라인에 따르면 신설될 발행 플랫폼(계좌관리기관)에 대한 요건은 기존 금융사에 준하는 수준으로, 라이선스 취득에 부담을 느끼는 발행 사업자들의 경우, 증권사를 대리 발행기관으로 활용하고자 하는 수요가 발생할 수 있기 때문이다. 실제 금융당국 또한 가이드라인에 이러한 가능성을 고려, 발행 계좌관리기관 사업자가 아닌 누구라도, 증권사 등 발행기관을 거쳐 토큰증권을 발행할 수 있다는 조항을 삽입한 상황이다.

그림 20. 증권사 브로커리지의 커버리지 영역 변화



자료: 삼성증권

표 14. 발행인 계좌관리기관(안)

내용	
분산원장	분산원장 요건을 충족할 것
자기자본·물적설비·대주주·임원요건	의견수렴을 거쳐 주후 확정 예정
인력요건	법조인, 증권사무 전문인력, 전산 전문인력 각 2인
손해배상	투자계약증권 발행량에 비례한 기금 적립
총량관리	최초 발행 발행수량 변동 일정 주기 시 암호화된 명세를 전자등록기관(KSD)에 통보 → 필요시 KSD가 비교 검증

자료: 금융감독원, 삼성증권

현재 STO를 신사업으로 적극 검토하는 금융사들 가운데에는 증권사의 움직임이 가장 분주한 상황이다. 이는 장외거래증권업자 등 토큰증권의 유통에 증권이 가장 기준 비즈니스와 유사성이 많아 진출이 용이하기 때문이다.

표 15. 국내 증권사별 토큰증권 관련 사업 동향

증권사	관련기업	내용
기움증권	세종텔레콤	<ul style="list-style-type: none"> 세종텔레콤과 비브릭 사업 활성화를 위한 MOU 체결 비브릭은 부산 블록체인 규제자유특구 부동산 집합투자 및 수익배분 서비스 사업 운영
	펀블	<ul style="list-style-type: none"> 부동산 유통화 수익증권을 디지털 증권으로 발행 및 유통하는 플랫폼 개발
	카사	<ul style="list-style-type: none"> 분산원장 기술을 기반으로 부동산 수익증권을 디지털화하고 유통하는 카사와 MOU 체결 카사는 금융위원회로부터 부동산 디지털수익증권(DABS) 거래소로선 최초로 혁신금융서비스 사업자로 지정
	뮤직카우	<ul style="list-style-type: none"> 음악 저작권료 참여 청구권 투자 플랫폼 투자자예치금을 기움증권의 투자자 실명계좌에 별도 예치할 계획
	이랜드넥스트	<ul style="list-style-type: none"> 아트 분할소유 플랫폼 서비스, MOU 체결을 통해 미술품 조각투자 서비스 시장 개척 추진
	이랜드이노플	<ul style="list-style-type: none"> 미술품 조각투자 플랫폼, MOU 체결을 통해 미술품 조각투자 서비스 시장 개척 추진
NH 투자증권	테사	<ul style="list-style-type: none"> 미술품 조각투자 플랫폼, MOU 체결을 통해 미술품 조각투자 서비스 시장 개척 추진
	페어스퀘어랩	<ul style="list-style-type: none"> MOU 체결을 통해 향후 증권형 토큰 발행, 유통 플랫폼 구축 협업 추진
신한 금융투자	트레저러	<ul style="list-style-type: none"> 와인, 시계, 위스키 등 고가 수집품에 투자를 지원하는 명품 조각 투자 플랫폼 트레저러에 전략적 투자 진행
	아트투게더	<ul style="list-style-type: none"> 국내 최초의 미술품 종합거래 플랫폼 MOU 체결을 통해 NH는 투게더아트의 투자계약증권 신고서 작성을 지원하고 투자자 계좌 연동을 담당하게 됨
	바이셀스탠다드	<ul style="list-style-type: none"> 국내 최초 현물 조각투자 플랫폼 '피스(PIECE)'의 운영사, 선박금융 업무협약을 체결해 NH는 수탁사 및 계좌관리기관 역할 담당
KB증권	람다 256	<ul style="list-style-type: none"> 두나무의 블록체인 전문 자회사로 신한투자증권은 람다 256과 기능 검증(PoC)에 착수
	슈퍼블록	<ul style="list-style-type: none"> 자체 메인넷과 지갑, 스캐너, 브릿지 등 메인넷 사용에 필요한 애플리케이션을 개발하는 블록체인 기술사
	에이판다	<ul style="list-style-type: none"> 부동산 조각투자 플랫폼으로 기관투자자들이 기존에 투자한 실물자산을 담보로 하는 대출채권을 유통화 신한투자증권, 이지스자산운용, 블록체인 EQBR의 합작법인으로, 하반기 서비스 출시 예정
SK증권	SK C&C	<ul style="list-style-type: none"> SK그룹 디지털 사업을 주도하고 있으며 엔터프라이즈 블록체인 플랫폼인 'ChainZ' 보유 디지털자산 인프라 구축과 플랫폼 사업에 대한 장기적인 협력을 위해 MOU 체결
	뱅카우	<ul style="list-style-type: none"> 한우자산 소비자 펀딩 플랫폼으로 현재까지 57억원 상당의 송아지 펀딩 진행 뱅카우는 안정적 사육기반을 바탕으로 유통 시장 진출도 추진 중 KB증권은 투자계약증권 발행 업무 및 실명계좌 발급을 위한 MOU체결
	ADDRX	<ul style="list-style-type: none"> 블록체인과 스마트 컨트랙트를 활용해 디지털 증권 발행과 거래를 지원하는 싱가포르의 민간 거래소로, KB증권은 ADDX에 약 250억원 투자 ADDRX는 기관투자가에게만 열려 있던 프라이빗 시장을 개인 투자자에게 제공하는 것을 목표로 현재 아시아 시장 외에도 유럽과 호주 등의 지역으로 서비스 확대를 추진
	웨이브릿지	<ul style="list-style-type: none"> KB금융은 웨이브릿지와 디지털 자산 생태계 구축을 위한 업무협약 체결 알고리즘 트레이딩 전략을 활용한 고객자산관리모델 개발과 가상자산 지수 기반의 상품개발 계획
SK증권	펀블	<ul style="list-style-type: none"> SK증권은 부동산 조각투자 플랫폼 펀블과 업무 협약 체결을 통해 부동산 디지털 유통화 시스템 구축 추진 고객이 투자한 DABS와 1:1 매칭된 신탁 수익증권이 예탁원에 전자등록이 되면, SK증권이 DABS 거래를 고객 계좌로 실시간 반영하는 구조
	아트앤파이드 (열매컴퍼니)	<ul style="list-style-type: none"> 미술품 조각투자 플랫폼 '아트앤파이드'를 운영하는 열매컴퍼니와 MOU 체결 혁신금융서비스 내 계좌관리 시스템 구축을 비롯해 향후 메타버스·마이데이터 등 디지털 신사업 제휴 서비스 공동 개발 추진
	해치랩스	<ul style="list-style-type: none"> 해치랩스는 디지털자산을 보관하는 지갑솔루션을 제공 중이며, 디파이와 NFT 등 디지털자산을 안전하게 발행할 수 있도록 스마트 컨트랙트 보안감사도 실시 중 SK증권은 해치랩스와 금융·블록체인 공동 R&D 구축 협약 체결
	인피닛블록	<ul style="list-style-type: none"> SK증권은 디지털자산 수탁(커스터디) 기업 인피닛블록에 지분투자
한투/ 하나증권	피어테크	<ul style="list-style-type: none"> 피어테크는 국내 암호화폐 거래소 지식의 운영사로, 기업용 암호화폐 커스터디 사업 운영 중 SK증권은 피어테크와 디지털자산 수탁(커스터디) 서비스 협약식 체결
	루센트블록 (소유)	<ul style="list-style-type: none"> 부동산 수익증권 거래 플랫폼으로, 부동산 조각투자 서비스 개발 중
대신증권	카사코리아	<ul style="list-style-type: none"> 대신증권은 부동산 조각 플랫폼 카사코리아 인수 추진 중

자료: 언론보도, 삼성증권 정리

증권사들은 향후 중장기적 관점에서 토큰증권 비즈니스를 접근할 가능성이 높다고 판단한다. 이는, 지금처럼(2023년 2월 기준) 기발표된 금융당국의 가이드라인에 토큰증권에 대한 구체적인 발행 및 상장 과정에 대한 각론이 마련되지 않은 상태에서, 개별 회사들이 빠르게 사업 영역을 확대하기에는 아직 불확실성이 존재하기 때문이다.

향후 토큰증권 사업에서 증권사 별 역량 차별화를 위한 핵심 과제는, 1) 조각투자, 블록체인 플랫폼 기업과의 협업 구축, 2) 유의미한 수준의 유통량 확보 등이 될 것이다.

증권사 향후 과제 - 1. 인프라 구축을 위한 플랫폼 기업과의 협업 강화

플랫폼들과 증권사의 협력은 필수가 될 것이다. 현재 금융당국의 발행·유통 기능의 분리를 강력하게 피력하고 있으며, 이에 따라 플랫폼은 발행을, 증권사는 유통을 각각 담당할 가능성이 높다.

플랫폼 사업을 위한 블록체인 네트워크(메인넷) 구축 또한 개별 증권사 단독으로 진행하기에는 부담이 존재한다. 금융당국은 현재 토큰증권의 발행·유통 사업자 모두에게 분산원장을 활용할 것을 주문하고 있는 상황이며, 이에 따라 사업을 영위하기 위해서는 자체적인 메인넷 구축 또는 기존 메인넷에 검증인(노더)으로서 참여가 필요한 상황이다.

실제로 현재 토큰증권 플랫폼 개발을 공식화한 증권사들은 대부분 블록체인 인프라 전문 업체와의 협업을 통해 사업을 추진하고 있다. KB증권의 경우 SK C&C와 함께 2022년 11월 채권을 기초자산으로 하는 토큰증권의 발행 및 거래에 대한 테스트를 마쳤으며, 신한투자증권 또한 두나무 산하 블록체인 기술 자회사인 램다256과 함께 블록체인 네트워크 설계 및 토큰증권 플랫폼 기능 검증을 진행중이다.

물론 일각에서는 블록체인 네트워크를 구축하는 난이도가 높지 않고, 이에 따른 금융사의 자체적인 개발 또한 가능하다는 의견 또한 존재한다. 다만, 안정적 토큰증권 사업 영위의 핵심은 분산원장 구축 자체보다는, 프라이빗 체인에 참여하게 되는 분산원장 검증인(노더)의 확보 여부가 될 것으로 예상된다. 해당 관점에서 KYC, AML 검증인 등 기존 핵심 노더 네트워크를 확보한 블록체인 인프라 업체들과의 협업 필요성은 더욱 증대될 것이다.

한편, 토큰증권의 유통을 담당하는 과정에서 증권사들은 MTS, HTS 등 기존 거래 시스템에 디지털자산을 연동해야 하는 과제가 발생한다. 다만, 해당 과정에서는 기존 시스템의 변화가 상당 부분 불가피하므로, 인프라 개발과 안정화에 상당한 시간이 소요될 것이다. 따라서 증권사의 기존 레거시 거래 시스템의 수정을 최소화 하면서 신상품을 등록할 수 있는 플랫폼 기업의 인프라 협력을 택할 가능성이 높다고 판단한다.

람다256 - B2B STO 구축 서비스 예시

국내 블록체인 선두기업 두나무의 계열사인 램다256은 STO 발행과 유통을 위한 증권형 토큰 서비스 플랫폼 '루나버스 STO'를 2023년 4월에 출시할 예정이다. 플랫폼 출시에 앞서 한화투자증권, 신한투자증권 등과 기능검증(PoC)을 진행하기도 하였다. 더불어 아트, 탄소배출권, 부동산, 지적재산권 등의 STO 발행 사업자들에게 투자와 더불어 STO 유통사 연결을 지원하는 STO 프리민트 프로그램을 제공할 예정이다.

람다는 NFT산업 또한 긍정적으로 바라보고 B2B 시장을 공략해왔다. 2018년 기업 서비스형 블록체인(BaaS) 메인넷 루니버스(Luniverse)를 시작으로 2020년에는 틀래블룰 솔루션 베리파이바스프를 출시하였다. NH투자증권, 우리기술투자 등으로부터 약 1000억원의 투자를 기반으로, 2022년 8월에는 북미를 타겟으로 한 NFT 플랫폼 사이퍼리를 공개하였다.

2023년에는 아트테크 전문사 제이앤존의 아트 브랜드 '아크피아'와 파트너쉽을 체결하였다. 이 파트너쉽을 통해 NFT 아트 작품을 구매할 수 있는 사이트를 구축한다. 또한 램다256의 블록체인 기술을 통해 예술품이나 관련 상품 구매, 전시 관람 등의 실질적 혜택을 누릴 수 있는 아트 코인 개발도 계획하고 있다.

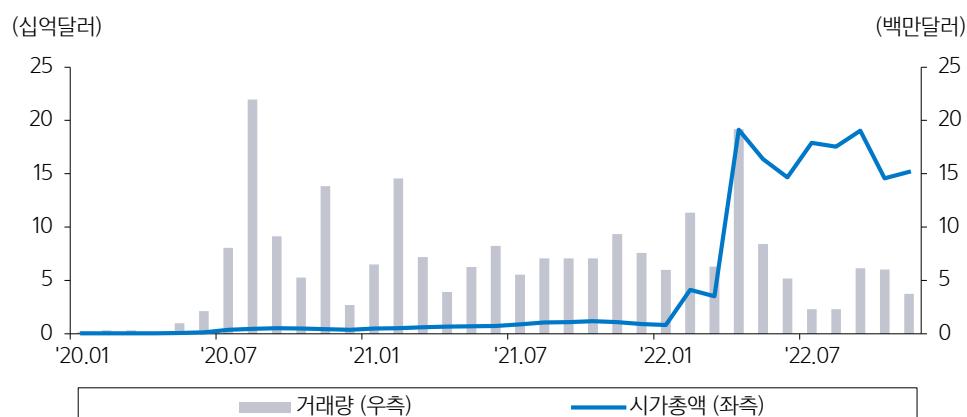
증권사 향후 과제 - 2. 유의미한 수준의 유통량 확보

향후 토큰증권 사업 활성화 여부에서 결국 중요한 점은 유의미한 수준의 유통성 확보 여부일 것이다. 다만, 최근 논의되고 있는 토큰증권 기초자산의 대부분이 소형 부동산, 미술품, 음원 저작권 등 1) 명확한 가치 선정이 아직 불분명하고, 2) 초기 상태 시장으로 성장 여부 또한 불투명한 자산이라는 점은 증권사들의 적극적인 시장 진출 의지를 제한하는 요소로 작용하고 있다.

실제로 해외 STO 시장의 경우에도 아직까지 시장 활성화가 더딘 점에 주목할 필요가 있다. 미국의 STO 조사 기관인 STO Market에 따르면, 2022년 11월 기준 전체 STO 시가총액은 152억 달러(한화 약 20.5조 원) 규모로 타 증권 시장 대비 미미한 수준이었으며, 월 거래대금 또한 370만 달러(한화 약 50억원)에 그치고 있는 상황이다.

이처럼 해외 STO 시장이 아직 활성화되지 못한 배경에는, 1) 스타트업 위주의 상품 유통에 따른 신뢰성 및 인지도 저하, 2) 규제 관련 불확실성 지속, 3) 자산 특성 상 가치평가 어려움에 따른 자산가치 상승폭 제한 등이 존재한다. 물론, 국내의 경우 제도권 금융사를 중심으로 초기부터 유통시장이 형성된다는 점에서, 신뢰성 및 인지도 등 기존의 문제는 해결될 수 있겠으나, 본질적인 수익성 우려를 해소하기 위해서는, 현시점에서 언급되는 자산군 대비 보다 매력적인 투자 상품의 접목이 필요할 것으로 판단한다.

그림 21. 글로벌 토큰증권 시장



자료: STO Market, 삼성증권 정리

표 16. STO 산업 발전 저해 요인

요인	내용
가상자산에 대한 통일된 정의 또는 분류 기준 부재	<ul style="list-style-type: none"> 가상자산(Crypto Asset)은 23개 국가/관할지역에서 8개의 각각 다른 정의가 존재. 오직 7개 지역에서만, 기초자산에 따른 토큰 종류(eg, 결제, 유트리티, 자산형토큰)를 구분
재산 소유권에 대한 법적 보호 요소 미비	<ul style="list-style-type: none"> 비록 자산에 대한 소유권이 블록체인 네트워크 상 입력되기는 하지만, 실제 '재산'의 소유권을 법적으로 보장하는 국가는 아직까지 미미한 상황
가상자산 사업자 규제 미비	<ul style="list-style-type: none"> 거래소, 발행 플랫폼 등 가상자산 관련 사업자에 대한 규제가 미비한 국가가 다수 이에 따라 투자자들은 거래 과정에서 거래 상대방 리스크, 나이가 자산 손실까지 경험할 수 있음
복잡한 서류 절차	<ul style="list-style-type: none"> 다수의 국가에서는 증권 발행에 있어 다양한 서면 서류 작성 및 제출을 요구 발행자는 증권형 토큰 발행 과정에서의 편의성을 크게 느끼지 못함
가치평가 및 회계처리 어려움	<ul style="list-style-type: none"> 가상자산에 대한 가치평가 및 회계처리에 어려움이 존재 이는, 1) 디지털 자산의 부족한 유통성, 2) 증권형토큰의 특수성에 따른 기존 암호화폐와의 비교 불가 등에 기인
자금세탁방지(AML) 및 고객 신원 인증(KYC) 등 절차	<ul style="list-style-type: none"> 규제 당국 입장에서 AML, KYC 등 필수 인증 절차를 발행 과정에서 거칠 것을 요구 이는 블록체인 트랜잭션에 복잡성을 부여. STO의 특징인 빠른 거래 처리 속도를 둔화시킴 다만, 최근 상위 단계의 블록체인 네트워크 등장으로 속도 문제를 점차 해결될 것으로 기대

자료: Deloitte 홍콩, 삼성증권

해외 STO와 한국형 STO 비교

미국 STO의 본질은 토큰 형태의 자금 조달

각국은 디지털 토큰화가 다양한 투자자로부터 막대한 자금을 신속히 조달할 수 있다는 점에서 STO를 제도권으로 유입시키기 위한 제도적 기반을 마련하고 있다. 글로벌 STO 산업을 살펴보기 전, Tokenized Security(토큰화 증권)와 Security Token(증권형 토큰)의 개념 차이를 살펴볼 필요가 있다. 부동산, 미술품 등의 자산 소유권을 토큰으로 발행한 Tokenized Security과 토큰 형태로 일종의 지분을 발행하는 Security token은 다른 개념이다. 토큰화 증권과 증권형 토큰 모두 STO로 혼용돼 사용되고 있다.

Tokenized Security(토큰화된 증권)은 자산권리를 분할하기도 하지만 이미 발행된 주식 등을 쪼개는 Asset-Based Token의 역할도 하며 자산의 유동화가 주목적이다. 싱가포르 STO가 주로 토큰화하는 대상은 채권, 펀드 혹은 진입장벽이 높은 사모상품으로 토큰화로 유동성을 높이기 위함이다. 미국에서 주로 나타나는 토큰화 증권 사례로 mirrored stock이 있으며 유동성을 높이기 위해 조각화된 주식이다. 주요국의 STO는 부동산과 동산은 물론 펀드, 주식, 채권 등 기존 금융자산의 토큰화가 활발하다.

미국에서의 Security Token(증권형 토큰)의 활용도는 실물자산의 유동화에 기반하기보다, 일반 기업이 주식을 발행하듯 토큰을 발행해 자금을 조달하는 IPO와 비슷하다. 토큰 형태의 지분 발행 시 최대 장점은 짧은 소요시간이다. 전통 거래소에서 주식 거래 시 소요되는 수 영업일을 몇 분으로 단축시키며 이론상 24시간 거래가 가능하다. 미국은 DLT(분산원장기술)회사에서 증권형 토큰을 주로 발행해 자금을 조달해 왔다. 이렇게 발행된 증권형 토큰은 ‘증권형’이라는 이름에 맞게 의결권과 분배금 권리 등 증권 성격을 지닌다. 일찍이 가상화폐가 발달한 미국은 토큰화 증권보다 증권형 토큰이 더욱 발달했지만 한국의 경우 이에 대한 논의는 미미하다. 현재 한국을 비롯한 아시아는 주로 기업의 자금조달 목적으로 자산 유동화에 초점이 맞춰져 있고 그 과정에서 ‘조각투자’가 부상했다.

그림 22. Tokenized Security(토큰화 증권) 개념

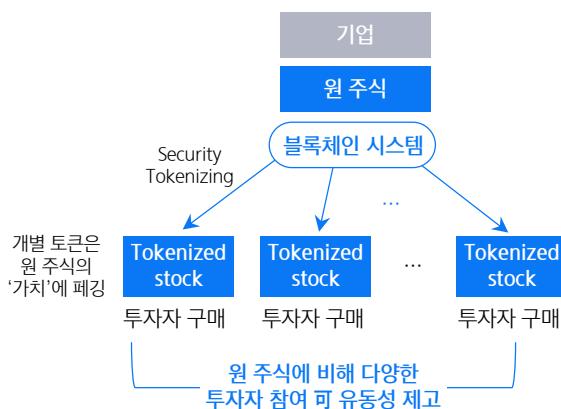
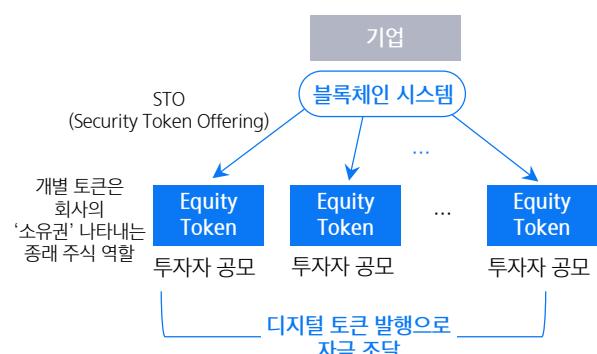


그림 23. Security Token(증권형 토큰) 개념



자료: 삼성증권

자료: 삼성증권

해외에서 비상장기업/채권/펀드 등 전통 사모 금융상품의 STO 논의가 진행된 근본 목적은 좀더 쉽고 대량의 ‘자금조달’이다. 반면, 한국은 유동화가 어려워 일반인의 진입이 어려운 자산을 토큰화해 투자하고자 하는 조각투자, 즉 토큰화 증권의 수요가 먼저 확대되었다. 부동산, 미술품, 음악저작권 등 조각화 가능한 자산군을 포착한 뒤 유동화 방식의 하나로 블록체인 기술을 적용하게 되며 STO의 정식 논의가 진행되었다. 음악저작권 플랫폼 뮤직가우가 실제 블록체인 기술을 사용하지 않고 있었다는 점에서도 한국에서 STO의 관심은 블록체인 기술보다 조각화에 집중돼 있다.

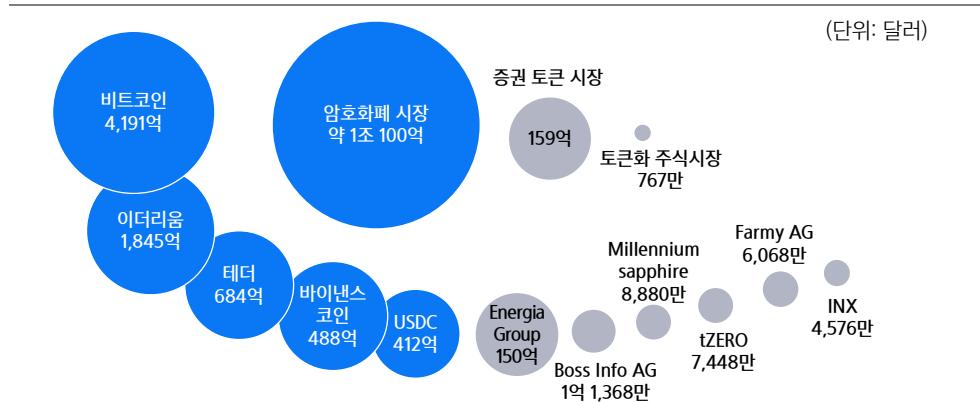
STO는 미국 SEC에게 주식과 동일한 규제를 적용받는다. SEC는 미국 증권법(Securities Act of 1933)하에, STO 발행자가 증권 판매 전 SEC에 등록하도록 규정한다. 증권 해당 여부는 ‘Howey Test(하위 테스트)’를 통해 판단하고, 증권형 토큰에도 동일하게 적용된다. ① 공동 사업에 금전을 투자하고 ② 관리자의 노력이 투자의 성패를 좌우하며 ③ 이에 따른 투자 수익을 기대할 수 있을 경우, 투자계약증권으로 인정해 증권법을 적용한다. 2018년 SEC는 비트코인은 네트워크가 탈중앙화 돼 있어 제3자 노력으로 사업의 성패가 결정되지 않으므로 투자계약증권이 아니라고 밝혔다. 반면 리플랩스가 발행한 XRP(리플)은 증권에 해당한다고 간주, 리플에 소송을 제기했다.

증권법 규정을 준수하며 등록된 최초의 STO 사례는 2018년 부동산 토큰으로 발행된 Aspen Digital이다. 콜로라도주의 ‘세인트 레지스 애스펀 리조트’ 지분을 조각내 증권형 토큰인 Aspen coin이 발행되었다. 1차 토큰 발행액은 1,800만 달러였고 2019년 2차 발행은 12.5만 달러로 2차에 거친 STO가 성공했다. 이 코인(토큰)은 템플럼이라는 SEC에 등록된 대체 거래소에서 거래되고 있다.

STO의 약점, ICO 대비 턱없이 작은 시가총액

미국에는 tZero, Securitize와 같은 대표 STO 거래 플랫폼이 있다. 증권형 토큰이 주로 거래되지만 VC펀드나 주식 일부를 토큰화한 토큰화 증권도 거래된다. 그러나 약점은 극히 저조한 거래량이다. 최대 플랫폼인 tZero의 일평균 거래규모는 6만 달러에 불과하고 Securitize의 2차시장인 ‘Securitize market’의 일평균 거래량도 7천 달러에 불과하다. 글로벌 가상자산 시가총액은 1조달러 규모인 반면 STO(증권토큰) 시장 규모는 159억 달러, 토큰화된 주식 시가총액은 767만 달러에 불과하다. STO 시장이 타 가상자산 시장만큼 성장하기 위해서는 이 시장에 유입될 수 있는 동기 부여가 충분해야 한다. 그러나 미국의 경우 ICO 대비 STO를 통한 자금조달이 효과적이라는 공감대가 형성되지 못한 것으로 보인다. ICO 시장이 단기에 빠른 발전을 한 미국에서는 STO를 통한 자금조달이 ICO 대비 까다롭고 규제가 많은 것이 약점으로 인식되고 있기 때문이다.

그림 24. 각종 가상자산과 토큰증권 시가총액 비교



참고: 시가총액은 2023년 2월 13일 기준

자료: 언론기사, 코인마켓캡, 토큰증권마켓, 삼성증권

표 17. 미국 STO 플랫폼 현황

플랫폼	비고
	<ul style="list-style-type: none"> 증권 토크나이팅 기업들의 토큰 발행 지원, tXERO ATS라는 자체 거래소 통해 2차 거래 역시 제공 tZero ATS를 통해 자사 그룹 지분 토큰(equity token)도 거래. 소프트웨어기업 XY Lab 주식 토크나이팅 2023년 1월 tZero ATS의 일평균 거래규모는 6만 달러
	<ul style="list-style-type: none"> 명의개서대리와 2차거래 서비스. INX Token, SPICE VC, 블록체인캐피탈, Protos 등 증권형토큰 거래 2021년 OpenFinance (ATS) 인수로 ATS 인가 획득 2022년 Token Soft 인수로 명의개서대리인 인가 획득
	<ul style="list-style-type: none"> 발행, 명의개서대리, 2차거래 서비스 제공 Exodus의 지분, 일본 Sumitomo Mitsui Trust Bank의 ABS 토크나이팅 등 전통 금융상품을 토크나이팅 2차시장(Secondary market)인 Securitize market은 오전 8시부터 오후 8시까지 12시간 운영 Securitize market 일 평균 거래량은 7,000달러 수준으로 매우 낮음

자료: 코스콤, 삼성증권

표 18. Securitize가 토크나이팅한 자산

	비고
Securitize KKR Health Care Growth II Tokenized Fund	KKR의 헬스케어 중심 성장형 에퀴티 펀드
Securitize Hamilton Lane Equity Opportunities Fund V US	해밀턴 레인이 일류 GP들과 함께 공동 투자한 에퀴티 펀드
Securitize Hamilton Lane Equity Opportunities Fund B Global	해밀턴 레인이 일류 GP들과 함께 공동 투자한 에퀴티 펀드
Artory/Winston Diversified Fine Art Fund	약 65개 미술품으로 구성된 포트폴리오에 투자하는 펀드
Securitize S&P Cryptocurrency Large Cap Ex Mega Tokenized Fund	인덱스 펀드로 시총 상위 가상자산들에 대한 익스포저

자료: Securitize, 삼성증권

표 19. 유통시장(2차시장)에서 운영되는 STO 사례- 토크나이팅증권/증권형토큰

토큰명	현재가	비고
22X	\$0.20	블록체인, 머신러닝 등 테크 스타트업에 투자하는 VC 펀드, STO로 2200만 달러 조달
Blockchain Capital Token	\$2.06	VC 펀드 Blockchain III Digital Liquid Venture Fund의 일부를 토크나이팅
Cosimo X	N/A	블록체인 기반 기업에 투자하는 VC 펀드
Exodus Movement	\$3.01	가상자산 지갑 사업을 영위하는 Exodus의 지분
Protos	\$0.72	DeFi 기업 Protos의 증권형 토큰
Science	\$0.48	Science Blockchain가 블록체인 제반 시설 투자 위해 발행한 토큰
SPICE VC	\$1.74	블록체인 환경 조성에 투자하는 VC 펀드.
NYCE	\$0.20	필라델피아 지역 템플대학교 인근 학생 주거 부동산에 투자하는 TEMPLE I 발행 토큰

자료: Securitize, 삼성증권

그러나 다음 측면에서 STO도 점차 확장 가능성이 높아지고 있다고 판단된다. ① STO가 제도권에 편입되며 오히려 안정적 투자상품이라는 인식하에 투자자금이 유입될 가능성이 높아진다. ② 최근 SEC의 암호화폐에 대한 증권성 잣대가 엄격해지고 있다는 점이다. 지난 13일, SEC는 바이낸스USD(BUSD)를 미등록 증권으로 간주하고 발행사 팩소스트러스트를 증권투자자보호법 위반 혐의의 고소 사전 통지서를 전달했다. 뉴욕금융감독청은 BUSD를 발행해 온 팩소스트러스트에게 발행 중단 명령을 내려 21일부터 발행이 중단될 예정이다.

BUSD가 SEC와의 소송에서 법원이 증권으로 분류할 시 가상자산 거래소에서 거래될 수 없다. 리플과 마찬가지 사건으로 가상자산의 증권성에 대한 판단 중 ‘스테이블 코인’이 근거로 작용했다. 스테이블 코인은 주요 통화나 지수에 페깅된다. 바이낸스는 그중 가장 대표적 코인으로 바이낸스USD에 대한 증권성 판단 결과에 따라 나머지 스테이블 코인도 증권으로 분류될 가능성이 높다. 다수의 가상자산이 제도권으로 편입되면 반사적으로 STO 시장은 확대될 수 있다.

그림 25. Securitize가 토큰화한 자산



자료: Securitize

그림 26. SEC, 바이낸스USD의 증권성 여부 이슈 제기



자료: SEC

2019년 SEC는 ‘SEC 투자계약 가이드’를 발표하며 STO를 제도권으로 유입시키려는 행보를 시작했다. 증권법에 따라 증권형 토큰을 발행하기 위해서는 증권신고서(S-1)를 제출해야 하며 증권에 상응하는 각종 규제를 적용받기에 현재 미국의 STO는 의무사항을 준수해야 하는 일반공모보다 신고서 제출의무를 면제받는 사모(Reg.D, 적격투자자 대상) 또는 크라우드 펀딩 형태로 이뤄지고 있다.

그러나 STO가 제도권에 편입돼 투자자 안정성이 부각되며 점차 STO가 기존의 자금조달 방식을 대체할 새로운 조달방식으로 논의될 가능성이 높다. 특히 ICO를 허용하지 않는 한국의 경우, 증권성을 인정받는다면 다수의 기업들이 STO를 통해 자금을 조달하고 성장하는 창구로 활용할 수 있을 것이다. 단기적으로 한국의 STO는 조각투자에 집중한 토큰화 증권으로 시작하지만 궁극적으로 증권형 토큰의 목표, 즉 IPO와 유사한 자금조달에 접근할 수 있다고 판단된다. 향후 3년간 전자증권법, 자본시장법 개정 등 제도 정비하에 STO가 제도권에 흡수되는 과정이 진행될 것이다.

각국의 STO 제도 정비 현황

세계 각국은 STO 산업을 제도권하에서 육성하고자 한다. 각국은 ICO 대비 비교적 안전하면서도 막대한 자금을 유치할 수 있고 다양한 투자기회를 제공할 수 있다는 STO의 순기능에 주목하고 있다. 각국은 대체로 2017년부터 ICO에 대한 규제를 명확히 하는 동시에 STO의 제도 기반에 나섰다. STO를 제도권에 편입함으로써 토큰화의 대상으로 고위험 비우량 자산이 선택될 수 있다는 리스크 역시 최소화하고자 한다.

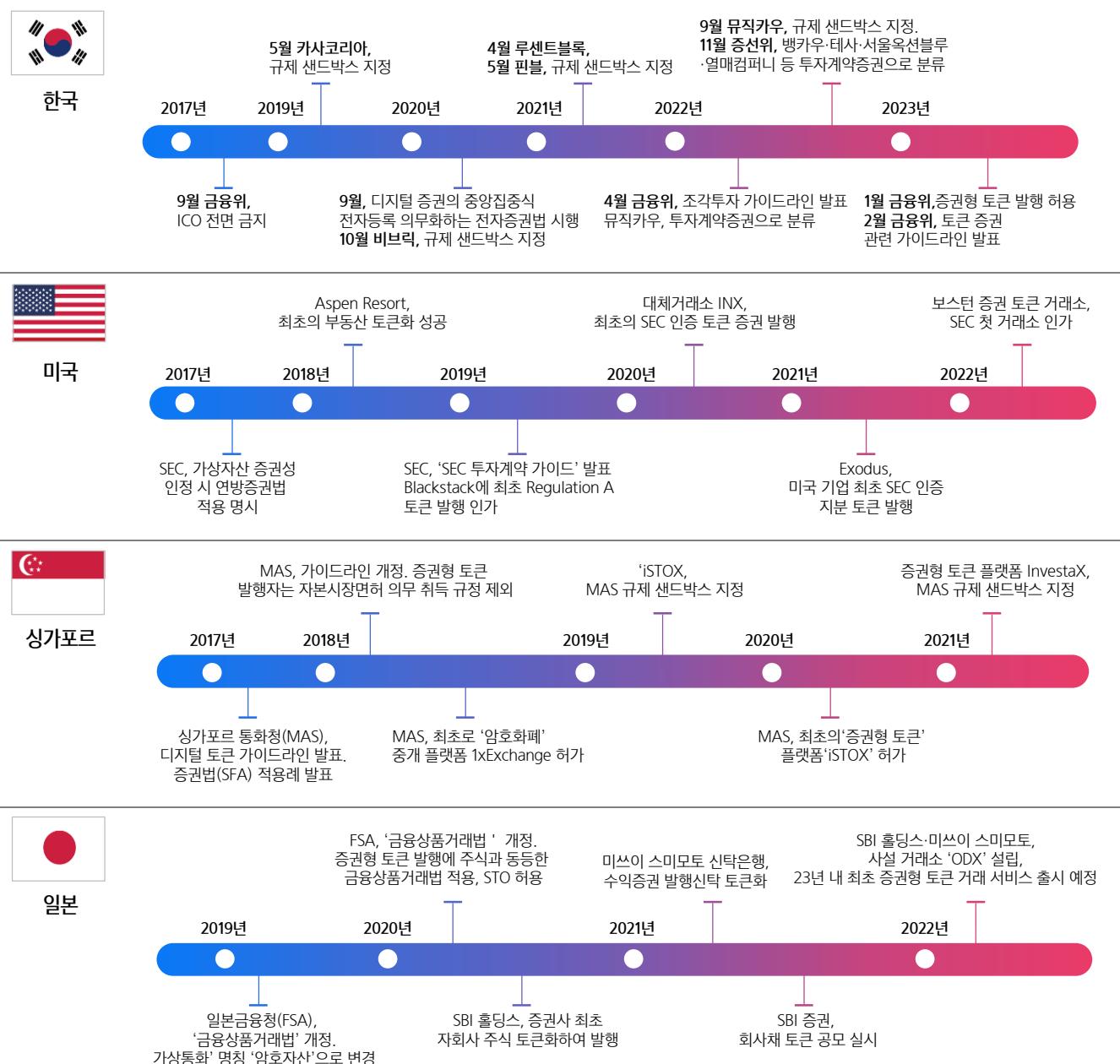
미국은 2017년, SEC가 가상자산의 증권성 인정 시 연방증권법 적용을 명시하며 제도권 포섭을 염두에 둔 가이드라인 마련에 나섰다. 이어 2018년, 아스펜리조트와 22X 등이 최초의 부동산 토큰화와 최초의 펀드 토큰화에 성공했다. 2022년에는 보스턴 증권 토큰 거래소가 SEC로부터 첫 거래소 인가를 받았다.

싱가포르는 2017년 싱가포르 통화청이 디지털토큰 가이드라인을 발표하며 증권법 적용을 명시했다. 2019년 iSTOX를 규제 샌드박스 기업으로 지정하며 STO 기업 육성에 나섰고 2020년 최초의 블록체인 기반 증권형 토큰 플랫폼으로 정식 인가를 했다.

일본은 2019년 노무라, 다이와 등 6개 증권사가 STO를 위한 자율규제기관 ‘일본 STO협회’를 설립하며 본격 논의를 시작했다. 2020년 일본 금융청은 금융상품거래법 개정으로 증권형 토큰 발행에 주식과 동등하게 금융상품거래법을 적용하며 STO를 허용했다. SBI 헐дин스, 미쓰이스미토모 파이낸셜 그룹은 사설 거래소 ‘ODX’를 공동 설립하고 2023년 내 최초의 증권형 토큰 거래 서비스를 출시할 계획이다.

한국은 2017년 ICO를 전면 금지하며 가상자산의 논의가 시작되었다. 2019년 카사코리아를 규제 샌드박스로 지정하며 STO의 일환으로 부동산 수익증권 사업을 육성하기 시작했다. 이어 부동산 수익증권 플랫폼 3개가 혁신금융서비스로 추가 지정되었고 2022년 4월, 조각투자 가이드라인을 발표하며 뮤직카우를 투자계약증권으로 분류, 증권성을 지닌 조각투자를 제도권 STO산업으로 포섭하는 움직임이 시작되었다. 금융위는 2023년 1월 증권형 토큰 발행을 허용한 이후 상반기 내 전자증권법과 자본시장법 개정안을 국회에 제출할 계획이다. 빠르면 2024년 하반기 개정안이 실행된다.

그림 27. STO 제도 변화



자료: 삼성증권

현재 아시아 STO 산업은 태동기이다. 싱가포르의 STO는 실물자산 유동화보다 헤지펀드, 비상장주식, 채권 등 사모상품의 유동화에 집중하는 토큰 증권화의 형태다. 일본의 STO는 대형 증권사들이 컨소시움 형태로 플랫폼을 조성하는 협력구조를 보인다. 최근 SBI증권이 회사채 토큰 공모에 성공하고 자회사 주식을 토큰화해 발행하는 등 토큰 증권화와 증권형 토큰 모두의 성격을 보인다.

싱가포르의 STO, 사모상품의 진입장벽 낮춰

싱가포르는 아시아에서 STO를 가장 빨리 정식 허용하며 성장한 국가다. 아시아 금융허브로 성장했던 것처럼 블록체인 기반의 디지털 증권시장도 선점하기 위해 싱가포르 통화청(MAS)는 2017년 선제적으로 디지털 토큰의 가이드라인을 마련했다. 2018년 MAS는 증권성을 지닌 디지털 증권을 일반 금융상품과 동일한 증권법(SFA, Securities and Futures Act) 적용을 받도록 제도 정비에 나섰다.

MAS는 디지털 토큰 중 ① 기업 지분인 경우, ② 채무 증권인 경우, ③ 불특정 다수의 투자자로부터 기금을 조성해 유가증권 투자 후 이익금을 배분하는 간접투자방식의 경우 증권성을 가진 '증권형 토큰'으로 간주하여 자본시장상품(Capital Market Product)으로 취급하고 이들이 자금을 조달하는 경우 증권 선물법에 의한 투자설명서를 제출해야 한다. 신규 기업에게 이 과정은 부담이므로 투자 설명서 제출을 면제받을 수 있는 4가지 조건은 있다. ① 소액 모집: 12개월간 5백만SGD 혹은 MAS에게 허가받은 경우, ② 사모 발행: 12개월간 50인 이하 사모 모집, ③ 기관 투자자 한정 모집, ④ 적격 투자자 한정 모집 등이다. 또한 투자자들도 일정 소득 수준에 부합해야 하는 적격 투자자 요건을 충족해야 투자가 가능하다.

표 20. 싱가포르 STO의 적격 투자자 조건

개인 적격 투자자	기업 적격 투자자
<ul style="list-style-type: none"> • 연소득 30만 SGD 이상 또는 • 최소 1백만 SGD의 순금융 자산 또는 • 최소 2백만 SGD의 순 총 자산 	<ul style="list-style-type: none"> • 천만 SGD를 초과하는 회사의 순자산 또는 • 회사의 전체 주식 자본을 적격 투자자인 1인 이상이 소유할 경우

자료: MAS

증권형 토큰 발행사는 발행 이후, 토큰 거래소에 상장해 상장 조건을 유지해야 유동성을 확보할 수 있다. 2018년 가이드라인 개정 이후 증권형 토큰의 단순 발행자는 별도의 자본시장면허 없이 토큰 발행이 가능해졌지만 거래 플랫폼은 증개자로서 자본시장면허 취득이 의무다. MAS는 2020년 최초의 블록체인 기반 증권형 토큰 플랫폼 iSTOX(현 ADDX)의 거래소 역할을 승인한 데 이어, DBS가 설립한 암호화폐 거래소인 'DBS 디지털 거래소'를 승인하며 은행도 가상자산업 참여에 나서는 계기가 되었다. 현재 싱가포르에는 [표 21]과 같이 다수의 STO 플랫폼이 인가를 받고 사업을 영위 중이다.

표 21. 싱가포르 STO 플랫폼

플랫폼 명	특징
STO GlobalX	증권화 토큰의 발행, 관리 및 거래를 위해 STO GlobalX가 출시한 거래 플랫폼
ADDX	스마트컨트랙트 기술을 활용한 거래 플랫폼. 사모펀드, 헤지펀드, 와인 포트폴리오 등 다양한 금융상품을 취급하며 적격 투자자들에게만 접근 허용
1exchage	자사 플랫폼 상장 민간기업의 주식을 토큰화하여 거래
DBS Digital Exchange	싱가포르의 대형 은행인 DBS 은행이 개설한 거래소로 디지털 채권 등 증권화 토큰 취급
InvestaX	프라이빗 시장의 벤처, 사모주, 부동산 등을 거래하는 플랫폼으로 싱가포르 금융관리국 샌드박스 가입
Metaverse Green Exchange	싱가포르 규제 적격거래소 Cyberdyne Tech 거래소의 리브랜딩 버전으로 디지털 탄소 거래 서비스 특화 거래 플랫폼.

자료: Xangle

제도 정비가 빠르게 이뤄짐은 예측 가능성이 높아짐을 의미한다. 싱가포르에 한국을 비롯, 각국의 블록체인 관련 기업들이 진출하는 이유다. 외환법에 의해 외국인의 토큰증권 투자가 어려운 한국과 달리 싱가포르는 미국을 제외하면 국적에 상관없이 투자가 가능하다. 2022년 카사는 MAS로부터 수익증권 공모와 2차 거래의 허가를 취득한 뒤 싱가포르에 거래소를 개설하고 세계 각국 부동산을 대상으로 디털증권 공모를 계획 중이다. 카카오의 블록체인 자회사 ‘크러스트’ 역시 본사를 싱가포르에 설립했다.

STO 플랫폼 중 최초로 MAS 승인을 받은 플랫폼은 ADDX(구 iSTOX)로 2017년 ICHX테크가 설립했다. 2019년 MAS의 규제 샌드박스 프로그램에 참여, ICH Genesis의 회사채를 블록체인 기반으로 토큰화하는 데 성공했고 2020년 MAS의 승인을 받으며 본격적인 운영에 나섰다. 2021년 1월 샌드박스를 종업, 정식 허가를 받음으로써 자본시장 내 최초의 디지털증권 플랫폼이 되었다. ADDX에는 현재 20여개 증권형 토큰이 상장되어 있으며 40개국 이상의 이용자로부터 5억 달러 이상을 조달했다.

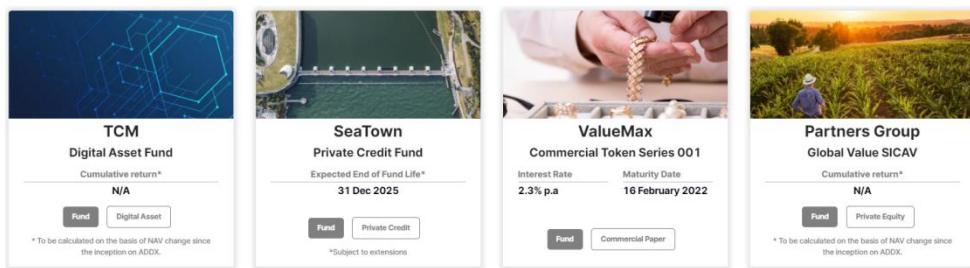
ADDX의 토큰화 대상은 다양한 자산, 특히 개인들의 참여가 어려웠던 사모상품을 유통하는 ‘Multi-asset’ 플랫폼의 특징을 지닌다. Pre-IPO기업, 유니콘 등 사모 주식은 물론 해지펀드, 사모펀드(바이아웃 펀드, VC펀드), 회사채, 심지어 와인 포트폴리오까지 사모방식으로 투자되던 자산들이 디지털 토큰으로 발행, 유통되고 있다. ADDX는 1차 공모 참여 시 5천 달러, 2차 시장 거래에서는 100달러로 기존의 수십 만 달러에서 투자 허들을 대폭 낮췄다. 현재 ADDX는 지속가능연계채권과 와인 포트폴리오 토큰화 등 다변화된 대체투자처를 제시하고 있다.

표 22. 2022년 ADDX의 증권화 토큰 발행 사례 - 전통 금융자산의 조각화

플랫폼 명	자산분류	발행일	목표 수익률 (%)	최소투자액	비고
Innoven SEA Fund I	사모펀드	22/09/07	20~22	USD 20,000	Seviora Holdings와 UOB의 합작법인 Innoven이 출시한 동남아시아 기업 타겟 벤처대출펀드
Provenance Buerundy Wine	렉셔리	22/09/21	8	SGD 830	와인 도매업 Provenance Treasure의 359개 와인 포트폴리오
Asia Genesis Macro Fund I	해지펀드	22/11	11~15	USD 20,000	매크로 해지펀드 Asia Genesis, All-weather fund로 유동성 높음
GSH Corporation CP 시리즈1	CP	22/09/16	이자율 4.1	SGD 20,000	SGX-ST 상장 자산 개발 기업 GSH의 3개월물 CP
Aaura Vaneture Fund II	VC	22/05	30	USD 20,000	고성장 초기 테크 기업 15~20여개에 투자하는 펀드 아태지역 특화 Aura 그룹의 관리 하 호주 및 아시아 초점
TCM Digital Income Fund	해지펀드	22/02	10~15	USD 5,000	싱가포르 TCM Capital VCC의 sub-fund로 DeFi 프로토콜에 투자
Singtel SLB	지속가능채권	22/04	이자율 3.56	USD 200,000	아시아 선두 커뮤니케이션 테크 그룹 Singtel의 지속가능채권
Hamilton Lane Global Private Assets Fund	사모펀드	22/03	5~10	USD 5,000	해밀턴레이인의 관리 하 사모주, 사모대출, 세컨더리 펀드 포트폴리오에 투자. 현재까지 수익률 2.99%
Fullerton Optimised Alpha Fund	사모펀드	22/02	8~12	USD 20,000	싱가포르 자산운용사 Fullerton의 관리, 전통 PE fund보다 짧은 7년의 투자기간
Investcorp US National Industrial Portfolio II	사모부동산	22/03/17	7.50	USD 20,000	부동산 자산운용사 Investcorp 하 95% 이상 임대율의 산업용 부동산 자산에 투자, 분기별 현금 배당 7.5%

자료: ADDX, 삼성증권

그림 28. ADDX 웹사이트 화면- 다양한 토큰화된 자산을 쇼핑



자료: ADDX

2021년부터 2022년까지 시리즈 A~B단계에서 1.2억 달러의 투자 유치를 완료했다. 한국 기업 중 한화자산운용이 2020년 500만 달러를 비롯, 2회에 걸쳐 투자에 참여했고 KB증권은 시리즈B 투자에 2천만 달러를 투자했다. 한국 기업들의 참여는 임박한 한국형 STO에 대비하기 위한 전략적 투자로 판단된다. 실제 ADDX는 2021년 6월 한화자산운용의 글로벌 ESG펀드를 디지털토큰으로 발행했다.

ADDX가 사모 투자의 문턱을 낮추고 매월 유저가 10%씩 늘어나는 성장기를 보인 것은 의미가 있으나 아직 한계가 있다. ① 최소 투자액을 기준 사모 투자처들의 100만 달러 수준에서 5천 달러까지 내렸지만 여전히 개인에게 완전히 개방된 소액투자로 보기 어렵다. ② MAS가 규정하는 조건[표 20]을 만족하는 적격 투자자에게만 개방된 플랫폼이다. 이는 ADDX의 고객층 확장에 한계가 있음을 의미한다. 따라서 ADDX는 개인 대상에서 기관과 법인으로 고객을 확대하고 있다. 2022년 PB와 증권사 등 기관 중심의 자산관리 플랫폼 'ADDX 어드벤티지'를 출시했다. StashAway, Raffles페밀리오피스 등이 이 플랫폼으로 고객 자산을 관리한다. 2023년 10개 자산운용사의 플랫폼 기입을 목표로 외형 확장에 힘쓰고 있다.

ADDX는 현재 사모상품을 유동화하는 데 집중하지만 장기적으로 Grab과 같은 대형 스타트업이 자금 조달을 위해 자사 플랫폼을 활용하기를 원한다. 전통 거래소에 상장할 경우 1년 이상 준비가 필요하나 ADDX를 이용할 경우 3개월만에 완료된다. 싱가포르 펀드 'Elite Partners Capital'은 2020년 ADDX에 2 건의 디지털증권을 발행했는데, 팬데믹으로 금융시장이 마비되자 디지털 방식으로 원활한 자금 모집을 하기 위함이었다. 자금조달의 신속성은 STO의 강력한 장점 중 하나다. 또한 ADDX는 암호화폐를 결제 수단으로 허용하는 등 전통 금융시장에 가상자산을 접목하고자 한다. 2022년, 싱가포르 최초로 적격 투자 심사 시 비트코인, 이더리움, USDC에 한해 암호화폐 보유분을 순자산 가치 산정에 포함시켰다.

ADDX는 ① 프라이빗 블록체인 기반으로 빠른 시스템 처리를 도모하고, ② 증권사 수준의 컴플라이언스를 적용하며 전통 금융기관의 신뢰를 구축하고 있다. 그 예로 DBS은행이 계좌관리기관 역할을 한다. 순조로운 싱가포르의 STO 제도권 편입 과정은 한국의 STO산업에 시사점이 크다. 초창기 한국의 STO은 실물자산의 조각투자로 시작하지만 향후 채권, 사모펀드, 파생결합증권 등 개인들의 투자가 어려웠던 기존 금융자산군으로 토큰화 대상을 확대하고 기업의 자본조달 목적까지 접근하게 될 것이다. 단 사모 펀드의 경우 49인 이하의 투자자 요건을 갖추지 않으면 공모의 의무를 지게 되므로 이에 대한 법률적 해석에 따라 토큰화 대상 여부가 결정될 것이다. 이처럼 STO 제도에 있어 세심한 정비가 진행되어야 하고 player들은 제도적 변화에 기민하게 대응하며 STO 시장에 대비해야 한다.

표 23. ADDX의 주요 이벤트

시기	이벤트
Nov-17	블록체인 인프라 회사인 ICHX Tech가 소유한 iSTOX 출시, 싱가포르 투자청 규정 적용
Sep-18	싱가포르 거래소와 테마섹 자회사인 Heliconia가 ICHX에 투자 결정
May-19	ICHX, MAS핀테크 규제 샌드박스에 승인
Oct-19	일본의 Tokai Tokyo Financial Group, 자회사 Tokai Tokyo Global Investment를 통해 투자 합류
Feb-20	ICHX, MAS 샌드박스 출업, 공인 시장 운영자(RMO), CMS 라이선스 취득
Jan-21	일본투자공사(JIC), 일본정책투자은행, 한화자산 등으로부터 시리즈 A 5천만 달러 투자 유치
May-21	ADDX로 개명
Sep-21	Partners Group 사모펀드의 디지털 토큰 상장
Oct-21	Sembcorp Industries의 ESG채권 토큰화 상장
Nov-21	Trovial Capital Management의 암호화폐 펀드 상장
Nov-21	SeaTown Private Credit Fund의 디지털토كن 상장
Apr-22	자산운용사를 위한 자산관리 플랫폼 'ADDX 어드밴티지' 출시
May-22	싱가포르 거래소 최초 암호화폐 보유분을 순가치 자산으로 인정.
May-22	Singtel 최초의 지속가능연계채권 토큰화
May-22	태국 증권거래소(SET), 해밀턴레인, 대화은행(UOB) 등으로부터 시리즈 B 5,800만 달러 투자 유치
Sep-22	Provenance Treasure의 359개 와인 포트폴리오 토큰화
Nov-22	매크로 헤지펀드 Asia Denesis 토큰화

자료: ADDX, 삼성증권

COMPANY UPDATE

2023. 2. 22

삼성증권

대체투자팀

이경자
Analyst
kyungja.lee@samsung.com

뮤직카우 (비상장)

최대 규모 B2C 대체자산 플랫폼으로 한국형 STO의 시초

- 120만 명 이상의 유저와 4천억원의 누적거래를 달성한 최대 규모 조각투자 플랫폼
- 음악저작권 산업, 이해관계자가 많고 저작권 가격 예측력이 중요해 높은 진입장벽
- 장기적으로 음악저작권을 활용한 금융상품으로 확장 계획

WHAT'S THE STORY?

B2C 대체자산 플랫폼 중 최대: 음악저작권은 타 조각투자 자산 대비 투자자의 접근성과 유동성이 높다는 장점을 보임. 이러한 자산의 특수성과 플랫폼 경쟁력에 기인해 뮤직카우는 유저 120만 명, 누적 거래액 4천억원을 초과하는 거대 플랫폼으로 성장 중. 음악저작권은 시장 물론, B2C를 겨냥한 모든 대체자산 플랫폼 중에서도 최초이자 최대 규모의 플랫폼. 2022년 3월 금융당국이 투자계약증권 판단을 내렸고 9월 혁신금융서비스 사업자로 지정되며 6개월간 사업재편의 기간을 거치고 있음. 이제 수익증권 형태로 음악저작권의 발행과 유통을 하게 되며 기존에 발행된 음악저작권도 수익증권 형태로 전환, 발행하게 될 것

음악저작권 플랫폼의 높은 진입장벽: 뮤직카우는 창작자로부터 음악저작권 일부를 양도받아 조각투자 공모를 하며 투자자들은 지분율에 따라 저작권을 소유한 뮤직카우로부터 발생하는 저작권료 수익을 매월 배당으로 수취. 이 외에도 방송/공연/스트리밍 등 매체별로 정산주기가 다른 다양한 수익 역시 수취하게 됨. 음악저작권의 특성상 저작권협회, 창작자, 음반협회 등 이해관계자가 많아 음악저작권 플랫폼은 진입장벽이 높음. 뮤직카우는 풍부한 저작권 매입경험과 공모 실적으로 가격 산정과 예측의 정교함에서 경쟁력을 보임. 2023년 1월 까지 지난 1년간 뮤직카우의 저작권료 평균 수익률은 8.96%에 이르는 견고한 수익을 시현

제도권 진입을 위한 준비: 음악저작권은 거래량이 풍부해 STO 요건에 부합하는 자산군. 이러한 기초자산의 속성과 대형 조각투자 플랫폼의 강점으로 뮤직카우는 정부가 집중하는 ST 육성과 제도 마련에 기준이 될 가능성이 높다고 판단. 금융당국이 STO의 제도권 편입에 있어 중시하는 요소는 소비자 보호를 위한 조치. 뮤직카우는 이를 위해 신탁기관으로 하나은행/키움증권과, 계좌관리기관으로 키움증권과 협력 중

문화저작권에 금융컨텐츠를 결합: 주요 수익원은 ① 조각투자 플랫폼에서 발생하는 수수료(발행/거래) 수익, ② 뮤직카우가 자체적으로 저작권을 매입해 수취하는 저작권료 수익. 향후 음원저작권을 활용한 금융상품으로 수익모델을 확장할 계획. 나아가 2022년 설립한 현지 자회사를 통해 미국으로 확장을 준비 중. 구체적인 서비스 유형이 공개되지는 않았지만 국내와 마찬가지로 B2C 플랫폼에서 유통되는 음악저작권을 기반으로 한 투자상품 제공이라는 비즈니스 구조는 동일할 것이며 국내를 넘어 글로벌 플랫폼으로 확장하는 계기가 될 전망

SUMMARY OF FINANCIAL DATA

(백만원)	2020	2021
영업수익	2,376	13,353
영업손익	-5,375	-10,232
영업외손익	-233	-331
순이익	-5,608	-10,563

자료: 뮤직카우

표 1. 뮤직카우 공모상품 사례

봄 안녕 봄	양화대교	BEASTMODE	
가수 작사/작곡 발매일 현재가(원) 저작권료(원)	아이유 아이유/나얼 2021.03.25 62,200 2,229(3.6%)	Zion.T Zion.T/Zion.T 등 2014.09.22 17,400 618(3.6%)	몬스타엑스 주현 등/주현 등 2020.11.02 17,800 2,078(11%)

참고: 2023년 2/15 기준

자료: 뮤직카우

그림 3. 뮤직카우 앱



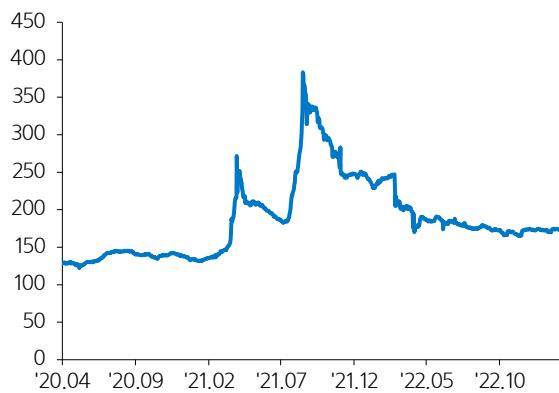
자료: 뮤직카우

그림 4. 앱의 자산 정보 화면



자료: 뮤직카우

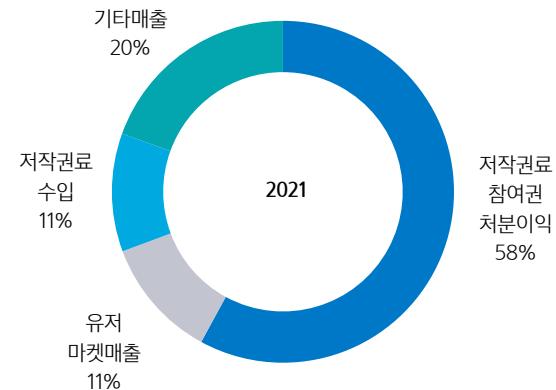
그림 3. 음악 저작권 지수(MCPI)

참고: $MCPI_t = MCPI_{t-1} \times \{1 + (\text{당일 총수익률})\}$

당일 총수익률 = 평가손익률 + 저작권료 수익률

자료: 뮤직카우

그림 4. 뮤직카우 매출 구분



자료: 뮤직카우

기업 개요

2016년에 설립된 세계 최초 음악 저작권 거래 플랫폼. 뮤직카우의 100% 자회사인 뮤직카우에셋이 저작인접권과 저작재산권을 구매한 후 저작권료 청구권이라는 채권 형태로 변형시켜 회원들에게 쪼개 재판매 하는 비즈니스 구조. 2018년 8월에 Pre A 투자 유치를 시작으로, 2019년 시리즈 A 투자 유치. 2020년 70억원의 시리즈 B 투자 유치, 2021년 240억원의 시리즈 C 투자 유치, 2022년 키움증권, 스틱인베스트먼트 등으로부터 1,130억원의 시리즈 D 투자 유치. 누적 회원 수 120만 명, 누적 거래 규모 3,611억원, 보유 음악저작권 19,000곡으로 국내 최대규모의 조각투자 플랫폼

2023. 2. 22

대체투자팀

이경자
Analyst
kyungja.lee@samsung.com

루센트블록 (비상장)

국내 최초의 STO 구조화 사례

- 부동산 조각투자 서비스 '소유' 운영, 현재까지 3건의 공모를 완료하며 시장에 안착
- 계좌관리기관과 신탁사와 협력해 예탁원과 플랫폼에 동시 정보를 저장하며, 금융당국이 장기적으로 추구하는 STO의 제도적 방향에 부합
- 이해하기 쉬운 부동산을 기초자산으로 선정하며, 주기적 정보 제공으로 투자자산의 투명성 강화와 금융소비자 보호에 역점

▶ AT A GLANCE

주요 매출	부동산 수익증권 조각투자, 컨시어지 솔루션
최근 투자 유치	2020.04 서울대학교기술자주 등 Pre-A, 투자 유치
주요 주주	2022.03 하나증권 등 시리즈 A, 170억 투자 유치
자료: 언론기사, 삼성증권	캡스톤파트너스 한국투자증권 쿼드자산운용 하나증권 등

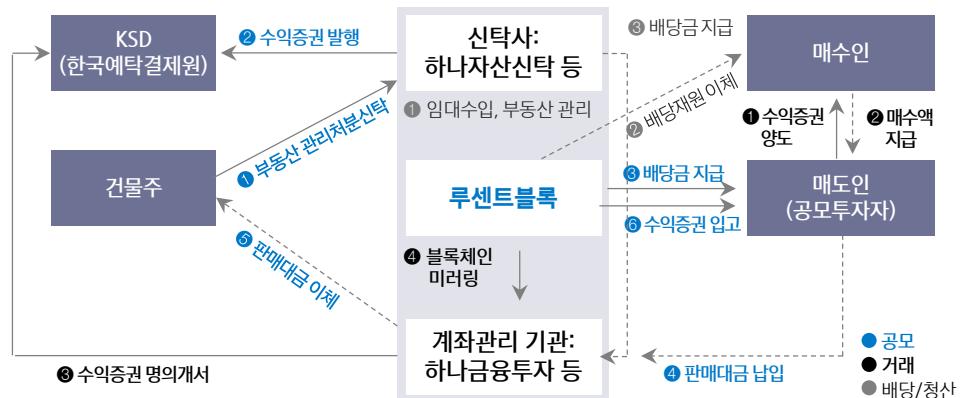
WHAT'S THE STORY?

기술과 제도적 준수 모두 앞선 사례: 2021년 5월 금융위로부터 혁신금융서비스로 지정된 부동산 수익증권 플랫폼으로 조각투자 서비스 '소유' 운영. 현재까지 2022년 3건의 공모를 완료하며 빠르게 시장에 안착. 계좌관리기관인 하나증권, 신탁 수익증권을 발행하는 하나자산신탁과 협력하여 자체 플랫폼의 분산원장에 거래정보를 저장하며, 예탁원에도 동시 정보를 저장하는 '블록체인 미러링' 방식 적용 중. 서비스 론칭 시점부터 독자적인 분산원장 기술을 도입해 여타 조각투자 플랫폼과 차별화. 전자증권법에 의거해 전자등록된 수익증권을 거래할 수 있는 최초의 서비스로 제도권 진입 시 가장 중요한 소비자 보호에 충분히 대비 중. 이는 모두 현재 금융당국이 장기적으로 추구하는 STO의 제도적 방향에 부합하는 것. 블록체인 기술 적용은 물론 다각도의 제도권 협력으로 국내 최초의 STO 구조화 사례로 인식될 만함. 또한 2025년까지 혁신금융서비스 특례를 적용 받으므로 향후 개정될 STO 제도화에서도 토큰증권의 발행과 유통을 모두 영위할 수 있는 경쟁 우위 보유

블록체인 기술에 투자로 미래 STO 시장 대비: 루센트블록은 '소유' 플랫폼의 안정성과 효용성 제고에 가장 많은 투자를 해 왔음. 루센트블록의 본사는 대전에 위치해 개발자 확보에 유리하다는 점도 크게 작용. 자체 블록체인 기술 기반에 다수의 노드를 두어 운영함으로써 미래의 STO 환경인 '탈중앙화'에 대비 중. 이는 대부분의 조각투자 플랫폼들이 수익증권 혹은 투자계약증권의 발행과 처분에만 집중하는 모습과 차별화되는 것

이해하기 쉬운 부동산에 접근: '소유'는 기초자산 선정 시 투자가 직접 방문할 수 있는 건물 중심으로 접근. 더불어 건물 관련 바우처와 굿즈 제공, 건물이 입지한 지역의 정보를 주기적으로 제공함으로써 투자가 투자자산에 대한 이해도를 높이는 데 주력. 플랫폼이 발행, 유통하는 공모상품의 투명성을 증대시키는 것으로 타 조각투자 플랫폼과 차별화 포인트. 루센트블록은 조각투자 플랫폼 '소유' 외에도 컨시어지 솔루션 서비스를 운영 중인데, 오피스/코리빙의 예약, 임대료/관리비 납부, 관리시스템 등 부동산 관리 서비스를 제공. 컨시어지 솔루션은 향후 '소유'에서 공모하는 부동산들을 관리하는 서비스로 확장은 물론, 부동산 서비스 과정에서 축적된 정보를 활용해 공모 부동산 소싱 시 강점을 발휘할 수 있을 것. 이로써 자체적으로 기초자산인 부동산의 전문 역량을 내재화할 계획

그림 1. 루센트블록의 부동산 수익증권 발행 및 거래 구조



자료: 루센트블록

표 1. 루센트블록 공모상품 사례

	대전 창업스페이스	이태원 새비지가든	안국 다운타우너
사진			
위치	대전광역시 유성구 농대로	서울특별시 용산구 회나무로	서울특별시 종로구 북촌로
건물가치(원/주)	5,125	6,274	5,041
시가총액	8.2억원	61.3억원	38.7억원
일 거래대금	493만원	1,280만원	533만원
배당수익률	5%대 추정	2.2%	4.4%

참고: 2023년 2/16 기준

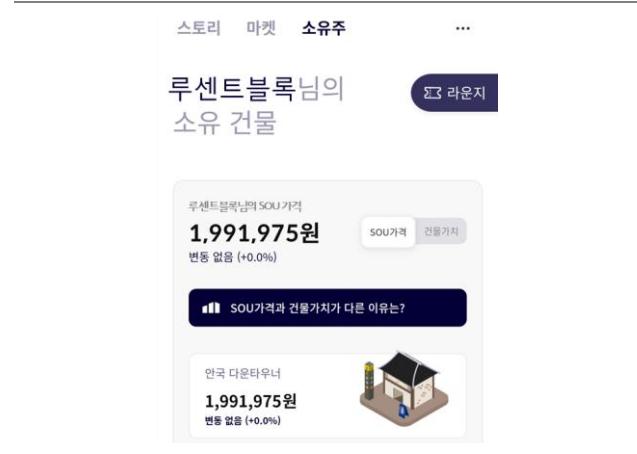
자료: 루센트블록

그림 2. 루센트블록의 조각투자 서비스 '소유' 앱



자료: 루센트블록

그림 4. '소유' 앱의 자산 현황 화면



자료: 루센트블록

기업 개요

2018년에 설립된 부동산 수익증권 조각투자 플랫폼. 부동산 관리 서비스를 제공하여 부동산 금융의 모든 가치사슬을 장악하는 부동산 종합금융 솔루션을 제공. 2021년 4월 14일 금융위원회로부터 혁신금융 서비스로 지정되어, 대규모 자본금을 요하는 라이선스 확보 및 전자증권법하에서 안전하게 관리되는 거래 구조를 최초로 구축. 2020년 5월 서울대학교기술지주, 하나은행, 한국투자증권, 하나증권 등으로부터 Pre-A 투자 유치. 2022년 하나은행, 하나증권, 캐스톤파트너스, 교보증권, 한국투자증권 등으로부터 170 억원 규모의 시리즈 A 투자를 유치. 약 200억원 누적 투자 유치

COMPANY UPDATE

2023. 2. 22

삼성증권

대체투자팀

이경자
Analyst
kyungja.lee@samsung.com

▶ AT A GLANCE

주요 매출	미술 품 조각투자
최근 투자 유치	2017.06 킹슬리벤처스 투자 유치(시드 1차)
	2018.08 킹슬리벤처스 투자 유치(시드 2차)
	2021.08 소프트뱅크벤처스 등 시리즈 A, 94억 투자 유치
	2022.03 베이스인베스트먼트 등 시리즈 B, 170억 투자 유치
주요 주주	크로스로드파트너스 소프트뱅크벤처스 베이스인베스트먼트 산은캐피탈 등

자료: 언론기사, 삼성증권

열매컴퍼니 (비상장)

STO로 시작해 미술품 종합 금융회사로

- 조각투자 서비스 '아트앤가이드'로 폐쇄적이던 미술품 투자의 진입장벽 해물어
- 작품 선매입 후 지분 15%에 자기자본을 투자하고 나머지를 공모하는 공동투자 방식, 이러한 딜링 거래 비중은 과거 10%에서 2022년 90%로 상승하며 전사 수익 견인
- STO를 시작으로 담보대출 등 미술품과 관련된 모든 금융서비스를 제공할 계획

WHAT'S THE STORY?

미술품 거래의 패러다임 전환: 대표적인 미술 품 플랫폼으로 조각투자 서비스 '아트앤가이드' 운영 중. 소유권 분할과 자산 유동화의 금융기법으로 폐쇄적이던 미술 품 투자의 진입장벽을 낮추고 있음. 2022년 약 290억원의 매출을 기록했으며 영업이익률은 10%로 추정. 매출의 절반은 아트앤가이드에서, 절반은 미술 품 딜링(직접투자)을 통한 차익과 최근 신사업으로 확장 중인 미술 품 담보대출에서 창출. 지난 11월 투자계약증권으로 인정되며 금융당국의 조각투자 가이드라인을 충족시키기 위해 잠시 서비스를 중단하고 사업 재편 중. 제도권 편입으로 투자계약증권으로서 의무는 발생하지만 조각투자에 더욱 많은 고객층을 확보함으로써 열매컴퍼니가 영위하는 다양한 미술 품 관련 금융사업의 성장 가능성이 커질 것

조각투자 플랫폼에서 직접투자로 수익 극대화: 열매컴퍼니는 아트앤가이드 내 작품 공모와 처분 시 투자자로부터 수수료를 수취하지 않고 선매입한 작품의 지분 5~10%에 자기자본을 투자하고 나머지를 공모하는 방식으로 수익 창출. 2022년 하반기 미술 품 시장의 위축 가능성에 대비해 직접투자(PI) 비중을 50% 이상으로 높여 경기 영향 최소화. 작품의 매입과 매각까지 평균 보관기관은 10개월. 서비스 론칭 후 3년간 160개 작품을 공모했고 100개 이상 매각 완료, 매각 작품의 평균 수익률은 29%에 이룸(2023년 1월 말 기준). 인정적 투자수익을 위해서는 미술 품 가격 산정 능력이 중요하데, 미술 품 전문성에 기반한 자체 인공지능 프로그램을 활용해 가격을 산정하고 매입/매각 거래를 함. 또한 매각 진행하는 고가작품의 대부분은 제3자 구매약정(풋옵션)이 체결돼 있어 회수 안정성을 높임

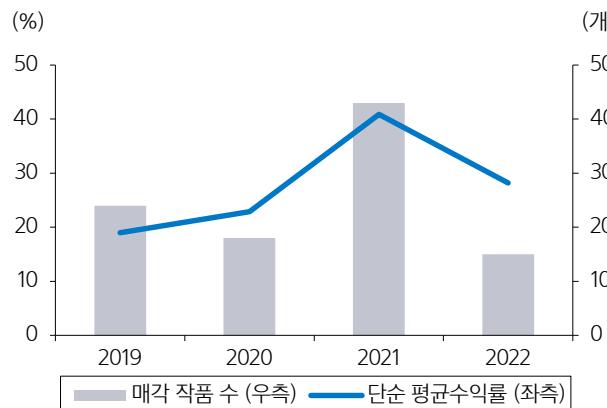
미술 품 종합 금융회사로: 열매컴퍼니는 다양한 미술 금융상품을 제공함으로써 종합 금융회사를 추구. 현재 조각투자 서비스는 이러한 최종 목표로 가는 과정에서 미술 품 대중화에 기여할 수 있는 미술 품 금융방식 중 하나. 미술 품 담보대출로 시작해 관련 금융을 확장함으로써 수수료는 물론 투자 수익을 극대화한다는 목표. 신사업인 미술 품 담보대출 잔액은 현재 80억원으로 예상보다 빠르게 수요가 늘며 관련 금융시장의 잠재력이 확인되고 있음. STO나 담보대출로 미술금융 시장이 커질 경우 미술 품 시장 규모가 확대되고 다시 미술금융 시장이 성장하는 선순환을 기대. 미술 품 시장은 폐쇄적이고 금융의 결합 수준이 낮다는 점에서 열매컴퍼니의 차별적 경쟁력이 부각되고 있음

표 1. 아트앤가이드 공모작품 사례

	산월	무제	조옹
사진			
작가	김환기	이중섭	이우한
크기	19.0 x 27.3 cm	11.5 x 15.1 cm	57.3 x 77.5 cm
매각일	2018.12.26	2019.10.28	2019.07.22
가격상승률(%)	22.2	15.0	11.4
보관기간(일)	57	332	203
가격상승률(연)(%)	142	16	21

자료: 열매컴퍼니, 삼성증권

그림 1. 아트앤가이드 연도별 매각 수익률



자료: 열매컴퍼니, 삼성증권

그림 2. 아트앤가이드 공동구매 작품 매각 진행 상황 사례

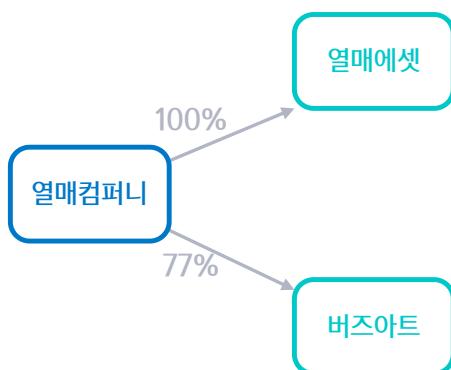
공동구매 작품 매각 진행상황								
아트앤가이드 공동구매 작품들이 매각 진행 상황을 확인하세요!								
총 공동구매 횟수	131	총 공동구매 금액	32,684,600,000원	총 매각 작품수	75	총 매각 금액	12,215,750,000원	
							평균 수익률	33.0%
							평균 보유기간	290일
							평균 원본 수익률	138%
김환기								
신월	2018.10.30	전행상황	수익률	보유기간	기간 원본 수익률			
1회	공동구매 금액: 45,300,000원	매각일: 2018.12.26	매각완료: 22.2%	57일	142% (1년)			
총 매각 수익: 19.0 x 27.3 cm	매각금액: 55,000,000원	매각처: 개인 소장자			285% (2년)			
이중섭								
무제[Double sided Drawing]	2018.11.10	전행상황	수익률	보유기간	기간 원본 수익률			
전도미	공동구매 금액: 12,000,000원	매각일: 2019.10.28	매각완료: 15.0%	332일	16% (1년)			
총 매각 수익: 11.5 x 15.1 cm	매각금액: 18,800,000원	매각처: 개인 소장자			33% (2년)			
이우한								
조옹	2018.12.31	전행상황	수익률	보유기간	기간 원본 수익률			
1회	공동구매 금액: 35,000,000원	매각일: 2019.07.22	매각완료: 11.4%	203일	21% (1년)			
총 매각 수익: 57.3 x 77.5 cm	매각금액: 56,000,000원	매각처: 개인 소장자			41% (2년)			

자료: 열매컴퍼니, 삼성증권

기업 개요

2016년 설립된 미술품 판매업자. 2017년과 2018년 두 차례에 걸친 킹슬리벤처스의 투자를 바탕으로 2018년 온라인 미술품 공동구매(조각투자) 플랫폼 '아트앤가이드' 론칭. 2021년 94억원의 시리즈 A 투자를 유치, 2022년에 171억원의 시리즈 B 투자를 유치하여 총 270억원의 누적 투자액 달성. 총 회원 수는 10만 명 이상으로 175회의 공동 구매, 432억원의 금액이 공동구매(공모)로 모집됨. 2017년부터 현재 까지 중소기업벤처부의 TIPS 프로그램에 선정돼 인공지능(AI)과 빅데이터 기반 기술을 개발, 이에 기반한 거래 플랫폼 서비스를 구축 중. 신사업인 온라인소액투자중개업(P2P 미술품 담보대출)은 자회사 '열매에셋'을 통해, 저작권 활용사업은 '버즈아트'를 통해 확장할 계획. 버즈아트는 공모전 등 신진작가 발굴 및 저작권 확보로 아트상품을 제작하는 사업으로 현재 등록작가 1,700명, 업로드 작품 수 4.8만점, 회원 수 26만 명

그림 3. 열매컴퍼니 신사업 자회사



자료: 열매컴퍼니

표 2. 열매컴퍼니 손익

(십억원)	2020	2021	2022E
매출	3.1	17.1	29.1
영업이익	-	0.9	2.3
순이익	-	0.5	2.6

자료: 열매컴퍼니

COMPANY UPDATE

2023. 2. 22

삼성증권

대체투자팀

이경자
Analyst
kyungja.lee@samsung.com

▶ AT A GLANCE

주요 매출 · 미술 품 조각투자	
2021.05	스프링캠프 등 Pre-A, 12억 투자 유치
최근 투자 유치	2021.11 에코투자파트너스 등 시리즈 A, 40억 투자 유치
2022. 하반기	시리즈 A-2, 키움증권 20억, 교보증 권 45억 등 투자 유치
<hr/>	
교보증권 키움증권 주요 주주 엘엔에스벤처캐피탈 에코투자파트너스 메디치인베스트먼트 등	

자료: 언론기사, 삼성증권

테사 (비상장)

최다 회원 수, 최대 구매전환율의 미술품 조각투자 플랫폼

- 2019년 설립된 미술 품 소유권 분할거래 플랫폼, 증권성을 인정받아 STO 시장 진출
- 블루칩 작가에 집중하며 글로벌 네트워크를 활용, 매입/매각에 경쟁력 확보
- 방대한 데이터와 높은 기술력으로 서비스 출시 3년 만에 회원 수 13만 명 돌파

WHAT'S THE STORY?

최다 회원 수와 구매 전환율: 2019년 설립된 미술 품 소유권 분할거래 플랫폼으로 2020년부터 조각투자 서비스를 시행 중. 웹서비스를 최소화하고 모바일 서비스에 집중한 결과 서비스 출시 3년 만에 회원 수 13만 명을 돌파하며 국내 아트테크 업계 내 가장 빠른 속도로 성장. 유저 수가 많을수록 미술 품 공급자의 바잉파워가 강화되므로 테사의 경쟁력을 나타내는 핵심 지표. 13만 명 중 3.5만 명 이상이 투자로 이어지며 30%의 conversion rate을 보이는 데, 이는 이커머스의 구매 전환율보다 높은 것으로 평가됨. 현재까지 50건 공모를 진행해 13건의 매각을 완료, 13개 작품의 매각 진행 중. 연평균 15% 이상의 수익률을 목표로 하며 평균 가치 수익률은 24.99%에 달함. 매입부터 매각까지 평균 10개월이 소요되며 빠른 회전율을 보임

글로벌 네트워크와 자산관리 역량: 짧은 역사에도 아트테크 플랫폼 중 최다 유저 수를 확보하게 된 데에는 테사만의 미술 품 소싱/관리/매각능력에 있음. 미술 품의 93%를 해외 블루칩 작가의 작품으로 소싱하고 매각도 주로 해외에서 이뤄진다는 특징을 지님. 이러한 네트워크 형성이 쉽지 않았으나 강력한 매입/매각 경쟁력을 지니게 됨. 글로벌 30개 이상 파트너사, 주요 아트시장 갤러리와 파트너십을 맺어 작품 소싱과 매각에 협력. 미술 품은 매입 매각이 private하게 이뤄지는 시장이라 자산관리 역량에 신중함이 요구됨. 테사는 데이비드 호크니, 키스헤링, 뱅크시, 앤디워홀, 마르크샤갈 등 블루칩 작가(글로벌 경매 기록에서 매해 100회 이상 기록이 나오는 작품으로 간주)들의 작품에 주력. 블루칩 작품이 연평균 20%대 가격 상승률을 기록해 월등히 착안, 안정적 상품이라고 판단하기 때문

방대한 데이터와 높은 블록체인 기술력: 블록체인 기술로 이뤄지는 플랫폼 내 모든 사항을 자체 개발했으며 NH은행과 제휴를 통해 사용자 예치금을 안전하게 분리 보관. 관련 인프라 개발을 1개월 만에 완료하고 은행 특유의 엄격한 요구수준을 모두 충족하며 플랫폼 안정성을 높임. 장기적으로 STO 시장 확장에 대비해 증권사, 예탁원 등 제도권과 API 연결을 염두에 둔 플랫폼 개발 중. 테사 플랫폼은 투자 최소금액이 주당 1천원인데, 오랜 구매 경험으로 작품당 5~25억원을 sweet spot으로 삼고 집중함. 방대한 데이터를 모으고 종합적으로 분석 시 글로벌 경매 시장에서 거래되는 회수를 중시

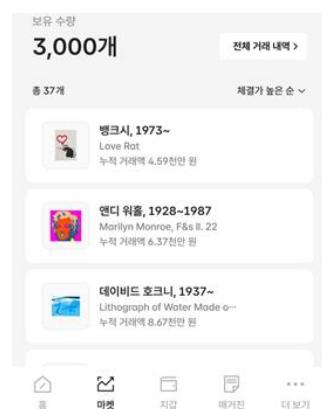
제도권에 편입되며 거대 플랫폼으로 성장 준비: 금융위가 테사의 조각투자를 투자계약증권으로 정의함에 따라 2월 말 유통서비스를 종료하고 새로운 제도하에 투자계약증권을 발행하기 위한 사업 재정비 중. 그간 사모 자금으로 미술 품을 선매입한 후 작품을 공모하는 구조로 운영해 왔으나 정식 STO 시장에 진입하며 공모자금으로 미술 품을 구매함으로써 financing 부담을 덜고 건당 작품 매입액과 건수를 확대할 수 있다는 성장성 확보. 최다 유저 수와 축적된 경험, 블루칩 작가 중심으로 글로벌 시장에서 매입 매각이 이뤄진다는 점에서 초기 STO 시장을 선점할 경쟁력을 갖추고 있음

표 1. 테사의 공모상품 사례

	Danseuse de dos	Three Landscape Pots	Nola (white Rain)
사진			
작가	에드가 드가	조나스 우드	뱅크시
국적	프랑스	미국	영국
누적 거래액 (십억원)	7.7	3.0	7.5
크기	32 x 24 cm	47 x 42 cm	76 x 56 cm
제작연도	19세기	2019	2008

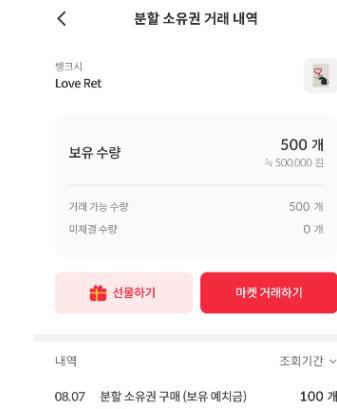
자료: 테사

그림 3. 테사 플랫폼 내 분할 소유권 보유 예시



자료: 테사

그림 4. 테사 플랫폼 내 분할 소유권 거래 예시



자료: 테사

기업 개요

2019년 설립된 미술품 투자 플랫폼. 2021년 스프링캠프 등으로부터 Pre-A 투자를 12억원을 유치하였고 2021년에는 시리즈 A투자 40억원, 2022년에 키움증권과 교보증권으로부터 시리즈 A-2 투자를 유치하여 누적 투자액 150억원 돌파. 주요 주주는 케이클라비스, 에코투자파트너스, 키움증권, 교보증권 등. 온라인 플랫폼 ‘테사’ 외에도 성수동에 위치한 테사 뮤지엄에 분할 소유권이 판매된 작품을 전시 운영 중. 전세계 30개 이상 갤러리와 파트너쉽을 맺어 블루칩 작품 소싱 및 매매에 강점 보유

Compliance notice

- 본 조사분석자료의 애널리스트는 2월 21일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 2월 21일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 본 조사분석자료에는 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.
- 본 조사분석자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다.
- 본 조사분석자료는 당사의 동의 없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다.
- 본 조사분석자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다.
따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
- 본 조사분석자료는 기관투자가 등 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.

삼성증권

삼성증권주식회사

서울특별시 서초구 서초대로74길 11(삼성전자빌딩)
Tel: 02 2020 8000 / www.samsungpop.com

삼성증권 Family Center: 1588 2323

고객 불편사항 접수: 080 911 0900



Member of
**Dow Jones
Sustainability Indices**
Powered by the S&P Global CSA